

2024年05月07日

# 甘源食品 (002991.SZ)

## 公司快报

食品饮料 | 休闲食品III

投资评级

**增持-A(首次)**

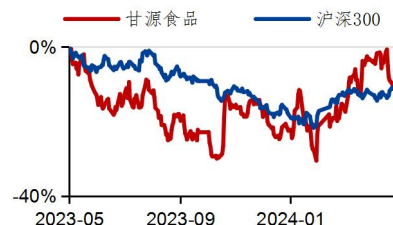
股价(2024-05-06)

85.03元

### 交易数据

总市值(百万元)	7,926.14
流通市值(百万元)	4,224.76
总股本(百万股)	93.22
流通股本(百万股)	49.69
12个月价格区间	89.94/64.70

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.2	11.68	6.29
绝对收益	-3.67	22.13	-2.65

分析师

李鑫鑫

SAC执业证书编号: S0910523120001

lixinxin@huajinsec.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.cn

### 相关报告

### 投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。根据公告, 2023 年公司实现营业收入 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%;

23Q4 公司实现营业收入 5.34 亿元, 同比增长 10.85%, 实现归母净利润 1.15 亿元, 同比增长 67.08%, 实现扣非后归母净利润 1.04 亿元, 同比增长 45.39%;

24Q1 公司实现营业收入 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%, 实现扣非后归母净利润 0.84 亿元, 同比增长 68.54%。

◆ **年报分析:** 多品类增速亮眼, 全渠道持续拓展, 盈利能力显著增强

老三样经营稳健, 新品类持续放量, 渠道拓张贡献增长。2023 年公司实现营收 18.48 亿元, 同比增长 27.36% (Q1: +22.15%; Q2: +48.12%; Q3: +37.27%; Q4: +10.85%), 公司坚持全渠道、多品类双轮驱动, 收入实现快速增长。分产品来看, 2023 年瓜子仁系列实现营收 2.73 亿/同比+18.38%, 青豌豆系列 4.65 亿元/+26.04%, 蚕豆系列 2.32 亿元/+11.02%, 以上老三样营收占比超 50%, 凭借口味丰富、规格多样深得消费者喜爱, 综合果仁及豆果系列实现营收 5.04 亿元/+32.16%, 其他系列 3.62 亿元/+43.29%, 其中虾条豆果、缤纷综合果仁、薯片、雪饼和仙贝贡献主要增量, 此外公司推出多款新品逐步实现了调味坚果产品系列化、品牌化, 有望迎来加速增长。分渠道来看, 公司经销/电商/其他模式收入 15.72/2.16/0.49 亿元, 同比+27.63%/+29.39%/+9.86%, 其中正式经销商数量至 23 年年底达到 2385 家, 同比增加 243 家, 电商自营业务/电商平台销售收入 1.52/0.64 亿元, 同比+34.44%/+18.74%, 公司将加大与优质经销商合作占比, 提高现有网点份额, 覆盖更多空白网点, 同时推进适配渠道的产品梳理, 支撑渠道收入快速增长, 线上亦将大力开展直播等新渠道模式, 扩大品牌传播, 提高消费者覆盖率。

成本下降费率减少, 盈利能力显著提升。2023 年公司毛利率为 36.24%, 同比+1.98pct, 主要源于原料采购成本下降, 其中夏威夷果仁采购均价下降 31.6%, 棕榈油采购均价下降 23.6%, 尽管其他原辅料同比略有上升, 但因棕榈油、夏威夷果仁的采购均价下降幅度及在成本中占比较高, 带动整体成本下降。2023 年公司销售费用率为 11.50%, 同比-2.55pct, 主要是由于固定性质费用的影响, 随着销售额增长产生的规模效应, 管理/研发费用率为 3.78%/1.26%, 同比-0.72pct/-0.30pct, 此外, 2023 年末母公司渠道高新技术企业认定, 所得税税率由 25% 下降至 15%, 最终 2023 年净利率为 17.81%, 同比+6.90pct。

◆ **一季报分析:** 旺季产品快速增长, 费率管控良好, 净利率同比提升

主要品类较快增长, 持续打造质价比优势。24Q1 公司实现收入 5.86 亿元, 同比+49.75%, 主要源于老三样、综合豆果、综合果仁、薯片和花生的增长, Q1 春节消费旺季期间, 公司各主要品类实现较快增长。公司持续打造多品类增长曲线, 近年来成效逐步显现、老品新品共同增长, 未来公司将继续聚焦产品研发创新, 优化供



应链效率，发挥成本优势，继续强化质量管理体系建设，突出产品质价比优势，业务规模有望持续提升。

**毛利率小幅下降，费率管控良好助推净利率提升。**2024Q1 公司毛利率为 35.39%，同比-0.95pct，其中经销/电商模式毛利率分别同比+1.52pct/-10.55pct，毛利率下降主要源于电商模式春节期间折扣力度较大。费用端，2024Q1 公司销售费用率为 13.10%/3.49%，同比-0.57pct/-0.83pct，费用管控优异，费率同比下滑；此外，受益于母公司 23 年年底取得高新技术企业认定，2024Q1 所得税率将至 15%（2023 Q1 为 25%），公司最终净利率同比提升 1.48pct 至 15.58%。随着后续销售规模持续增长以及成本优化，公司盈利能力有望持续提升。

◆ **未来展望：2024 年持续推进产品力、渠道力、运营力建设。**具体来看，**产品力方面**，强化和升级老三样系列产品，持续做精核心产品，进一步巩固老三样产品的市场优势地位，快速跟进和增加优势品类，紧跟渠道需求，持续优化品类；**渠道力方面**，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店、电商平台、社交电商和直播带货、O2O 及时零售等新兴渠道的市场规模，积极探索更多元的渠道发展模式，深化全渠道战略；**运营力方面**，建立人才梯队，加强成本控制、仓配物流能力、费用控制能力，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。此外，公司推出 2023-2025 年股东分红回报规划，在满足一定条件下的情况下，公司将每年进行现金利润分配，并以现金形式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 30%。

◆ **投资建议：**公司坚持贯彻全渠道、多品类发展战略，老三样经营稳健、份额领先，新培育品类成效初显、增势良好，叠加渠道精细化、多元化管理升级，销售规模有望持续扩大，伴随着成本优化、运营效率提升等，公司业绩亦有望实现快速增长。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 24.02/29.40/34.91 亿元，同比增长 30.0%/22.4%/18.7%，归母净利润 4.06/5.00/5.97 亿元，同比增长 23.2%/23.2%/19.4%，对应 EPS 分别为 4.35/5.36/6.40 元，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

◆ **风险提示：**食品质量及安全风险，市场需求疲软，新品销售不及预期，销售渠道管理风险，原材料价格波动风险等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,451	1,848	2,402	2,940	3,491
YoY(%)	12.1	27.4	30.0	22.4	18.7
归母净利润(百万元)	158	329	406	500	597
YoY(%)	3.0	107.9	23.2	23.2	19.4
毛利率(%)	34.3	36.2	35.8	35.9	36.1
EPS(摊薄/元)	1.70	3.53	4.35	5.36	6.40
ROE(%)	10.5	19.5	19.4	19.8	19.6
P/E(倍)	50.1	24.1	19.5	15.9	13.3
P/B(倍)	5.3	4.7	3.8	3.1	2.6
净利率(%)	10.9	17.8	16.9	17.0	17.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测

**2024-2026 年公司收入预计同比增长 30.02%/22.41%/18.73%，毛利率为 35.82%/35.94%/36.11%，预计主要受公司采购成本、产品结构及供应链优化影响：**

- (1) **瓜子仁/青豌豆/蚕豆系列：**老三样为公司核心产品，各细分品类市场份额领先，伴随着产品延伸，优势地位有望持续巩固，预计 2024-2026 年瓜子仁系列收入增速为 15%/12%/10.55%，青豌豆系列收入增速为 18%/15%/12.56%，蚕豆系列收入增速为 12%/10%/10.55%。
- (2) **综合果仁及豆果系列：**包括调味坚果、综合果仁、综合豆果、虾条豆果等产品。国内调味坚果尚处培育期，市场容量较大，公司现已形成系列产品，叠加渠道同步发力，销售规模有望持续扩大，此外公司豆果类产品在零食量贩等新兴渠道表现亮眼，有望进一步推广至其他渠道实现更好增长。预计 2024-2026 年综合果仁及豆果系列收入增速为 49.35%/31.30%/26.25%。
- (3) **其他系列：**包括花生、薯片、兰花豆、炒米、锅巴、仙贝、雪饼、麦片、水果干、米酥等产品，定位补充型产品，投放市场后多品类在新兴渠道取得较快表现，主要生产地安阳工厂已于 2023Q3 扭亏为盈，随着产品在全渠道逐步推广铺开，该系列有望持续实现快速增长。预计 2024-2026 年收入增速为 41.4%/30.0%/21.2%。

表 1：公司业务拆分

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>综合果仁及豆果系列</b>					
营业收入（百万元）	381.55	504.25	753.09	988.81	1248.38
yoy%	29.27%	32.16%	49.35%	31.30%	26.25%
毛利率	26.95%	27.51%	27.80%	28.30%	29.00%
<b>青豌豆系列</b>					
营业收入（百万元）	369.27	465.44	549.22	631.60	710.93
yoy%	11.19%	26.04%	18.00%	15.00%	12.56%
毛利率	44.27%	49.00%	49.50%	50.00%	50.50%
<b>瓜子仁系列</b>					
营业收入（百万元）	230.71	273.11	314.08	351.77	388.88
yoy%	-1.32%	18.38%	15.00%	12.00%	10.55%
毛利率	39.56%	45.04%	45.50%	46.00%	46.50%
<b>蚕豆系列</b>					
营业收入（百万元）	208.58	231.55	259.34	285.28	315.37
yoy%	0.28%	11.02%	12.00%	10.00%	10.55%
毛利率	43.08%	44.08%	45.00%	45.80%	46.30%
<b>其他系列</b>					
营业收入（百万元）	252.91	362.40	512.43	666.17	807.39
yoy%	14.76%	43.29%	41.40%	30.00%	21.20%
毛利率	17.79%	19.97%	22.00%	24.00%	25.00%
<b>主营业务</b>					
主营业务收入（百万元）	1443.02	1836.75	2388.17	2923.62	3470.95

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
yoy%	11.91%	27.29%	30.02%	22.42%	18.72%
毛利率	34.12%	36.16%	35.74%	35.85%	36.01%
<b>其他业务</b>					
其他营业收入 (百万元)	7.66	10.81	14.05	16.86	20.23
yoy%	67.69%	41.13%	30%	20%	20%
毛利率	60.78%	49.25%	50.00%	52.00%	54.00%
<b>公司整体</b>					
收入 (百万元)	1450.68	1847.56	2402.21	2940.48	3491.18
yoy%	12.11%	27.36%	30.02%	22.41%	18.73%
综合毛利率	34.26%	36.24%	35.82%	35.94%	36.11%

资料来源: wind, 华金证券研究所

## 二、可比公司估值

公司主营业务为销售休闲食品, 为便于对比分析, 我们选取业务内容相似的休闲零食上市公司洽洽食品、盐津铺子、劲仔食品、三只松鼠、良品铺子作为可比公司, 进行估值对比。公司坚持贯彻全渠道、多品类发展战略, 老三样经营稳健、份额领先, 新培育品类成效初显、增势良好, 叠加渠道精细化、多元化管理升级, 销售规模有望持续扩大, 伴随着成本优化、运营效率提升等, 公司业绩亦有望实现快速增长。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E
002557	洽洽食品	185.71	10.65	12.43	17.44	14.94
002847	盐津铺子	149.42	6.79	8.73	22.01	17.12
003000	劲仔食品	68.25	2.97	3.83	22.96	17.81
300783	三只松鼠	106.75	3.56	4.89	29.95	21.84
603719	良品铺子	62.72	2.26	2.71	27.76	23.18
平均		-	6.80	8.33	20.80	16.62
002991	甘源食品	79.26	4.06	5.00	19.55	15.86

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2024 年 5 月 6 日)

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1261	1262	1735	1976	2588	<b>营业收入</b>	1451	1848	2402	2940	3491
现金	473	648	1044	1238	1770	营业成本	954	1178	1542	1884	2231
应收票据及应收账款	22	29	37	44	52	营业税金及附加	17	19	27	32	38
预付账款	25	32	42	48	59	营业费用	204	212	281	347	412
存货	137	177	234	269	326	管理费用	65	70	82	97	112
其他流动资产	604	376	378	378	381	研发费用	23	23	29	35	42
<b>非流动资产</b>	743	833	974	1103	1232	财务费用	-11	-15	-19	-26	-37
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-4	-6	-5	-8	-9
固定资产	483	525	681	821	954	公允价值变动收益	1	3	2	2	2
无形资产	100	98	96	92	89	投资净收益	7	9	8	9	9
其他非流动资产	160	209	198	189	189	<b>营业利润</b>	212	406	491	605	722
<b>资产总计</b>	2004	2095	2709	3079	3821	营业外收入	1	1	1	1	1
<b>流动负债</b>	373	297	506	444	656	营业外支出	5	4	3	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	208	403	489	602	719
应付票据及应付账款	139	111	216	184	290	所得税	50	74	83	102	122
其他流动负债	234	186	290	260	367	<b>税后利润</b>	158	329	406	500	597
<b>非流动负债</b>	125	113	113	113	113	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	158	329	406	500	597
其他非流动负债	125	113	113	113	113	EBITDA	255	445	523	644	759
<b>负债合计</b>	498	410	619	557	769						
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	93	93	93	93	93	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	936	941	941	941	941	<b>成长能力</b>					
留存收益	510	739	974	1260	1636	营业收入(%)	12.1	27.4	30.0	22.4	18.7
归属母公司股东权益	1506	1685	2090	2522	3052	营业利润(%)	4.9	91.7	21.0	23.2	19.3
<b>负债和股东权益</b>	2004	2095	2709	3079	3821	归属于母公司净利润(%)	3.0	107.9	23.2	23.2	19.4
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	34.3	36.2	35.8	35.9	36.1
						净利率(%)	10.9	17.8	16.9	17.0	17.1
						ROE(%)	10.5	19.5	19.4	19.8	19.6
						ROIC(%)	9.2	17.5	17.6	18.0	17.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	24.8	19.6	22.8	18.1	20.1
						流动比率	3.4	4.2	3.4	4.5	3.9
						速动比率	2.9	3.5	2.9	3.7	3.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
						应收账款周转率	82.0	73.1	73.1	73.1	73.1
						应付账款周转率	8.1	9.4	9.4	9.4	9.4
						<b>估值比率</b>					
						P/E	50.1	24.1	19.5	15.9	13.3
						P/B	5.3	4.7	3.8	3.1	2.6
						EV/EBITDA	27.3	15.8	12.7	10.0	7.8

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)