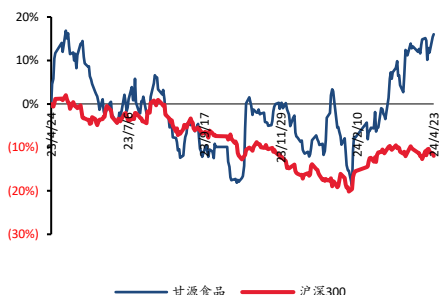


甘源食品：业绩符合预期，一季度开门红表现亮眼

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	0.93/0.93
总市值/流通(亿元)	84.34/84.34
12个月内最高/最低价(元)	94.5/61.39

相关研究报告

<<甘源食品：Q4 利润超预期，春节动销旺盛有望迎来开门红>>—2024-01-21

<<甘源食品：Q3 业绩超预期，净利率创历史新高>>—2023-10-27

<<甘源食品：渠道红利驱动增长，关注下半年新品放量>>—2023-08-14

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件：公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报，2023 年公司实现收入 18.5 亿元，同比增长 27.36%；实现归母净利润 3.29 亿元，同比增长 107.82%；实现扣非后归母净利润 2.91 亿元，同比增长 96.76%。2023Q4 公司实现收入 5.34 亿元，同比增长 10.85%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比变化 66.99%。2024Q1 公司实现收入 5.86 亿元，同比增长 49.75%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 65.3%。

点评：2023 年公司业绩符合预期，多渠道齐头并进。分产品，2023 年青豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁/其他系列/其他业务分别实现收入 4.65/2.73/2.32/5.04/3.62/0.11 亿元，同比增长 26.04%/18.38%/11.02%/32.16%/43.29%/41.13%，口味坚果矩阵拓宽后推动综合果仁跻身为第一大品类，占比达到 27.3%，老三样伴随渠道扩张增长明显提速，其他系列增长较快主要为薯片和烘焙类产品在零食量贩渠道实现快速增长。2023 年公司推出冻干坚果、藤椒腰果、青瓜味腰果以及蜂蜜夏威夷果仁等，产品创新和品质领先同业，进一步拓宽坚果矩阵。分渠道，2023 年公司经销/电商/其他模式分别实现收入 15.72/2.16/0.49 亿元，同比增长 27.63%/29.39%/9.86%。截止到 2023 年底公司共有 3158 个经销商，净增 235 个，公司针对传统渠道进行优胜劣汰，新引入资源丰富的优质经销商。公司全渠道齐头并进，零食量贩、电商渠道稳步成长，会员商超保持稳定，传统系统迎来改善实现正增长。公司传统渠道引入新负责人，新负责人在线下传统渠道方面管理经验丰富，以及公司积极扩招优秀线下经销商并淘汰尾部经销商，经销商队伍进行优化。同时将口味坚果逐步导入传统渠道，商超流通渠道迎来改善实现正增长。零食量贩渠道扩充产品 SKU 数量，导入口味坚果和膨化烘焙休闲零食，下游零食量贩品牌加速扩店，公司零食量贩渠道月度销售额持续爬坡。会员商超绑定核心大客户，口味坚果大单品保持畅销。2023 年电商业务中电商自营和电商平台分别实现收入 1.52 和 0.64 亿元，同比增长 34.44%和 18.74%，整体电商业务毛利率同比提升 5.6 pct 至 43.23%。2023 年安阳工厂实现收入/净利润为 1.55/-0.001 亿元，三季度开始工厂实现盈利，全年接近盈亏平衡线。其中安阳工厂以冻干坚果和薯片烘焙产品为主，薯片体量预估过亿且持续增长。

原材料下行和费用率收缩，净利率创历史新高。2023 年公司毛利率为 36.24%，同比+1.98pct，毛利率大幅提升主要由于原材料棕榈油和夏威夷果仁成本下行和规模效应显现，2023 年公司夏威夷果仁采购价格下降 31.65%，使得成本端下降 5065 万。2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.50%/3.78%/1.26%/-0.83%，同比 -2.55%/-0.72%/-0.29%/-0.04pct。销售费用率大幅下降系促销推广费和广告费用收缩导致，费用率优化叠加毛利率提升推动净利率提升 6.9 pct 达 17.81%，创历史新高。公司 2023 年 12 月 8 日被评高新技术企业，国家重点扶持的高新技术企业减按 15%税率征收企业所得税，使得非经常性损益同比增加约 2,703 万元。2024 年延续此税收优惠，有望增厚公司利润。

春节动销旺盛，一季度开门红表现亮眼。今年春节零食礼盒需求旺盛，公司积极备货和推出礼盒新品拉动动销实现高增长，同时海外市场有所突破贡献增量。公司一季度顺利实现开门红，利润端表现亮眼。2024Q1 销售收现为 6.39 亿元，同比增长 60.4%，快于收入增速。2024Q1 传统系统有所提速，零食量贩渠道持续高增，同时海外需求旺盛。2024Q1 公司毛利率为 35.39%，净利率为 15.58%，环比 Q4 略有下降。

投资建议：考虑到公司多渠道发展势头较好，且盈利能力有望持续提升，我们预计 2024-2026 年收入增速至 37%/25%/22%，归母净利润增速分别为 23%/28%/25%，EPS 分别为 4.35/5.59/6.96 元，对应 PE 分别为 21x/16x/13x，我们按照 2024 年业绩给予 25 倍，一年目标价 108.75 元，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨，渠道拓展不及预期，食品安全问题。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,848	2,525	3,159	3,856
营业收入增长率(%)	27.36%	36.68%	25.11%	22.06%
归母净利（百万元）	329	406	521	649
净利润增长率(%)	107.82%	23.32%	28.31%	24.64%
摊薄每股收益（元）	3.58	4.35	5.59	6.96
市盈率（PE）	19.96	20.78	16.20	13.00

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	473	648	1,188	1,537	2,008
应收和预付款项	47	61	78	96	117
存货	137	177	232	290	349
其他流动资产	604	376	379	381	383
流动资产合计	1,261	1,262	1,877	2,304	2,856
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	483	525	577	595	620
在建工程	99	157	180	216	255
无形资产开发支出	100	98	98	97	97
长期待摊费用	25	20	20	20	20
其他非流动资产	1,299	1,294	1,913	2,340	2,892
资产总计	2,005	2,095	2,788	3,269	3,884
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	139	111	220	266	326
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	361	299	476	547	648
负债合计	499	410	696	813	973
股本	93	93	93	93	93
资本公积	936	941	942	942	942
留存收益	510	739	1,145	1,509	1,964
归母公司股东权益	1,506	1,685	2,091	2,456	2,910
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,506	1,685	2,091	2,456	2,910
负债和股东权益	2,005	2,095	2,788	3,269	3,884

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	312	258	662	605	794
投资性现金流	-145	-54	-124	-100	-130
融资性现金流	-76	-162	1	-156	-195
现金增加额	91	42	540	349	470

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,451	1,848	2,525	3,159	3,856
营业成本	954	1,178	1,599	1,985	2,395
营业税金及附加	17	19	28	34	41
销售费用	204	212	328	406	480
管理费用	65	70	108	133	158
财务费用	-11	-15	-21	-25	-31
资产减值损失	-3	-5	0	1	0
投资收益	7	9	12	16	0
公允价值变动	1	3	0	0	0
营业利润	212	406	492	631	787
其他非经营损益	-4	-3	0	0	0
利润总额	208	403	492	631	787
所得税	50	74	86	110	138
净利润	158	329	406	521	649
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	158	329	406	521	649

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	34.26%	36.24%	36.67%	37.18%	37.90%
销售净利率	10.91%	17.81%	16.07%	16.48%	16.83%
销售收入增长率	12.11%	27.36%	36.68%	25.11%	22.06%
EBIT 增长率	12.35%	90.03%	24.40%	28.60%	24.71%
净利润增长率	3.05%	107.82%	23.32%	28.31%	24.64%
ROE	10.52%	19.53%	19.40%	21.20%	22.30%
ROA	7.90%	15.71%	14.56%	15.93%	16.71%
ROIC	10.03%	18.32%	18.54%	20.31%	21.38%
EPS (X)	1.72	3.58	4.35	5.59	6.96
PE (X)	44.35	19.96	20.78	16.20	13.00
PB (X)	4.72	3.95	4.03	3.43	2.90
PS (X)	4.90	3.61	3.34	2.67	2.19
EV/EBITDA (X)	25.11	13.59	13.63	10.34	7.82

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。