

甘源食品 (002991.SZ)

调整初步完成，增长环比提速

公司 Q3 收入/归母净利润同比增长 15.58%/17.10%，KA、电商渠道调整初步完成，表现环比改善，后续春节旺季是检验成效的关键时点。零食量贩、海外市场仍然保持高增长的势头，考虑到去年 Q4 整体基数较低，预计增长有望进一步改善。同时，公司通过产品结构调整和效率优化，努力实现毛利率修复。我们略上调 24-25 年 EPS 预测为 4.17、4.86 元，当前股价对应 24 年 17 倍 PE，给予目标价 83 元，对应 24 年 20 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。

□ **Q3 收入/归母净利润分别同比+15.58%/+17.10%**。公司发布 2024 年三季度报告，前三季度实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 16.06/2.77/2.48 亿元，分别同比+22.23%/+29.48%/+32.01%，其中 24Q3 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 5.63/1.11/1.03 亿元，分别同比+15.58%/+17.10%/+22.26%，收入、利润略超预期。公司 Q3 现金回款 6.27 亿元，同比+12.37%，经营活动净现金流同比+11.38%。

□ **KA&电商积极调整，零食量贩、海外市场继续高增**。Q2 公司传统渠道调整，部分 KA 由经销转直营，拖累收入表现，Q3 转化已经基本完成，降幅环比收窄，后续库存消化和新品上架后有望进一步改善。电商渠道负责人到位后，团队搭建已经基本完成，产品 SKU 补充是下一步工作重点。零食量贩以及海外市场 Q3 仍是高增长的渠道，零食量贩月销环比 Q2 进一步提升，得益于下游门店扩张和公司 SKU 导入，海外围绕精细化管理在东南亚市场继续招商、搭建团队。会员制商超由于原材料价格下降以及产品生命周期，芥末味夏威夷果销售有所下滑。

□ **毛利率受折扣影响，费用投入加大，所得税优惠利好净利润表现**。24Q3 公司毛利率 36.80%，同比下降 0.74pct，生产成本略有下降，但电商渠道折扣投入增加拖累毛利率。Q3 销售费用率 11.41%，同比提升 1.50pcts，一方面是公司为提高销售团队专业性，增加工资、奖金提成，另一方面线上抖音、快手等平台加大费用投入，线下费用投入相对稳定。Q3 公司管理费用率 3.74%，同比提升 0.29pct，但受益于所得税优惠，实际税率同比下降，公司 Q3 实现净利率 19.66%，同比提升 0.25pct。

□ **投资建议：调整初步完成，增长环比提速，维持“强烈推荐”评级**。公司 Q3 传统 KA、电商等渠道初步完成调整，后续春节旺季是检验成效的关键时间点，零食量贩、海外市场仍然保持高增长的势头，考虑到去年 Q4 整体基数较低，预计增长有望进一步改善。利润端，原材料成本处于低位，公司通过加大促销反馈给消费者，后续依靠产品结构调整及供应链效率提升稳定毛利率表现。我们略上调 24-25 年 EPS 预测为 4.17、4.86 元，当前股价对应 24 年 17 倍 PE，给予目标价 83 元，对应 24 年 20 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：新品增长不及预期、成本上涨，行业竞争阶段性加剧**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1451	1848	2227	2617	3026
同比增长	12%	27%	21%	18%	16%
营业利润(百万元)	212	406	479	558	639
同比增长	5%	92%	18%	17%	14%

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料
目标估值: 83.00 元
当前股价: 70.4 元

基础数据

总股本 (百万股)	93
已上市流通股 (百万股)	50
总市值 (十亿元)	6.6
流通市值 (十亿元)	3.5
每股净资产 (MRQ)	17.3
ROE (TTM)	24.3
资产负债率	21.5%
主要股东	严斌生
主要股东持股比例	56.24%

股价表现



相关报告

- 《甘源食品 (002991) — 淡季收入增速放缓，期待 H2 加速增长》2024-08-05
- 《甘源食品 (002991) — 23Q4+24Q1 快速增长，顺利实现开门红》2024-04-25
- 《甘源食品 (002991) — 收入延续高增，利润再超预期》2023-10-26

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiaqi@cmschina.com.cn

田地 S1090522080001

✉ tiandi@cmschina.com.cn

归母净利润(百万元)	158	329	389	453	518
同比增长	3%	108%	18%	17%	14%
每股收益(元)	1.70	3.53	4.17	4.86	5.56
PE	41.5	19.9	16.9	14.5	12.7
PB	4.4	3.9	3.5	3.2	2.8

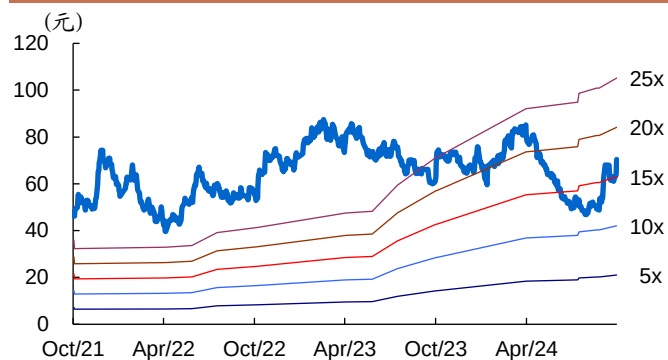
资料来源：公司数据、招商证券

甘源食品单季度利润表

单位: 百万元	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	22FY	23FY
一、营业总收入	482	391	435	487	534	586	456	563	1451	1848
二、营业总成本	393	324	363	377	428	485	388	450	1255	1492
其中: 营业成本	314	249	283	304	342	379	300	356	954	1178
营业税金及附加	5	3	5	5	5	6	4	5	17	19
营业费用	63	53	51	48	59	77	62	64	204	212
管理费用	14	17	19	17	17	20	19	21	65	70
研发费用	-3	4	6	6	7	6	7	7	23	23
财务费用	-2	-3	-5	-4	-4	-3	-4	-2	-11	-15
资产减值损失	2	0	3	0	2	0	1	0	3	5
三、其他经营收益	-2	8	14	13	15	9	22	19	16	51
公允价值变动收益	1	5	11	11	12	6	19	16	14	39
投资收益	-4	2	0	1	-1	2	0	1	1	3
其他收益	1	1	3	1	4	1	3	2	7	9
四、营业利润	87	75	86	123	121	110	90	132	212	406
加: 营业外收入	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
减: 营业外支出	2	1	0	1	3	0	0	1	5	4
五、利润总额	85	75	86	123	119	110	90	131	208	403
减: 所得税	16	20	22	29	4	19	15	20	50	74
六、净利润	69	55	64	95	115	91	75	111	158	329
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	69	55	64	95	115	91	75	111	158	329
EPS	0.74	0.59	0.69	1.01	1.23	0.98	0.81	1.19	1.70	3.53
主要比率										
毛利率	34.9%	36.3%	34.9%	37.5%	36.0%	35.4%	34.4%	36.8%	34.3%	36.2%
主营税金率	1.1%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	1.2%	1.0%
营业费率	13.0%	13.7%	11.8%	9.9%	11.1%	13.1%	13.5%	11.4%	14.0%	11.5%
管理费率	2.8%	4.3%	4.4%	3.4%	3.2%	3.5%	4.1%	3.7%	4.5%	3.8%
营业利润率	18.0%	19.2%	19.8%	25.3%	22.7%	18.8%	19.7%	23.4%	14.6%	22.0%
实际税率	18.8%	26.1%	25.4%	23.3%	3.0%	17.1%	16.2%	15.5%	23.9%	18.3%
净利率	14.3%	14.1%	14.8%	19.4%	21.5%	15.6%	16.5%	19.7%	10.9%	17.8%
YoY										
收入增长率	9.9%	22.2%	48.1%	37.3%	10.9%	49.8%	4.9%	15.6%	12.1%	27.4%
营业利润增长率	-11.3%	137.6%	202.6%	89.5%	40.0%	46.6%	3.9%	6.6%	4.9%	91.7%
净利润增长率	-9.9%	145.0%	246.5%	95.3%	67.1%	65.5%	16.8%	17.1%	3.0%	107.8%

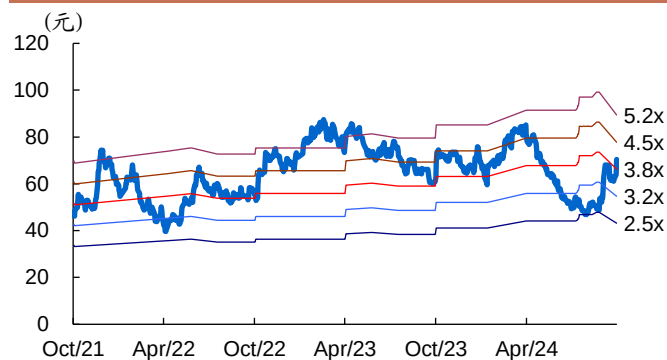
资料来源: 公司报表

图 1: 甘源食品历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 甘源食品历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《甘源食品（002991）—淡季收入增速放缓，期待 H2 加速增长》2024-08-05
- 2、《甘源食品（002991）—23Q4+24Q1 快速增长，顺利实现开门红》2024-04-25
- 3、《甘源食品（002991）—收入延续高增，利润再超预期》2023-10-26

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1261	1262	1442	1672	1930
现金	473	648	798	977	1182
交易性投资	588	357	357	357	357
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	22	29	21	24	28
其它应收款	4	4	5	6	7
存货	137	177	205	242	280
其他	37	46	56	66	76
非流动资产	743	833	873	895	915
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	483	525	565	601	633
无形资产商誉	100	98	98	88	80
其他	160	209	210	206	203
资产总计	2004	2095	2316	2567	2845
流动负债	373	297	333	371	411
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	139	111	135	159	184
预收账款	80	58	70	82	95
其他	154	128	128	130	131
长期负债	125	113	113	113	113
长期借款	0	0	0	0	0
其他	125	113	113	113	113
负债合计	498	410	446	484	523
股本	93	93	93	93	93
资本公积金	903	853	853	853	853
留存收益	510	739	924	1137	1376
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1506	1685	1870	2083	2322
负债及权益合计	2004	2095	2316	2567	2845

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	312	258	392	436	498
净利润	158	329	389	453	518
折旧摊销	61	61	64	68	70
财务费用	(11)	(15)	(18)	(22)	(27)
投资收益	(7)	(9)	(51)	(51)	(51)
营运资金变动	118	(103)	11	(17)	(18)
其它	(7)	(5)	(3)	5	5
投资活动现金流	(145)	(54)	(55)	(40)	(40)
资本支出	(128)	(174)	(101)	(91)	(91)
其他投资	(18)	120	46	51	51
筹资活动现金流	(76)	(162)	(187)	(218)	(253)
借款变动	10	(23)	(2)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	(50)	0	0	0
股利分配	(101)	(100)	(203)	(240)	(280)
其他	11	12	18	22	27
现金净增加额	91	42	150	178	205

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1451	1848	2227	2617	3026
营业成本	954	1178	1427	1684	1946
营业税金及附加	17	19	22	26	30
营业费用	204	212	263	304	351
管理费用	65	70	78	86	99
研发费用	23	23	28	33	38
财务费用	(11)	(15)	(18)	(22)	(27)
资产减值损失	(4)	(6)	0	0	0
公允价值变动收益	1	3	3	3	3
其他收益	14	39	39	39	39
投资收益	1	9	9	9	9
营业利润	212	406	479	558	639
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	5	4	4	4	4
利润总额	208	403	476	555	635
所得税	50	74	87	102	117
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	158	329	389	453	518

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	12%	27%	21%	18%	16%
营业利润	5%	92%	18%	17%	14%
归母净利润	3%	108%	18%	17%	14%
获利能力					
毛利率	34.3%	36.2%	36.0%	35.7%	35.7%
净利率	10.9%	17.8%	17.4%	17.3%	17.1%
ROE	10.5%	19.5%	20.8%	21.7%	22.3%
ROIC	10.1%	18.8%	20.0%	20.9%	21.4%
偿债能力					
资产负债率	24.8%	19.6%	19.2%	18.9%	18.4%
净负债比率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.4	4.2	4.3	4.5	4.7
速动比率	3.0	3.6	3.7	3.9	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1
存货周转率	7.2	7.5	7.5	7.5	7.4
应收账款周转率	82.0	73.1	89.7	116.0	115.0
应付账款周转率	8.1	9.4	11.6	11.4	11.3
每股资料(元)					
EPS	1.70	3.53	4.17	4.86	5.56
每股经营净现金	3.35	2.77	4.21	4.68	5.34
每股净资产	16.15	18.07	20.06	22.35	24.91
每股股利	1.07	2.18	2.57	3.00	3.43
估值比率					
PE	41.5	19.9	16.9	14.5	12.7
PB	4.4	3.9	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	27.0	15.4	12.9	11.2	9.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。