

甘源食品 (002991.SZ)

第三季度收入增速环比改善，传统渠道调整见效

优于大市

核心观点

甘源食品公布2024年三季报，2024年前三季度实现营业总收入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+32.10%。第三季度实现营业总收入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%。

第三季度收入增速环比提升，传统渠道调整见效。第三季度公司营收同比+15.6%，环比第二季度收入增速(+4.9%)提升明显，主要系传统渠道进行销售模式及销售团队人员调整后，销售表现有所改善。第三季度电商渠道在新负责人的引导下进行产品梳理及策略打磨，预计电商渠道收入表现环比上半年亦有所改善，电商渠道将在第四季度销售旺季投放新产品，预计后续运营策略调整的效果将逐步显现。线下渠道中，海外渠道及量贩零食渠道维持高成长势能，其中量贩零食渠道前三季度收入实现接近翻倍的增速。

第三季度毛利率同比下滑，销售费用率同比提升。第三季度毛利率36.8%，同比-0.7pct，主要系渠道结构变化所致，与毛利率水平偏低的量贩零食、海外渠道占比提升有关。而成本端对毛利率有正向贡献，主因今年以来主要原材料成本同比下行，叠加公司采取了多项成本优化举措。第三季度销售费用率11.4%，同比+1.5pct，销售费用率小幅提升主要系销售人员引进导致人员薪酬增加所致。整体看，第三季度毛销差同比下滑2.2pct，但受益于所得税率同比下降（2023年第四季度以来享受优惠税率），归母净利率同比+0.3pct至19.7%。

本轮改革红利仍在释放，预计第四季度收入增速延续改善。收入端，目前公司电商渠道蓄力第四季度旺季上新产品，传统商超渠道完成部分KA客户的直营化转变，预计第四季度延续改善态势。公司积极开拓新渠道，量贩零食渠道、海外渠道的高速增长仍具强确定性。中长期看，公司具备细分品类龙头优势，叠加产品创新能力突出，产品、渠道双轮驱动的策略有助于公司实现长足发展。

盈利预测与投资建议：维持盈利预测，预计2024-2026年公司实现营业总收入22.5/27.1/32.5，同比+21.8%/+20.5%/+19.9%；实现归母净利润3.9/4.6/5.5，同比+19.1%/+18.4%/+19.2%；EPS分别为4.20/4.98/5.93元；当前股价对应PE分别为17/14/12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。

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	2,711	3,251
(+/-%)	12.1%	27.4%	21.8%	20.5%	19.9%
归母净利润(百万元)	158	329	392	464	553
(+/-%)	3.0%	107.9%	19.1%	18.4%	19.2%
每股收益(元)	1.70	3.53	4.20	4.98	5.93
EBIT Margin	13.0%	18.7%	17.8%	17.8%	17.9%
净资产收益率(ROE)	10.5%	19.5%	19.7%	21.0%	22.3%
市盈率(PE)	41.4	19.9	16.7	14.1	11.8
EV/EBITDA	29.3	17.5	15.4	13.0	11.0
市净率(PB)	4.35	3.89	3.30	2.96	2.64

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	70.30元
总市值/流通市值	6553/3493百万元
52周最高价/最低价	91.36/47.54元
近3个月日均成交额	75.74百万元

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)-第二季度收入增速有所放缓，未来三年股东回报保障增强》——2024-08-05
- 《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

甘源食品公布 2024 年三季报，2024 年前三季度实现营业总收入 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+32.10%。第三季度实现营业总收入 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%。

第三季度收入增速环比提升，传统渠道调整见效。第三季度公司营收同比+15.6%，环比第二季度收入增速（+4.9%）提升明显，主要系传统渠道进行销售模式及销售团队人员调整后，销售表现有所改善。第三季度电商渠道在新负责人的引导下进行产品梳理及策略打磨，预计电商渠道收入表现环比上半年亦有所改善，电商渠道将在第四季度销售旺季投放新产品，预计后续运营策略调整的效果将逐步显现。线下渠道中，海外渠道及量贩零食渠道维持高成长势能，其中量贩零食渠道前三季度收入实现接近翻倍的增速。

第三季度毛利率同比下滑，销售费用率同比提升。第三季度毛利率 36.8%，同比-0.7pct，主要系渠道结构变化所致，与毛利率水平偏低的量贩零食、海外渠道占比提升有关。而成本端对毛利率有正向贡献，主因今年以来主要原材料成本同比下行，叠加公司采取了多项成本优化举措。第三季度销售费用率 11.4%，同比+1.5pct，销售费用率小幅提升主要系销售人员引进导致人员薪酬增加所致。整体看，第三季度毛销差同比下滑 2.2pct，但受益于所得税率同比下降（2023 年第四季度以来享受优惠税率），归母净利率同比+0.3pct 至 19.7%。

本轮改革红利仍在释放，预计第四季度收入增速延续改善。收入端，目前公司电商渠道蓄力第四季度旺季上新产品，传统商超渠道完成部分 KA 客户的直营化转变，预计第四季度延续改善态势。公司积极开拓新渠道，量贩零食渠道、海外渠道的高速增长仍具强确定性。中长期看，公司具备细分品类龙头优势，叠加产品创新能力突出，产品、渠道双轮驱动的策略有助于公司实现长足发展。

盈利预测与投资建议：维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 22.5/27.1/32.5，同比+21.8%/+20.5%/+19.9%；实现归母净利润 3.9/4.6/5.5，同比+19.1%/+18.4%/+19.2%；EPS 分别为 4.20/4.98/5.93 元；当前股价对应 PE 分别为 17/14/12 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

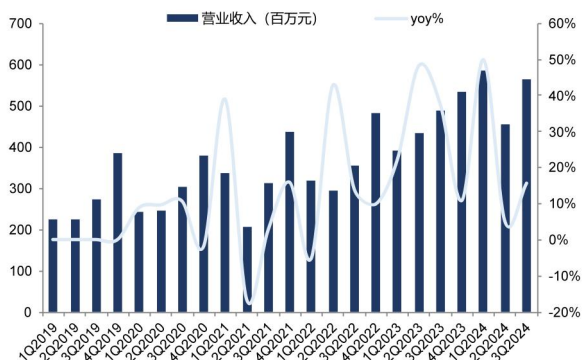
渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨。

表1: 可比公司估值表（2024 年 10 月 28 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	16.7	70.30	4.13	4.90	17.0	14.4	66	优于大市
002847.SZ	盐津铺子	24.7	52.40	2.41	3.10	21.8	16.9	143	优于大市
002557.SZ	洽洽食品	18.2	33.20	1.84	2.06	18.1	16.1	168	优于大市

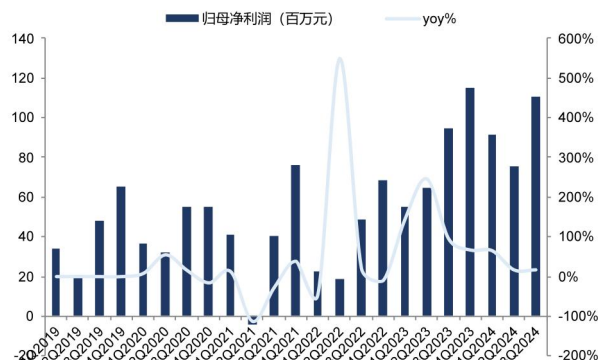
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图1：单季度营业收入及增速



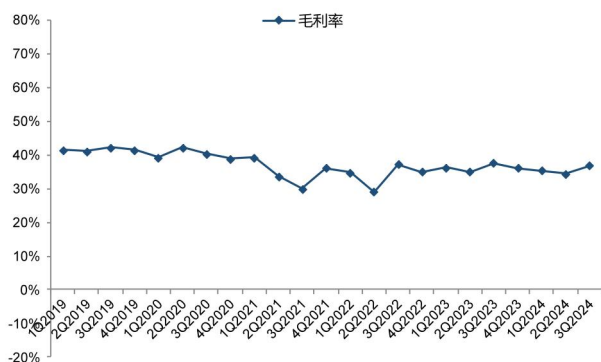
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



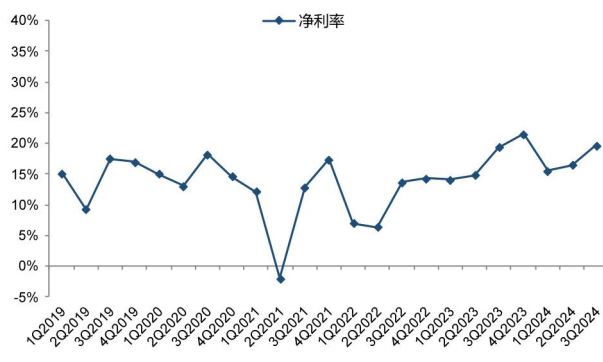
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：单季度归母净利润率变化



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	844	1031	1282	营业收入	1451	1848	2250	2711	3251
应收款项	26	33	40	48	58	营业成本	954	1178	1451	1757	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	368
流动资产合计	1261	1262	1559	1811	2140	管理费用	65	70	81	97	112
固定资产	581	683	769	829	872	研发费用	23	23	25	30	36
无形资产及其他	100	98	99	100	100	财务费用	(11)	(15)	(16)	(21)	(25)
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)
资产总计	2004	2095	2492	2821	3213	其他收入	(7)	28	35	30	25
短期借款及交易性金融负债	3	2	2	2	2	营业利润	212	406	472	558	665
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	利润总额	208	403	469	555	662
流动负债合计	373	297	366	441	530	所得税费用	50	74	77	91	109
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	归属于母公司净利润	158	329	392	464	553
非流动负债合计	125	113	139	168	201	现金流量表 (百万元)					
负债合计	498	410	505	609	730	净利润	158	329	392	464	553
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	1987	2212	2483	折旧摊销	52	51	60	68	76
负债和股东权益总计	2004	2095	2492	2821	3213	公允价值变动损失	4	6	4	4	4
关键财务与估值指标						财务费用	(11)	(15)	(16)	(21)	(25)
每股收益	1.70	3.53	4.20	4.98	5.93	营运资本变动	106	(132)	36	39	44
每股红利	1.09	1.07	2.73	3.23	4.15	其它	(8)	2	(14)	(21)	(26)
每股净资产	16.15	18.07	21.32	23.73	26.64	经营活动现金流	312	258	476	554	652
ROIC	15.82%	26.41%	28%	35%	40%	资本开支	(128)	(174)	(154)	(134)	(124)
ROE	10.51%	19.53%	20%	21%	22%	其它投资现金流	(18)	120	(43)	0	0
毛利率	34%	36%	36%	35%	35%	投资活动现金流	(145)	(54)	(197)	(134)	(124)
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%	20%	20%	支付股利、利息	(101)	(100)	(100)	(255)	(302)
净利润增长率	3%	108%	19%	18%	19%	其它融资现金流	26	(62)	16	21	25
资产负债率	25%	20%	20%	22%	23%	融资活动现金流	(76)	(162)	(84)	(234)	(276)
股息率	1.5%	1.5%	3.9%	4.6%	5.9%	现金净变动	(37)	176	196	186	252
P/E	41.4	19.9	16.7	14.1	11.8	货币资金的期初余额	510	473	648	844	1031
P/B	4.4	3.9	3.3	3.0	2.6	货币资金的期末余额	473	648	844	1031	1282
EV/EBITDA	29.3	17.5	15.4	13.0	11.0	企业自由现金流	173	27	276	375	483
						权益自由现金流	173	40	290	393	504

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