



甘源食品 (002991.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

动销逐步改善，业绩超预期

业绩简评

10月22日公司发布三季报，24Q1-Q3实现营收16.06亿元，同比+22.23%；实现归母净利润2.77亿元，同比+29.48%；扣非归母净利润2.48亿元，同比+32.11%。其中，24Q3实现营收5.6亿元，同比+15.58%；实现归母净利润1.1亿元，同比+17.1%；扣非归母净利润1.03亿元，同比+22.26%，业绩超预期。

经营分析

Q3 动销边际改善，期待年货节持续放量。 1) Q3 具备中秋+国庆旺季催化，终端动销边际改善。尤其是公司积极开发新口味&新规格的组合装产品，如老三样、缤纷豆果等取得不错成效。2) 分渠道来看，公司在传统商超渠道持续进行调整，并积极合作会员商超、零食量贩、新媒体电商等渠道，我们预计 Q3 商超渠道具备边际改善，零食量贩、会员商超维持高增长趋势。考虑到今年春节备货主要体现在 Q4，环比有望提速。

产品结构变化致毛利率下降，税率调整红利持续释放。 24Q3 公司毛利率为 36.8%，同比、环比分别为-0.7pct/+2.4pct，毛利率同比下降我们推测主要系产品结构变化，今年公司推出老三样的定量装产品并推广至电商、折扣店等渠道。24Q3 公司销售/管理/研发费率分别为 11.41%/3.74%/1.16%，分别同比+1.5pct/+0.3pct/-0.2pct，销售费率提升主要系新品上市及电商平台推广费用增加。公司 Q3 继续享受高新技术企业评定带来的税率红利，综合上公司净利率为 19.66%，同比+0.3pct。

公司具备较强的创新研发能力，产品差异化为核心卖点， 我们看好公司补齐渠道短板，Q4 收入端有望持续改善。产品端，公司以老三样为基本盘，顺应市场需求不断推陈出新，并以调味坚果切入高端会员店，引领品牌势能提升。渠道端，公司积极合作零食量贩店、折扣零食店等线下业态，目前仍处于商超、电商渠道调整阶段，后续有望集中释放改革势能。

盈利预测、估值与评级

考虑到 Q3 动销恢复好于预期，我们上调 24-26 年归母净利润 10%/9%/9%。我们预计公司 24-26 年归母净利分别为 3.87/4.72/5.58 亿元，同比增长 18%/22%/18%，对应 PE 分别为 15x/13x/11x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

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)：64.00 元

相关报告：

- 《甘源食品公司点评：短期需求承压，看好旺季修复》，2024.8.3
- 《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



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	2,245	2,698	3,169
营业收入增长率	12.11%	27.36%	21.51%	20.18%	17.47%
归母净利润(百万元)	158	329	386.8	471.8	557.5
归母净利润增长率	3.03%	107.87%	17.55%	21.97%	18.15%
摊薄每股收益(元)	1.698	3.530	4.150	5.062	5.98
每股经营性现金流净额	3.35	2.77	5.41	6.09	6.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.51%	19.53%	19.62%	20.13%	19.90%
P/E	44.92	20.24	15.42	12.64	10.70
P/B	4.72	3.95	3.03	2.55	2.13

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	2,245	2,698	3,169
增长率		12.1%	27.4%	21.5%	20.2%	17.5%
主营业务成本	-840	-954	-1,178	-1,437	-1,735	-2,043
%销售收入	64.9%	65.7%	63.8%	64.0%	64.3%	64.5%
毛利	454	497	670	808	963	1,127
%销售收入	35.1%	34.3%	36.2%	36.0%	35.7%	35.5%
营业税金及附加	-14	-17	-19	-22	-27	-32
%销售收入	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-208	-204	-212	-283	-332	-380
%销售收入	16.1%	14.0%	11.5%	12.6%	12.3%	12.0%
管理费用	-59	-65	-70	-81	-92	-108
%销售收入	4.6%	4.5%	3.8%	3.6%	3.4%	3.4%
研发费用	-15	-23	-23	-28	-33	-38
%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	394	479	569
%销售收入	12.2%	13.0%	18.7%	17.6%	17.7%	17.9%
财务费用	10	11	15	16	22	29
%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%	2.0%	1.7%	1.5%
营业利润	202	212	406	464	565	667
营业利润率	15.6%	14.6%	22.0%	20.6%	20.9%	21.0%
营业外收支	-3	-4	-3	-3	-3	-3
税前利润	199	208	403	461	562	664
利润率	15.4%	14.3%	21.8%	20.5%	20.8%	20.9%
所得税	-45	-50	-74	-74	-90	-106
所得税率	22.8%	23.9%	18.3%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	154	158	329	387	472	557
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	387	472	557
净利率	11.9%	10.9%	17.8%	17.2%	17.5%	17.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	154	158	329	387	472	557
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	79	30	16
经营活动现金净流	131	312	258	504	568	649
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	261	278	420

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	510	473	648	909	1,187	1,607
应收款项	17	26	33	35	43	51
存货	127	137	177	205	257	313
其他流动资产	464	625	403	406	414	422
流动资产	1,118	1,261	1,262	1,555	1,901	2,394
%总资产	61.3%	62.9%	60.3%	62.8%	64.6%	68.6%
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%	30.6%	29.6%	26.3%
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%	37.2%	35.4%	31.4%
资产总计	1,822	2,004	2,095	2,474	2,944	3,490
短期借款	4	3	2	0	0	0
应付款项	133	202	171	250	325	394
其他流动负债	112	168	124	156	179	199
流动负债	248	373	297	406	504	593
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	502	600	689
普通股股东权益	1,445	1,506	1,685	1,972	2,344	2,802
其中：股本	93	93	93	93	93	93
未分配利润	393	450	679	966	1,338	1,795
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	2,474	2,944	3,490

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.648	1.698	3.530	4.150	5.062	5.980
每股净资产	15.498	16.155	18.074	21.154	25.146	30.056
每股经营现金净流	1.402	3.348	2.766	5.410	6.091	6.964
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%	19.62%	20.13%	19.90%
总资产收益率	8.43%	7.90%	15.71%	15.63%	16.03%	15.97%
投入资本收益率	8.26%	9.37%	16.60%	16.79%	17.16%	17.05%
增长率						
主营业务收入增长率	10.38%	12.11%	27.36%	21.51%	20.18%	17.47%
EBIT 增长率	-21.23%	19.47%	83.28%	14.09%	21.46%	18.80%
净利润增长率	-14.29%	3.03%	107.87%	17.55%	21.97%	18.15%
总资产增长率	3.50%	9.97%	4.56%	18.10%	18.99%	18.56%
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	87.7	77.8	69.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.11%	-70.27%	-59.59%	-64.20%	-65.87%	-70.11%
EBIT 利息保障倍数	-15.8	-16.5	-22.6	-24.6	-22.1	-19.7
资产负债率	20.71%	24.84%	19.58%	20.30%	20.38%	19.73%

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	0	4	13	32	78
增持	0	2	3	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.19	1.22	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	2022-10-27	买入	60.25	N/A
2	2023-04-26	买入	82.63	N/A
3	2023-07-10	买入	78.81	N/A
4	2023-08-10	买入	80.49	N/A
5	2023-10-26	买入	66.86	N/A
6	2024-01-19	买入	80.27	N/A
7	2024-04-24	买入	90.48	N/A
8	2024-08-03	买入	57.68	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

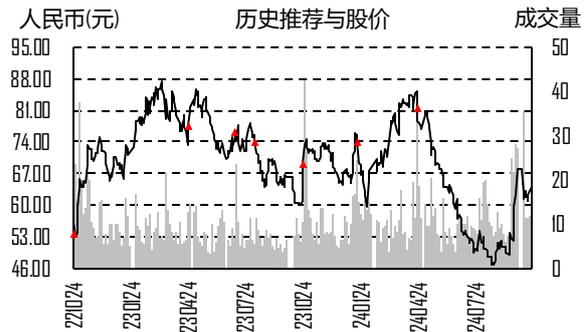
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

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**