

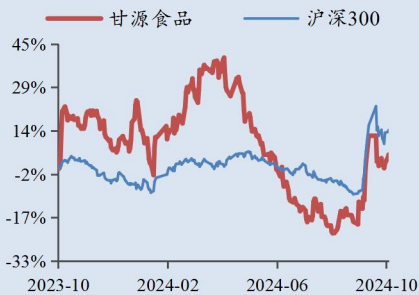
业绩稳健增长，盈利能力边际改善

——甘源食品（002991.SZ）2024年三季度报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2024年10月24日

当前价格（元）	70.67
52周价格区间（元）	47.54-91.36
总市值（百万元）	6,587.56
流通市值（百万元）	3,511.28
总股本（万股）	9,321.58
流通股（万股）	4,968.55
近一月换手（%）	65.74

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzqgs.com

相关阅读

事件：

2024年10月23日，甘源食品发布2024年三季度报告。

2024Q3公司实现营业收入5.63亿元，同比增长15.58%；归母净利润1.11亿元，同比增长17.10%；扣非后归母净利润1.03亿元，同比增长22.26%。

2024Q1-Q3公司实现营业收入16.06亿元，同比增长22.23%，归母净利润2.77亿元，同比增长29.48%；扣非后归母净利润2.48亿元，同比增长32.01%。

观点：

➤ **公司业绩稳健增长，渠道拓展贡献新增量。**2024Q1-Q3，公司不断丰富产品结构，经典老三样（青豌豆、蚕豆、瓜子仁）、综合豆果、综合果仁、薯片、花生等取得较好增长；新品方面，公司在强化“口味”和“好吃”的同时，不断朝着健康化方向创新，满足消费者新的需求。渠道方面，公司不断丰富量贩零食系统合作作品项，加大该渠道适配产品的合作力度，推动量贩零食渠道的销售增长，同时，公司积极开拓海外渠道，目前豆类产品在海外市场客户接受程度较高，公司海外业务布局逐步扩充和完善。

➤ **2024Q3公司毛利率和净利率环比改善。**2024Q3公司毛利率和净利率分别为36.80%/19.66%，环比2024Q2提升2.44pct/3.17pct，同比2023Q3分别变化-0.74%/+0.25%，环比提升较多主因2024Q2系销售淡季，2024Q3明显边际改善。2024Q3销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为11.41%/3.74%/1.16%/-0.42%，同比变化分别为+1.5pct/+0.29pct/-0.15pct/+0.43pct，虽然公司销售费用、管理费用、财务费用同比均有所提升，但是2023年末公司有高新技术企业认定，所得税率由25%下调至15%，公司净利率同比小幅提升（提升0.25%），公司盈利能力同比和环比均呈改善态势。

➤ **盈利预测及投资评级：**我们预计公司2024/2025/2026营业收入分别为22.83亿元/28.21亿元/34.98亿元，同比增长23.55%/23.58%/24.01%；归母净利润分别为4.07亿元/4.89亿元/5.79亿元，同比增长23.80%/20.04%/18.31%；对应2024年10月24日收盘价，PE分别为16.2X/13.5X/11.4X，参考可比公司的平均估值，我们看好公司业绩的持续增长，首次覆盖，给予公司

“增持”评级。

- **风险提示：**食品安全风险；消费复苏不及预期；新品推广不及预期风险；市场竞争加剧的风险；原材料成本上行导致毛利率和利润下降的风险；第三方数据统计偏差风险。

表 1：盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,451	1,848	2,283	2,821	3,498
增长率（%）	12.11	27.36	23.55	23.58	24.01
归母净利润（百万元）	158	329	407	489	579
增长率（%）	3.03	107.87	23.80	20.04	18.31
ROE（%）	10.51	19.53	21.57	22.49	22.69
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.70	3.53	4.37	5.25	6.21
市盈率（P/E）	41.6	20.0	16.2	13.5	11.4
市净率（P/B）	4.4	3.9	3.5	3.0	2.6

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 2：可比公司盈利预测

证券代码	证券简称	股价（元）	总市值（亿元）	EPS（元/股）					PE				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
603697.SH	有友食品	6.56	28.06	0.50	0.27	0.28	0.33	0.39	18.27	24.15	23.85	19.61	16.86
603719.SH	良品铺子	12.08	48.44	0.84	0.45	0.41	0.51	0.60	14.44	26.87	29.33	23.67	19.94
002557.SZ	洽洽食品	31.11	157.73	1.93	1.58	1.92	2.27	2.62	16.16	19.65	16.17	13.72	11.89
002847.SZ	盐津铺子	55.12	150.38	2.40	2.64	2.47	3.16	3.94	49.88	29.73	22.64	17.71	14.20
003000.SZ	劲仔食品	12.61	56.87	0.31	0.48	0.67	0.85	1.05	45.62	27.13	18.87	14.85	12.03
300783.SZ	三只松鼠	24.82	99.53	0.32	0.55	0.97	1.36	1.82	77.12	45.28	25.70	18.32	13.66
行业平均		23.72	90.17	1.05	0.99	1.12	1.41	1.74	36.9	28.8	22.8	18.0	14.8
002991.SZ	甘源食品	70.67	65.88	1.70	3.53	4.37	5.25	6.21	41.6	20.0	16.2	13.5	11.4

数据来源：iFinD、华龙证券研究所（甘源食品盈利预测来源于华龙证券研究所，其他可比公司估值来源于 iFinD 一致预期，截至 2024 年 10 月 24 日收盘价）

表 3：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,261	1,262	1,499	1,742	2,083	营业收入	1,451	1,848	2,283	2,821	3,498
现金	473	648	825	990	1,228	营业成本	954	1,178	1,507	1,897	2,417
应收票据及应收账款	22	29	33	44	52	税金及附加	17	19	23	28	35
其他应收款	4	4	6	7	9	销售费用	204	212	213	241	261
预付账款	25	32	39	48	60	管理费用	65	70	71	86	107
存货	137	177	224	281	363	研发费用	23	23	23	28	35
其他流动资产	600	372	372	372	372	财务费用	-11	-15	-20	-23	-29
非流动资产	743	833	933	1,058	1,224	资产和信用减值损失	-4	-6	-1	-0	-1
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收益	14	39	24	24	25
固定资产	483	525	641	773	931	公允价值变动收益	1	3	2	2	2
无形资产	100	98	95	91	88	投资净收益	7	9	9	9	9
其他非流动资产	160	209	198	195	206	资产处置收益	-6	0	0	0	0
资产总计	2,004	2,095	2,432	2,800	3,308	营业利润	212	406	500	598	707
流动负债	373	297	430	513	645	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	93	49	营业外支出	5	4	4	3	3
应付票据及应付账款	139	111	209	194	319	利润总额	208	403	497	596	706
其他流动负债	234	186	222	225	276	所得税	50	74	89	107	127
非流动负债	125	113	113	113	113	净利润	158	329	407	489	579
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	125	113	113	113	113	归属母公司净利润	158	329	407	489	579
负债合计	498	410	543	625	758	EBITDA	281	480	547	660	777
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	1.70	3.53	4.37	5.25	6.21
股本	93	93	93	93	93						
资本公积	936	941	941	941	941						
留存收益	510	739	895	1,082	1,303						
归属母公司股东权益	1,506	1,685	1,889	2,175	2,550						
负债和股东权益	2,004	2,095	2,432	2,800	3,308						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	312	258	509	440	693
净利润	158	329	407	489	579
折旧摊销	61	61	58	73	82
财务费用	-11	-15	-20	-23	-29
投资损失	-7	-9	-9	-9	-9
营运资金变动	95	-118	74	-89	71
其他经营现金流	17	10	-1	-2	-1
投资活动现金流	-145	-54	-148	-187	-237
资本支出	128	174	159	198	248
长期投资	-170	233	0	0	0
其他投资现金流	153	-113	11	11	11
筹资活动现金流	-76	-162	-185	-180	-175
短期借款	0	0	0	93	-44
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-22	5	0	0	0
其他筹资现金流	-53	-167	-185	-273	-131
现金净增加额	91	42	176	72	282

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	12.11	27.36	23.55	23.58	24.01
营业利润同比增速(%)	4.92	91.67	23.17	19.65	18.25
归属于母公司净利润同比增速(%)	3.03	107.87	23.80	20.04	18.31
获利能力					
毛利率(%)	34.26	36.24	33.99	32.76	30.91
净利率(%)	10.91	17.81	17.85	17.34	16.54
ROE(%)	10.51	19.53	21.57	22.49	22.69
ROIC(%)	10.40	19.17	20.17	20.36	21.12
偿债能力					
资产负债率(%)	24.84	19.58	22.33	22.33	22.90
净负债比率(%)	-24.59	-32.62	-38.52	-36.78	-42.41
流动比率	3.38	4.25	3.48	3.40	3.23
速动比率	2.91	3.49	2.84	2.73	2.55
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.90	1.01	1.08	1.15
应收账款周转率	82.00	73.29	73.29	73.29	73.29
应付账款周转率	8.11	9.42	9.42	9.42	9.42
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.70	3.53	4.37	5.25	6.21
每股经营现金流(最新摊薄)	3.35	2.77	5.46	4.72	7.44
每股净资产(最新摊薄)	16.15	18.07	20.26	23.33	27.36
估值比率					
P/E	41.6	20.0	16.2	13.5	11.4
P/B	4.4	3.9	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	20.02	11.84	10.06	8.23	6.63

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046