

甘源食品 (002991)

业绩超市场预期, 环比改善明显

买入 (维持)

2024年10月23日

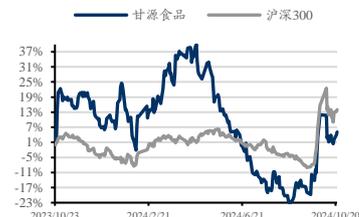
证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1451	1848	2260	2691	3115
同比 (%)	12.11	27.36	22.32	19.08	15.75
归母净利润 (百万元)	158.34	329.06	400.68	483.28	564.24
同比 (%)	3.05	107.82	21.76	20.61	16.75
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.70	3.53	4.30	5.18	6.05
P/E (现价&最新摊薄)	37.68	18.13	14.89	12.34	10.57

股价走势



投资要点

- **事件:** 2024Q1-3 公司实现营业收入 16.06 亿元, 同比+22.23%; 实现归母净利润 2.77 亿元, 同比+29.48%; 实现扣非归母净利润 2.48 亿元, 同比+32.01%; 2024Q3 公司实现营业收入 5.63 亿元, 同比+15.58%; 实现归母净利润 1.11 亿元, 同比+17.10%; 实现扣非归母净利润 1.03 亿元, 同比+22.26%。
- **Q3 收入略超市场预期, 主要渠道 Q3 环比 Q2 均有增长。** 1) 电商和传统渠道目前仍处于改革期, 电商新增团队、梳理产品, 传统 KA 渠道在 Q2 开始逐步从经销转直营, 改革仍未完全结束, 但 Q3 相比 Q2 有一定改善。2) 会员系统维稳。3) 量贩和海外两个主要增量渠道环比 Q2 均有增长, 其中量贩渠道增量更显著。
- **规模效应带动 Q3 净利率环比提升。** 24Q3 实现毛利率 36.8%, 环比+2.4pct; 净利率 19.7%, 环比+3.2pct; 此外销售费用率/管理费用率环比-2.1/-0.4pct。盈利情况环比 Q2 提升显著, 核心得益于收入增长下的规模效应, 虽然电商渠道在改革期有一定费用投放, 但影响不大。同比方面, 24Q3 毛利率/净利率同比-0.7/+0.3pct, 销售费用率/管理费用率同比+1.5/+0.3pct, 毛利率因为产品结构变动略有下降, 销售费用率因人员增加有所提升, 但 2024 年有体现税率优惠 (所得税率同比下降 7.8pct), 最终净利率同比小幅提升。
- **Q3 公司经营面向好, 我们判断 Q4 仍可延续该趋势。** 1) 电商预计在 Q4 正式落地产品组合, 贡献增量; 2) KA 渠道经销转直营的模式进一步理顺; 3) 会员系统在 10 月导入新品, 预计在 Q4 贡献增量; 4) Q4 本身也是销售旺季, 更容易释放新品推广的效果。利润端随着收入体量增加, 预计利润率也可维持良好水平。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2024-2026 年公司营收为 22.6/26.9/31.1 亿元, 同比增长 22%/19%/16%; 归母净利为 4.0/4.8/5.7 亿元, 同比增长 22%/21%/17%; 对应 PE 为 15/12/11X。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全风险, 原材料价格波动, 行业竞争加剧。

市场数据

收盘价(元)	64.00
一年最低/最高价	47.54/91.36
市净率(倍)	3.69
流通 A 股市值(百万元)	3,179.87
总市值(百万元)	5,965.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.34
资产负债率(% ,LF)	21.46
总股本(百万股)	93.22
流通 A 股(百万股)	49.69

相关研究

《甘源食品(002991): 2023 年报&2024 年一季报点评: Q1 收入表现亮眼, 改革深化成长延续》

2024-04-26

甘源食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,262	1,653	2,235	2,904	营业总收入	1,848	2,260	2,691	3,115
货币资金及交易性金融资产	1,006	1,348	1,888	2,518	营业成本(含金融类)	1,178	1,443	1,710	1,974
经营性应收款项	61	73	85	96	税金及附加	19	23	27	31
存货	177	212	242	269	销售费用	212	260	309	352
合同资产	0	0	0	0	管理费用	70	82	98	112
其他流动资产	19	20	20	21	研发费用	23	25	28	32
非流动资产	833	835	814	790	财务费用	(15)	(13)	(20)	(31)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	39	23	27	31
固定资产及使用权资产	530	546	537	523	投资净收益	9	11	13	0
在建工程	157	142	129	119	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	98	98	98	98	减值损失	(6)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	20	20	20	20	营业利润	406	474	579	676
其他非流动资产	27	29	29	29	营业外净收支	(3)	0	0	0
资产总计	2,095	2,488	3,049	3,694	利润总额	403	474	579	676
流动负债	297	379	457	537	减:所得税	74	73	95	111
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	5	5	5	净利润	329	401	483	564
经营性应付款项	111	144	180	219	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	58	79	94	109	归属母公司净利润	329	401	483	564
其他流动负债	126	151	178	204	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.53	4.30	5.18	6.05
非流动负债	113	116	116	116	EBIT	379	461	559	645
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	443	511	610	699
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.24	36.16	36.47	36.63
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	17.81	17.73	17.96	18.11
其他非流动负债	111	114	114	114	收入增长率(%)	27.36	22.32	19.08	15.75
负债合计	410	495	573	653	归母净利润增长率(%)	107.82	21.76	20.61	16.75
归属母公司股东权益	1,685	1,993	2,476	3,041					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,685	1,993	2,476	3,041					
负债和股东权益	2,095	2,488	3,049	3,694					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	258	472	557	660	每股净资产(元)	18.07	21.38	26.57	32.62
投资活动现金流	(54)	(39)	(17)	(30)	最新发行在外股份(百万股)	93	93	93	93
筹资活动现金流	(162)	(92)	0	0	ROIC(%)	19.33	21.14	20.83	19.48
现金净增加额	42	342	540	630	ROE-摊薄(%)	19.53	20.10	19.52	18.56
折旧和摊销	64	50	51	54	资产负债率(%)	19.58	19.90	18.79	17.68
资本开支	(174)	(50)	(30)	(30)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.13	14.89	12.34	10.57
营运资本变动	(117)	31	36	42	P/B(现价)	3.54	2.99	2.41	1.96

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>