

甘源食品(002991)

全渠道、多品类经营，增长势能充足

事件：

甘源食品发布 2023 年报及 2024 年一季度，2023 年公司实现收入 18.48 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 2.92 亿元，同比增长 96.76%。24Q1 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 65.30%。

➤ 深入贯彻“全渠道+多品类”经营模式

分产品看，2023 年综合果仁及豆果/青豌豆/瓜子仁/蚕豆分别实现营收 5.04/4.65/2.73/2.32 亿元，同比增速分别为 32.16%/26.04%/18.38%/11.02%，营收占比分别为 27.30%/25.19%/14.78%/12.53%。2023 年经销/电商分别实现收入 15.72/2.16 亿元，同比增速分别为 27.63%/29.39%，收入占比至 85.08%/11.69%。华东/华北/华中/西南/电商/华南/西北/东北分别实现营收 4.53/3.26/2.89/2.45/2.16/1.30/0.95/0.78 亿元，同比增速分别为 53.14%/12.97%/19.97%/22.50%/29.39%/36.96%/9.41%/21.85%，占比分别为 24.52%/17.64%/15.63%/13.25%/11.69%/7.06%/5.16%/4.23%。截至 2023 年报，经销商数量同比增长 235 家至 3158 家，其中华东/华南区域净增 102/55 家。

➤ 降本增效推进，盈利水平提升

2023 年公司积极拓展境外采购渠道，叠加市场行情本身下降，原材料采购成本下滑，2023 年/24Q1 毛利率分别为 36.24%/35.39%，分别同比+1.98/-0.96pct。受益于持续降本增效，2023 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 11.50%/3.78%/1.26%，分别同比-2.55/-0.72/-0.30pct，24Q1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 13.10%/3.49%/1.06%，分别同比-0.57/-0.83/-0.08pct。公司贯彻“全渠道+多品类”的经营模式，深化品控升级、产品升级、品牌升级、管理升级等多维度战略升级，2023 年/24Q1 公司净利率分别提升 6.90/1.48pct 至 17.81%/15.58%。

➤ 盈利预测、估值与评级

考虑到老三样下沉渗透而调味型坚果处培育期，我们调整公司 2024-2026 年营业收入分别为 24.41/30.31/36.09 亿元，同增 32.13%/24.17%/19.05%；归母净利分别为 4.03/5.03/6.17 亿元，同增 22.43%/24.85%/22.77%，对应三年 CAGR 为 23.31%，EPS 分别为 4.32/5.40/6.62 元/股。鉴于公司积极拓展产品矩阵、全渠道梳理后有望加速扩张，给予公司 2024 年 24 倍 PE，目标价 103.75 元，维持“买入”评级。

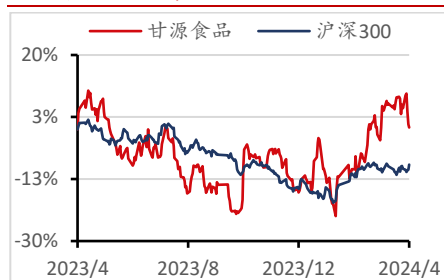
风险提示：产品质量和食品安全风险、线下渠道竞争优势弱化的风险、市场竞争加剧的风险等。

行业：食品饮料/休闲食品
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：82.92 元
 目标价格：103.75 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	93.22/49.69
流通 A 股市值(百万元)	4,119.92
每股净资产(元)	18.85
资产负债率(%)	17.31
一年内最高/最低(元)	94.50/61.39

股价相对走势



作者

分析师：刘景瑜
 执业证书编号：S0590524030005
 邮箱：jyl@glsc.com.cn
 分析师：邓洁
 执业证书编号：S0590524040002
 邮箱：dengjie@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1451	1848	2441	3031	3609
增长率(%)	12.11%	27.36%	32.13%	24.17%	19.05%
EBITDA(百万元)	262	452	581	724	880
归母净利润(百万元)	158	329	403	503	617
增长率(%)	3.03%	107.87%	22.43%	24.85%	22.77%
EPS(元/股)	1.70	3.53	4.32	5.40	6.62
市盈率(P/E)	49.3	23.7	19.4	15.5	12.6
市净率(P/B)	5.2	4.6	3.7	3.0	2.4
EV/EBITDA	23.7	12.9	11.7	8.9	6.8

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 26 日收盘价

相关报告

1、《甘源食品(002991)：产品与渠道双轮驱动，公司有望快速增长》2024.03.20

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	473	648	867	1279	1826	营业收入	1451	1848	2441	3031	3609
应收账款+票据	22	29	29	33	38	营业成本	954	1178	1553	1926	2260
预付账款	25	32	51	61	69	营业税金及附加	17	19	27	33	39
存货	137	177	158	190	217	营业费用	204	212	269	327	390
其他	604	376	388	395	403	管理费用	88	93	110	132	161
流动资产合计	1261	1262	1493	1958	2552	财务费用	-11	-15	-3	-4	-5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-5	-6	-7	-9
固定资产	489	530	583	693	856	公允价值变动收益	1	3	4	2	2
在建工程	99	157	264	305	279	投资净收益	7	9	5	5	5
无形资产	100	98	98	112	119	其他	7	38	26	26	25
其他非流动资产	55	47	57	47	47	营业利润	212	406	515	643	789
非流动资产合计	743	833	1003	1157	1300	营业外净收益	-4	-3	-1	-1	-1
资产总计	2004	2095	2496	3116	3853	利润总额	208	403	514	642	788
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	50	74	111	139	171
应付账款+票据	139	111	141	185	229	净利润	158	329	403	503	617
其他	234	186	154	228	303	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	373	297	296	412	532	归属于母公司净利润	158	329	403	503	617
长期带息负债	3	2	2	2	1	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	122	111	111	111	111	成长能力					
非流动负债合计	125	113	113	113	113	营业收入	12.11%	27.36%	32.13%	24.17%	19.05%
负债合计	498	410	409	525	645	EBIT	4.07%	97.03%	32.06%	24.76%	22.63%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	9.62%	72.32%	28.66%	24.69%	21.44%
股本	93	93	93	93	93	归属于母公司净利润	3.03%	107.87%	22.43%	24.85%	22.77%
资本公积	936	941	941	941	941	获利能力					
留存收益	477	650	1053	1556	2174	毛利率	34.26%	36.24%	36.40%	36.47%	37.38%
股东权益合计	1506	1685	2088	2591	3208	净利率	10.91%	17.81%	16.50%	16.59%	17.11%
负债和股东权益总计	2004	2095	2496	3116	3853	ROE	10.51%	19.53%	19.30%	19.42%	19.25%
现金流量表						ROIC	24.59%	53.49%	46.03%	44.97%	48.60%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	158	329	403	503	617	资产负债率	24.84%	19.58%	16.37%	16.85%	16.73%
折旧摊销	65	64	69	86	97	流动比率	3.4	4.2	5.0	4.8	4.8
财务费用	-11	-15	-3	-4	-5	速动比率	2.9	3.5	4.3	4.1	4.2
存货减少(增加为“-”)	-10	-41	20	-32	-27	营运能力					
营运资金变动	95	-118	-13	63	73	应收账款周转率	67.3	64.0	84.1	91.3	96.1
其它	15	39	-21	32	27	存货周转率	7.0	6.6	9.8	10.1	10.4
经营活动现金流	312	258	455	648	782	总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0	0.9
资本支出	-133	-185	-240	-240	-240	每股指标(元)					
长期投资	-170	233	0	0	0	每股收益	1.7	3.5	4.3	5.4	6.6
其他	158	-102	1	0	0	每股经营现金流	3.3	2.8	4.9	7.0	8.4
投资活动现金流	-145	-54	-239	-240	-240	每股净资产	16.2	18.1	22.4	27.8	34.4
债权融资	1	-1	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	49.3	23.7	19.4	15.5	12.6
其他	-77	-160	3	4	5	市净率	5.2	4.6	3.7	3.0	2.4
筹资活动现金流	-76	-162	3	4	5	EV/EBITDA	23.7	12.9	11.7	8.9	6.8
现金净增加额	91	42	219	412	547	EV/EBIT	31.5	15.1	13.3	10.1	7.6

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年04月26日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼