

2024年04月24日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩增速亮眼，产品渠道双向发力

—甘源食品（002991.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年04月23日，甘源食品发布2023年年报、2024年一季度报告。

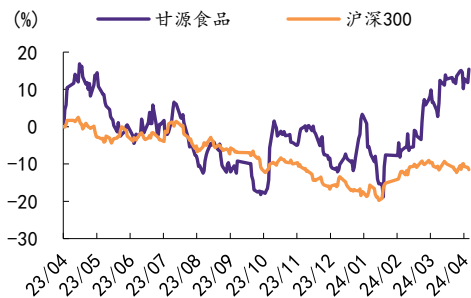
## 投资要点

### 基本数据

2024-04-23

当前股价（元）	90.48
总市值（亿元）	84
总股本（百万股）	93
流通股本（百万股）	50
52周价格范围（元）	63.29-92.4
日均成交额（百万元）	62.71

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《甘源食品（002991）：业绩符合预期，既定节奏进行》2024-01-19
- 《甘源食品（002991）：利润超预期，增长势能强劲》2023-10-26
- 《甘源食品（002991）：收入超预期，产品+渠道加速释放红利》2023-08-10

### 业绩快速增长，规模化效应优势明显

公司2023年/2023Q4/2024Q1总营收分别为18.48/5.34/5.86亿元，分别同增27%/11%/50%。公司2023年/2023Q4/2024Q1归母净利润为3.29/1.15/0.91亿元，分别同增108%/67%/65%。2023年/2024Q1的毛利率分别为36.24%/35.39%，分别同比+2pcts/-1pct，2023年毛利率同增主要系采购成本下降所致，2024Q1毛利率同减主要系电商模式春节促销力度大所致。2023年销售人员费用增长，但得益于销售规模摊平，2023年/2024Q1销售费率为11.50%/13.10%，分别同减3pcts/1pct。2023年/2024Q1管理费率为3.78%/3.49%，分别同减1pct/1pct，叠加高新技术企业认定带来的所得税率下降，公司2023年/2024Q1的净利率分别为17.81%/15.58%，分别同增7pcts/1pct。

### 老三样优势地位夯实，产品结构持续优化

分产品看，2023年综合果仁及豆干/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他系列的营收分别为5.04/4.65/2.73/2.32/3.62亿元，分别同增32%/26%/18%/11%/43%。拆分量价看，2023年综合果仁及豆干/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他系列的销量分别为1.22/2.06/1.18/0.99/1.57万吨，分别同比+77%/+25%/+18%/+10%/+50%，吨价分别为4.14/2.26/2.31/2.33/2.31万元/吨，分别同比-25%/+1%/-0.01%/+1%/-5%。2023年综合果仁及豆干/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他系列的毛利率分别为27.51%/49.00%/45.04%/44.08%/19.97%，分别同增1pct/5pcts/5pcts/1pct/2pcts。老三样产品（青豌豆/瓜子仁/蚕豆）营收保持稳定增长，且毛利率高位下持续提升。综合果仁干和其他系列在销量驱动下营收贡献显著，市场潜力强劲，公司计划在巩固老三样市场优势的同时，进行品类扩充及产品结构优化，并通过直采等方式优化成本端，提升产品盈利能力。

## ■ 各区域营收稳定增长，新兴渠道拓展成效显著

分地区看，华东/华北/华中/西南/华南/西北/东北/其他的营收分别为 4.53/3.26/2.89/2.45/1.30/0.95/0.78/0.04 亿元，分别同比+53%/+13%/+20%/+22%/+37%/+9%/+22%/-7%，华东市场得益于传统渠道的优势经销商导入，增速较为强劲，同时公司致力于根据不同区域的特点和需求进行市场策略调整，打造样板城市和核心优质客户。分销售模式看，经销/电商/其他模式的营收分别为 15.72/2.16/0.49 亿元，分别同增 28%/29%/10%。经销渠道稳定增长，公司通过提高优质经销商占比实现客户结构优化，提升网点覆盖率。新兴电商渠道增速亮眼，公司计划通过提升运营团队专业化水平/产品线梳理等措施提升电商渠道增长潜力，随着电商渠道规模释放，渠道盈利能力将逐步提升。零食量贩稳步提升，零食量贩渠道 2023 年呈现逐步爬坡的增长趋势，公司计划通过对该渠道投入更多 SKU 来扩大产品覆盖率。

## ■ 盈利预测

我们看好公司产品差异化策略，开拓新兴渠道、优化传统渠道，同时优化采购模式、提高原材料价格管控，公司收入规模与盈利能力同步提升趋势有望延续。根据年报，我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 4.28/5.28/6.43 元/股，当前股价对应 PE 分别为 21/17/14 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、商超客流量减少、新品增长不及预期、零食专营渠道增长不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,848	2,329	2,849	3,403
增长率（%）	27.4%	26.1%	22.3%	19.4%
归母净利润（百万元）	329	399	492	599
增长率（%）	107.9%	21.3%	23.3%	21.7%
摊薄每股收益（元）	3.53	4.28	5.28	6.43
ROE（%）	19.5%	21.0%	22.6%	23.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>1,848</b>	<b>2,329</b>	<b>2,849</b>	<b>3,403</b>
现金及现金等价物	648	923	1,146	1,479	营业成本	1,178	1,481	1,805	2,147
应收款	33	32	35	37	营业税金及附加	19	26	28	32
存货	177	165	191	197	销售费用	212	266	322	381
其他流动资产	403	493	550	575	管理费用	70	89	105	123
流动资产合计	1,262	1,613	1,922	2,289	财务费用	-15	-26	-32	-41
<b>非流动资产:</b>					研发费用	23	37	46	54
金融类资产	357	437	487	507	费用合计	290	365	441	517
固定资产	525	585	583	560	资产减值损失	-5	-3	-2	-1
在建工程	157	63	25	10	公允价值变动	3	4	5	6
无形资产	98	93	88	84	投资收益	9	5	4	3
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>406</b>	<b>490</b>	<b>602</b>	<b>730</b>
其他非流动资产	52	52	52	52	加:营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	833	793	749	705	减:营业外支出	4	3	2	1
资产总计	2,095	2,406	2,671	2,994	<b>利润总额</b>	<b>403</b>	<b>488</b>	<b>601</b>	<b>730</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	74	89	109	131
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>329</b>	<b>399</b>	<b>492</b>	<b>599</b>
应付账款、票据	111	165	161	155	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	128	128	128	128	<b>归母净利润</b>	<b>329</b>	<b>399</b>	<b>492</b>	<b>599</b>
流动负债合计	297	389	383	377					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	113	113	113	113	营业收入增长率	27.4%	26.1%	22.3%	19.4%
非流动负债合计	113	113	113	113	归母净利润增长率	107.9%	21.3%	23.3%	21.7%
负债合计	410	502	496	490	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	36.2%	36.4%	36.7%	36.9%
股本	93	93	93	93	四项费用/营收	15.7%	15.7%	15.5%	15.2%
股东权益	1,685	1,904	2,175	2,504	净利率	17.8%	17.1%	17.3%	17.6%
负债和所有者权益	2,095	2,406	2,671	2,994	ROE	19.5%	21.0%	22.6%	23.9%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	19.6%	20.9%	18.6%	16.4%
净利润	329	399	492	599	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1
折旧摊销	51	40	44	43	应收账款周转率	55.8	73.0	81.1	91.3
公允价值变动	3	4	5	6	存货周转率	6.6	9.1	9.6	11.1
营运资金变动	-125	95	-42	-20	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	258	538	499	629	EPS	3.53	4.28	5.28	6.43
投资活动现金净流量	-54	-45	-11	19	P/E	25.6	21.1	17.1	14.1
筹资活动现金净流量	71	-180	-221	-270	P/S	4.6	3.6	3.0	2.5
现金流量净额	275	314	266	378	P/B	5.0	4.4	3.9	3.4

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；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）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。