

甘源食品 (002991.SZ)

渠道基础强化, 盈利能力提升

买入

核心观点

2023 年利润大幅增长, 2024 年第一季度收入增长提速。2023 年公司实现营业收入 18.48 亿元, 同比+27.36%; 实现归母净利润 3.29 亿元, 同比+107.87%; 2023 年第四季度公司实现营业收入 5.34 亿元, 同比+10.85%; 实现归母净利润 1.15 亿元, 同比+67.08%; 2024 年第一季度公司实现营业收入 5.86 亿元, 同比+49.75%; 实现归母净利润 0.91 亿元, 同比+65.50%。

2023 年经销、电商渠道收入均录得较快增长。分销售模式看, 经销模式收入同比+27.6%, 原因包括: 1) 公司针对传统经销渠道进行经销商队伍扩充以及优化, 使得经销渠道网点覆盖数量与单点经营质量提升。2) 公司重视与新兴渠道的合作, 通过开拓新兴渠道核心客户、叠加产品 SKU, 量贩零食、高端会员店等渠道实现较高增速。电商模式收入同比+29.4%, 主因公司电商产品梳理到位后, 自播、达播、分销齐发力拉动电商渠道收入较快增长。

2023 年成本下行、规模效益增强, 盈利能力显著提升。2023 年公司主要原材料中夏威夷果仁采购均价同比-31.6%, 棕榈油采购均价同比-23.6%, 拉低整体生产成本。综合成本下行及产品结构、渠道结构变化的影响, 全年毛利率同比+2.0pct。费用率的下降更为显著, 主要系销售额较快增长促进规模效益增强所致。此外, 所得税率降低、政府补助增加亦对利润有正向贡献。公司全年实现净利率 17.81%, 同比+6.9pct。

2024 年第一季度产品动销旺盛, 收入录得高增速, 净利率同比提升。2024 年第一季度公司实现收入 5.86 亿元, 同比+49.8%, 预计主要与春节错期、公司加快切入抖音等新兴电商渠道、新增坚果礼盒产品有关。第一季度毛利率同比-1.0pct, 主要受春节期间电商渠道促销折扣较大的影响。第一季度费用率延续同比下降趋势, 主要系规模效益所致。2024 年第一季度公司净利率在去年同期较高水平基础上继续提升 1.5pct 达 15.6%。

风险提示: 渠道拓展不及预期, 行业竞争加剧, 原材料价格大幅上涨。

投资建议: 公司将继续扩大 KA、流通等传统渠道的网点覆盖范围, 在量贩零食、电商等渠道, 公司也将利用多品类优势继续加大渗透力度, 预计收入将维持较高增速。考虑到公司规模效益持续放大, 且供应链效率进一步提升, 预计扣非净利率可维持当前较高水平。我们小幅上调 2024-2025 年公司盈利预测: 预计 2024-2025 年公司实现营业收入 24.0/30.2 亿元 (前预测值为 24.5/28.7 亿元), 实现归母净利润 4.1/5.1 亿元 (前预测值为 3.9/4.5 亿元)。当前股价对应 2024/2025 年 PE 分别为 21/16 倍, 公司处于多渠道发力增长阶段, 业绩成长性较强, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,451	1,848	2,403	3,019	3,670
(+/-%)	12.1%	27.4%	30.1%	25.6%	21.6%
净利润(百万元)	158	329	407	514	624
(+/-%)	3.0%	107.9%	23.8%	26.1%	21.4%
每股收益(元)	1.70	3.53	4.37	5.51	6.69
EBIT Margin	13.0%	18.7%	18.9%	19.2%	19.3%
净资产收益率 (ROE)	10.5%	19.5%	20.7%	22.1%	22.6%
市盈率 (PE)	53.3	25.6	21	16	13.5
EV/EBITDA	37.1	22.3	17.3	13.8	11.5
市净率 (PB)	5.60	5.01	4.28	3.63	3.06

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师: 张向伟

证券分析师: 杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	86.45 元
总市值/流通市值	8059/4295 百万元
52 周最高价/最低价	94.50/61.39 元
近 3 个月日均成交额	74.89 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《甘源食品 (002991.SZ) - 三季度归母净利润同比增长 95.3%, 成长动力强劲》——2023-10-29
- 《甘源食品 (002991.SZ) - 2022 年三季报业绩点评: 营收增速放缓, 盈利能力改善》——2022-11-01
- 《甘源食品 (002991.SZ) - 2022 年半年报点评: 新品贡献逐渐显现, 成长逻辑逐渐验证》——2022-08-11
- 《甘源食品 (002991.SZ) - 口味坚果行业领跑者, 蓄力新品扬帆再起航》——2022-07-27
- 《甘源食品 (002991.SZ) - 2021 年年报及 2022 年一季报点评: 多短期因素扰动下经营稳健, 新品推出有望打开全新成长空间》——2022-05-05

2023 年利润大幅增长，2024 年第一季度收入增长提速。公司公布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年全年实现营业总收入 18.48 亿元，同比+27.36%；实现归母净利润 3.29 亿元，同比+107.87%；2023 年第四季度实现营业总收入 5.34 亿元，同比+10.85%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比+67.08%；2024 年第一季度实现营业总收入 5.86 亿元，同比+49.75%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比+65.50%。

2023 年经销、电商渠道收入均录得较快增长。分销售模式看，经销模式收入 15.7 亿元（占比 85%），同比+27.6%，原因包括：1）公司针对传统经销渠道进行经销商队伍扩充以及优化，使得经销渠道网点覆盖数量与单点经营质量提升。2023 年公司正式经销商净增加 245 家，其中新增/减少分别为 511/266 家，占期初正式经销商数量的 27.3%/14.2%，期末正式经销商数量达到 2119 家。2）公司重视与新兴渠道的合作，通过开拓新兴渠道核心客户、叠加产品 SKU，量贩零食、高端会员店等渠道实现较高增速。电商模式收入 2.2 亿元（占比 12%），同比+29.4%，主因公司电商产品梳理到位后，自播、达播、分销齐发力拉动电商渠道收入较快增长。

2023 年成本下行、规模效益增强，盈利能力显著提升。2023 年公司主要原材料中夏威夷果仁采购均价同比-31.6%，棕榈油采购均价同比-23.6%，拉低整体生产成本。综合成本下行及产品结构、渠道结构变化的影响，全年毛利率同比+2.0pct。费用率的下降更为显著，全年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比-2.5pct/-0.7pct/-0.3pct，主要系销售额较快增长促进规模效益增强所致。此外，所得税率降低、政府补助增加亦对利润有正向贡献。公司全年实现净利率 17.81%，同比+6.9pct。

2024 年第一季度产品动销旺盛，收入录得高增速，净利率同比提升。2024 年第一季度公司实现收入 5.86 亿元，同比+49.8%，预计主要与春节错期、公司加快切入抖音等新兴电商渠道、新增坚果礼盒产品有关。第一季度毛利率同比-1.0pct，主要受春节期间电商渠道促销折扣较大的影响。第一季度费用率延续同比下降趋势，主要系规模效益所致，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比-0.6pct/-0.8pct/-0.1pct。2024 年第一季度公司净利率在去年同期较高水平基础上继续提升 1.5pct 达 15.6%。

公司完成渠道、产品体系全面优化后，发展进入快车道。为积极应对休闲零食消费需求及下游渠道的变化，公司近两年在产品、渠道、组织架构等方面进行一系列改革动作。渠道方面，按照细分渠道划分八大事业部，并相应引入专业化运营团队或团队负责人，渠道运营能力大幅提升。产品方面，公司在老三样之外，补充调味坚果、膨化类产品矩阵，并针对不同渠道特点打造最适配的产品组合。2023 年以来，公司在量贩零食、会员超市、电商等渠道展现较强成长性，KA、流通等传统渠道的网点扩张能力及产品动销能力亦有明显改善。同时借力核心品类的收入规模快速扩张，逐步建立供应链优势，并持续提升供应链效率，未来规模效益放大有助于公司中长期盈利能力提升。

盈利预测与投资建议：展望 2024 年，公司将继续扩大 KA、流通等传统渠道的网点覆盖范围，在量贩零食、电商等渠道，公司也将利用多品类优势继续加大渗透力度，预计收入将维持较高增速。利润方面，公司通过提前锁价、锁量等方式可在一定程度上平抑棕榈油价格波动，若后续棕榈油价格不出现显著上涨，考虑到公司规模效益持续放大，且供应链效率进一步提升，预计扣非净利率可维持当前较高水平。综上，我们小幅上调 2024-2025 年公司盈利预测，并新增 2026 年盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 24.0/30.2/36.7 亿元（2024-2025 年前预测值为 24.5/28.7 亿元），同比+30.1%/+25.6%/+21.6%；实现归母净利润 4.1/5.1/6.2 亿元（2024-2025 年前预测值为 3.9/4.5 亿元），同比

+23.8%/+26.1%/+21.4%;EPS 分别为 4.37/5.51/6.69 元。当前股价对应 2024/2025 年 PE 分别为 21/16 倍,公司处于多渠道发力增长阶段,业绩成长性较强,维持“买入”评级。

风险提示

渠道拓展不及预期,行业竞争加剧,原材料价格大幅上涨。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)		现预测 (调整后)		调整幅度	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2446	2868	2403	3019	-43	150
收入同比增速%	24.76%	17.27%	30.06%	25.62%	5.31%	8.35%
毛利率%	37.16%	36.98%	35.11%	34.85%	-2.05%	-2.13%
销售费用率%	11.41%	11.25%	11.02%	10.65%	-0.39%	-0.60%
净利率%	15.82%	15.64%	16.95%	17.01%	1.13%	1.37%
归母净利润 (百万元)	387	449	407	514	20	65
归母净利润同比增速%	27.37%	15.94%	23.78%	26.09%	-3.59%	10.15%
EPS (元)	4.15	4.81	4.37	5.51	0.22	0.70

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2024 年 4 月 23 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2023E	2024E	2023E	2024E		
002991.SZ	甘源食品	23.1	90.5	4.4	5.5	20.7	16.4	84.3	买入
002847.SZ	盐津铺子	27.5	77.6	3.4	4.5	22.7	17.2	152.2	买入
002557.SZ	洽洽食品	21.2	35.7	2.0	2.3	18.2	15.7	181.2	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



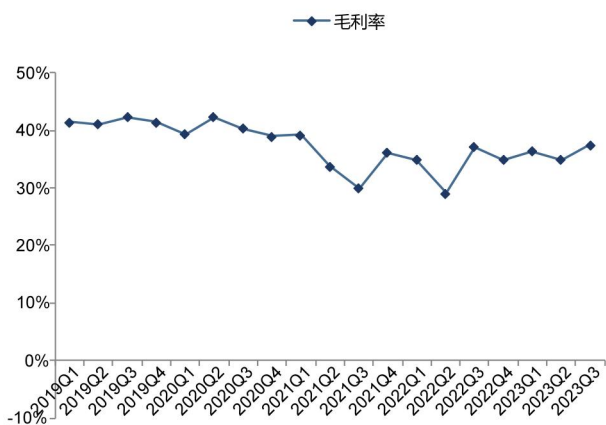
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



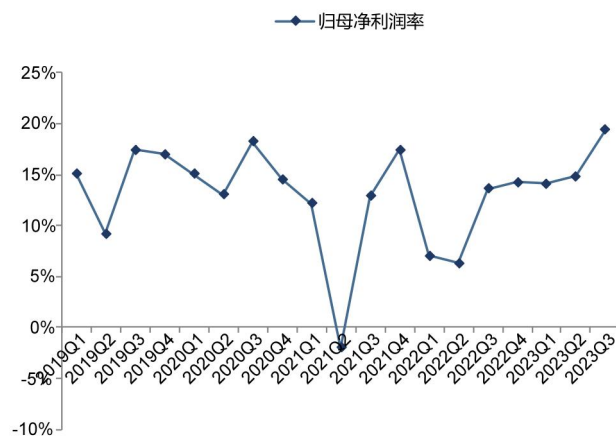
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	473	648	796	1131	1553	营业收入	1451	1848	2403	3019	3670
应收款项	26	33	43	54	66	营业成本	954	1178	1559	1967	2404
存货净额	137	177	232	293	359	营业税金及附加	17	19	0	0	0
其他流动资产	37	46	60	75	92	销售费用	204	212	265	321	382
流动资产合计	1261	1262	1488	1911	2426	管理费用	65	70	92	115	139
固定资产	581	683	826	859	883	研发费用	23	23	33	35	35
无形资产及其他	100	98	100	102	103	财务费用	(11)	(15)	(11)	(14)	(20)
投资性房地产	62	52	52	52	52	投资收益	7	9	9	9	9
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	4	8	5	5	5
资产总计	2004	2095	2466	2923	3465	其他收入	(21)	5	(13)	(15)	(15)
短期借款及交易性金融负债	3	2	0	0	0	营业利润	212	406	498	629	763
应付款项	139	111	146	184	226	营业外净收支	(4)	(3)	0	0	0
其他流动负债	231	184	239	300	367	利润总额	208	403	498	629	763
流动负债合计	373	297	385	484	592	所得税费用	50	74	91	115	140
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	125	113	113	113	113	归属于母公司净利润	158	329	407	514	624
长期负债合计	125	113	113	113	113	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	498	410	497	597	705	净利润	158	329	407	514	624
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	2	2	1	0
股东权益	1506	1685	1968	2326	2760	折旧摊销	52	51	63	75	83
负债和股东权益总计	2004	2095	2466	2923	3465	公允价值变动损失	(4)	(8)	(5)	(5)	(5)
						财务费用	(11)	(15)	(11)	(14)	(20)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	106	(132)	13	13	14
每股收益	1.70	3.53	4.37	5.51	6.69	其它	(0)	(2)	(2)	(1)	(0)
每股红利	1.09	1.07	1.33	1.67	2.03	经营活动现金流	312	241	478	596	716
每股净资产	16.15	18.07	21.12	24.95	29.61	资本开支	0	(162)	(205)	(105)	(105)
ROIC	15.82%	26.41%	30%	40%	50%	其它投资现金流	(168)	231	0	0	0
ROE	10.51%	19.53%	21%	22%	23%	投资活动现金流	(168)	69	(205)	(105)	(105)
毛利率	34%	36%	35%	35%	34%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	19%	19%	19%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	21%	22%	22%	22%	支付股利、利息	(101)	(100)	(124)	(156)	(190)
收入增长	12%	27%	30%	26%	22%	其它融资现金流	21	66	(2)	0	0
净利润增长率	3%	108%	24%	26%	21%	融资活动现金流	(181)	(134)	(126)	(156)	(190)
资产负债率	25%	20%	20%	20%	20%	现金净变动	(37)	176	148	335	421
股息率	1.2%	1.2%	1.5%	1.9%	2.2%	货币资金的期初余额	510	473	648	796	1131
P/E	53.3	25.6	20.7	16.4	13.5	货币资金的期末余额	473	648	796	1131	1553
P/B	5.6	5.0	4.3	3.6	3.1	企业自由现金流	0	39	242	457	572
EV/EBITDA	37.1	22.3	17.3	13.8	11.5	权益自由现金流	0	106	249	469	588

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032