

## 量贩高增，税收优惠贡献弹性

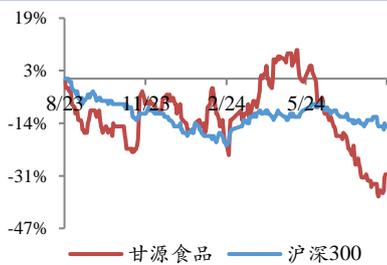
——甘源食品 2024Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-03

收盘价（元）	57.68
近 12 个月最高/最低（元）	91.36/51.83
总股本（百万股）	93
流通股本（百万股）	50
流通股比例（%）	53.30
总市值（亿元）	54
流通市值（亿元）	29

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

### 相关报告

1. 甘源食品 2023 年半年报点评报告：深化改革后收入增长提速，成本下行促进盈利能力修复 2023-08-10

### 主要观点：

#### ● 公司发布 2024Q2 业绩：

- 24Q2：收入 4.56 亿（+4.9%），归母净利润 0.75 亿（+16.9%）；扣非 0.61 亿（+13.6%）
- 24H1：收入 10.42 亿（+26.1%），归母净利润 1.67 亿（+39.3%）；扣非 1.44 亿（+40.0%）
- **收入低于预期，利润符合预期。**

#### ● 收入：量贩高增，KA/电商拖累

- 单 Q2 渠道拆分，我们预计量贩贡献主要增量，月销达 4000 万（含税），同比+60%；传统 KA 受 Q2 淡季库存去化较慢影响，同比下滑近 10%；会员商超预计同比+20%，其中山姆会员预计同比持平，盒马、Costco 等贡献额外增量；电商渠道预计同比下滑近 10%，据蝉妈妈数据，公司抖音-6.9%，传统电商因流量见顶预计下滑幅度超过抖音。综上，H1 经销/电商收入各 8.69/1.36 亿，同比+27.7%/9.1%。
- 分品类看，H1 青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果/其他产品分别同比+16.9%/12.8%/12.0%/48.5%/24.2%，增长稳健。

#### ● 利润：税收优惠贡献弹性

- 公司 Q2 毛利率 34.4%，同比-0.6pct，我们预计电商货折提高叠加棕榈油成本略有上升导致公司毛利率下降。公司 Q2 销售/管理费率分别同比+1.73/-0.27pct，预计销售费率上升主要系电商业务推广力度加大所致。公司 Q2 归母净利率 16.5%，同比+1.69pct，主要系公司通过高新企业认证所得税率从 25%降低至 15%。

#### ● 投资建议：维持“买入”

##### ➢ 我们的观点：

- 公司 Q2 量贩渠道持续高增，托底营收增速。展望 H2，公司流通渠道人员调整渐入尾声，预计后续会加快推进渠道开拓与新品导入；抖音渠道持续深耕，有望对传统电商产生协同效应，增长压力有望缓解。

**盈利预测：**我们更新盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 22.62/27.00/31.61 亿元（前值 24/25 为 26.68/32.17 亿），同比 +22.4%/+19.4%/+17.1%；实现归母净利润 3.65/4.55/5.57 亿元（前值 24/25 为 3.64/4.52 亿），同比+10.8%/+24.8%/+22.4%；当前股价对应 PE 分别为 14.74/11.81/9.65 倍，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示：

渠道调整不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1848	2262	2700	3161
收入同比 (%)	27.4%	22.4%	19.4%	17.1%
归属母公司净利润	329	365	455	557
净利润同比 (%)	107.8%	10.8%	24.8%	22.4%
毛利率 (%)	36.2%	35.6%	36.2%	36.7%
ROE (%)	19.5%	19.6%	20.8%	21.7%
每股收益 (元)	3.58	3.91	4.88	5.98
P/E	19.96	14.74	11.81	9.65
P/B	3.95	2.88	2.46	2.10
EV/EBITDA	13.59	9.55	7.55	5.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 8 月 2 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1262	1533	1746	2257	<b>营业收入</b>	1848	2262	2700	3161
现金	648	913	1003	1402	营业成本	1178	1456	1724	2000
应收账款	29	23	36	32	营业税金及附加	19	26	32	37
其他应收款	4	6	5	7	销售费用	212	283	332	382
预付账款	32	36	41	46	管理费用	70	72	81	89
存货	177	185	242	254	财务费用	-15	-14	-20	-22
其他流动资产	372	370	418	516	资产减值损失	-5	-2	-2	-2
<b>非流动资产</b>	833	941	1018	1053	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	9	15	10	10
固定资产	525	583	605	603	<b>营业利润</b>	406	439	545	666
无形资产	98	99	99	98	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	209	259	314	353	营业外支出	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	2095	2474	2764	3310	<b>利润总额</b>	403	436	542	663
<b>流动负债</b>	297	496	460	630	所得税	74	71	87	106
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	329	365	455	557
应付账款	111	212	133	267	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	186	284	327	363	<b>归属母公司净利润</b>	329	365	455	557
<b>非流动负债</b>	113	114	115	114	EBITDA	443	468	580	703
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.58	3.91	4.88	5.98
其他非流动负债	113	114	115	114					
<b>负债合计</b>	410	611	575	744					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	93	93	93	93					
资本公积	941	866	866	866					
留存收益	650	905	1230	1607					
归属母公司股东权益	1685	1864	2189	2566					
<b>负债和股东权益</b>	2095	2474	2764	3310					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	258	601	400	774	<b>成长能力</b>				
净利润	329	365	455	557	营业收入	27.4%	22.4%	19.4%	17.1%
折旧摊销	64	55	61	66	营业利润	91.7%	8.1%	24.3%	22.2%
财务费用	-10	0	0	0	归属于母公司净利润	107.8%	10.8%	24.8%	22.4%
投资损失	-9	-15	-10	-10	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-117	190	-112	156	毛利率 (%)	36.2%	35.6%	36.2%	36.7%
其他经营现金流	448	180	572	407	净利率 (%)	17.8%	16.1%	16.9%	17.6%
<b>投资活动现金流</b>	-54	-152	-181	-195	ROE (%)	19.5%	19.6%	20.8%	21.7%
资本支出	-174	-125	-85	-54	ROIC (%)	18.3%	18.5%	19.8%	20.8%
长期投资	233	-40	-105	-150	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-113	14	9	10	资产负债率 (%)	19.6%	24.7%	20.8%	22.5%
<b>筹资活动现金流</b>	-162	-184	-129	-181	净负债比率 (%)	24.3%	32.8%	26.3%	29.0%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	4.25	3.09	3.80	3.58
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.49	2.62	3.16	3.09
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	5	-76	0	0	总资产周转率	0.90	0.99	1.03	1.04
其他筹资现金流	-167	-109	-129	-181	应收账款周转率	73.29	85.71	90.00	92.31
<b>现金净增加额</b>	42	265	90	399	应付账款周转率	9.42	9.00	10.00	10.00
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	3.58	3.91	4.88	5.98
					每股经营现金流 (摊薄)	2.77	6.45	4.30	8.31
					每股净资产	18.07	20.00	23.48	27.53
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.96	14.74	11.81	9.65
					P/B	3.95	2.88	2.46	2.10
					EV/EBITDA	13.59	9.55	7.55	5.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**联系人：**郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。