

Q2 短期阶段性增速放缓，强化股东回报

2024 年 08 月 05 日

► **事件：**公司发布 2024 年中报，24H1 营收/归母净利/扣非净利分别为 10.4/1.7/1.4 亿，同比+26.1%/+39.3%/+40.0%；24Q2 营收/归母净利/扣非净利 4.6/0.8/0.6 亿，同比+4.9%/+16.9%/+13.6%，收入增速放缓主因淡季消费需求疲软以及公司组织人员调整等因素影响。

► **经典老三样增长稳健，持续开发新产品扩充品类。**分产品看，24H1 青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果/其他营收分别为 2.4/1.4/1.2/3.4/2.0 亿元，同比+16.9%/+12.8%/+12.0%/+48.5%/+24.2%，公司在品种口味方面进行了多种改良创新，开拓使用蟹黄味、芥末味、咸蛋黄味、台式卤肉味、酱汁牛肉味等新式口味，不同风味匹配不同产品，在口味与产品丰富度的融合上进行了深度创新，采取多品种差异化组合的方式充分迎合消费需求，大大降低了单一品类的市场波动风险。**分渠道看**，24H1 经销/电商/其他模式营收 8.7/1.4/0.3 亿元，同比+27.7%/+9.1%/+67.7%，公司线下终端渗透能力强，市场反应速度快，拥有上千家稳定高效的经销商队伍，零食量贩维持高景气度，组织人员调整电商表现较弱；**分区域看**，24H1 华东/华北/华中/西南/华南/西北/东北营收 2.8/1.2/1.6/1.7/0.7/0.5/0.3 亿元，同比分别+56.8%/-27.6%/+31.1%/+66.4%/+45.1%/+2.1%/+7.5%，华东及西南、华南区域领涨。

► **产品结构变动带来毛利率有所下滑，销售费用因促销费有所增长。**24H1 毛利率同比-0.7pct 至 34.9%，其中 24Q2 为 34.4%，同比/环比-0.6/-1.0pct，棕榈油价格等原材料价格维持低位，Q2 毛利率下降主要系产品渠道结构变化。费用端，24H1 销售/管理费用率为 13.3%/3.8%，同比+0.6/-0.6pct，其中 24Q2 同比+1.7/-0.3pct，促销等费用有所增加。此外，24H1/24Q2 所得税率因高新企业认证同比-9.0/-9.2pct，24H1/24Q2 政府补助增加带动其他收益占比同比+0.5/+1.6pct。24H1 归母净利率 16.0%，同比+1.5pct；24Q2 归母净利率 16.5%，同比+1.7pct。

► **投资建议：**公司进行中期分红（分红比例 60%），同时公布 24-26 年股东回报计划，承诺当年可供分配利润为正数，有/无重大投资计划或重大现金支付发生时，分红比例不少于 50%/70%，分红比例有望持续提升（23 年年度分红比例 61%），股东回报提升。中长期看，公司产品创新及研发优势突出，我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 4.2/5.1/6.3 亿元，同比增长 26%/24%/22%，当前股价对应 P/E 分别为 13/10/9X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**渠道拓展不及预期，新品放量不及预期，原材料价格波动，食品安全风险。

推荐

维持评级

当前价格：

57.68 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

- 1.甘源食品 (002991.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：产品渠道持续拓展，增长势能延续-2024/04/25
- 2.甘源食品 (002991.SZ) 2023 年度业绩预告点评：业绩表现亮眼，年货旺季开门红可期-2024/01/20
- 3.甘源食品 (002991.SZ) 2023 年三季报点评：渠道红利延续，利润表现亮眼-2023/10/30
- 4.甘源食品 (002991.SZ) 2023 年半年报点评：新品新渠持续发力，盈利能力显著提升-2023/08/10
- 5.甘源食品 (002991.SZ) 2023 年半年度业绩预告点评：业绩高增，动能充足-2023/07/10

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,848	2,290	2,803	3,390
增长率 (%)	27.4	23.9	22.4	20.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	329	415	513	628
增长率 (%)	107.8	26.2	23.6	22.3
每股收益 (元)	3.53	4.46	5.51	6.74
PE	16	13	10	9
PB	3.2	2.9	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 08 月 02 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,848	2,290	2,803	3,390
营业成本	1,178	1,461	1,796	2,186
营业税金及附加	19	25	31	37
销售费用	212	298	350	407
管理费用	70	80	98	119
研发费用	23	27	34	41
EBIT	379	444	550	669
财务费用	-15	-8	-9	-13
资产减值损失	-5	-1	-1	0
投资收益	9	11	14	17
营业利润	406	462	571	699
营业外收支	-3	-1	-1	-1
利润总额	403	461	570	698
所得税	74	46	57	70
净利润	329	415	513	628
归属于母公司净利润	329	415	513	628
EBITDA	443	515	636	756

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	648	731	1,089	1,377
应收账款及票据	29	31	39	47
预付款项	32	39	48	59
存货	177	223	274	334
其他流动资产	376	379	381	372
流动资产合计	1,262	1,403	1,830	2,189
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	525	608	691	724
无形资产	98	102	106	106
非流动资产合计	833	908	976	980
资产合计	2,095	2,311	2,806	3,169
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	111	162	200	243
其他流动负债	186	207	252	67
流动负债合计	297	369	451	310
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	113	117	117	117
非流动负债合计	113	117	117	117
负债合计	410	486	568	426
股本	93	93	93	93
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,685	1,825	2,238	2,743
负债和股东权益合计	2,095	2,311	2,806	3,169

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	27.36	23.94	22.42	20.94
EBIT 增长率	90.03	17.30	23.78	21.70
净利润增长率	107.82	26.20	23.61	22.33
盈利能力 (%)				
毛利率	36.24	36.21	35.92	35.53
净利润率	17.81	18.14	18.31	18.52
总资产收益率 ROA	15.71	17.97	18.29	19.81
净资产收益率 ROE	19.53	22.76	22.93	22.90
偿债能力				
流动比率	4.25	3.80	4.06	7.06
速动比率	3.49	3.05	3.31	5.75
现金比率	2.18	1.98	2.41	4.44
资产负债率 (%)	19.58	21.02	20.24	13.46
经营效率				
应收账款周转天数	4.91	4.74	4.50	4.55
存货周转天数	47.98	49.27	49.71	50.03
总资产周转率	0.90	1.04	1.10	1.13
每股指标 (元)				
每股收益	3.53	4.46	5.51	6.74
每股净资产	18.07	19.58	24.01	29.42
每股经营现金流	2.77	5.26	6.43	5.23
每股股利	2.18	1.07	1.33	1.62
估值分析				
PE	16	13	10	9
PB	3.2	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	10.77	9.25	7.50	6.30
股息收益率 (%)	3.78	1.86	2.30	2.81

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	329	415	513	628
折旧和摊销	64	71	86	88
营运资金变动	-117	12	12	-212
经营活动现金流	258	490	600	488
资本开支	-174	-140	-151	-89
投资	233	0	0	0
投资活动现金流	-54	-128	-137	-72
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-162	-280	-104	-128
现金净流量	42	82	358	288

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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、咨询服务等相关服务，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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026