

2024年04月24日
甘源食品(002991.SZ)

SDIC

开门红表现亮眼，全年势能充足

事件：

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年实现营收 18.48 亿元，同比+27.36%，实现归母净利润 3.29 亿元，同比+107.82%，实现扣非归母净利润 2.92 亿元，同比+96.76%。24Q1 实现营收 5.86 亿元，同比+49.75%，实现归母净利润 0.91 亿元，同比+65.30%，实现扣非归母净利润 0.84 亿元，同比+68.54%。

春节开门红带动 Q1 高增，全渠道扩充带动营收持续增长：

公司 23Q4 营收同比+10.85%，24Q1 营收同比+49.75%，增速波动主因春节错期，备货周期靠后，合并看 23Q4 及 24Q1 营收同比+28.29%，延续快速成长趋势。2023 年经销、电商模式营收分别同比+27.63%、+29.39%，公司线上线下成长相对均衡，但产品放量有所差异，豆果及其他系列在经销渠道成长更为明显，新品推广效果突出，老三样在电商渠道均实现 60-80%高速增长，印证电商增长更多来自于核心产品复购。当前公司增量更多来自于量贩零食店、电商等新兴渠道，我们认为当前量贩零食店依然在快速扩店阶段，叠加品项丰富，能够支撑渠道占比进一步提升。对于传统渠道，公司组织结构调整基本到位，2024 年将通过优质客户合作、网点扩充及产品适配带动传统渠道进一步增长。产品方面，豆果系列营收同比+32.16%，其他系列+43.29%，高于整体增速，新品拓展效果逐步体现，未来调味坚果与豆果膨化将差异化布局铺市，有望带动产品结构更加均衡。

净利率持续提升，印证规模效应释放利润空间可行性：

2023 年公司净利率 17.81%，同比+6.90pct，24Q1 净利率 15.58%，同比+1.48pct。净利率提升趋势明确，主要来自于规模效应带动销售及管理费用率下降、夏威夷果及棕榈油等成本红利释放、高新技术企业认证带动所得税率下降。印证量贩零食店、电商等渠道放量虽然拖累毛利结构，但能够通过规模提升带动产能利用率提升及费用率下降，实现规模效应，进而带动利润率上行。预计未来通过内在供应效率提升、成本控制等将持续优化净利率水平。

产品渠道双轮驱动，盈利能力提升可期：

渠道端，对于核心传统渠道，公司内部组织已调整到位，2024 年有望通过大商拓展及品项调整进入成长新阶段。量贩零食店的快速扩容及抖音的高速成长充分利好积极拥抱渠道变化的公司，甘源也将推进零食店品项丰富及抖音新品推广，充分挖掘新渠道的机会。产品端，公司在调味坚果方面持续精进产品力，不断推新，在产品渠道适配后，有望带动坚果、花生、膨化等新品放量。同时规模效应及成本控制有望带动盈利能力持续提升，看好公司长期发展潜力。

公司快报

证券研究报告

休闲食品

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

109.22 元

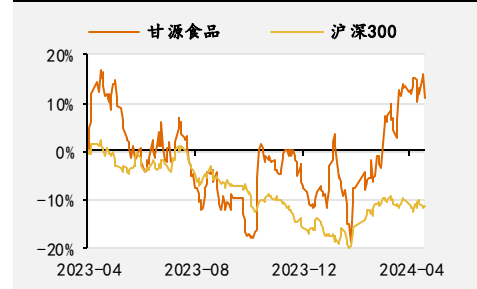
股价 (2024-04-24)

86.45 元

交易数据

总市值(百万元)	8,058.51
流通市值(百万元)	4,295.31
总股本(百万股)	93.22
流通股本(百万股)	49.69
12 个月价格区间	63.29/92.4 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.9	10.9	20.9
绝对收益	6.3	18.4	9.3

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

王玲瑶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523070003

wangly1@essence.com.cn

相关报告

业绩延续高增，渠道势能向上	2023-10-26
甘源食品(002991.SZ)：产品渠道共振，Q2 业绩加速	2023-08-10
业绩高增持续向上，全渠道加码拓展	2023-07-09
渠道模式理顺，成长潜力释放	2023-05-03

投资建议：

我们预计 2024-2026 年营收增速分别为 30.47%、23.90%、17.62%，利润增速分别为 23.76%、25.28%、19.19%，考虑到公司当前传统渠道组织理顺、新兴渠道积极拓展，整体渠道力持续提升，产品端积极培育打造新品，并且能够通过规模效应等带动净利率持续提升，整体成长可期。给予-A 的投资评级，6 个月目标价为 109.22 元，对应 2024 年 25x PE。

风险提示：渠道拓展不及预期、新品推广不及预期、食品安全问题。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	1,450.7	1,847.6	2,410.5	2,986.6	3,512.9
净利润	158.3	329.1	407.3	510.2	608.1
每股收益(元)	1.70	3.53	4.37	5.47	6.52
每股净资产(元)	16.15	18.07	21.51	25.05	29.87

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	50.9	24.5	19.8	15.8	13.3
市净率(倍)	5.4	4.8	4.0	3.5	2.9
净利润率	10.9%	17.8%	16.9%	17.1%	17.3%
净资产收益率	10.5%	19.5%	20.3%	21.9%	21.8%
股息收益率	1.2%	0.0%	2.2%	2.2%	2.0%
ROIC	33.1%	82.7%	64.9%	106.0%	119.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,450.7	1,847.6	2,410.5	2,986.6	3,512.9	成长性					
减:营业成本	953.6	1,178.0	1,543.2	1,911.6	2,253.2	营业收入增长率	12.1%	27.4%	30.5%	23.9%	17.6%
营业税费	17.0	18.6	26.4	32.5	37.3	营业利润增长率	4.9%	91.7%	18.2%	25.6%	19.0%
销售费用	203.8	212.4	257.0	310.6	355.1	净利润增长率	3.0%	107.9%	23.8%	25.3%	19.2%
管理费用	65.3	69.8	89.2	107.5	124.7	EBITDA 增长率	15.7%	64.7%	27.8%	23.2%	17.6%
研发费用	22.5	23.2	28.9	34.3	38.6	EBIT 增长率	11.9%	81.9%	32.4%	25.6%	19.0%
财务费用	-11.4	-15.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	2.9%	109.4%	27.8%	25.6%	19.0%
资产减值损失	-3.0	-5.0	-3.7	-3.9	-4.2	投资资本增长率	-16.3%	62.9%	-23.1%	5.9%	-19.4%
加:公允价值变动收益	0.5	2.7	-	-	-	净资产增长率	4.2%	11.9%	19.0%	16.4%	19.2%
投资和汇兑收益	7.2	9.4	10.3	8.9	9.5						
营业利润	211.8	406.0	479.9	602.8	717.6	利润率					
加:营业外净收支	-3.7	-3.2	-0.8	-2.6	-2.2	毛利率	34.3%	36.2%	36.0%	36.0%	35.9%
利润总额	208.1	402.7	479.1	600.3	715.4	营业利润率	14.6%	22.0%	19.9%	20.2%	20.4%
减:所得税	49.8	73.7	71.9	90.0	107.3	净利润率	10.9%	17.8%	16.9%	17.1%	17.3%
净利润	158.3	329.1	407.3	510.2	608.1	EBITDA/营业收入	17.3%	22.4%	22.0%	21.8%	21.8%
						EBIT/营业收入	13.7%	19.6%	19.9%	20.2%	20.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	119	98	75	55	42
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-28	-20	-12	-11	-8
货币资金	472.8	648.5	817.9	1,127.7	1,679.5	流动资产周转天数	295	246	229	241	255
交易性金融资产	588.2	357.2	661.3	661.3	661.3	应收帐款周转天数	5	6	5	5	5
应收帐款	25.8	33.0	35.5	54.1	51.5	存货周转天数	33	31	31	31	31
应收票据	-	0.1	-	0.1	0.1	总资产周转天数	475	399	349	331	326
预付帐款	25.3	31.6	40.2	52.9	55.0	投资资本周转天数	105	99	83	60	47
存货	136.7	177.3	233.8	281.7	321.1						
其他流动资产	11.8	14.5	15.5	13.9	14.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.5%	19.5%	20.3%	21.9%	21.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	15.7%	15.8%	17.5%	17.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	33.1%	82.7%	64.9%	106.0%	119.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	482.7	525.4	478.9	432.4	385.9	销售费用率	14.0%	11.5%	10.7%	10.4%	10.1%
在建工程	98.5	157.3	157.3	157.3	157.3	管理费用率	4.5%	3.8%	3.7%	3.6%	3.6%
无形资产	100.1	98.1	95.3	92.5	89.7	研发费用率	1.6%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%
其他非流动资产	61.7	52.0	45.6	36.7	33.3	财务费用率	-0.8%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	2,003.7	2,095.0	2,581.4	2,910.7	3,449.4	四费/营业收入	19.3%	15.7%	15.6%	15.2%	14.8%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	202.0	171.5	316.2	311.0	410.9	资产负债率	24.8%	19.6%	22.3%	19.8%	19.3%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	33.1%	24.3%	28.7%	24.7%	23.9%
其他流动负债	170.8	125.9	137.4	144.7	136.0	流动比率	3.38	4.25	3.98	4.81	5.09
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.01	3.65	3.46	4.19	4.50
其他非流动负债	124.9	112.8	122.2	120.0	118.4	利息保障倍数	-17.44	-23.71			
负债总额	497.8	410.2	575.9	575.7	665.3	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	1.07	-	1.88	1.94	1.71
股本	93.2	93.2	93.2	93.2	93.2	分红比率	63.2%	0.0%	43.0%	35.4%	26.2%
留存收益	1,446.3	1,680.3	1,912.3	2,241.8	2,690.9	股息收益率	1.2%	0.0%	2.2%	2.2%	2.0%
股东权益	1,505.9	1,684.8	2,005.5	2,335.0	2,784.1						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	158.3	329.1	407.3	510.2	608.1
						加:折旧和摊销	61.3	61.3	49.3	49.3	49.3
						资产减值准备	4.0	5.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-0.5	-2.7	-	-	-
						财务费用	-9.4	-10.2	-	-	-
						投资收益	-7.2	-9.4	-10.3	-8.9	-9.5
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	151.9	-171.3	102.6	-68.7	53.5
						经营活动产生现金流量	312.1	257.9	548.8	481.8	701.4
						投资活动产生现金流量	-145.4	-54.1	-293.8	8.9	9.5
						融资活动产生现金流量	-75.5	-161.7	-85.6	-181.0	-159.2
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.70	3.53	4.37	5.47	6.52
						BVPS(元)	16.15	18.07	21.51	25.05	29.87
						PE(X)	50.9	24.5	19.8	15.8	13.3
						PB(X)	5.4	4.8	4.0	3.5	2.9
						P/FCF	34.7	94.7	14.6	16.7	11.4
						P/S	5.6	4.4	3.3	2.7	2.3
						EV/EBITDA	23.8	13.5	12.4	9.6	7.4
						CAGR(%)	47.7%	22.7%	38.4%	47.7%	22.7%
						PEG	1.1	1.1	0.5	0.3	0.6
						ROIC/WACC	3.2	7.9	6.2	10.1	11.4
						REP	4.9	1.1	2.2	1.2	1.2

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034