



甘源食品 (002991.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

短期需求承压，看好旺季修复

业绩简评

8月2日公司发布2024半年报，24H1实现营收10.42亿元，同比+26.14%；实现归母净利润1.67亿元，同比+39.26%；扣非归母净利润1.44亿元，同比+40.02%。其中24Q2实现营收4.56亿元，同比+4.9%；实现归母净利润0.75亿元，同比+16.79%；扣非归母净利润0.61亿元，同比+13.46%。

经营分析

淡旺季需求分化，新品仍表现突出。1) 因公司产品具备年节属性，Q2淡季需求承压。公司积极开发新口味&新规格的组合产品，上半年新品散装综合果仁和缤纷豆果取得不错成效。老三样/综合果仁及豆果系列24H1分别实现营收4.98/3.42亿元，同比+14.49%/+48.5%。分量/价来看，全品类收入增长主要由量增贡献，吨价下降系产品结构&规格调整。2) 渠道端，公司在夯实传统商超渠道基础上，公司积极合作会员商超、零食量贩、新媒体电商等渠道，经销/电商渠道24H1收入分别同比+27.7%/9.1%。

成本端小幅承压，税率红利持续释放。24Q2毛利率/净利率分别为34.36%/16.49%，同比-1.03pct/+1.68pct。1) 毛利率下降主要系棕榈油成本上涨，叠加渠道结构变化(电商平台缤纷豆果产品占比提升)。2) 24Q2销售费率为13.55%，同比+1.73pct，系工资奖金提成与促销推广费增加所致，其中24H1广告促销费用为0.49亿元，同比+38.01%。3) 同期管理/研发/财务费率分别为4.11%/1.5%/-0.81%，同比-0.27pct/+0.16pct/+0.24pct。4) 因母公司被评为高新技术企业，Q2持续享受税率红利，24Q2/23Q2税率分别为16.2%/25.4%。

产品+渠道双轮驱动，看好旺季需求修复。产品端，公司将迎合市场风味化和健康化的零食需求，在强化“口味”和“好吃”的同时往健康食品方向不断创新，完善产品结构，巩固细分领域的竞争优势与拓展增量空间。

盈利预测、估值与评级

Q2动销不及预期，叠加产品结构调整，我们预计全年利润率承压，下调24-26年利润13%/14%/15%。预计24-26年公司归母净利润为3.5/4.3/5.1亿元，分别同比+7%/23%/18%，对应PE为15x/12x/11x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险、市场竞争加剧风险、渠道扩张不及预期风险

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君 (执业S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：57.68元

相关报告：

- 《甘源食品公司点评：渠道多路并进，Q1顺利开门红》，2024.4.24
- 《甘源食品公司点评：新品逐步起量，23年业绩超预期》，2024.1.19
- 《甘源食品公司点评：费效比提升，业绩超预期》，2023.10.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,451	1,848	2,185	2,629	3,028
营业收入增长率	12.11%	27.36%	18.25%	20.34%	15.16%
归母净利润(百万元)	158	329	351.9	432.3	510.2
归母净利润增长率	3.03%	107.87%	6.95%	22.85%	18.02%
摊薄每股收益(元)	1.698	3.530	3.775	4.638	5.47
每股经营性现金流净额	3.35	2.77	4.98	5.67	6.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.51%	19.53%	18.17%	19.05%	19.04%
P/E	44.92	20.24	15.28	12.44	10.54
P/B	4.72	3.95	2.78	2.37	2.01

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,294	1,451	1,848	2,185	2,629	3,028
增长率		12.1%	27.4%	18.3%	20.3%	15.2%
主营业务成本	-840	-954	-1,178	-1,435	-1,725	-1,980
%销售收入	64.9%	65.7%	63.8%	65.7%	65.6%	65.4%
毛利	454	497	670	750	904	1,048
%销售收入	35.1%	34.3%	36.2%	34.3%	34.4%	34.6%
营业税金及附加	-14	-17	-19	-22	-26	-30
%销售收入	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-208	-204	-212	-269	-323	-363
%销售收入	16.1%	14.0%	11.5%	12.3%	12.3%	12.0%
管理费用	-59	-65	-70	-79	-89	-103
%销售收入	4.6%	4.5%	3.8%	3.6%	3.4%	3.4%
研发费用	-15	-23	-23	-27	-32	-36
%销售收入	1.2%	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	158	189	345	353	433	515
%销售收入	12.2%	13.0%	18.7%	16.2%	16.5%	17.0%
财务费用	10	11	15	16	20	27
%销售收入	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	-4	-4	-6	0	0	0
公允价值变动收益	3	1	3	0	0	0
投资收益	14	7	9	9	9	10
%税前利润	7.2%	3.5%	2.3%	2.2%	1.8%	1.6%
营业利润	202	212	406	422	518	610
营业利润率	15.6%	14.6%	22.0%	19.3%	19.7%	20.2%
营业外收支	-3	-4	-3	-3	-3	-3
税前利润	199	208	403	419	515	607
利润率	15.4%	14.3%	21.8%	19.2%	19.6%	20.1%
所得税	-45	-50	-74	-67	-82	-97
所得税率	22.8%	23.9%	18.3%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	154	158	329	352	432	510
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	154	158	329	352	432	510
净利率	11.9%	10.9%	17.8%	16.1%	16.4%	16.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	154	158	329	352	432	510
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	54	69	70	62	71	82
非经营收益	-23	-14	-23	-23	-5	-6
营运资金变动	-54	99	-117	73	30	13
经营活动现金净流	131	312	258	464	529	599
资本开支	-205	-123	-174	-149	-199	-139
投资	538	-170	233	0	0	0
其他	-364	148	-113	9	9	10
投资活动现金净流	-32	-145	-54	-140	-190	-129
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-4	0	0
其他	-135	-76	-162	-100	-100	-100
筹资活动现金净流	-135	-76	-162	-104	-100	-100
现金净流量	-36	91	42	221	239	370

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	510	473	648	869	1,108	1,477
应收款项	17	26	33	34	42	49
存货	127	137	177	204	255	304
其他流动资产	464	625	403	406	414	421
流动资产	1,118	1,261	1,262	1,513	1,818	2,251
%总资产	61.3%	62.9%	60.3%	62.2%	63.5%	67.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	549	581	683	757	872	918
%总资产	30.1%	29.0%	32.6%	31.1%	30.5%	27.4%
无形资产	121	125	118	128	137	145
非流动资产	704	743	833	920	1,043	1,097
%总资产	38.7%	37.1%	39.7%	37.8%	36.5%	32.8%
资产总计	1,822	2,004	2,095	2,433	2,862	3,347
短期借款	4	3	2	0	0	0
应付款项	133	202	171	249	323	381
其他流动负债	112	168	124	150	173	190
流动负债	248	373	297	400	496	572
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	129	125	113	96	96	96
负债	377	498	410	496	592	667
普通股股东权益	1,445	1,506	1,685	1,937	2,270	2,680
其中：股本	93	93	93	93	93	93
未分配利润	393	450	679	931	1,263	1,674
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,822	2,004	2,095	2,433	2,862	3,347

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.648	1.698	3.530	3.775	4.638	5.474
每股净资产	15.498	16.155	18.074	20.780	24.348	28.752
每股经营现金净流	1.402	3.348	2.766	4.980	5.671	6.424
每股股利	1.070	0.750	1.088	1.070	1.070	1.070
回报率						
净资产收益率	10.64%	10.51%	19.53%	18.17%	19.05%	19.04%
总资产收益率	8.43%	7.90%	15.71%	14.47%	15.11%	15.24%
投入资本收益率	8.26%	9.37%	16.60%	15.31%	16.03%	16.13%
增长率						
主营业务收入增长率	10.38%	12.11%	27.36%	18.25%	20.34%	15.16%
EBIT 增长率	-21.23%	19.47%	83.28%	2.19%	22.65%	18.87%
净利润增长率	-14.29%	3.03%	107.87%	6.95%	22.85%	18.02%
总资产增长率	3.50%	9.97%	4.56%	16.13%	17.63%	16.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.2	4.5	5.0	4.6	4.7	4.8
存货周转天数	46.8	50.4	48.6	52.0	54.0	56.0
应付账款周转天数	35.6	45.0	38.8	45.0	50.0	52.0
固定资产周转天数	134.2	121.4	103.8	90.1	79.8	72.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.11%	-70.27%	-59.59%	-63.29%	-64.54%	-68.45%
EBIT 利息保障倍数	-15.8	-16.5	-22.6	-22.6	-21.2	-19.3
资产负债率	20.71%	24.84%	19.58%	20.38%	20.69%	19.93%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	7	12	25	67
增持	0	4	5	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.36	1.29	1.24	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-11	买入	62.80	N/A
2	2022-10-27	买入	60.25	N/A
3	2023-04-26	买入	82.63	N/A
4	2023-07-10	买入	78.81	N/A
5	2023-08-10	买入	80.49	N/A
6	2023-10-26	买入	66.86	N/A
7	2024-01-19	买入	80.27	N/A
8	2024-04-24	买入	90.48	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

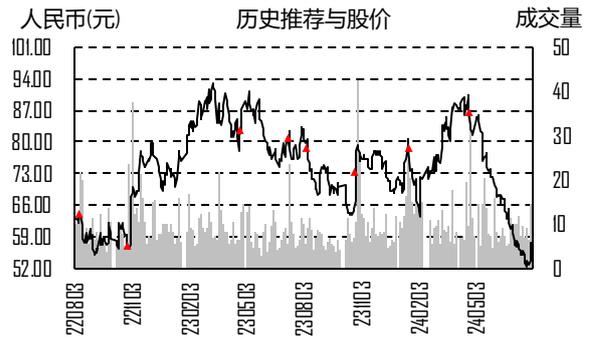
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究