

2024年10月24日

甘源食品 (002991.SZ)

公司快报

营收环比提速，利润增长超预期

投资要点

◆ **事件：**公司发布2024年三季度报告。根据公告，2024年前三季度公司实现营业收入16.06亿元，同比增长22.23%，实现归母净利润2.77亿元，同比增长29.48%，实现扣非后归母净利润2.48亿元，同比增长32.01%；

拆分来看，24Q3公司实现营业收入5.63亿元，同比增长15.58%，实现归母净利润1.11亿元，同比增长17.10%，实现扣非后归母净利润1.03亿元，同比增长22.26%。

◆ **收入分析：**营收环比提速，零食量贩、海外渠道预计表现突出。前三季度公司营收同比增长22.23%（Q1：+50%；Q2：+5%；Q3：+16%），其中Q3季度增速环比Q2明显改善，预计主要得益于渠道组织结构和人员调整初显成效。

单三季度来看，1)产品端，老三样作为经典产品预计维持稳健增长，综合果仁和豆果中缤纷豆果、每日豆果系列受市场好评，Q3有望延续H1态势实现较快增长；2)渠道端，预计零食量贩、海外渠道贡献较好增长，其中零食量贩渠道或主要受益于渠道门店扩张和产品sku补充，海外渠道或受益于产品认可度高和市场拓展工作的持续推进，传统KA、BC受宏观环境和零食量贩渠道分流影响，预计表现平淡，其中核心KA经销转直营动作接近尾声，预计效果将逐步显现，电商渠道自更换负责人后，持续加强团队建设、丰富产品sku、深化达人合作等，随着后续调整逐步到位，预计将会实现较好增长。

◆ **利润分析：**毛利率同比下滑，税率优惠助益净利率提升。2024Q3公司毛利率为36.80%，同比-0.74pct，预计源于线上促销力度增加和低毛利零食量贩渠道占比提高。费用端，Q3销售费用率为11.41%，同比提升1.5pct，预计主要源于团队扩充带来的工资、奖金提成增加，管理/研发/财务费用率为3.74%/1.16%/-0.42%，同比+0.29pct/-0.15pct/+0.43pct，基本维持稳定。受益于母公司23年年底取得高新技术企业认定，公司所得税率降低，带动Q3净利率同比提升0.25pct至19.66%。

◆ **投资建议：**公司坚持贯彻全渠道、多品类发展战略，老三样经营稳健、份额领先，新培育品类成效渐显、增势良好，叠加渠道多元化管理升级，销售规模有望持续扩大，伴随着成本优化、运营效率提升等，公司业绩亦有望实现快速增长。考虑到24Q3业绩表现超预期，我们调整盈利预测，预计2024-2026年公司营业收入由23.39/28.58/33.92亿元调整为23.03/28.13/33.37亿元，同比增长24.6%/22.1%/18.6%，归母净利润由3.84/4.85/5.84亿元调整为3.90/4.87/5.90亿元，同比增长18.4%/25.0%/21.1%，对应PE为16.8x/13.5x/11.1x。1)横向对比来看，截止10月23日wind一致预期，可比公司（洽洽食品、盐津铺子、劲仔食品、三只松鼠和良品铺子）2024/2025/2026年PE均值为20x/16x/13x，公司估值低于可比公司平均估值；2)纵向来看，公司10月23日PE-TTM为16.7X，处于近3年估值11%的分位数水平，位于偏底部位置。基于公司海外市场持续取得较好进展，有望逐步打开增长空间，我们将公司评级由“增持-A”上调至“买入-B”。

食品饮料 | 休闲食品III

投资评级

买入-B(上调)

股价(2024-10-23)

70.40元

交易数据

总市值(百万元)	6,562.39
流通市值(百万元)	3,497.86
总股本(百万股)	93.22
流通股本(百万股)	49.69
12个月价格区间	89.07/48.36

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.12	25.53	1.3
绝对收益	34.79	41.04	15.66

分析师

李鑫鑫

 SAC执业证书编号：S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.cn

分析师

王颖

 SAC执业证书编号：S0910524080001
 wangying5@huajinsec.cn

相关报告

甘源食品：淡季经营略有承压，渠道布局加速优化-华金证券-食品饮料-公司点评-甘源食品 2024.8.6

甘源食品：业绩表现抢眼，产品渠道持续发力-华金证券-食品饮料-公司快报-甘源食品 2024.5.7



◆ **风险提示:** 海外业务拓展不及预期, 食品质量及安全风险, 市场需求疲软, 新品销售不及预期, 销售渠道管理风险, 原材料价格波动风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,451	1,848	2,303	2,813	3,337
YoY(%)	12.1	27.4	24.6	22.1	18.6
归母净利润(百万元)	158	329	390	487	590
YoY(%)	3.0	107.9	18.4	25.0	21.1
毛利率(%)	34.3	36.2	35.5	36.0	36.6
EPS(摊薄/元)	1.70	3.53	4.18	5.23	6.33
ROE(%)	10.5	19.5	20.8	21.7	21.9
P/E(倍)	41.5	19.9	16.8	13.5	11.1
P/B(倍)	4.4	3.9	3.5	2.9	2.4
净利率(%)	10.9	17.8	16.9	17.3	17.7

数据来源: 聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

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	1261	1262	1526	1724	2248	营业收入	1451	1848	2303	2813	3337
现金	473	648	856	994	1460	营业成本	954	1178	1486	1800	2117
应收票据及应收账款	22	29	34	43	48	营业税金及附加	17	19	25	31	36
预付账款	25	32	39	47	55	营业费用	204	212	276	349	414
存货	137	177	219	261	303	管理费用	65	70	81	90	107
其他流动资产	604	376	378	378	380	研发费用	23	23	28	28	33
非流动资产	743	833	940	1060	1183	财务费用	-11	-15	-17	-20	-29
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-4	-6	-5	-8	-9
固定资产	483	525	651	784	911	公允价值变动收益	1	3	2	2	2
无形资产	100	98	96	92	89	投资净收益	7	9	9	9	9
其他非流动资产	160	209	193	184	183	营业利润	212	406	467	576	697
资产总计	2004	2095	2466	2784	3431	营业外收入	1	1	1	1	1
流动负债	373	297	482	432	619	营业外支出	5	4	3	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	208	403	464	573	694
应付票据及应付账款	139	111	204	178	272	所得税	50	74	74	86	104
其他流动负债	234	186	278	254	348	税后利润	158	329	390	487	590
非流动负债	125	113	113	113	113	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	158	329	390	487	590
其他非流动负债	125	113	113	113	113	EBITDA	255	445	500	619	739
负债合计	498	410	595	545	732						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	93	93	93	93	93	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	936	941	941	941	941	成长能力					
留存收益	510	739	895	1041	1218	营业收入(%)	12.1	27.4	24.6	22.1	18.6
归属母公司股东权益	1506	1685	1871	2240	2699	营业利润(%)	4.9	91.7	14.9	23.5	21.0
负债和股东权益	2004	2095	2466	2784	3431	归属于母公司净利润(%)	3.0	107.9	18.4	25.0	21.1
						获利能力					
						毛利率(%)	34.3	36.2	35.5	36.0	36.6
						净利率(%)	10.9	17.8	16.9	17.3	17.7
						ROE(%)	10.5	19.5	20.8	21.7	21.9
						ROIC(%)	9.2	17.5	18.8	19.8	20.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	24.8	19.6	24.1	19.6	21.3
						流动比率	3.4	4.2	3.2	4.0	3.6
						速动比率	2.9	3.5	2.6	3.2	3.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
						应收账款周转率	82.0	73.1	73.1	73.1	73.1
						应付账款周转率	8.1	9.4	9.4	9.4	9.4
						估值比率					
						P/E	41.5	19.9	16.8	13.5	11.1
						P/B	4.4	3.9	3.5	2.9	2.4
						EV/EBITDA	22.0	12.7	10.9	8.6	6.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫、王颖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn