

甘源食品(002991)

食品饮料

发布时间: 2023-05-08

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

首次覆盖

新品+新渠道共振，业绩符合预期

事件: 公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年实现收入 14.51 亿元，同比+12.11%；实现归母净利润 1.58 亿元，同比+3.03%。2022Q4 实现收入 4.8 亿元，同比+9.85%；归母净利润 0.7 亿元，同比下-9.93%。2023Q1 实现收入 3.91 亿元，同比+22.15%；实现归母净利润 0.55 亿元，同比+145.02%。

点评: 新品+新渠道共振，业绩符合预期。 2022 年公司积极推新品和拥抱新渠道，收入实现稳健增长符合预期。2022 年综合果仁及豆果系列/青豌豆系列/瓜子仁系列/蚕豆系列/其他系列应收分别为 3.82/3.69/2.31/2.09/2.53 亿元，同比 +29.27%/+11.19%/-1.32%/+0.28%/+14.76%。综合果仁类增长较快由于公司推出的坚果新品在会员系统快速放量，老三样中瓜子仁和蚕豆表现平稳。河南安阳工厂实现收入 8898 万，亏损 2939 万，主要为烘焙米酥类产品。2022 年经销模式/电商模式/其他模式应收为 12.32/1.67/0.45 亿元，同比+14.72%/-5.62%/+14.15%。2022 年底公司共有 2142 家正式经销商，净增 199 个。2022 年公司传统商超渠道受商超客流减少同比下滑。会员商超渠道在山姆带动下实现快速增长，三季度公司积极拥抱零食量贩渠道。电商渠道收入为 1.69 亿，同比下降 5.62%，电商引入新负责人后不断调整优化。

一季度收入符合预期，净利率持续改善。 2023Q1 收入增长符合预期，其中零食量贩渠道和会员制渠道表现亮眼，电商实现翻倍增长，传统商超渠道实现正增长。5 月公司计划推出坚果和薯片类新品，其中坚果新品有望在多个会员商超渠道铺开。2022 年公司毛利率为 34.26%，同比下降 0.74 pct，主要因为棕榈油等原材料成本上行，销售费用率下降 2.01 pct 主要由于 2021 年投放较多梯媒广告。2023Q1 公司毛利率为 36.35%，同比提升 1.5 pct，来源于棕榈油成本明显下降。2023Q1 公司销售/管理/研发费用率分别同比下降 3.54/1.04/0.79pct，新渠道如零食量贩渠道和会员制商超费用率较低，2023Q1 公司净利率明显改善同比提升 7.07 pct。

盈利预测: 预计 2023-2025 年 EPS 为 2.89/3.76/4.54 元，PE 为 31/24/20 倍，首次覆盖给予买入评级。

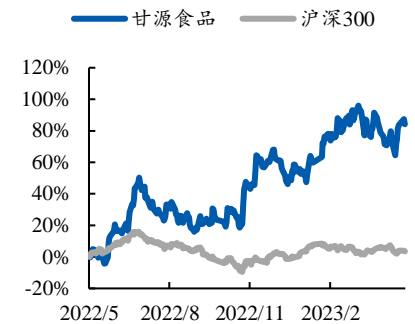
风险提示: 新品推广不及预期，原材料上涨

财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,294	1,451	2,003	2,574	3,026
(+/-)%	10.38%	12.11%	38.10%	28.48%	17.57%
归属母公司净利润	154	158	269	350	423
(+/-)%	-14.29%	3.03%	69.98%	30.15%	20.86%
每股收益(元)	1.65	1.72	2.89	3.76	4.54
市盈率	46.24	44.35	30.68	23.57	19.50
市净率	4.92	4.72	4.40	3.71	3.12
净资产收益率(%)	10.68%	10.73%	14.35%	15.74%	15.98%
股息收益率(%)	1.23%	1.21%	1.21%	1.22%	1.20%
总股本(百万股)	93	93	93	93	93

股票数据 2023/05/05

6 个月目标价(元)	105.2
收盘价(元)	88.57
12 个月股价区间(元)	46.94-94.25
总市值(百万元)	8,256.13
总股本(百万股)	93
A 股(百万股)	93
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-1%	4%	90%
相对收益	1%	7%	89%

相关报告

- 《啤白融合，探索白酒发展新模式》
--20230427
- 《食用油行业深度报告：稳定成长清晰格局，海外龙头指引方向》
--20230402
- 《次高端白酒股价深度复盘系列（一）》
--20230331
- 《食品饮料行业周报：春节消费强劲复苏，食品饮料板块继续看多》
--20230201

证券分析师: 郭梦婕

执业证书编号: S0550521070003

15201989961 guomengjie@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	473	565	832	923
交易性金融资产	588	688	823	1,123
应收款项	22	20	35	31
存货	137	209	234	281
其他流动资产	12	16	19	21
流动资产合计	1,261	1,537	1,993	2,437
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	483	638	688	725
无形资产	100	101	101	102
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	743	895	943	976
资产总计	2,004	2,433	2,936	3,413
短期借款	0	0	0	0
应付款项	139	151	223	214
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	3	3	3	3
流动负债合计	373	433	586	640
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	125	125	125	125
长期负债合计	125	125	125	125
负债合计	498	558	711	765
归属于母公司股东权益合计	1,506	1,875	2,225	2,648
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益总计	2,004	2,433	2,936	3,413

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,451	2,003	2,574	3,026
营业成本	954	1,291	1,647	1,906
营业税金及附加	17	24	30	36
资产减值损失	-3	0	0	1
销售费用	204	282	355	409
管理费用	65	90	114	130
财务费用	-11	-7	-8	-12
公允价值变动净收益	1	50	35	0
投资净收益	7	8	12	15
营业利润	212	371	472	570
营业外收支净额	-4	-1	-2	-1
利润总额	208	371	470	569
所得税	50	102	120	146
净利润	158	269	350	423
归属于母公司净利润	158	269	350	423
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	158	269	350	423
资产减值准备	4	0	0	-1
折旧及摊销	65	59	66	72
公允价值变动损失	-1	-50	-35	0
财务费用	-9	0	0	0
投资损失	-7	-8	-12	-15
运营资本变动	99	-24	99	1
其他	3	0	1	1
经营活动净现金流量	312	245	469	481
投资活动净现金流量	-145	-153	-203	-390
融资活动净现金流量	-76	0	0	0
企业自由现金流	39	48	227	72

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标				
每股收益 (元)	1.72	2.89	3.76	4.54
每股净资产 (元)	16.15	20.11	23.87	28.41
每股经营性现金流量 (元)	3.35	2.63	5.03	5.17
成长性指标				
营业收入增长率	12.1%	38.1%	28.5%	17.6%
净利润增长率	3.0%	70.0%	30.2%	20.9%
盈利能力指标				
毛利率	34.3%	35.6%	36.0%	37.0%
净利润率	10.9%	13.4%	13.6%	14.0%
运营效率指标				
应收账款周转天数	4.39	3.74	3.85	3.91
存货周转天数	49.70	48.26	48.39	48.56
偿债能力指标				
资产负债率	24.8%	22.9%	24.2%	22.4%
流动比率	3.38	3.55	3.40	3.81
速动比率	2.91	2.96	2.90	3.26
费用率指标				
销售费用率	14.0%	14.1%	13.8%	13.5%
管理费用率	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%
财务费用率	-0.8%	-0.4%	-0.3%	-0.4%
分红指标				
股息收益率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
估值指标				
P/E (倍)	44.35	30.68	23.57	19.50
P/B (倍)	4.72	4.40	3.71	3.12
P/S (倍)	4.90	4.12	3.21	2.73
净资产收益率	10.7%	14.4%	15.7%	16.0%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

郭梦婕: 复旦大学环境科学硕士, 华东师范大学本科, 现任东北证券食品饮料组分析师。曾任平安健康互联网有限股份公司产品运营和开发, 2019 年加入东北证券。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjisu0

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

