

## 产品渠道持续拓展，增长势能延续

2024 年 04 月 25 日

**事件：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，23 年实现营收 18.48 亿元，同比+27.36%；归母净利润 3.29 亿元，同比+107.82%；扣非净利润 2.92 亿元，同比+96.76%。单季度看，23Q4 实现营收 5.34 亿元，同比+10.85%；归母净利润 1.15 亿元，同比+66.99%；扣非净利润 1.04 亿元，同比+45.08%。24Q1 实现营收 5.86 亿元，同比+49.75%；归母净利润 0.91 亿元，同比+65.30%；扣非净利润 0.84 亿元，同比+68.54%。

**全渠道多品类持续拓展，收入端高速增长。分产品：**公司持续优化产品结构，加速新品研发，逐步形成多品类发展战略，23 年综合果仁及豆果/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他系列营收分别为 5.0/4.7/2.7/2.3/3.6 亿元，同比+32.2%/+26.0%/+18.4%/+11.0%/+43.3%，老三样增长稳健，膨化产品在量贩渠道等快速起量。**分渠道：**23 年经销/电商/其他模式营收分别 15.7/2.2/0.5 亿元，同比+27.6%/+29.4%/+9.9%，全渠道发展战略下持续加深与零食量贩店、商超会员店等系统合作，持续深耕传统商超系统，大力发展线上电商短视频和直播、达播等新业态以及线上经销商合作。

**23 年成本改善、规模效应、所得税率下降，盈利能力优化。**23Q4 实现毛利率 36.04%，同比+1.14pcts；23 全年同比+1.98pcts，主因原材料价格回落，夏威夷果仁/棕榈油采购均价同比-31.6%/-23.6%；24Q1 毛利率同比-0.95pcts，除年货节促销影响外，24 开年棕榈油价格有所波动，公司采取锁价等措施以缓解成本波动。费用方面，23Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别 11.09%/3.20%/1.22%/-0.76%，同比-1.94/+0.36/+1.82/-0.30pcts。规模效应、所得税率下降下，23Q4 实现扣非净利率 19.54%；同比+4.61pcts；24Q1 实现扣非净利率 14.25%，同比+1.59pcts，盈利能力持续优化。

**产品渠道持续精进，增长势能延续。**24 年公司将围绕渠道力、产品力和运营力三大建设开展业务，渠道上进一步加大 KA、BC、CVS 等传统渠道的网点覆盖率，稳固并扩大零食量贩、电商平台、社交电商和直播带货等新兴渠道，积极探索多元渠道发展模式；产品上强化升级老三样，做精核心产品，快速跟进和增加优势品类，紧跟渠道需求；运营上建立人才梯队，加强成本控制、仓配物流能力、费用管控能力，通过管理升级与数字化赋能驱动全流程提效，提升运营效率。

**投资建议：**我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 23.7/29.6/35.6 亿元，同比+28.1%/25.2%/20.3%；归母净利润分别为 4.2/5.2/6.3 亿元，同比+27%/24.7%/20.4%，当前股价对应 P/E 分别为 19/15/13x，维持“推荐”评级。

**风险提示：**渠道拓展不及预期，新品放量不及预期，原材料价格波动，食品安全风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,848	2,366	2,962	3,563
增长率 (%)	27.4	28.1	25.2	20.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	329	418	521	627
增长率 (%)	107.8	27.0	24.7	20.4
每股收益 (元)	3.53	4.48	5.59	6.73
PE	24	19	15	13
PB	4.8	4.3	3.8	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 24 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

86.45 元



#### 分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

#### 分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

### 相关研究

- 甘源食品 (002991.SZ) 2023 年度业绩预告点评：业绩表现亮眼，年货旺季开门红可期-2024/01/20
- 甘源食品 (002991.SZ) 2023 年三季报点评：渠道红利延续，利润表现亮眼-2023/10/30
- 甘源食品 (002991.SZ) 2023 年半年报点评：新品新渠持续发力，盈利能力显著提升-2023/08/10
- 甘源食品 (002991.SZ) 2023 年半年度业绩预告点评：业绩高增，动能充足-2023/07/10
- 甘源食品 (002991.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：新品及新渠道表现亮眼，增长动能充足-2023/05/06

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,848	2,366	2,962	3,563
营业成本	1,178	1,512	1,901	2,288
营业税金及附加	19	26	33	39
销售费用	212	272	335	403
管理费用	70	83	104	125
研发费用	23	28	36	43
EBIT	379	492	613	737
财务费用	-15	-8	-9	-12
资产减值损失	-5	-1	-1	0
投资收益	9	12	15	18
营业利润	406	511	636	766
营业外收支	-3	-1	-1	-1
利润总额	403	510	635	765
所得税	74	92	114	138
净利润	329	418	521	627
归属于母公司净利润	329	418	521	627
EBITDA	443	563	699	824

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	648	768	978	1,066
应收账款及票据	29	33	41	49
预付款项	32	41	51	62
存货	177	230	290	350
其他流动资产	376	379	381	372
流动资产合计	1,262	1,451	1,740	1,898
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	525	608	691	724
无形资产	98	102	106	106
非流动资产合计	833	908	977	981
资产合计	2,095	2,359	2,717	2,879
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	111	168	211	254
其他流动负债	186	210	259	69
流动负债合计	297	378	470	323
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	113	115	115	115
非流动负债合计	113	115	115	115
负债合计	410	493	585	439
股本	93	93	93	93
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,685	1,866	2,131	2,440
负债和股东权益合计	2,095	2,359	2,717	2,879

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	27.36	28.08	25.18	20.27
EBIT 增长率	90.03	29.90	24.73	20.08
净利润增长率	107.82	26.97	24.69	20.39
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	36.24	36.10	35.82	35.77
净利润率	17.81	17.66	17.59	17.60
总资产收益率 ROA	15.71	17.71	19.17	21.78
净资产收益率 ROE	19.53	22.39	24.44	25.70
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.25	3.84	3.70	5.87
速动比率	3.49	3.08	2.95	4.55
现金比率	2.18	2.03	2.08	3.30
资产负债率 (%)	19.58	20.91	21.55	15.24
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	4.91	4.67	4.45	4.56
存货周转天数	47.98	48.53	49.23	50.28
总资产周转率	0.90	1.06	1.17	1.27
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.53	4.48	5.59	6.73
每股净资产	18.07	20.01	22.87	26.18
每股经营现金流	2.77	5.24	6.50	5.16
每股股利	2.18	2.74	3.41	4.11
<b>估值分析</b>				
PE	24	19	15	13
PB	4.8	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	16.66	13.10	10.55	8.95
股息收益率 (%)	2.52	3.17	3.95	4.75

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	329	418	521	627
折旧和摊销	64	71	86	88
营运资金变动	-117	11	11	-217
经营活动现金流	258	488	606	481
资本开支	-174	-140	-151	-89
投资	233	0	0	0
投资活动现金流	-54	-128	-137	-71
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-162	-241	-259	-322
现金净流量	42	119	210	88

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026