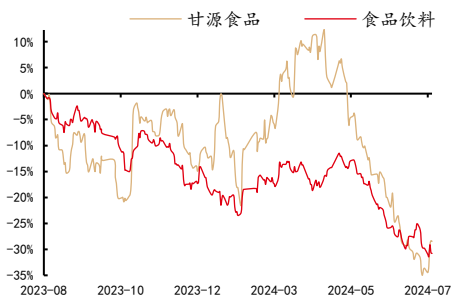


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	57.68
总股本/流通股本(亿股)	0.93 / 0.50
总市值/流通市值(亿元)	54 / 29
52周内最高/最低价	90.48 / 52.40
资产负债率(%)	19.6%
市盈率	16.11
第一大股东	严斌生

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 杨逸文
SAC 登记编号: S1340522120002
Email: yangyiwen@cnpsec.com

甘源食品(002991)

团队调整致收入短期承压，所得税优惠助力利润表现

● 事件

公司2024年上半年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 10.42/10.42/1.67/1.44 亿元，同比+26.14%/+26.14%/+39.26%/+40.18%。单Q2实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 4.56/4.56/0.75/0.61 亿元，同比+4.9%/+4.9%/+16.79%/+13.46%。

● 核心要点

新渠道实现稳健增长，传统线下渠道受市场因素影响增速放缓。分品类看，综合果仁及豆果系列/青豌豆系列/瓜子仁系列/蚕豆系列/其他系列分别实现营收 3.42/2.38/1.38/1.22/1.97 亿元，分别同比+48.54%/+16.87%/+12.76%/+12%/+24.16%。分模式看，经销/电商/其他模式分别实现营收 8.69/1.36/0.33 亿元，分别同比+27.72%/+9.14%/+67.66%。从渠道结构来看，Q2量贩渠道、海外市场均实现了翻倍以上的快速增长，线上渠道(包括线上分销及天猫抖快)上半年增速快于公司整体，新的管理团队于5月引进后期待下半年表现。大客户平稳增长，线下传统商超因市场需求偏淡、内部经营调整等原因二季度表现略逊于预期，三季度往后市场端将逐渐回温，维持此前全年规划。分地区看公司经销商，华东/华中/西南/华北/西北/东北/华南/境外地区 2024年6月末数量为 831/499/431/271/253/192/264/20，分别同比+7.92%/+1.42%/+5.38%/−4.58%/+1.2%/−4%/+16.3%/81.82%。

24Q2 利润表现亮眼，净利率环比提升。2024上半年，公司毛利率/归母净利率为 34.94%/15.98%，分别同比−0.66/+1.51pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.29%/3.76%/1.25%/−0.67%，分别同比+0.6/−0.59/+0/+0.18pct。24Q2，公司毛利率/归母净利率为 34.36%/16.49%，分别同比−0.57/+1.68pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.55%/4.11%/1.5%/−0.81%，分别同比+1.73/−0.27/+0.15/+0.24pct。二季度为公司传统经营淡季、单季度利润率普遍位于全年低位，今年公司在渠道费用投放上更加贴合收入规模增长节奏，整体投入偏向保守，成本维持稳定。另外2024年上半年公司所得税率为 16.5%，去年同期所得税率为 25.5%，同比下降 9pcts，主因为公司获得的所得税优惠政策集中于 23年下半年体现，23H2 所得税率仅为 13.6%、环比下降 11.8pcts，而 24年将平均每月分摊所得税优惠，因此我们认为所得税优惠在报表端的确认方式不同对 24年上半年净利率带来较大正向拉动，Q2净利率环比 Q1 有进一步抬升。

24年公司将继续聚焦产品创新、优化供应链效率、提升组织管理能力，短期市场影响不改全年目标，下半年预期有较好改善。从渠道角度来看：大客户将继续围绕高端会员店和大B定制化服务展开，深入

与山姆、Costco 合作，Q2 末已经开展新品洽谈，如进展顺利或有新 SKU 进场；电商渠道新入职人员已经于 7 月正式接手业务开展、配合现有产品突破（不再局限于老三样），预计下半年有较大增长空间；量贩渠道已基本实现主流品牌覆盖，今年随着市场本身扩容开店、增加进场 SKU 数量，月销保持稳健水平，可实现高速增长；传统渠道经过 23 年新中岛战略调整后，坪效有明显提升，今年将继续围绕高效能柜台做组合陈列、带动坪效持续提升。上半年市场需求较弱、叠加坚果炒货消化周期偏长，预期三季度开始市场将逐渐回暖，且内部经营于 6 月下旬回归正常运营，负面影响消散。运营角度，建立人才梯队、加强成本管控，持续提升物流、仓储配送及费控能力。棕榈油已在 Q1 提前锁价，后续仍将通过囤货锁价锁量方式平抑成本波动，**24 年利润率有望持续向好。**

● 盈利预测与投资评级

根据中报情况我们调整对未来三年盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入分别为 23.35/28.35/33.48 亿元（原预测为 24.63/31.30/37.0 亿元），同比增长 26.4%/21.41%/18.07%；预计 2024-2026 年归母净利润分别为 3.94/4.83/5.73 亿元（原预测为 4.11/5.29/6.37 亿元），同比增长 19.78%/22.65%/18.55%。未来三年 EPS 分别为 4.23/5.19/6.15 元，对应 PE 分别为 14/11/9 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1848	2335	2835	3348
增长率(%)	27.36	26.40	21.41	18.07
EBITDA（百万元）	448.70	545.32	658.21	762.26
归属母公司净利润（百万元）	329.06	394.15	483.41	573.06
增长率(%)	107.82	19.78	22.65	18.55
EPS（元/股）	3.53	4.23	5.19	6.15
市盈率（P/E）	16.34	13.64	11.12	9.38
市净率（P/B）	3.19	2.94	2.68	2.42
EV/EBITDA	13.02	7.96	6.28	5.10

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1848	2335	2835	3348	营业收入	27.4%	26.4%	21.4%	18.1%
营业成本	1178	1495	1806	2131	营业利润	91.7%	19.2%	22.5%	18.4%
税金及附加	19	23	28	33	归属于母公司净利润	107.8%	19.8%	22.6%	18.5%
销售费用	212	257	318	368	获利能力				
管理费用	70	86	102	117	毛利率	36.2%	36.0%	36.3%	36.3%
研发费用	23	28	28	33	净利率	17.8%	16.9%	17.0%	17.1%
财务费用	-15	-3	-4	-5	ROE	19.5%	21.5%	24.1%	25.8%
资产减值损失	-5	-6	-7	-8	ROIC	53.5%	45.4%	60.6%	74.8%
营业利润	406	484	593	702	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	19.6%	24.1%	25.3%	26.0%
营业外支出	4	4	4	4	流动比率	4.25	3.40	3.39	3.43
利润总额	403	481	590	699	营运能力				
所得税	74	87	106	126	应收账款周转率	64.02	72.88	72.88	72.88
净利润	329	394	483	573	存货周转率	6.64	6.75	6.75	6.75
归母净利润	329	394	483	573	总资产周转率	0.88	0.97	1.06	1.12
每股收益(元)	3.53	4.23	5.19	6.15	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.53	4.23	5.19	6.15
货币资金	648	913	1172	1471	每股净资产	18.07	19.63	21.53	23.79
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	29	32	39	46	PE	16.34	13.64	11.12	9.38
预付款项	32	41	50	59	PB	3.19	2.94	2.68	2.42
存货	177	222	268	316	现金流量表				
流动资产合计	1262	1595	1923	2293	净利润	329	362	450	541
固定资产	530	519	513	511	折旧和摊销	61	67	72	68
在建工程	157	164	132	79	营运资本变动	-118	102	30	31
无形资产	98	95	92	88	其他	-17	23	25	22
非流动资产合计	833	815	763	705	经营活动现金流净额	255	555	576	662
资产总计	2095	2411	2686	2998	资本开支	-187	-50	-20	-10
短期借款	0	0	0	0	其他	133	6	6	6
应付票据及应付账款	111	177	214	252	投资活动现金流净额	-54	-44	-14	-4
其他流动负债	186	292	353	417	股权融资	5	0	0	0
流动负债合计	297	469	567	669	债务融资	-1	0	0	0
其他	113	112	112	112	其他	-166	-247	-302	-358
非流动负债合计	113	112	112	112	筹资活动现金流净额	-162	-247	-303	-358
负债合计	410	581	679	780	现金及现金等价物净增加额	39	264	259	299
股本	93	93	93	93					
资本公积金	941	941	941	941					
未分配利润	650	795	973	1183					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1685	1830	2007	2218					
负债和所有者权益总计	2095	2411	2686	2998					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048