

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

甘源食品(002991)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

淡季经营稳健，强化股东回报

2024年8月4日

事件: 公司发布24年中报, 24H1实现营收10.42亿元, 同比+26.1%, 实现归母净利润1.67亿元, 同比+39.3%。单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+16.8%。

点评:

- **量贩零食、海外渠道增速亮眼。** 品类来看, 24H1青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果分别实现营收2.38/1.38/1.22/3.42/1.97亿元, 同比分别+16.9%/12.8%/12.0%/48.5%/24.2%, 综合果仁及豆果系列增速亮眼, 主要系价位带较低的缤纷豆果、每日豆果产品快速增长, 其他品类中花生、薯片等产品增长较快。渠道来看, 24H1经销渠道/电商模式/其他模式分别实现营收8.69/1.36/0.33亿元, 同比+27.7%/9.1%/67.7%, 经销模式中零食量贩渠道、海外市场24H1实现高速发展, 商超等传统经销渠道由于渠道变革, 消费人群分流, 表现相对较弱, 其他模式增长较快主要系品牌代工业务增加。
- **费用率控制平稳, 盈利能力稳健。** 24Q2毛利率为34.4%, 同比-0.5pct, 我们预计主要系渠道结构影响, 棕榈油24Q2整体价格同比较为平稳。24Q2销售费用率/管理费用率分别为13.5%/4.1%, 分别同比+1.7pct/-0.3pct, 销售费用率有所提升主要系人工薪酬及促销推广费用有所增长。24Q2所得税率为16.2%, 同比-9.2pct。对应归母净利率为16.5%, 同比+1.7pct, 主要系税收优惠有贡献。
- **重视股东回报。** 公司发布未来三年股东分红回报规划, 提升股东分红比例。并且发布2024年中期利润分配预案: 向全体股东每10股派发现金红利10.92元(含税), 拟分配派发现金红利100,038,075.23元(含税), 占2024年上半年归属于上市公司股东的净利润比例为60.07%, 按照当前股价计算, 中期分红率约为1.86%。
- **盈利预测与投资评级:** 往后展望, 零食行业近两年渠道变革大, 渠道分层明显, 公司为豆类和调味坚果细分品类的龙头, 产品定位能高能低, 产品和零食量贩、会员店等高景气度渠道匹配度高。往后展望, 下半年来看, 零食量贩渠道有望延续高增长; 电商等渠道积极推新加大投放有望加速成长; 会员店公司产品创新能力强, 有望持续突破; 海外渠道市场空间广阔, 公司上半年取得亮眼成绩, 往后有望提升产品出海的份额。长期来看, 公司强产品力, 豆类和调味坚果渠道渗透率提升空间大, 且公司积极顺应渠道变革优化渠道架构、持续进行优质人才引进, 有望持续提升豆类和调味坚果的市占率, 长期可期。我们预计24-26年每股收益分别为4.10、4.86、5.64元, 维持对公司的“买入”评级。

- **风险因素：**原材料价格波动风险、口味型坚果行业竞争加剧、量贩零食渠道进展不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,451	1,848	2,271	2,759	3,298
增长率 YoY %	12.1%	27.4%	22.9%	21.5%	19.5%
归属母公司净利润 (百万元)	158	329	382	453	526
增长率 YoY%	3.1%	107.8%	16.1%	18.7%	16.0%
毛利率%	34.3%	36.2%	34.5%	33.6%	32.7%
净资产收益率ROE%	10.5%	19.5%	18.7%	18.8%	18.6%
EPS(摊薄)(元)	1.70	3.53	4.10	4.86	5.64
市盈率 P/E(倍)	44.91	20.24	14.07	11.86	10.22
市净率 P/B(倍)	4.72	3.95	2.64	2.23	1.90

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年8月2日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	1,261	1,262	1,649	2,108	2,597	
货币资金	473	648	973	1,362	1,773	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	22	29	35	43	52	
预付账款	25	32	40	49	60	
存货	137	177	224	276	334	
其他	604	376	377	378	379	
非流动资产	744	833	874	873	898	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	483	525	599	626	643	
无形资产	100	98	121	146	174	
其他	162	209	155	100	81	
资产总计	2,005	2,095	2,524	2,981	3,495	
流动负债	373	297	372	455	549	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	139	111	141	173	210	
其他	234	186	231	282	339	
非流动负债	126	113	113	113	113	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	126	113	113	113	113	
负债合计	499	410	485	568	662	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,506	1,685	2,039	2,413	2,833	
负债和股东权益	2,005	2,095	2,524	2,981	3,495	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,451	1,848	2,271	2,759	3,298	
同比(%)	12.1%	27.4%	22.9%	21.5%	19.5%	
归属母公司净利润	158	329	382	453	526	
同比(%)	3.1%	107.8	16.1%	18.7%	16.0%	
毛利率(%)	34.3%	36.2%	34.5%	33.6%	32.7%	
ROE%	10.5%	19.5%	18.7%	18.8%	18.6%	
EPS(摊薄)(元)	1.70	3.53	4.10	4.86	5.64	
P/E	44.91	20.24	14.07	11.86	10.22	
P/B	4.72	3.95	2.64	2.23	1.90	
EV/EBITDA	26.17	14.69	10.34	8.07	6.36	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,451	1,848	2,271	2,759	3,298	
营业成本	954	1,178	1,489	1,831	2,218	
营业税金及附加	17	19	22	26	30	
销售费用	204	212	273	326	386	
管理费用	65	70	77	91	106	
研发费用	23	23	27	33	40	
财务费用	-11	-15	-22	-31	-42	
减值损失合计	-3	-5	0	0	0	
投资净收益	7	9	7	8	10	
其他	8	41	43	47	53	
营业利润	212	406	455	539	623	
营业外收支	-4	-3	0	0	0	
利润总额	208	403	455	539	623	
所得税	50	74	73	85	97	
净利润	158	329	382	453	526	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	158	329	382	453	526	
EBITDA	254	410	426	498	567	
EPS(当年)(元)	1.70	3.53	4.10	4.86	5.64	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	312	258	430	504	579	
净利润	158	329	382	453	526	
折旧摊销	65	64	43	45	48	
财务费用	-9	-10	0	0	0	
投资损失	-7	-9	-7	-8	-10	
营运资金变动	99	-117	12	13	15	
其它	6	2	0	0	0	
投资活动现金流	-145	-54	-13	-1	-38	
资本支出	-123	-174	-25	-14	-52	
长期投资	-170	233	0	0	0	
其他	148	-113	11	13	14	
筹资活动现金流	-76	-162	-93	-113	-132	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-101	-100	-96	-113	-132	
现金流净增加额	91	42	324	389	410	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。