

2024年04月25日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

联系人

陈涛

cht@longone.com.cn

| | |
|-------------|-------------|
| 数据日期 | 2024/04/24 |
| 收盘价 | 86.45 |
| 总股本(万股) | 9,322 |
| 流通A股/B股(万股) | 4,969/0 |
| 资产负债率(%) | 17.31% |
| 市净率(倍) | 4.59 |
| 净资产收益率(加权) | 5.32 |
| 12个月内最高/最低价 | 94.50/61.39 |

**相关研究**

《甘源食品（002991.SZ）：增长稳健，盈利空间持续释放——公司简评报告》2023.08.11

《甘源食品（002991.SZ）：维持高水准表现，下半年值得期待——公司简评报告》2023.07.09

甘源食品（002991）：老三样稳健，新品类提速

——公司简评报告

投资要点

- 事件：**4月23日，公司发布2023年年报及2024年一季报业绩，公司2023年营业总收入为18.48亿元（同比+27.36%），归母净利润为3.29亿元（同比+107.82%），扣非净利润2.92亿元（同比+96.76%）。其中，2023年Q4公司营业收入为5.34亿元（同比+10.85%），归母净利润为1.15亿元（同比+66.99%），扣非净利润为1.04亿元（同比+45.39%）。2024年Q1公司营业收入为5.86亿元（同比+49.75%），归母净利润为0.91亿元（同比+65.30%），扣非净利润为0.84亿元（同比+69.25%）。
- 老三样增速稳健，综合果仁及豆果维持高增，新品薯片和花生表现突出。**2023年综合果仁及豆果、青豌豆、瓜子仁、蚕豆、其他系列分别收入5.04、4.65、2.73、2.32、3.62亿元，同比+32.16%、+26.04%、+18.38%、+11.02%、+43.29%。占比分别为27.30%、25.19%、14.78%、12.53%、19.62%。公司形成了以豆类炒货、调味坚果仁和膨化烘焙为主的休闲产品矩阵。其中公司老三样增速保持稳健，综合果仁及豆果增速维持高增，新口味调味坚果进入高端会员店销售提升了系列产品收入增速，增强了公司品牌势能。公司新品薯片和口味花生表现强劲，站稳膨化食品市场，扩充了公司的产品矩阵。公司坚持多品类发展，快速响应市场需求，可以不断满足消费者多种口味和产品的需求。
- 新媒体线上渠道发展迅速，坚持全渠道深耕。**2023年经销实现营收15.72亿元（同比+27.63%）、电商2.16亿元（同比+29.39%）、其他0.49亿元（同比+9.86%），零食专营店、会员店、电商为主要驱动。2023年全部经销商数量为3158家（同比+235家）。电商自营业务、平台销售收入分别为1.52、0.64亿元，同比+34.44%、+18.74%。公司大力发展品牌自播、达播以及短视频业务，新媒体线上渠道拓展迅速，线下新渠道方面，公司与零食量贩店建立深度合作并将口味坚果引进高端会员店。公司坚持全渠道深耕策略，在稳固现有经销商渠道同时探索线上和线上新渠道。未来叠加经销商下沉拓展、提质优化，公司有望打开产品+渠道双轮增长空间。
- 原材料价格下跌，公司毛利率提升。**2023年毛利率为36.24%（同比+1.98pct），净利率为17.81%（同比+6.90pct），其中2023Q4毛利率为36.04%（同比+1.14pct），净利率为21.53%（同比+7.25pct）。2024年Q1毛利率为35.39%（同比-0.96pct），净利率为15.58%（同比+1.48pct）。受夏威夷果仁和棕榈油高位回落以及渠道和产品结构变化带来的费控优化，公司盈利能力有望持续提升。**费用逐步降低**，公司2023年销售、管理、研发、财务费率分别为11.50%（同比-2.55pct）、3.78%（同比-0.72pct）、+1.26%（同比-0.30pct）、-0.83%（同比-0.04pct）。公司受益于规模效应，销售费用率和管理费用率逐步降低，未来随着管理层效率提升以及规模效应，公司费用率有望进一步下降。
- 投资建议：**公司目前老三样发展趋势稳健，不断尝试推新并打造爆款。公司渠道方面建设优秀，坚持全渠道发展战略，我们调整2024年盈利预测。我们预测公司2024-2026年归属于母公司净利润分别为3.99亿元、5.04亿元及6.26亿元，对应EPS分别为4.28元、5.40元及6.72元，当前股价对应PE分别为20.21倍、16.00倍及12.87倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格大幅波动风险、食品安全风险、渠道推广不力风险、经济恢复不及预期风险。

盈利预测与估值简表

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入(百万元) | 1,847.56 | 2,284.99 | 2,791.34 | 3,367.21 |
| 同比增速(%) | 27.36% | 23.68% | 22.16% | 20.63% |
| 归母净利润(百万元) | 329.06 | 398.83 | 503.51 | 626.26 |
| 同比增速(%) | 107.82% | 21.20% | 26.25% | 24.38% |
| 毛利率(%) | 36.24% | 36.48% | 36.72% | 36.94% |
| 每股盈利(元) | 3.58 | 4.28 | 5.40 | 6.72 |
| ROE(%) | 19.5% | 21.6% | 24.6% | 27.3% |
| PE(倍) | 19.96 | 20.21 | 16.00 | 12.87 |

资料来源：携宁，东海证券研究所

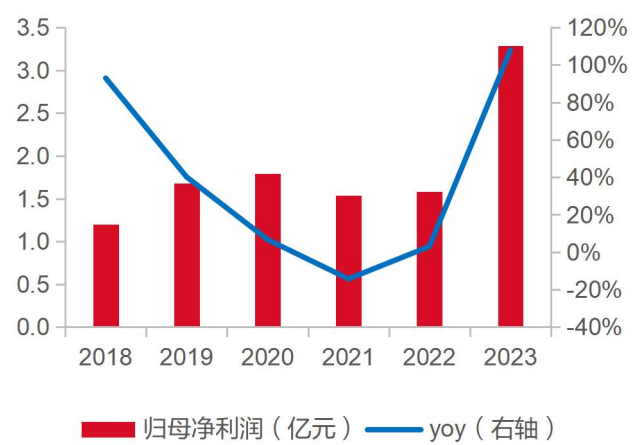
注：截止时间2024年04月24日

图 1 公司营收及增速



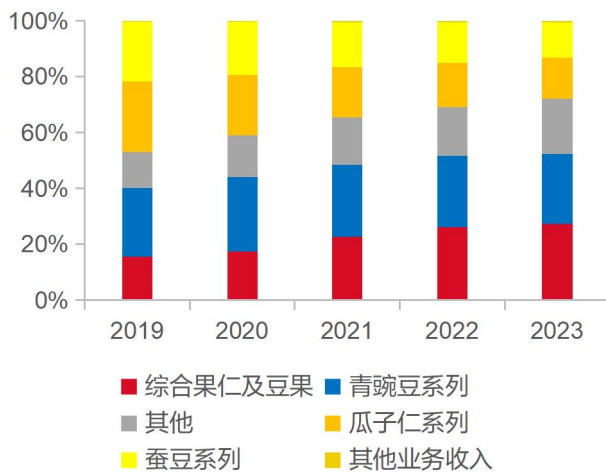
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图 2 公司归母净利润及增速



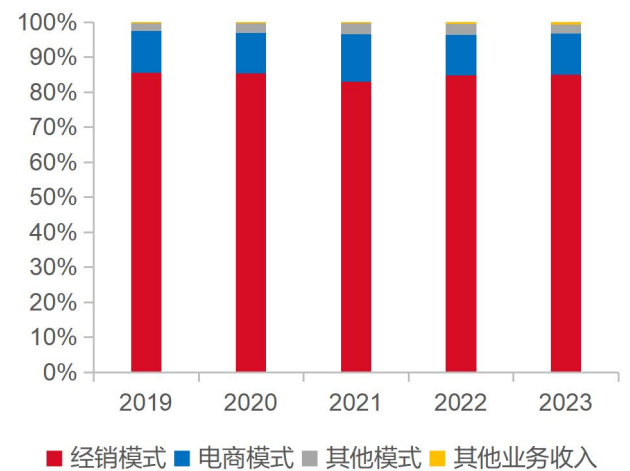
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图 3 公司营收按产品分类占比



资料来源：公司年报，东海证券研究所

图 4 公司营收按渠道分类占比



资料来源：公司年报，东海证券研究所

表 1 全部经销商数量 (个)

| | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 |
|---------|--------|--------|--------|
| 正式经销商小计 | 1943 | 2142 | 2385 |
| 试销经销商 | 651 | 781 | 773 |
| 全部经销商 | 2594 | 2923 | 3158 |

资料来源：公司年报，东海证券研究所

附录：三大报表预测值

| 利润表 | | | | | 资产负债表 | | | | |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 单位: 百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业总收入 | 1,848 | 2,285 | 2,791 | 3,367 | 货币资金 | 648 | 829 | 1,033 | 1,290 |
| %同比增速 | 27% | 24% | 22% | 21% | 交易性金融资产 | 357 | 357 | 357 | 357 |
| 营业成本 | 1,178 | 1,451 | 1,766 | 2,123 | 应收账款及应收票据 | 29 | 32 | 39 | 47 |
| 毛利 | 670 | 834 | 1,025 | 1,244 | 存货 | 177 | 202 | 245 | 295 |
| %营业收入 | 36% | 36% | 37% | 37% | 预付账款 | 32 | 39 | 47 | 57 |
| 税金及附加 | 19 | 25 | 31 | 37 | 其他流动资产 | 19 | 20 | 22 | 23 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% | 流动资产合计 | 1,262 | 1,479 | 1,744 | 2,069 |
| 销售费用 | 212 | 263 | 313 | 367 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 11% | 12% | 11% | 11% | 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 70 | 85 | 100 | 118 | 固定资产合计 | 525 | 541 | 554 | 563 |
| %营业收入 | 4% | 4% | 4% | 4% | 无形资产 | 98 | 96 | 94 | 92 |
| 研发费用 | 23 | 29 | 35 | 42 | 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% | 递延所得税资产 | 27 | 29 | 29 | 29 |
| 财务费用 | -15 | -6 | -8 | -10 | 其他非流动资产 | 183 | 187 | 191 | 194 |
| %营业收入 | -1% | 0% | 0% | 0% | 资产总计 | 2,095 | 2,333 | 2,612 | 2,947 |
| 资产减值损失 | -5 | 0 | 0 | 0 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 | 应付票据及应付账款 | 111 | 141 | 172 | 206 |
| 其他收益 | 39 | 23 | 28 | 34 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 9 | 11 | 14 | 17 | 应付职工薪酬 | 30 | 40 | 48 | 57 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应交税费 | 29 | 34 | 42 | 51 |
| 公允价值变动收益 | 3 | 0 | 0 | 0 | 其他流动负债 | 127 | 158 | 191 | 226 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动负债合计 | 297 | 373 | 453 | 541 |
| 营业利润 | 406 | 473 | 596 | 741 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 22% | 21% | 21% | 22% | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | -3 | -4 | -4 | -4 | 递延所得税负债 | 14 | 15 | 15 | 15 |
| 利润总额 | 403 | 469 | 592 | 737 | 其他非流动负债 | 99 | 99 | 99 | 99 |
| %营业收入 | 22% | 21% | 21% | 22% | 负债合计 | 410 | 486 | 566 | 654 |
| 所得税费用 | 74 | 70 | 89 | 111 | 归属于母公司的所有者权益 | 1,685 | 1,846 | 2,045 | 2,293 |
| 净利润 | 329 | 399 | 504 | 626 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 18% | 17% | 18% | 19% | 股东权益 | 1,685 | 1,846 | 2,045 | 2,293 |
| 归属于母公司的净利润 | 329 | 399 | 504 | 626 | 负债及股东权益 | 2,095 | 2,333 | 2,612 | 2,947 |
| %同比增速 | 108% | 21% | 26% | 24% | 现金流量表 | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 单位: 百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| EPS (元/股) | 3.58 | 4.28 | 5.40 | 6.72 | 经营活动现金流净额 | 258 | 480 | 569 | 692 |
| 基本指标 | | | | | 投资 | 233 | 0 | 0 | 0 |
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 资本性支出 | -174 | -74 | -74 | -74 |
| EPS | 3.58 | 4.28 | 5.40 | 6.72 | 其他 | -113 | 12 | 14 | 17 |
| BVPS | 18.07 | 19.81 | 21.94 | 24.60 | 投资活动现金流净额 | -54 | -62 | -60 | -57 |
| PE | 19.96 | 20.21 | 16.00 | 12.87 | 债权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PEG | 0.19 | 0.95 | 0.61 | 0.53 | 股权融资 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| PB | 3.95 | 4.36 | 3.94 | 3.51 | 支付股利及利息 | -100 | -238 | -305 | -379 |
| EV/EBITDA | 13.59 | 14.06 | 10.99 | 8.61 | 其他 | -62 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 20% | 22% | 25% | 27% | 筹资活动现金流净额 | -162 | -237 | -305 | -379 |
| ROIC | 18% | 21% | 24% | 27% | 现金净流量 | 42 | 180 | 204 | 256 |

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为2024年04月24日收盘）

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20% |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15% |

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089