

甘源食品 (002991)

证券研究报告
2020年08月05日

五谷小吃极客爆品，渠道迭代+品类拓展助推健康休闲食双轮驱动

休闲食品籽类领域领军企业，五谷小吃的代言人

公司以籽类休闲食品为起点，后产品拓展至坚果果仁和谷物酥类休闲食品，目前拥有江西萍乡、河南安阳两大生产基地，是国内领先的豆类休闲食品企业。①**产品端：籽类炒货是主要收入和盈利来源**，贡献了70%以上的收入和80%以上的毛利，但同时坚果果仁和谷物酥类等其他品类收入比重逐年提升。籽类炒货三大系列毛利率水平较高且呈稳定增长趋势。②**渠道端：销售渠道主要为经销商模式**，先款后货带来良好回款能力，应收账款周转效率远高于行业水平。电商渠道下，自营模式收入是平台模式的两倍，毛利率亦高于后者。③**财务端：公司归母净利润持续增长**，盈利水平有望进一步提升。甘源食品归母净利润由17年0.62亿元增至19年1.68亿元，增长率为171.0%。2018年公司ROE达到行业平均两倍水平，主要得益于净利率的提升以及高资产周转率水平。

行业高增长强竞争，多种生产销售模式并存，地区分布受多因素影响

①**我国休闲食品行业长期维持较高增速**，且各个细分品类发展均较快。2018年我国休闲食品行业规模达到10297亿元，2012-2018年CAGR为12.2%。②**休闲食品行业目前行业集中度低**，2018年CR3仅为19.7%，且线上线下集中度均不高。以国际品牌为主的膨化食品、巧克力糖果品类市场规模较大，集中度较高。而行业规模整体较小且以国产品牌为主的休闲卤制品、烘焙糕点和坚果炒货食品品类集中度较低。③**从生产端看**，大多企业倾向于自主生产制造。④**销售端看**，线下渠道仍是根本，华东、华中为休闲食品主要销售地区。除个别如良品铺子、三只松鼠和百草味，休闲食品企业还是以线下渠道为主。15、16年线上流量红利促进电商为主的企业业务快速增长。为摆脱单一渠道经营风险，线上线下全渠道协同发展是未来的主要方向。

极致单品和稳定经销渠道是公司的核心竞争力

公司作为籽类休闲食品领军企业，品牌溢价能力较强，主打产品优势显著。甘源食品，经典产品蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆深入人心，品牌力强大，公司在与经销商合作中议价能力较强。公司和经销商合作稳定，区域布局广泛，线下渠道优势突出。截至2019年公司拥有1000多家稳定高效的经销商队伍，近年来新增和退出的经销商体量较小，合作关系日趋牢固。

公司是专注于以籽类、炒货、坚果果仁等产品的休闲食品龙头企业，在相关品类上具备相当的优势，未来随着品类的持续拓展及渠道的扩展和变革，我们预计20-22年公司收入分别为13.38亿/16.73亿/21.42亿，归母净利润分别为2.1亿/2.7亿/3.6亿。

风险提示：市场竞争激烈风险、渠道拓展不及预期、肺炎疫情的控制进展不及预期

投资评级	
行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	67.53元
目标价格	元

基本数据	
A股总股本(百万股)	93.22
流通A股股本(百万股)	23.30
A股总市值(百万元)	6,294.87
流通A股市值(百万元)	1,573.72
每股净资产(元)	7.74
资产负债率(%)	33.90
一年内最高/最低(元)	67.53/46.51

作者	
刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
刘畅	分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	911.41	1,109.13	1,337.68	1,673.17	2,141.63
增长率(%)	15.72	21.69	20.61	25.08	28.00
EBITDA(百万元)	171.82	249.55	292.20	375.28	492.34
净利润(百万元)	119.88	168.00	209.41	272.45	356.32
增长率(%)	92.96	40.14	24.65	30.10	30.78
EPS(元/股)	1.29	1.80	2.25	2.92	3.82
市盈率(P/E)	47.74	34.06	27.33	21.01	16.06
市净率(P/B)	14.08	11.35	7.76	5.67	4.19
市销率(P/S)	6.28	5.16	4.28	3.42	2.67
EV/EBITDA	0.00	0.00	18.45	13.39	9.68

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 休闲食品籽类领域领军企业，五谷小吃的代言人.....	4
1.1. 股权主要集中于公司高管和红杉、基石两个资本方.....	4
1.2. 籽类炒货是主要收入和盈利来源，坚果果仁和谷物酥类等其他品类收入比重逐年提升.....	4
1.3. 收入增长远超费用端增长，规模效应显现，盈利水平持续提升.....	7
1.4. 高 ROE 不止取决于良好盈利能力，亦来自于高资产周转率.....	9
1.5. 甘源渠道经销为主电商为辅，地区覆盖较全面.....	10
1.6. 募投资金主要用于河南生产线建设以及营销网络升级和品牌推广.....	12
2. 行业高增长强竞争，多种生产销售模式并存，地区分布受多因素影响.....	12
2.1. 休闲零食行业整体高速发展、集中度低、竞争激烈.....	12
2.2. 生产端整体上 ODM 居多，细分品类略有区别，销售端仍以线下为主.....	15
2.3. 华东、华中为休闲食品主要销售地区，企业地区分布有差异.....	16
3. 极致单品和稳定经销渠道是公司的核心竞争力.....	17
4. 盈利预测及投资建议.....	18
5. 风险提示.....	19

图表目录

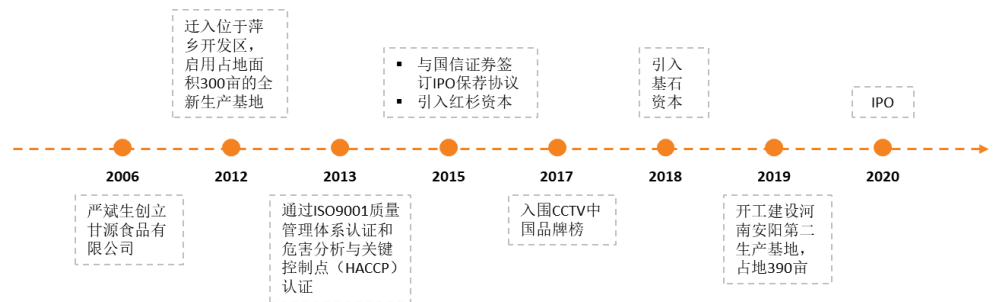
图 1：甘源食品发展历程.....	4
图 2：甘源食品股权结构.....	4
图 3：甘源食品产品组合情况.....	5
图 4：2016-2019 甘源食品营业收入（百万元）.....	5
图 5：2016-2019 甘源食品主营业务分拆占比.....	5
图 6：2016-2019 甘源食品分业务毛利率（%）.....	5
图 7：2016-2019 甘源食品各项业务毛利贡献率.....	5
图 8：2016-2019 甘源食品细分品类售价及变动情况（元/千克）.....	6
图 9：2016-2019 一类原材料成本（元/千克）.....	6
图 10：2016-2019 一类原材料采购金额占比拆分.....	6
图 11：2016-2019 二类原材料成本（元/千克）.....	6
图 12：2016-2019 三类原材料成本（元/千克）.....	6
图 13：2016-2019 年甘源食品归母净利（百万元）.....	7
图 14：2016-2019 甘源食品费用率（百万元）.....	8
图 15：2016-2019 甘源食品各项费用率.....	8
图 16：2016-2019 甘源食品销售费用分拆（万元）.....	8
图 17：2016-2019 甘源食品销售费用各项金额占比.....	8
图 18：2016-2019 甘源食品分渠道销售金额及增速.....	10
图 19：2016-2019 甘源食品分渠道销售占总销售比重.....	10

图 20: 2019 年甘源食品经销商合作年限情况.....	10
图 21: 2019 年甘源食品不同地区销售占比.....	10
图 22: 2016-2019 年经销商激励费用占比拆分.....	11
图 23: 2016-2019 年经销商激励费用占折扣前经销商收入.....	11
图 24: 2017-2019 甘源食品各地区经销商数量增速.....	11
图 25: 2017-2019 甘源食品各地区销售金额增速.....	11
图 26: 2016-2019 甘源食品电商业务模式收入占比拆分.....	11
图 27: 2016-2019 甘源食品电商业务模式毛利率.....	11
图 28: 休闲食品总市场规模（亿元）.....	12
图 29: 休闲食品行业 CR3.....	12
图 30: 休闲食品细分品类市场规模（亿元）.....	12
图 31: 休闲食品细分领域 2010-2015 和 2015-2020 CAGR.....	12
图 32: 2018 年中国休闲食品子行业集中度.....	14
图 33: 2017-2019 主要零食品牌线上市场占有率情况.....	14
图 34: 线下休闲食品各行业各子行业重点品牌市占率.....	14
图 35: 2013-2018 休闲食品线上线下占比.....	16
图 36: 线下传统和现代渠道占比拆分.....	16
图 37: 不同地区各品牌销售情况.....	16
表 1: 费用率下降是甘源食品 2018 年盈利能力提升重要因素.....	7
表 2: 甘源食品 ROE 拆分及应收账款周转率情况.....	9
表 3: 休闲食品行业公司上市日期和品类对比.....	13
表 4: 休闲食品行业公司生产端和销售端情况.....	15
表 5: 营业收入业务拆分预测表.....	18
表 6: 成本费用预测表.....	18
表 7: 可比公司估值.....	19

1. 休闲食品籽类领域领军企业，五谷小吃的代言人

甘源食品是国内领先的豆类休闲食品企业。公司成立于 2006 年，以籽类休闲食品为起点，后产品拓展至坚果果仁和谷物酥类休闲食品。公司集研发、生产、销售为一体，拥有江西萍乡、河南安阳两大生产基地，2016 年品牌“甘源”被中国副食品流通协会授予“2016 年度中国食品行业创新十佳品牌”，2017 年蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆获得中国食品工业协会经典产品奖，2018 年，“甘源”蟹黄味瓜子仁获得第十六届中国国际农产品交易会参展农产品金奖，公司已成为籽类休闲零食品类的领军品牌。

图 1：甘源食品发展历程



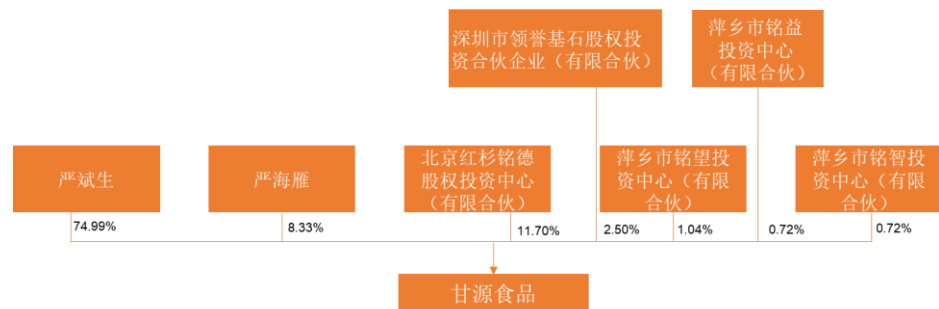
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1. 股权主要集中于公司高管和红杉、基石两个资本方

严斌生、严海雁为直接实控人，后期公司相继引入红杉资本和基石资本，其余股份由员工持股平台铭智投资、铭益投资和铭望投资持有，截至 2019 年，两个直接实控人共同持股 83.32%，红杉资本和基石资本分别持股 11.70% 和 2.50%。

为激励人才，提高公司的竞争力，甘源食品于 2017 年进行第三次增资，由铭智投资、铭益投资和铭望投资认购，截至 2019 年，员工持股平台共持有公司股份 2.48%。通过平台，严剑持股 0.92%，梁祥林持股 0.07%，谢义先持股 0.07%，曹勇持股 0.03%，其余涂文莉、彭红、李国新、朱丽虹、龙小宇各自持股比例不超过 0.02%。公司董监高及核心技术人员亲属关系方面，董事、副总经理严斌生和董事、副总经理严剑为兄弟关系，审计中心审核员朱丽虹为严剑配偶，研发中心经理龙小宇为监事会主席彭红配偶。

图 2：截至 2020 年 7 月 21 日甘源食品股权结构



资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

1.2. 籽类炒货是主要收入和盈利来源，坚果果仁和谷物酥类等其他品类收入比重逐年提升

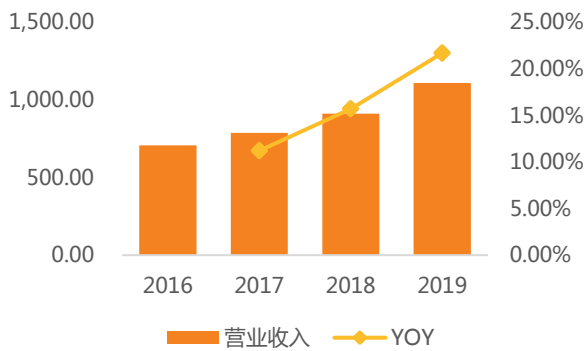
籽类炒货贡献了 70% 以上的收入和 80% 以上的毛利，但所占比重逐年下降。甘源食品 2019 年实现营收 11.09 亿元，同比增长 21.7%，毛利率为 41.6%，同比增长 1.0pct。公司产品分三类，依次为籽类炒货、坚果果仁和谷物酥类。籽类炒货作为起家产品，包含瓜子仁、青豌豆和蚕豆系列，16-19 年三大系列占总营收比重依次为 85.9%、78.9%、74.0% 和 71.2%，毛利贡献率分别为 90.1%、86.8%、83.0% 和 79.7%。

图 3：甘源食品产品组合情况

产品品类	主要产品系列	部分产品展示
籽类炒货	瓜子仁、蚕豆、青豌豆和花生等	
坚果果仁	核桃、杏仁、开心果、夏威夷果和松子等	
谷物酥类	米酥、锅巴、麻花、江米条等	

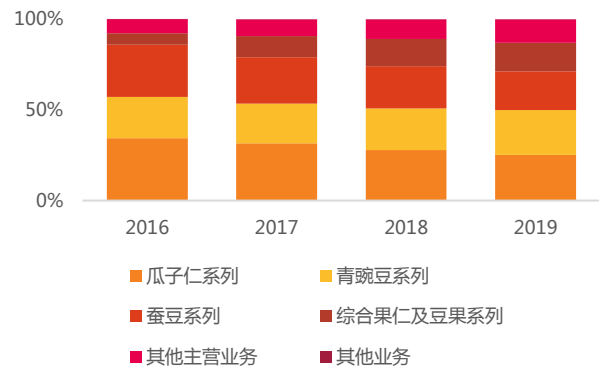
资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

图 4：2016-2019 甘源食品营业收入（百万元）



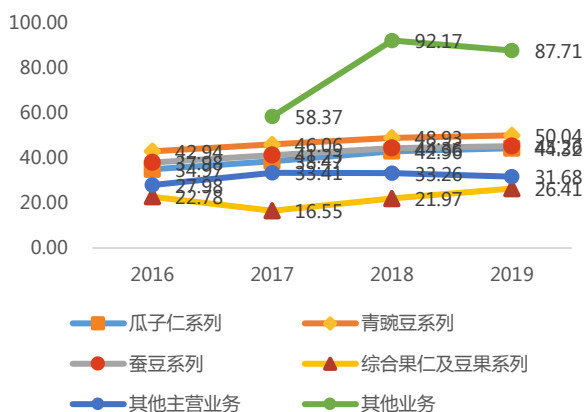
资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

图 5：2016-2019 甘源食品主营业务分拆占比



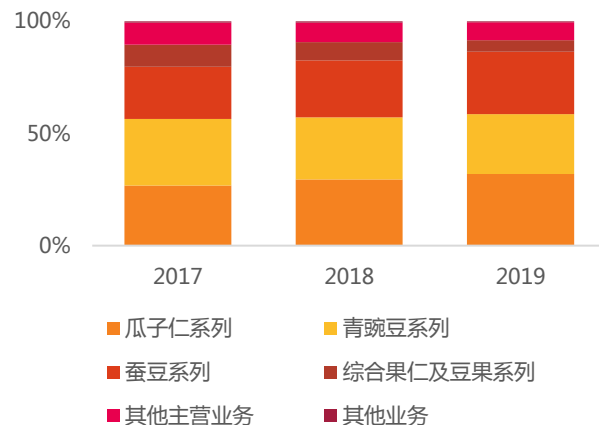
资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

图 6：2016-2019 甘源食品分业务毛利率 (%)



资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

图 7：2016-2019 甘源食品各项业务毛利贡献率

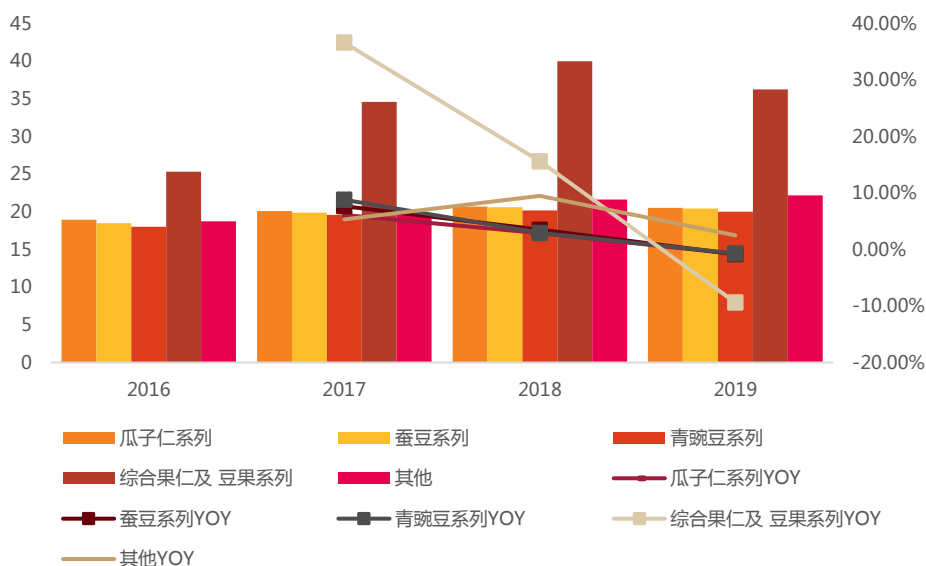


资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

从细分业务毛利率来看，籽类炒货囊括的三个系列毛利率最高且自 16 年以来呈现稳定上升趋势。考虑到电商模式占比不到 20%且 16-19 年毛利率较稳定（分别为 37.65%、36.87%，37.90%和 35.71%），所以占比 80%以上的经销渠道的相关因素变动是毛利率上升的核心点。从经销渠道看，2018 年主要系平均销售价格上升和成本下降影响，三大主要系列瓜子仁、

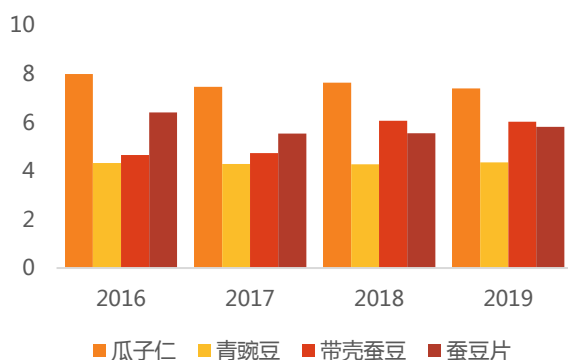
蚕豆和青豌豆的平均销售价格分别上升 2.67%、3.40%和 3.10%，分别导致毛利率上升 1.62%、1.96%和 1.65%，单位成本下降 4.65%、1.80%和 2.51%，导致毛利率上升 2.82%、1.04%和 1.33%。其中原材料方面带壳蚕豆虽于 18 年价格大幅度上升，但公司自 17 年开始已经用蚕豆片代替大部分带壳蚕豆需求，截至 18 年，带壳蚕豆原材料采购占一类原材料占比仅为 1.21%。2019 年虽然产品销售均价较去年有所降低，但由于原材料采购成本下降，毛利率仍保持上升趋势，2017-2019 年公司经销模式下的毛利率分别为 37.75%、40.65%和 42.06%。2019 年由于经销渠道销售折扣提高且增值税率降低，三大主要系列瓜子仁、蚕豆和青豌豆的平均销售价格下降使得毛利率分别下降 0.23%、0.27%和 0.21%；但原材料采购价格下降使得三类产品毛利率分别上升 1.86%、1.42%和 1.54%。整体毛利率分别上升 1.62%、1.15%和 1.33%。

图 8：2016-2019 甘源食品细分品类售价及变动情况（元/千克）



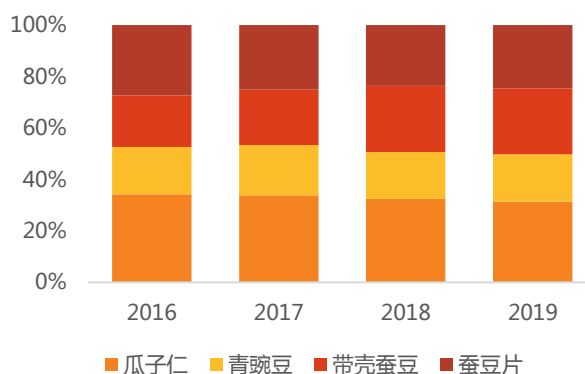
资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

图 9：2016-2019 一类原材料成本（元/千克）



资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

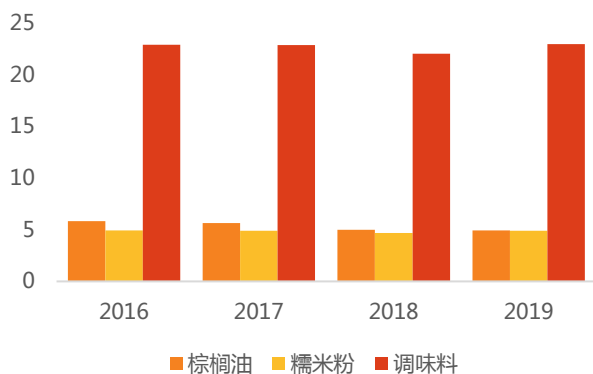
图 10：2016-2019 一类原材料采购金额占比拆分



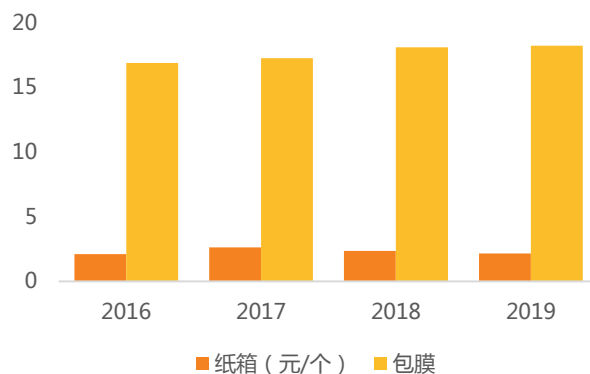
资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

图 11：2016-2019 二类原材料成本（元/千克）

图 12：2016-2019 三类原材料成本（元/千克）



资料来源:《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》, 天风证券研究所



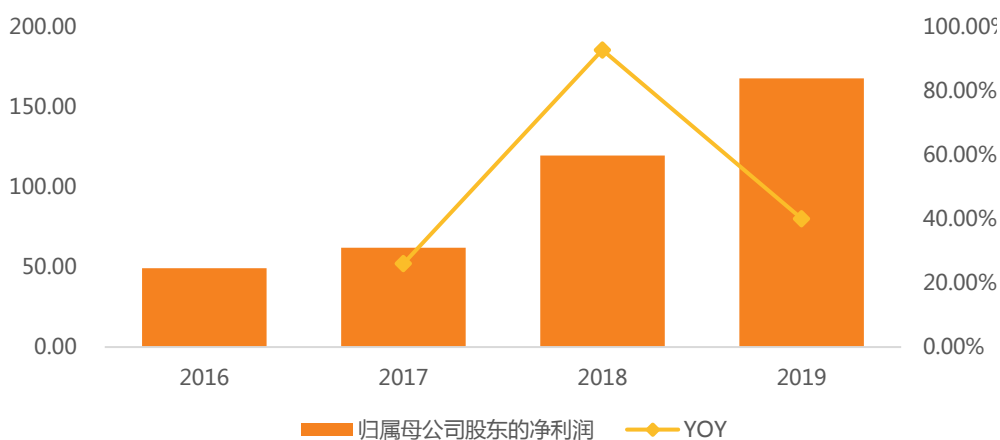
资料来源:《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》, 天风证券研究所

公司为丰富产品结构而新增的坚果果仁和谷物酥类市场反应良好, 前者主要包括核桃、杏仁、开心果、夏威夷果和松子等, 后者主要包括米酥、锅巴、麻花、江米条等。新品类收入占比不断提升, 市场反应良好。公司丰富的产品体系结构可以覆盖差异化消费需求, 大大降低了单一品类的市场波动风险。

1.3. 收入增长远超费用端增长, 规模效应显现, 盈利水平持续提升

籽类甘源食品归母净利润由 17 年 0.62 亿元增至 19 年 1.68 亿元, 增长率为 171.0%, 净利率由 17 年 7.9% 增长至 19 年 15.2%, 增长 7.3pct, 其中期间费用率从 26.65% 下降至 21.09%。

图 13: 2016-2019 年甘源食品归母净利润 (百万元)



资料来源:《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》, 天风证券研究所

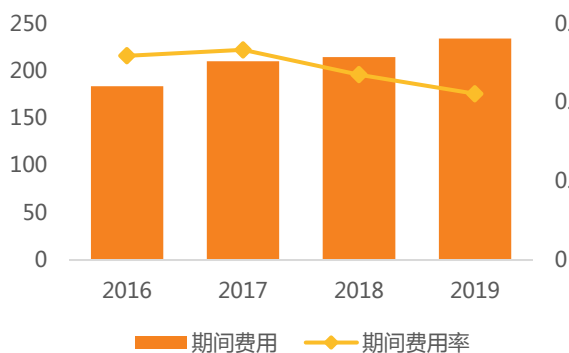
表 1: 费用率下降是甘源食品 2018 年盈利能力提升重要因素

公司	毛利率		净利率		销售费用率		管理费用率	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
盐津铺子	39.1%	42.9%	6.4%	9.1%	26.0%	24.6%	7.2%	8.4%
来伊份	43.9%	43.9%	0.3%	0.3%	32.9%	32.6%	11.1%	11.1%
良品铺子	31.2%	31.9%	3.9%	4.5%	19.5%	20.5%	6.3%	5.7%
桃李面包	39.7%	39.6%	13.3%	12.1%	20.7%	21.8%	2.0%	2.0%
元祖股份	64.8%	63.6%	12.3%	11.2%	43.4%	42.4%	6.3%	5.7%
桂发祥	48.4%	47.6%	17.5%	16.7%	21.8%	22.9%	7.6%	7.2%
达利食品	38.6%	39.7%	17.8%	17.9%	16.1%	17.2%	2.7%	2.6%

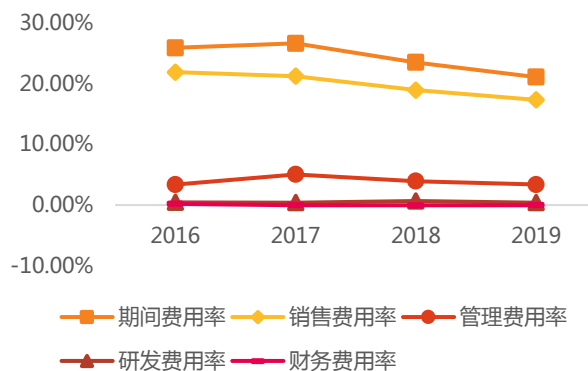
洽洽食品	31.2%	33.3%	10.5%	12.5%	13.6%	13.8%	5.7%	5.8%
三只松鼠	28.2%	27.8%	4.3%	2.4%	20.9%	22.6%	2.1%	2.2%
好想你	28.5%	27.6%	2.2%	3.2%	20.6%	21.5%	4.3%	3.8%
嘉士利集团	31.9%	33.8%	5.9%	6.8%	14.3%	13.7%	5.9%	4.8%
周黑鸭	57.5%	56.5%	16.8%	12.8%	33.6%	35.5%	5.6%	7.0%
绝味食品	34.3%	34.0%	14.4%	15.3%	8.2%	8.2%	6.2%	6.0%
有友食品	33.0%	34.7%	16.2%	17.8%	9.6%	10.9%	4.8%	4.9%
煌上煌	34.5%	37.6%	9.5%	10.7%	12.6%	14.8%	10.4%	10.8%
AVG.	39.0%	39.6%	10.1%	10.2%	20.9%	21.5%	5.9%	5.9%
甘源食品	40.6%	41.6%	13.2%	15.2%	18.9%	17.3%	4.6%	3.8%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司主要的费用来自于销售和管理两块, 19 年同比增长分别为 11.3%和 4.5%, 而同期营收增速 21.7%, 远高于费用增速。2019 年销售费用最主要的三块为人员薪资福利、物流快递费和促销广告费, 三者占到总销售费用的 83.41%。在收入大幅增长时期 18 年销售人员数量变动不大, 人员薪资增长为 4.26%, 系正常调薪。物流快递费用主要分为快递公司和物流商, 前者用于电商自营模式, 计价规则为首重+超重加计, 单个包裹重量越大, 每 KG 重量承担的运费越小; 后者用于电商平台销售模式等, 计价规则为根据运输距离远近, 约定每立方单位运价, 运输距离和货物体积决定运费大小。针对快递公司, 公司通过增大超重部分运量使得自 17 年起总单位包裹运量由 1.57KG/个上升至 18 年 1.65KG/个, 进而降低单位运费。针对物流商, 18 年公司通过减小纸箱容积规格来降低同重量产品占用体积, 从而使得单位运费由 17 年 0.08 万元/吨降低至 18 年 0.07 万元/吨。公司正处于提升品牌知名度及影响力的关键阶段, 促销广告费作为三个因素中增速最高者, 2019 年同比增长为 32.08%。

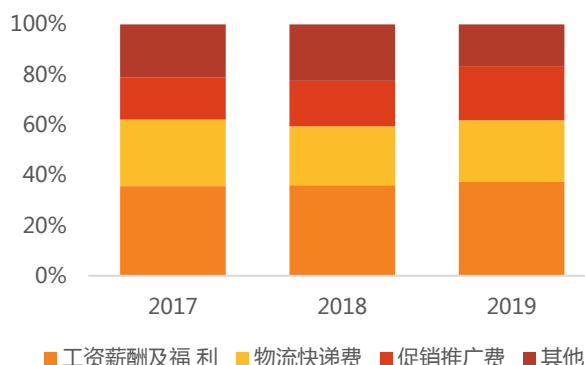
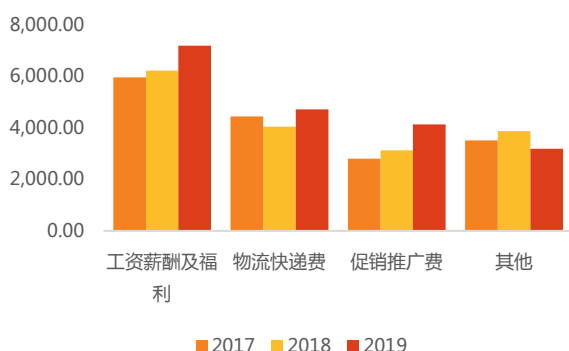
图 14: 2016-2019 甘源食品费用率 (百万元)


资料来源: 《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》, 天风证券研究所

图 15: 2016-2019 甘源食品各项费用率


资料来源: 《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》, 天风证券研究所

图 16: 2016-2019 甘源食品销售费用分拆 (万元)
图 17: 2016-2019 甘源食品销售费用各项金额占比



资料来源:《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》, 天风证券研究所

资料来源:《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》, 天风证券研究所

管理费用中占到全部管理费用(不含研发费用)49.5%的人员薪资, 2019 同比增长率仅为 1.7%。2018 年虽然员工人数增加且工资上调, 但增速相比 2017 年仍大幅下降。17 年由于员工持股平台认购新增股份造成占比总管理费用近 20%的股份支付费用于 18 年不存在, 也成为 18 年管理费用增速下降的重要原因。

1.4. 高 ROE 不止取决于良好盈利能力, 亦来自于高资产周转率

甘源 ROE 自 16 年 19.64 提升至 19 年的 36.89, 截至 18 年已是行业平均水平的两倍, 杜邦拆分来看, 高 ROE 背后不仅仅来源于净利率的大幅度提升, 长期高于行业水平的高资产周转率也是重要因素之一。公司 16-19 年总资产周转率为 1.66、1.70、1.54 和 1.44, 全行业看, 只有良品铺子和三只松鼠的资产周转率在甘源食品之上。

表 2: 甘源食品 ROE 拆分及应收账款周转率情况

公司	ROE			净利率			总资产周转率			权益乘数			应收账款周转率		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
盐津铺子	14.61	11.41	18.11	8.66	6.43	9.12	0.98	1.04	0.99	1.62	1.8	2.13	14.57	14.06	12.83
来伊份	5.36	0.54	0.57	2.79	0.26	0.26	1.26	1.33	1.40	1.57	1.53	1.63	154.01	115.34	107.54
良品铺子	6.20	24.92	27.31	0.79	3.89	4.53	1.95	2.08	2.20	3.45	2.85	2.62	62.21	68.24	44.74
桃李面包	19.69	19.53	19.08	12.58	13.29	12.11	1.38	1.30	1.24	1.12	1.14	1.39	13.31	12.69	12.24
元祖股份	17.79	18.80	17.43	11.45	12.34	11.15	0.95	0.94	0.97	1.62	1.63	1.60	37.07	54.75	52.11
桂发祥	9.19	7.93	7.83	19.05	17.50	16.67	0.46	0.43	0.45	1.05	1.04	1.05	22.27	18.94	21.21
达利食品	24.84	25.46	24.24	17.30	17.76	17.91	1.21	1.21	1.12	1.19	1.18	1.21	28.93	23.19	29.45
洽洽食品	10.62	13.55	17.29	8.93	10.52	12.48	0.81	0.86	0.92	1.48	1.53	1.51	21.21	22.72	23.93
三只松鼠	42.72	31.66	15.88	5.44	4.34	2.35	2.57	2.65	2.56	3.05	2.75	2.64	33.34	31.55	36.08
好想你	3.31	3.92	5.71	2.39	2.20	3.21	0.80	0.93	1.00	1.58	1.62	1.77	11.61	12.05	13.89
嘉士利集团	16.87	12.82	15.06	9.06	5.94	6.80	1.16	1.13	1.04	1.61	1.90	2.11	37.88	35.05	44.35
周黑鸭	20.05	13.29	9.74	23.42	16.79	12.76	0.75	0.70	0.63	1.14	1.14	1.21	194.62	113.94	96.15
绝味食品	24.86	22.89	21.11	12.92	14.44	15.29	1.49	1.25	1.11	1.28	1.25	1.22	977.06	986.43	711.45
有友食品	30.35	22.52	14.64	19.23	16.19	17.76	1.24	1.15	0.73	1.28	1.21	1.13	393.64	468.62	481.40
煌上煌	8.52	9.56	10.89	9.93	9.48	10.69	0.74	0.83	0.80	1.21	1.26	1.30	32.96	49.00	49.91
AVG.	17.00	15.92	14.99	10.93	10.09	10.21	1.18	1.19	1.14	1.62	1.59	1.63	75.54	74.30	73.27
甘源食品	20.80	31.85	36.89	7.89	13.15	15.15	1.70	1.54	1.44	1.55	1.57	1.70	90.00	123.62	116.43

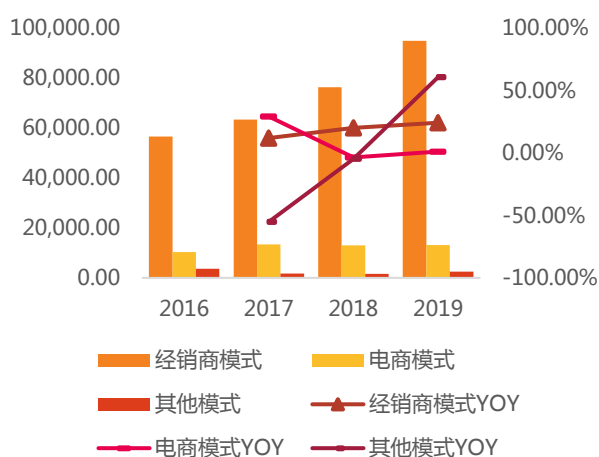
资料来源: Wind, 天风证券研究所, 注: 应收账款周转率排除掉绝味的极值干扰, 不再考虑

甘源高资产周转率主要由于更低的货币类资产保有水平、更低的存货和应收账款占款。分拆同行业公司（洽洽食品，盐津铺子，有友食品，养元饮品，西麦食品）的资产结构，甘源食品的货币类资产（现金+理财产品）/营业收入比值和存货/营业收入比值仅为行业平均水平的一半；应收账款/营业收入比值仅为行业平均水平的 1/4，考虑到甘源食品的存货周转率和应收账款周转率高于同行业大多数公司，因此可以认为公司的资金利用水平和营运水平较为突出。

1.5. 甘源渠道经销为主电商为辅，地区覆盖较全面

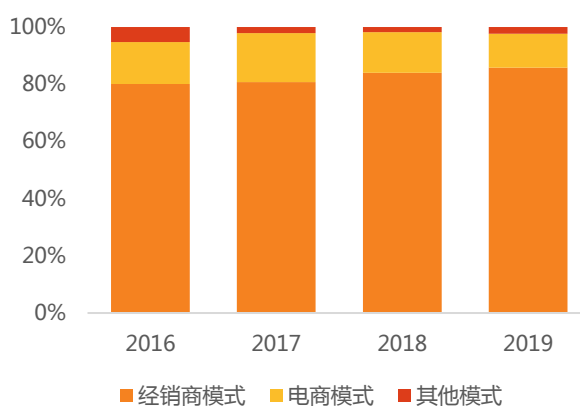
销售渠道主要为经销商模式，先款后货带来良好回款能力。公司的销售渠道分为经销商、电商和其他，其中经销商模式占到营收比重 80%上下且 16-19 年持续稳定上升，其与经销商的合作模式为先款后货，基本不会给予经销商信用期，使得应收账款周转率远高于行业水平。

图 18：2016-2019 甘源食品分渠道销售金额及增速（万元）



资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

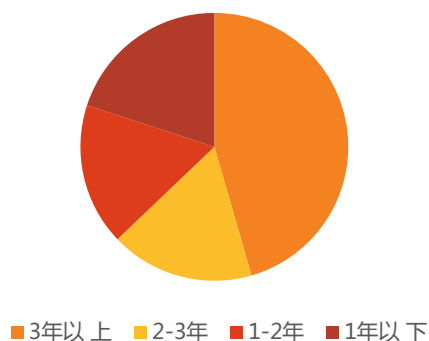
图 19：2016-2019 甘源食品分渠道销售占总销售比重



资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

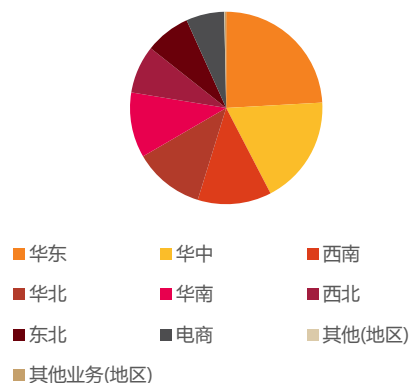
公司和经销商的合作情况良好，激励政策以市场推广专项补贴为主，专项返利和搭赠为辅。截至 2019 年，经销商合作家数达至 1441 家，合作两年以上的经销商销售金额占比 78.41%。甘源 2019 年对经销商的激励政策中，市场推广专项补贴为主，专项返利和搭赠分别占比 74.0%、14.5%和 11.5%，激励费用整体占折扣前经销商收入的 11.35%。

图 20：2019 年甘源食品经销商合作年限情况



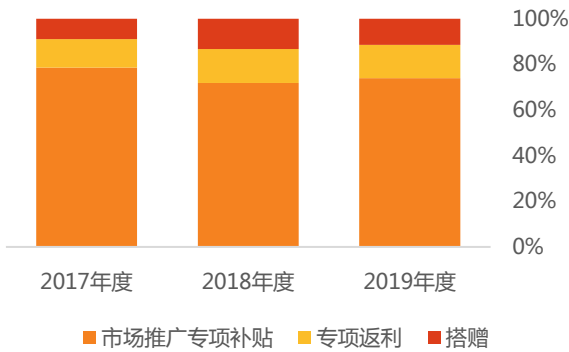
资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

图 21：2019 年甘源食品不同地区销售占比



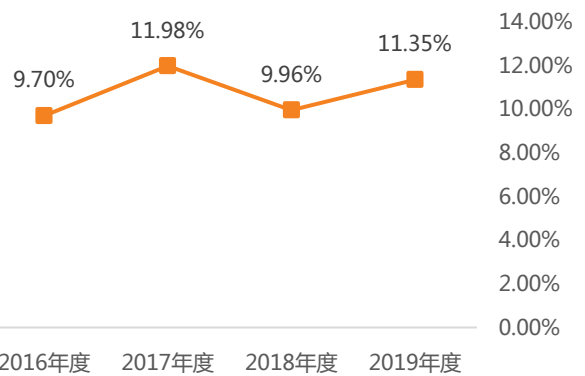
资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

图 22：2016-2019 年经销商激励费用占比拆分



资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

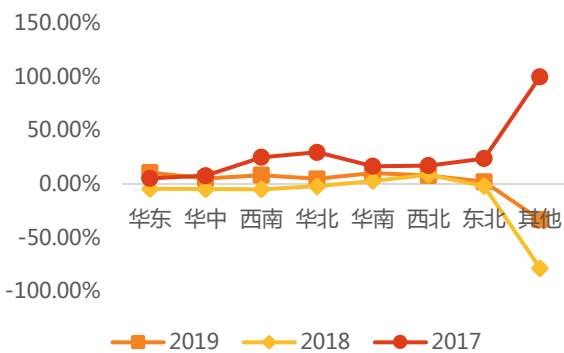
图 23：2016-2019 年经销商激励费用占折扣前经销商收入



资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

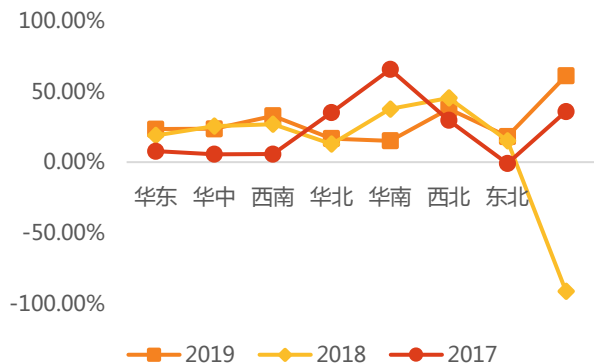
地区分布整体偏分散，华东和华中为主要销售区域，17 年其他地区扩展速度加快。甘源食品销售地区除华东华中占比近一半以外，西南、华北、华南、西北和东北地区占比在 10% 上下，较为均匀。从经销商数量和体量上看，17 年公司在华东华中以外的地区加大经销商开发力度，相应地区经销商数量增速平均 22.3%，金额增速上华北、华南和西北增长远高于其他地区，截至 19 年底，各个地区平均单个经销商销售体量较高的有华南、西南和华中。

图 24：2017-2019 甘源食品各地区经销商数量增速



资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

图 25：2017-2019 甘源食品各地区销售金额增速

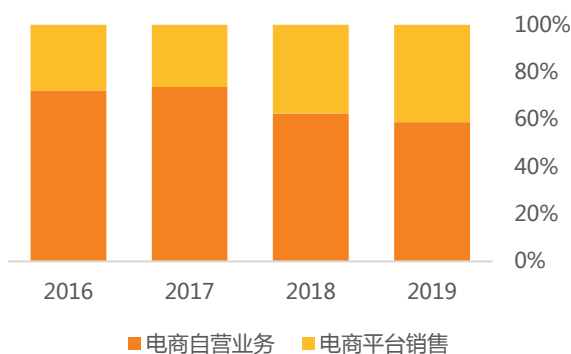


资料来源：《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》，天风证券研究所

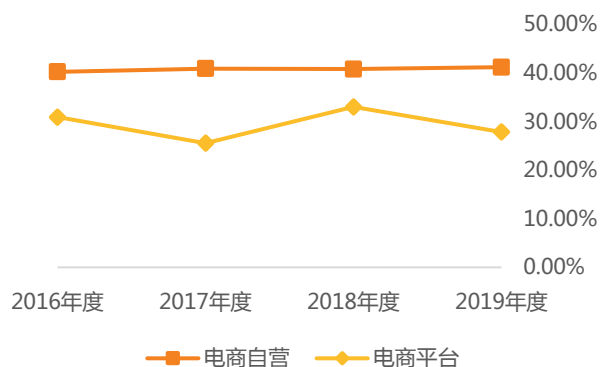
电商渠道下，自营模式收入是平台模式的两倍，毛利率亦高于后者。甘源食品的电商渠道分为自营模式和平台模式，前者通过开展自营品牌旗舰店直接对接消费者，后者通过对接大型电商平台如天猫超市、京东自营和唯品会等完成销售，公司不再参与后续售后环节。2016 年至 2019 年公司电商业务中电商平台业务比例逐年上升，分别为 27.72%/26.26%/37.54%/41.16%。电商自营业务占比逐年下降，2016 年至 2019 年占比分别为 72.28%/73.74%/62.46%/58.84%。2019 年天猫自营业务销售收入有所下降，主要系天猫平台上亦有部分电商类综合零食销售店铺销售公司产品，有一定的分流影响。2018 年自营模式占比下降主要系竞争加剧导致在拼多多平台销售额锐减 60.30%。

图 26：2016-2019 甘源食品电商业务模式收入占比拆分

图 27：2016-2019 甘源食品电商业务模式毛利率



资料来源:《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》,天风证券研究所



资料来源:《甘源食品股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》,天风证券研究所

1.6. 募投资金主要用于河南生产线建设以及营销网络升级和品牌推广

公司本次募集资金共用于六个项目的建设,包括河南生产线建设、营销网络升级和品牌推广项目、电子商务平台建设、信息化建设项目、研发中心建设以及自动化生产线技术改造,前两个项目占用投入募集资金的 79.1%。其中,河南产线通过传统风味基础上生产新式口味、增加坚果生产能力等来扩大产能、丰富品种、迎合消费多样化需求;营销网络升级和品牌推广主要通过在全国加大对各类网点散货柜投入来增强对核心终端渠道的掌控、提升品牌产品认知度。

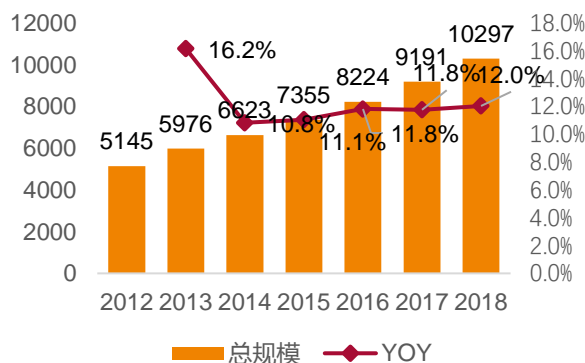
2. 行业高增长强竞争,多种生产销售模式并存,地区分布受多因素影响

2.1. 休闲零食行业整体高速发展、集中度低、竞争激烈

我国休闲食品行业长期维持较高增速,且各个细分品类发展均较快。Frost&Sullivan 数据显示,2012-2018年我国休闲食品行业规模由5145亿元上升至10297亿元,CAGR为12.2%,从中商产业研究院数据来看,休闲食品中糖果蜜饯和烘焙的规模相对较大,品类增速整体较快,其对2015-2020年休闲卤制品、糖果及蜜饯、烘焙、膨化、炒货及饼干的CAGR预测依次为24.1%、12.5%、14.4%、21.2%、13.4%、12.4%。

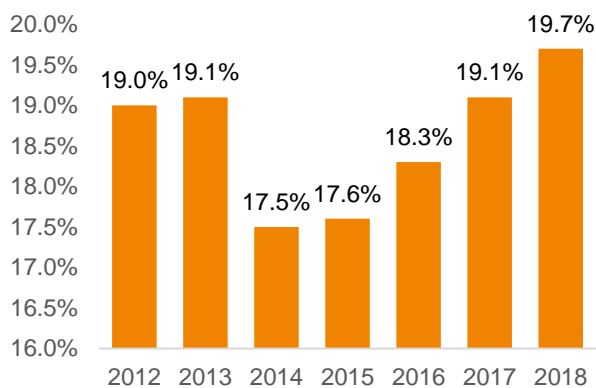
从休闲食品领域上市公司表现也能看出各细分品类的发展情况,行业所选取的全部可比公司共15家,其中11家是近五年之内上市(表中上市日期加粗者),且从公司所经营的细分品类来看,各个领域均有涉及。

图 28: 休闲食品总市场规模 (亿元)



资料来源: Frost&Sullivan, 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

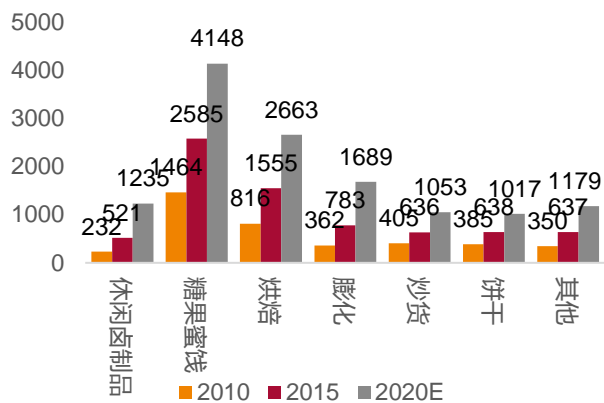
图 29: 休闲食品行业 CR3



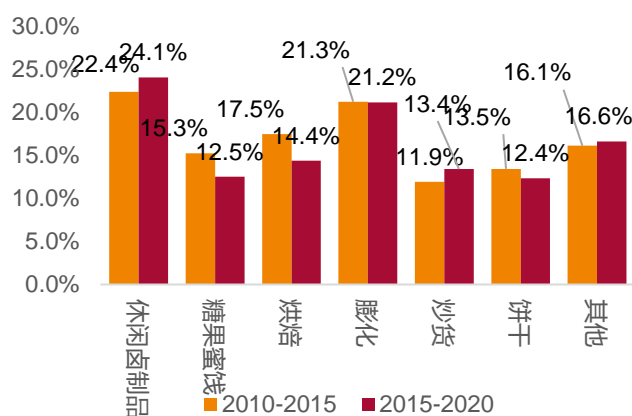
资料来源: 欧睿国际, 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

图 30: 休闲食品细分品类市场规模 (亿元)

图 31: 休闲食品细分领域 2010-2015 和 2015-2020 CAGR



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

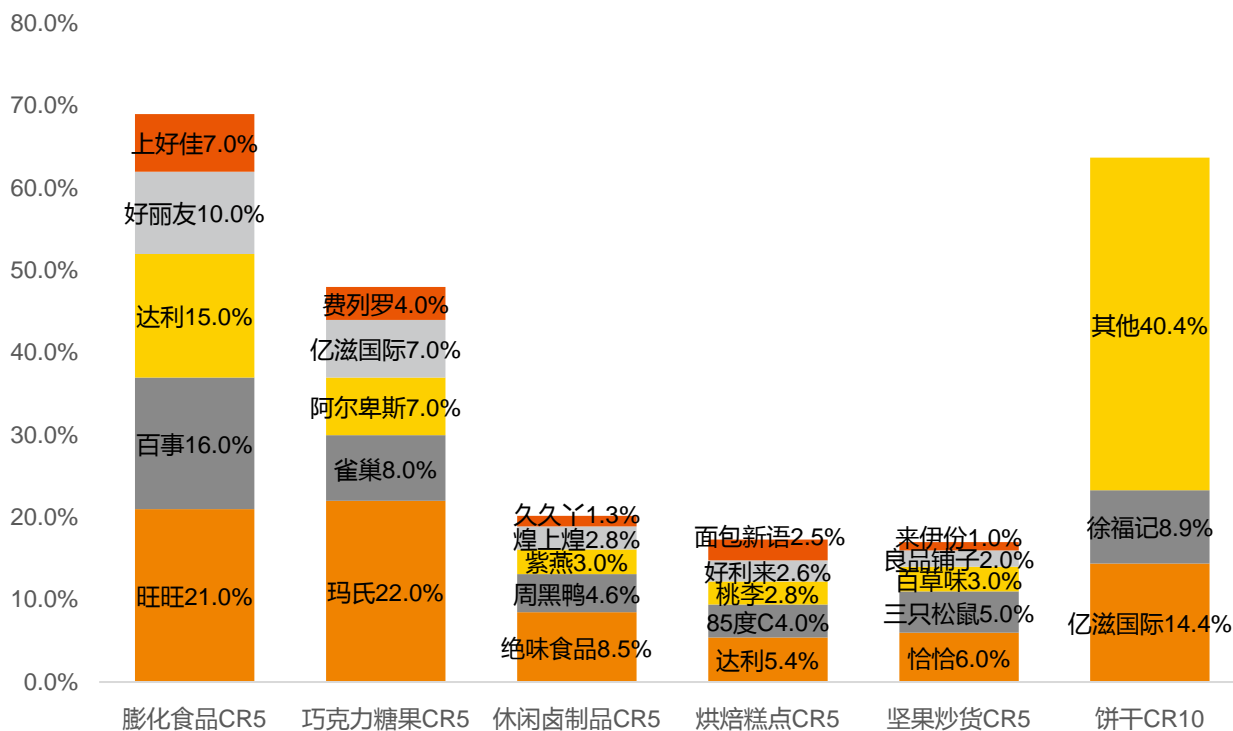
表 3：休闲食品行业公司上市日期和品类对比

公司	上市日期	品类
盐津铺子	2017-02-08	肉类零食、烘焙、膨化、糖果蜜饯等
来伊份	2016-10-12	肉类零食、坚果炒货、膨化、糖果蜜饯等
良品铺子	2020-02-24	肉类零食、坚果炒货、糖果蜜饯、膨化等
桃李面包	2015-12-22	烘焙
元祖股份	2016-12-28	烘焙
桂发祥	2016-11-18	烘焙
达利食品	2015-11-20	烘焙、膨化、饼干等
洽洽食品	2011-03-02	坚果炒货
三只松鼠	2019-07-12	坚果炒货
好想你	2011-05-20	坚果炒货
嘉士利集团	2014-09-25	饼干
周黑鸭	2016-11-11	卤制品
绝味食品	2017-03-17	卤制品
有友食品	2019-05-08	卤制品
煌上煌	2012-09-05	卤制品
2015 年之后上市个数		11
可比公司数量总计		15

资料来源：公司公告，天风证券研究所，注：15 年之后上市的在上市日期一列加粗

行业整体看集中度低，线上线下均分散，但从细分品类看差异较大。2018 年我国休闲食品行业 CR3 仅为 19.7%，整体集中度较低，但以国际品牌为主的膨化食品、巧克力糖果 2018 年 CR5 分别为 69.4%和 48.0%，饼干 CR10 为 67.3%，集中程度高，从休闲食品细分领域市场规模看三个品类的市场规模偏大，并有着保质期长、运输范围受限程度低、品牌历史悠久的共性。而行业规模整体相对偏小的休闲卤制品、烘焙糕点和坚果炒货 2018 年 CR5 分别为 20.2%、17.3%和 17.2%，食品保质期短、运输距离受限、口味对食材原料依赖度大，风味独特具备一定的地域性，因此产业发展晚于膨化、糖果饼干等行业，更加受到中国自身经济发展影响，且基本均为国产品牌。

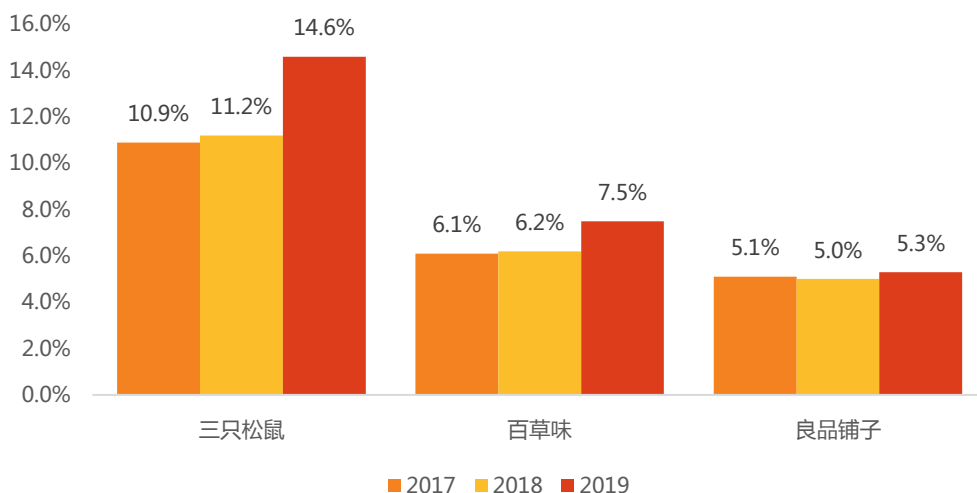
图 32：2018 年中国休闲食品子行业集中度



资料来源：Frost&Sullivan，前瞻产业研究院，天风证券研究所

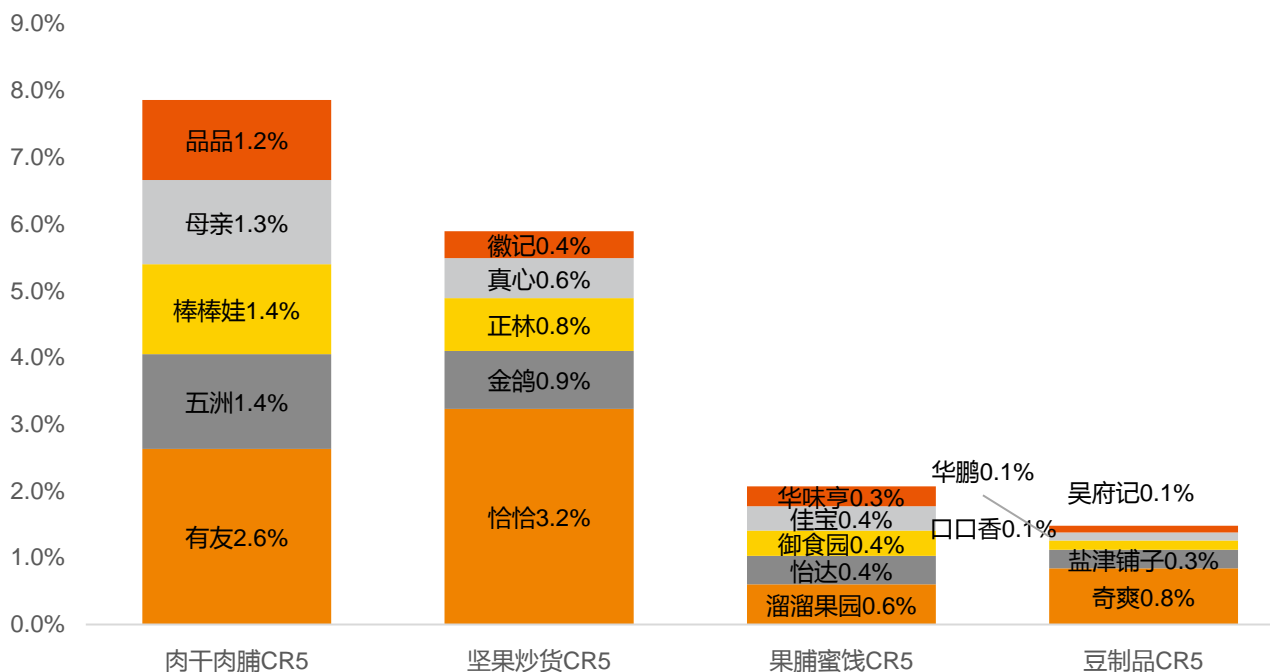
线上线下集中度均不高，线上寡头呈现一超多强局面，线下相比之下更加分散。2017-2019 年线上的主要零食寡头有三只松鼠、百草味和良品铺子，2019 年三者加总占比 27.4%。线下品牌则更为分散，以肉干肉脯、坚果炒货、果脯蜜饯和豆制品来看，四个品类 CR5 分别为 7.9%、5.9%、2.1%和 1.5%。

图 33：2017-2019 主要零食品牌线上市场占有率情况



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 34：线下休闲食品各行业各子行业重点品牌市占率



资料来源：中国报告网，天风证券研究所

行业竞争程度激烈，行业净利率不及毛利率的二分之一。以洽洽食品，盐津铺子，有友食品，养元饮品，西麦食品为行业代表，五家公司 2016 年至 2019 年平均毛利率维持在 40% 以上。主要支出包含销售费用和管理费用，前者在 20% 左右，后者在 5% 左右。

2.2. 生产端整体上 ODM 居多，细分品类略有区别，销售端仍以线下为主

从生产端看，大多企业倾向于自主生产，分品类看，卤制品、烘焙企业以及规模较大的达利食品和专做饼干的嘉士利均为自主生产制造，而经营坚果炒货、肉类零食、糖果蜜饯等的企业以 OEM 居多，其中盐津铺子、洽洽食品和甘源食品是自主生产。

表 4：休闲食品行业公司生产端和销售端情况

公司	生产端	销售端	19 年电商收入占比
盐津铺子	自主生产	直营、经销	-
来伊份	OEM	以直营加盟为主(二者占比 90% 以上), 其他包括经销、电商等	12.88%
良品铺子	OEM	直营、电商为主(二者占比 65%), 加盟为辅	48.58%
桃李面包	自主生产	直营、经销	-
元祖股份	自主生产为主, OEM 为辅	直营为主, 加盟为辅	-
桂发祥	自主+OEM	直营、经销	-
达利食品	自主	经销	-
洽洽食品	自主生产	经销	10.01%
三只松鼠	OEM	电商	97.01%
好想你	红枣自产、百草味 OEM	电商	80% 以上
嘉士利集团	自主生产	经销	-
周黑鸭	自主生产	直营	11.19%
绝味食品	自主生产	直营+加盟	0.14%
有友食品	自主生产	经销为主(占比 95% 以上)、直销为辅	1.68%
煌上煌	自主生产	直营、加盟	3.95%

甘源食品

自主生产

经销、电商

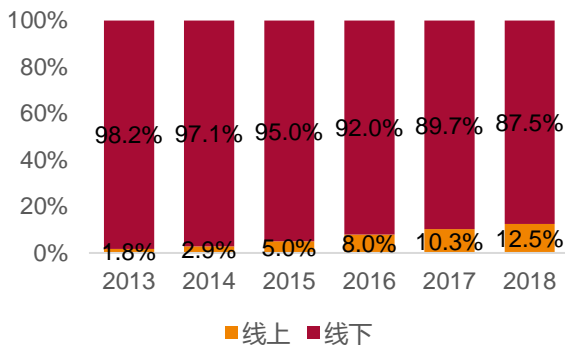
11.83%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

销售端看，线下渠道仍是根本，人口分布结构决定了传统渠道是必争之地。根据欧睿国际数据，线上渠道近几年发展较快，18 年占比 12.5%，但除个别如良品铺子、三只松鼠和百草味，休闲食品企业还是以线下渠道为主，其中，线下渠道又可分为以大型商超和连锁便利店为代表的现代渠道和传统多层分销渠道。对于国际品牌，现代渠道占到整个集团销售一半以上，而对于本土品牌，主要依靠传统分销渠道，国内领先的本土休闲食品集团在此渠道商的销售贡献占到总销售额的 7 成以上。

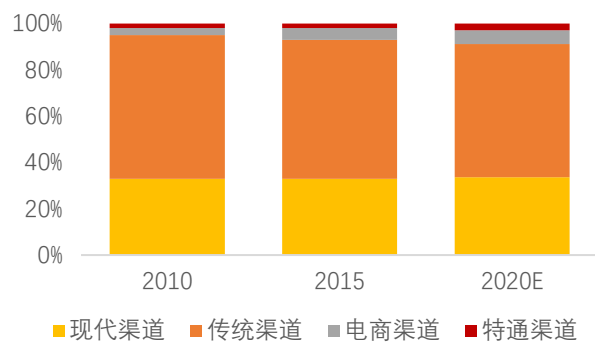
根据 Frost&Sullivan，一二线城市人均休闲食品消费是低线城市和农村的两倍，但后者总人口是前者的两倍之多，在低线城市和农村主要依靠传统的个体商店触达消费者，截至 2016 年，全国 450 万个个体商店中 350 万个分布于以上地区，而个体商店的货品主要来源于各地区传统流通渠道的各级区域经销商和分销商。

图 35：2013-2018 休闲食品线上线下占比



资料来源：欧睿国际，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 36：线下传统和现代渠道占比拆分



资料来源：Frost&Sullivan，天风证券研究所

结合 OEM 生产模式，15、16 年线上流量红利促进电商为主的企业业务快速增长。三只松鼠 2012 年 2 月成立，当年 6 月推出“三只松鼠”品牌，13、14 年双十一当天天猫商城成交额分别为 3500 万和 1 亿元，15、16 年的营收增速能达到 100%以上。

为摆脱单一渠道经营风险，线上线下全渠道协同发展是未来的主要方向。随着线上红利的消失和流量成本的抬升，线上增速明显放缓，以线上为主的三只松鼠在加速铺设松鼠联盟小店；百草味与阿里京东合作线下渠道建设，开设线下门店，开发商超渠道和出口渠道，以线下为主的企业也逐渐开始拥抱电商，盐津铺子积极培育线上子品牌并启动直播带货业务；恰恰食品通过打造专业直播团队、培养人气网红，依托自有线下实体资源整合线上用户，建设私域全会员体系；来伊份构建涵盖第三方电商平台、APP、外卖平台全方位线上体系来促进线上线下协同发力。

2.3. 华东、华中为休闲食品主要销售地区，企业地区分布有差异

将不同公司的销售情况按照地区分类合并来看，华东从品牌数量、销售额（18 年几个品牌合计 109.2 亿元）上明显领先其他地区，其次为华中销售额为 52.8 亿元，华南和华北处于 30 亿元上下规模，西北东北等地区销售额较低。以上主要和地区经济发展有关，可支配收入较高的地区明显对于休闲食品的需求大于其他地区。

图 37：不同地区各品牌销售情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

企业的销售模式亦影响着不同地区的分布情况。以三只松鼠为代表的电商销售模式下产品分布地区广，尤其可触达线下模式渗透不足的地区如西北并迅速抢占当地市场，其次，以绝味食品为代表的加盟模式下产品亦可广泛触达全国各地，可以看到大多数地区的前三品牌均有绝味食品的出现。而以线下经销等渠道为主的区域品牌区域性表现较明显，基本均在当地做到 top 级别，在其他地区销量占比低，典型如来伊份、有友食品。

3. 极致单品和稳定经销渠道是公司的核心竞争力

籽类休闲食品领军企业，品牌溢价能力较强，主打产品优势显著。甘源食品长期深耕休闲食品的籽类细分领域，“甘源”品牌获取多个奖项，经典产品蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆深入人心。公司 17、18 年三个主打系列瓜子仁、蚕豆和青豌豆连续提价，其中 17 年销售均价提升 6%-9%，18 年分别为 2%-4%，主要产品毛利率受价格和成本影响较小，证明了背后强大的品牌力。对下游经销商的先款后货且要求提前支付保证金的政策亦是对品牌力的良好印证。未来资金投放的营销网络升级及品牌推广项目将进一步助力公司树立统一品牌形象，提升消费者对于品牌和产品的认知。

经销商合作稳定，区域布局广泛，线下渠道优势突出。截至 2019 年，公司拥有 1000 多家稳定高效的经销商队伍，近年来新增和退出的经销商体量较小，带来的波动不大，公司注重保持和经销商的良好关系。甘源于 2017 年大力拓展经销商队伍，在除优势地区以外发展经销商，从各大公司在不同地区的销售统计来看，其销售分布广泛且均匀，新增募集资

金即将投放河南新产线的建设，有助于公司进一步开拓北方市场，节省运费成本，优化经营效益。高效稳健的经销商体系也有利于公司进一步推广新产品，使得在营销推广费用上更好的发挥规模效应。

4. 盈利预测及投资建议

收入预测：受疫情影响，我们预计 2020 年公司营业收入为 13.38 亿，同比增长 20.61%，2021 年及 2022 年营业收入分别为 16.73 亿/21.42 亿，同比增长 25.08%及 28.00%。

表 5：营业收入业务拆分预测表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
按产品					
瓜子仁系列	253.98	278.70	305.17	341.18	393.38
YOY	2.45%	9.73%	9.50%	11.80%	15.30%
青豌豆系列	209.15	274.06	356.30	476.02	643.57
YOY	21.22%	31.03%	30.01%	33.60%	35.20%
蚕豆系列	211.64	236.86	262.92	298.44	342.85
YOY	5.21%	11.92%	11.00%	13.51%	14.88%
综合果仁及豆果系列	137.27	173.44	208.13	259.60	325.80
YOY	48.68%	26.35%	20.00%	24.73%	25.50%
其他主营业务	97.28	143.45	202.27	294.61	432.19
YOY	35.66%	47.47%	41.00%	45.65%	46.70%
其他业务	2.09	2.63	2.89	3.32	3.83
YOY	6.88%	25.40%	10.00%	15.10%	15.30%
按渠道					
经销商模式	763.61	949.61	1,168.01	1,483.38	1,925.43
YOY	20.34%	24.36%	23.00%	27.00%	29.80%
电商模式	129.77	131.26	137.29	150.25	169.15
YOY	-3.43%	1.15%	4.60%	9.44%	12.58%
-电商自营业务	81.06	77.24	77.35	83.54	92.56
YOY	-18.20%	-4.71%	0.15%	8.00%	10.80%
-电商平台销售	48.71	54.02	59.94	66.71	76.59
YOY	38.05%	10.91%	10.95%	11.30%	14.80%
其他模式	15.94	25.64	29.49	36.27	43.34
YOY	-4.62%	60.89%	15.00%	23.00%	19.50%
其他收入	2.09	2.63	2.89	3.26	3.71
YOY	6.88%	25.40%	10.00%	13.00%	13.80%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用预测：我们预测 2020/2021/2022 年公司销售毛利率分别为 43.63%/44.41%/44.77%，销售费用率分别为 18.13%/18.13%/17.87%，管理费用率分别为 3.66%/3.66%/3.57%，研发费用率分别为 0.35%/0.37%/0.37%，财务费用率分别为-0.01%/-0.01%/-0.02%。

表 6：成本费用预测表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	40.57%	41.60%	43.63%	44.41%	44.77%
销售费用率	18.94%	17.33%	18.13%	18.13%	17.87%
管理费用率	3.94%	3.38%	3.66%	3.66%	3.57%

研发费用率	0.66%	0.39%	0.35%	0.37%	0.37%
财务费用率	-0.04%	-0.02%	-0.01%	-0.01%	-0.02%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司是专注于以籽类、炒货、坚果果仁等产品的休闲食品龙头企业，在相关品类上具备相当的优势，未来随着品类的持续拓展及渠道的扩展和变革，我们预计 20-22 年公司收入分别为 13.38 亿/16.73 亿/21.42 亿，归母净利润分别为 2.1 亿/2.7 亿/3.6 亿。我们选取自主供应链的休闲食品行业上市公司作为可比企业，可比公司平均 PE 为 52X。参考行业可比公司平均估值水平，给予公司 2020 年估值为 50.5 倍，公司价值为 105.5 亿元，折合每股股价约为 113.22 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值

股票代码	股票简称	市值		EPS				PE			
		百万 CNY	07-26	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002557.SZ	洽洽食品	30,263	59.69	1.19	1.45	1.72	2.04	50	41	35	29
002847.SZ	盐津铺子	13,313	102.80	1.03	1.62	2.32	3.16	100	63	44	33
	平均值			1.11	1.54	2.02	2.60	75	52	39	31
002991.SZ	甘源食品	5,723	61.39	1.80	3.00	3.90	5.10	34	20	16	12

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

- ①**市场竞争激烈风险:** 随着居民生活水平的不断提高，我国休闲食品行业持续发展，市场参与者数量不断增加。如果公司不能继续保持行业领先地位和差异化竞争优势，可能导致公司的产品销量下滑或售价降低，从而影响公司的财务状况和经营业绩。
- ②**渠道拓展不及预期:** 如果公司经销商发展情况不及预期，则可能对公司的经营业绩产生不利影响。
- ③**肺炎疫情的控制进展不及预期:** 如果肺炎疫情的控制进展不及预期，则可能对公司的经营业绩产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	120.93	71.22	107.01	433.01	694.59
应收票据及应收账款	7.93	11.12	13.66	15.27	22.56
预付账款	9.18	6.67	20.47	11.93	25.64
存货	72.11	98.64	105.87	142.99	176.92
其他	95.30	243.20	335.09	305.82	299.50
流动资产合计	305.46	430.85	582.11	909.02	1,219.21
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	218.55	278.19	295.55	330.50	363.02
在建工程	21.73	14.43	44.66	74.80	74.88
无形资产	101.03	100.51	98.17	95.83	93.49
其他	36.51	38.06	25.72	25.17	23.99
非流动资产合计	377.83	431.20	464.10	526.31	555.38
资产总计	683.28	862.05	1,046.21	1,435.32	1,774.58
短期借款	0.00	0.00	27.66	0.00	0.00
应付票据及应付账款	53.35	84.10	68.56	121.39	122.60
其他	121.73	165.46	126.11	209.73	193.85
流动负债合计	175.08	249.56	222.33	331.13	316.45
长期借款	0.00	0.00	12.76	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	101.84	108.14	74.04	94.67	92.28
非流动负债合计	101.84	108.14	86.80	94.67	92.28
负债合计	276.92	357.70	309.13	425.80	408.74
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	69.91	69.91	93.22	93.22	93.22
资本公积	144.54	144.54	144.54	144.54	144.54
留存收益	336.45	434.45	643.86	916.31	1,272.62
其他	(144.54)	(144.54)	(144.54)	(144.54)	(144.54)
股东权益合计	406.36	504.36	737.08	1,009.53	1,365.84
负债和股东权益总	683.28	862.05	1,046.21	1,435.32	1,774.58

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	119.88	168.00	209.41	272.45	356.32
折旧摊销	26.00	28.32	14.76	17.25	19.75
财务费用	(0.31)	(0.10)	(0.08)	(0.24)	(0.51)
投资损失	(6.35)	(5.93)	(5.79)	(6.02)	(5.92)
营运资金变动	299.85	130.71	(192.11)	156.72	(64.48)
其它	(189.75)	(84.36)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	249.31	236.64	26.19	440.15	305.15
资本支出	67.91	68.94	94.10	59.37	52.39
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(140.82)	(285.29)	(148.31)	(133.34)	(96.47)
投资活动现金流	(72.91)	(216.35)	(54.21)	(73.98)	(44.08)
债权融资	0.00	0.00	40.42	0.00	0.00
股权融资	0.32	0.18	23.39	0.24	0.51
其他	(60.32)	(70.28)	0.00	(40.42)	0.00
筹资活动现金流	(60.00)	(70.11)	63.81	(40.18)	0.51
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	116.40	(49.81)	35.79	325.99	261.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	911.41	1,109.13	1,337.68	1,673.17	2,141.63
营业成本	541.65	647.73	754.06	930.10	1,182.74
营业税金及附加	9.90	13.98	14.94	19.32	25.21
营业费用	172.62	192.21	242.59	303.43	382.63
管理费用	35.90	37.53	48.98	61.26	76.43
研发费用	6.04	4.30	4.68	6.17	7.90
财务费用	(0.32)	(0.18)	(0.08)	(0.24)	(0.51)
资产减值损失	3.42	(1.53)	0.79	0.89	0.05
公允价值变动收益	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.35	5.93	5.79	6.02	5.92
其他	(20.77)	(17.83)	(17.53)	(19.32)	(18.84)
营业利润	156.62	225.99	283.47	365.55	480.11
营业外收入	4.66	0.21	1.71	2.19	1.37
营业外支出	0.37	0.78	0.58	0.58	0.65
利润总额	160.91	225.42	284.60	367.16	480.83
所得税	41.03	57.42	75.19	94.72	124.52
净利润	119.88	168.00	209.41	272.45	356.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	119.88	168.00	209.41	272.45	356.32
每股收益(元)	1.29	1.80	2.25	2.92	3.82

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	15.72%	21.69%	20.61%	25.08%	28.00%
营业利润	80.10%	44.29%	25.44%	28.95%	31.34%
归属于母公司净利润	92.96%	40.14%	24.65%	30.10%	30.78%
获利能力					
毛利率	40.57%	41.60%	43.63%	44.41%	44.77%
净利率	13.15%	15.15%	15.65%	16.28%	16.64%
ROE	29.50%	33.31%	28.41%	26.99%	26.09%
ROIC	36.23%	67.61%	133.10%	66.70%	113.57%
偿债能力					
资产负债率	40.53%	41.49%	29.55%	29.67%	23.03%
净负债率	-29.76%	-14.12%	-9.03%	-42.89%	-50.85%
流动比率	1.74	1.73	2.62	2.75	3.85
速动比率	1.33	1.33	2.14	2.31	3.29
营运能力					
应收账款周转率	123.62	116.43	107.95	115.64	113.21
存货周转率	12.56	12.99	13.08	13.45	13.39
总资产周转率	1.54	1.44	1.40	1.35	1.33
每股指标(元)					
每股收益	1.29	1.80	2.25	2.92	3.82
每股经营现金流	2.67	2.54	0.28	4.72	3.27
每股净资产	4.36	5.41	7.91	10.83	14.65
估值比率					
市盈率	47.74	34.06	27.33	21.01	16.06
市净率	14.08	11.35	7.76	5.67	4.19
EV/EBITDA	0.00	0.00	18.45	13.39	9.68
EV/EBIT	0.00	0.00	19.43	14.04	10.08

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com