

# 甘源食品 (002991.SZ)

优于大市

## 第二季度收入增速有所放缓，未来三年股东回报保障增强

### 核心观点

**2024年上半年收入同比+26.14%，第二季度收入同比+4.90%。**2024年上半年公司实现营业总收入10.42亿元，同比+26.14%；实现归母净利润1.67亿元，同比+39.26%；实现扣非归母净利润1.44亿元，同比+40.18%。2024年第二季度公司实现营业总收入4.56亿元，同比+4.90%；实现归母净利润0.75亿元，同比+16.79%；实现扣非归母净利润0.61亿元，同比+13.46%。

**2024年上半年综合果仁及豆果系列销量同比增幅显著。**2024年上半年综合果仁及豆果系列产品收入同比+48.5%，贡献最大的收入增量，拆分量价来看，综合果仁及豆果系列产品销量同比+123.2%，新品散装综合果仁及缤纷豆果的增量显著，综合果仁及豆果系列产品吨价同比-33.5%，主因此系列中售价较低的缤纷豆果、每日豆果产品销量更快增长。青豌豆、瓜子仁、蚕豆系列收入增速稳健，分别同比+16.9%/+12.8%/+12.0%。其他系列产品收入同比+24.2%，主要系仙贝、米饼、薯片、花生的销量较快增长所致。分季度看，2024年第一季度/第二季度公司收入分别同比+49.8%/+4.9%，主因第一季度春节旺季动销旺盛且受益于春节错期因素，第二季度休闲零食行业景气度有所回落，且公司进行了销售组织人员调整。

**2024年上半年毛利率同比小幅下滑，其他收益提升、所得税率降低，对盈利能力有正向贡献。**2024年上半年毛利率34.9%，同比-0.7pct，其中毛利率偏高的品类青豌豆/蚕豆系列上半年毛利率同比-3.1/-4.2pct，主要系销售均价同比下降及单吨生产成本上涨所致。费用方面，第二季度销售费用率同比+1.7pct至13.5%，拉动上半年销售费用同比+0.6pct，主要系员工薪酬及奖金提成增加、电商业务推广费用及物料消耗费用增长所致。此外，其他收益提升、所得税率降低对盈利能力有正向贡献。

**公司公布中期分红预案及未来三年股东分红回报规划，未来三年股东回报保障加强。**据公司公告，公司拟向全体股东每10股派发现金红利10.92元（含税），占2024年上半年归母净利润的比例为60.07%。股东分红回报规划规定未来三年（2024年-2026年）最低现金分红比例。两则公告的发布表明公司高度重视股东回报，公司2021年-2023年的现金分红比率分别为66%/63%/61%，考虑到公司利润仍在增长且现金流充沛、当前暂无重大投资计划，预计未来公司分红比例将进一步提升。

**风险提示：**渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨。

**盈利预测与投资建议：**团队调整完成后下半年收入增速有望环比提升，公司围绕多品类、全渠道发展，未来成长空间依然可观。考虑当前消费需求仍然偏弱，且公司人员调整后部分渠道增长动能恢复有时滞，我们小幅下调2024-2026年盈利预测：预计2024-2026年公司实现营业总收入22.5/27.1/32.5亿元（前预测值24.0/30.2/36.7亿元）；实现归母净利润3.8/4.6/5.5亿元（前预测值4.1/5.1/6.2亿元）；当前股价对应PE分别为14/12/10倍。公司仍处于多渠道发力增长阶段，持续巩固细分赛道龙头优势，且加强股东回报，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,451	1,848	2,250	2,713	3,254
(+/-%)	12.1%	27.4%	21.8%	20.5%	20.0%
归母净利润(百万元)	158	329	385	456	546
(+/-%)	3.0%	107.9%	17.0%	18.6%	19.7%
每股收益(元)	1.70	3.53	4.13	4.90	5.86
EBIT Margin	13.0%	18.7%	17.7%	17.8%	18.0%
净资产收益率 (ROE)	10.5%	19.5%	19.4%	20.7%	22.1%
市盈率 (PE)	34.0	16.3	14.0	11.8	9.8
EV/EBITDA	24.4	14.6	12.9	10.9	9.2
市净率 (PB)	3.57	3.19	2.72	2.44	2.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·休闲食品

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	57.68元
总市值/流通市值	5377/2866百万元
52周最高价/最低价	91.36/51.83元
近3个月日均成交额	55.79百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《甘源食品(002991.SZ)-渠道基础强化，盈利能力提升》——2024-04-25
- 《甘源食品(002991.SZ)-三季度归母净利润同比增长95.3%，成长动力强劲》——2023-10-29
- 《甘源食品(002991.SZ)-2022年三季报业绩点评：营收增速放缓，盈利能力改善》——2022-11-01
- 《甘源食品(002991.SZ)-2022年半年报点评：新品贡献逐渐显现，成长逻辑逐渐验证》——2022-08-11

**甘源食品公布 2024 年半年度业绩**，2024 年上半年公司实现营业总收入 10.42 亿元，同比+26.14%；实现归母净利润 1.67 亿元，同比+39.26%；实现扣非归母净利润 1.44 亿元，同比+40.18%。2024 年第二季度公司实现营业总收入 4.56 亿元，同比+4.90%；实现归母净利润 0.75 亿元，同比+16.79%；实现扣非归母净利润 0.61 亿元，同比+13.46%。

**2024 年上半年综合果仁及豆果系列销量同比增幅显著，第二季度营业收入增速放缓**。2024 年上半年公司实现营业总收入 10.4 亿元，同比+26.1%。分销售模式看，上半年经销模式/电商模式/其他模式营业收入 8.7/1.4/0.3 亿元，同比+27.7%/+9.1%/+67.7%，经销模式收入增长较快主要受益于渠道持续扩张、公司调整产品组合以更加充分适配各路渠道，其他模式收入同比大幅增长主要系品牌代工业务增长。上半年公司经销商。分产品看，综合果仁及豆果系列产品收入同比+48.5%，贡献最大的收入增量，拆分量价来看，综合果仁及豆果系列产品销量同比+123.2%，新品散装综合果仁及缤纷豆果的增量显著，综合果仁及豆果系列产品吨价同比-33.5%，主因此系列中售价较低的缤纷豆果、每日豆果产品销量更快增长。公司“老三样”青豌豆、瓜子仁、蚕豆系列收入增速稳健，分别同比+16.9%/+12.8%/+12.0%。其他系列产品收入同比+24.2%，主要系仙贝、米饼、薯片、花生的销量较快增长所致。分季度看，2024 年第一季度/第二季度公司收入分别同比+49.8%/+4.9%，主因第一季度春节旺季动销旺盛且受益于春节错期因素，第二季度休闲零食行业景气度有所回落，且公司进行了销售组织人员调整。

**2024 年上半年毛利率同比小幅下滑，其他收益提升、所得税率降低，对盈利能力有正向贡献**。2024 年上半年毛利率 34.9%，同比-0.7pct，其中毛利率偏高的品类青豌豆/蚕豆系列上半年毛利率同比-3.1/-4.2pct，主要系销售均价同比下降及单吨生产成本上涨所致；第一大品类综合豆果及果仁毛利率及同比+2.0pct，预计与原材料价格维持低位、产品放量带动规模效益增强有关。分销售模式看，2024 年上半年经销模式/电商模式/其他模式毛利率分别同比+0.5/-7.3/-5.2pct。2024 年第二季度毛利率同比-0.6pct，降幅环比第一季度略有收窄。费用方面，2024 年第一季度销售费用率、管理费用率、研发费用率均同比下降，但第二季度销售费用率同比+1.7pct 至 13.5%，拉动上半年销售费用同比+0.6pct，主要系员工薪酬及奖金提成增加、电商业务推广费用及物料消耗费用增长所致。上半年管理费用率同比-0.6pct，研发费用率同比持平。此外，其他收益提升、所得税率降低对盈利能力有正向贡献。公司于 2023 年 12 月 8 日取得《高新技术企业证书》，可享受 15%的优惠税率，故 2024 年上半年所得税率同比下降 9.0pct 至 16.7%。2024 年上半年公司其他收益同比增加约 913 万元，其中政府补助同比增加约 577 万元，增值税抵减同比增加约 322 万元。

**公司公布中期分红预案及未来三年股东分红回报规划，未来三年股东回报保障加强**。跟随 2024 年半年度业绩的发布，公司还发布了《2024 年半年度利润分配预案》及《未来三年（2024 年-2026 年）股东分红回报规划》。据公司公告，公司拟以总股本扣除已回购股份后的股本总数为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 10.92 元（含税），拟派发现金红利 1.0 亿元（含税），占 2024 年上半年归母净利润的比例为 60.07%。并承诺在未来三年（2024 年-2026 年），当公司当年可供分配利润为正数，且无重大投资计划或重大现金支付发生时，现金分红不少于当年可供分配利润的 70%；当公司当年可供分配利润为正数，且有重大投资计划或重大现金支付发生时，现金分红不少于当年可供分配利润的 50%。两则公告的发布表明公司高度重视股东回报，公司过去三年（2021 年-2023 年）的现金分红比率分别为 66%/63%/61%，考虑到公司利润仍在增长且现金流充沛、当前暂无重大投资计划，预计未来公司分红比例将进一步提升。

团队调整完成后下半年收入增速有望环比提升，公司围绕多品类、全渠道发展，未来成长空间依然可观。第二季度公司完成人员调整，目的是为了强化组织能力、使销售组织体系充分适配公司发展战略。虽短期线下商超、电商等渠道收入增长承压，新团队搭建完毕后，下半年公司将重新发力收入增长。会员制超市、量贩零食渠道拓展顺利，口味型坚果新品已进入盒马、Costco、麦德龙等系统，量贩零食渠道依然是公司发展的重点，预计占总收入的比重继续提升。中长期看，公司将继续扩大 KA、流通等传统渠道的网点覆盖范围，在量贩零食、电商等渠道，公司也将利用多品类优势继续加大渗透力度，未来成长空间依然可观。

**盈利预测与投资建议：**考虑当前消费需求仍然偏弱，且公司人员调整后部分渠道增长动能恢复有时滞，我们小幅下调 2024-2026 年盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 22.5/27.1/32.5 亿元（前预测值 24.0/30.2/36.7 亿元），同比+21.8%/+20.5%/+20.0%；实现归母净利润 3.8/4.6/5.5 亿元（前预测值 4.1/5.1/6.2 亿元），同比+17.0%/+18.6%/+19.7%；EPS 分别为 4.13/4.90/5.86 元；当前股价对应 PE 分别为 14/12/10 倍。公司仍处于多渠道发力增长阶段，持续巩固细分赛道龙头优势，且加强股东回报，维持“优于大市”评级。

## 风险提示

渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,403	3,019	3,670	2,250	2,713	3,254	-153	-306	-415
收入同比增速%	30.1%	25.6%	21.6%	21.8%	20.5%	20.0%	-8.3%	-5.1%	-1.6%
毛利率%	35.1%	34.8%	34.5%	35.5%	35.2%	34.9%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用率%	11.0%	10.6%	10.4%	12.0%	11.7%	11.3%	1.0%	1.1%	0.9%
归母净利率%	16.9%	17.0%	17.0%	17.1%	16.8%	16.8%	0.2%	-0.2%	-0.2%
归母净利润（百万元）	407	514	624	385	456	546	-22	-57	-77
归母净利润同比增速%	23.8%	26.1%	21.4%	17.0%	18.6%	19.7%	-6.8%	-7.5%	-1.7%
EPS（元）	4.37	5.51	6.69	4.13	4.90	5.86	-0.24	-0.61	-0.83

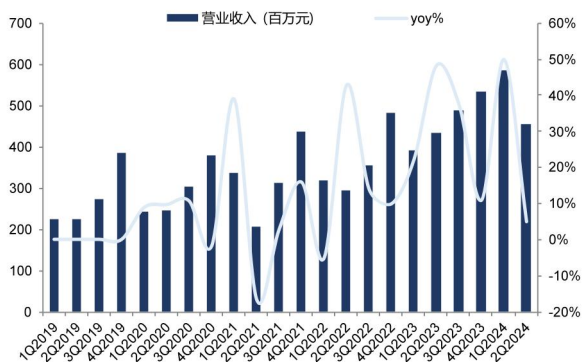
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2024 年 8 月 4 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
002991.SZ	甘源食品	14.7	57.68	4.13	4.90	14.0	11.8	54	优于大市
002847.SZ	盐津铺子	18.4	34.15	2.44	3.14	14.0	10.9	94	优于大市
002557.SZ	洽洽食品	15.2	26.01	1.96	2.28	13.3	11.4	132	优于大市

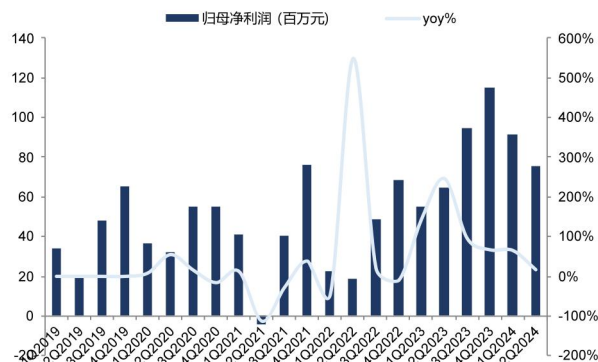
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



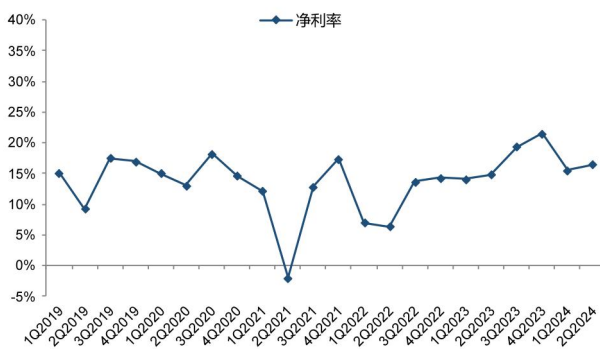
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	473	648	837	1021	1270	营业收入	1451	1848	2250	2713	3254
应收款项	26	33	40	48	58	营业成本	954	1178	1450	1758	2119
存货净额	137	177	219	264	319	营业税金及附加	17	19	23	27	33
其他流动资产	37	46	56	68	81	销售费用	204	212	271	318	369
<b>流动资产合计</b>	<b>1261</b>	<b>1262</b>	<b>1552</b>	<b>1801</b>	<b>2128</b>	管理费用	65	70	82	97	112
固定资产	581	683	769	829	872	研发费用	23	23	27	31	37
无形资产及其他	100	98	99	100	100	财务费用	(11)	(15)	(15)	(19)	(23)
投资性房地产	62	52	66	82	101	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(4)	(6)	(4)	(4)	(4)
<b>资产总计</b>	<b>2004</b>	<b>2095</b>	<b>2485</b>	<b>2812</b>	<b>3202</b>	其他收入	(7)	28	30	24	19
短期借款及交易性金融负债	3	2	2	2	2	营业利润	212	406	465	551	659
应付款项	139	111	137	166	201	营业外净收支	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
其他流动负债	231	184	227	273	327	<b>利润总额</b>	<b>208</b>	<b>403</b>	<b>462</b>	<b>548</b>	<b>656</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>373</b>	<b>297</b>	<b>366</b>	<b>442</b>	<b>530</b>	所得税费用	50	74	77	91	110
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	125	113	139	168	201	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>158</b>	<b>329</b>	<b>385</b>	<b>456</b>	<b>546</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>125</b>	<b>113</b>	<b>139</b>	<b>168</b>	<b>201</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>498</b>	<b>410</b>	<b>505</b>	<b>609</b>	<b>730</b>	净利润	158	329	385	456	546
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	2	(3)	0	0
股东权益	1506	1685	1980	2202	2472	折旧摊销	52	51	60	68	76
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2004</b>	<b>2095</b>	<b>2485</b>	<b>2812</b>	<b>3202</b>	公允价值变动损失	4	6	4	4	4
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(11)	(15)	(15)	(19)	(23)
每股收益	1.70	3.53	4.13	4.90	5.86	营运资本变动	106	(132)	37	39	44
每股红利	1.09	1.07	2.68	3.18	4.10	其它	(8)	2	(12)	(19)	(23)
每股净资产	16.15	18.07	21.24	23.63	26.51	<b>经营活动现金流</b>	<b>312</b>	<b>258</b>	<b>471</b>	<b>549</b>	<b>647</b>
ROIC	15.82%	26.41%	28%	34%	39%	资本开支	(128)	(174)	(154)	(134)	(124)
ROE	10.51%	19.53%	19%	21%	22%	其它投资现金流	(18)	120	(43)	0	0
毛利率	34%	36%	36%	35%	35%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(145)</b>	<b>(54)</b>	<b>(197)</b>	<b>(134)</b>	<b>(124)</b>
EBIT Margin	13%	19%	18%	18%	18%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	21%	20%	20%	20%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
收入增长	12%	27%	22%	21%	20%	支付股利、利息	(101)	(100)	(100)	(250)	(297)
净利润增长率	3%	108%	17%	19%	20%	其它融资现金流	26	(62)	15	19	23
资产负债率	25%	20%	20%	22%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(76)</b>	<b>(162)</b>	<b>(85)</b>	<b>(232)</b>	<b>(274)</b>
股息率	1.9%	1.9%	4.7%	5.5%	7.1%	<b>现金净变动</b>	<b>(37)</b>	<b>176</b>	<b>189</b>	<b>183</b>	<b>250</b>
P/E	34.0	16.3	14.0	11.8	9.8	货币资金的期初余额	510	473	648	837	1021
P/B	3.6	3.2	2.7	2.4	2.2	货币资金的期末余额	473	648	837	1021	1270
EV/EBITDA	24.4	14.6	12.9	10.9	9.2	企业自由现金流	173	27	274	374	483
						权益自由现金流	173	40	286	389	502

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032