

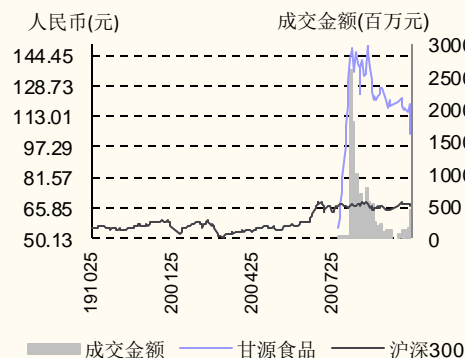
甘源食品 (002991.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 104.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	.93
已上市流通 A 股(亿股)	.23
总市值(亿元)	96.94
年内股价最高最低(元)	122.67/104.00
沪深 300 指数	4718
中小板综	12257



相关报告

1. 《三大单品+线下渠道成就五谷小吃领军品牌-甘源食品深度研究报告》，2020.9.8

汪玲 分析师 SAC 执业编号: S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

产品矩阵与渠道下沉同步推进, 盈利能力优秀

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.715	2.403	2.151	2.649	3.329
每股净资产(元)	5.813	7.214	15.699	17.289	19.286
每股经营性现金流(元)	3.57	3.37	2.38	3.11	4.01
市盈率(倍)	0.00	0.00	48.35	39.26	31.24
净利润增长率(%)	92.96%	40.14%	19.36%	23.14%	25.68%
净资产收益率(%)	29.50%	33.31%	13.70%	15.32%	17.26%
总股本(百万股)	69.91	69.91	93.22	93.22	93.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简述

■ 公司发布 2020 年三季报, 前三季度实现收入 7.94 亿元 (+9.75%), 其中 Q3 实现收入 3.04 亿元 (+10.63%); 前三季度实现归母净利润 1.24 亿元 (+21%); 其中 Q3 实现归母净利润 0.55 亿元 (+15%)。

事件点评

- **经典产品稳定增长, 产品矩阵与渠道下沉同步推进。**公司老三样产品瓜子仁、蚕豆、青豌豆保持稳定增长, 小品类优势突出, 市占率较稳固。公司未来将积极打造产品矩阵和渠道下沉, 产品延续口味型优势, 9 月上新口味坚果和水果麦片, 明年 3-4 月会推花生新品, 未来将保持每年两次的推新节奏。借助产品矩阵的搭建, 公司同步推进渠道下沉, 拓展传统渠道和县乡渠道。目前品牌专柜已经投放了 9000 多条, 以中小柜子为主。未来两年有望成为公司品牌的提升年和产品矩阵的导入年。
- **新品营销折扣推广短期加大整体费用投放, 盈利能力持续保持高位。**公司 Q3 毛利率 40.6%, 同比及环比均下滑 2pct, 预计新品的推出及销售折扣在短期内影响整体毛利率水平。未来随着工艺改进和供应链的成熟, 规模效应有望进一步体现, 毛利率波动会得到缓解。公司 Q3 销售费用率 17.63%, 同增 1.7pct, 环比减少 2.12pct; Q3 管理费用率 4.27%, 同增 0.52pct, 环比提升 0.11pct。三季度疫情对整体市场需求的影响逐渐减弱, 休闲食品领域的费用投放预计将回归正常态势; 同时伴随新品推出, 公司加强产品的终端形象建设, 加大线上渠道推广力度。从盈利能力来看, 前三季度净利率 15.63%, 同增 1.47pct, Q3 净利率 18.23%, 同增 0.77pct。
- **口味壁垒产品力优势不改, 供应链持续升级。**目前我国传统小零食尚未形成品牌化, 且产业链深度不够, 公司将从口味化、自动化、效率等方面切入。目前全套豆类生产线已基本实现全自动化, 高于行业生产效率, 口味壁垒源于设备优势。新品方面主推极致小单品策略, 未来有望看到花生、每日坚果、口味型坚果等 5-6 个品类方向, 并进行小系列化的产品投放, 最终实现以多品牌整合五谷零食方面 2-3 个中小类别。

盈利预测与估值

■ 公司正处于品类与渠道扩张前期, 未来产品放量势能较大, 疫情影响短期表现。经调整预计公司 2020-2022 年收入同比增长 14%/23%/26%, 较此前预测的 2020-2022 年收入下调 4%/7%/7%。预计公司 2020-2022 年归母净利润同比增长 19%/23%/26%, 较此前预测的 2020-2022 年归母净利润+2%/-9%/-12%。EPS 为 2.15/2.65/3.33 元, 维持“增持”评级。

风险提示

■ 局部疫情反复风险; 宏观经济下滑风险; 新品开拓不及预期风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	788	911	1,109	1,261	1,545	1,941	货币资金	4	121	71	870	1,048	1,235
增长率		15.7%	21.7%	13.7%	22.5%	25.6%	应收账款	12	12	16	16	19	24
主营业务成本	-489	-542	-648	-743	-906	-1,132	存货	73	72	99	100	119	149
%销售收入	62.1%	59.4%	58.4%	58.9%	58.6%	58.3%	其他流动资产	190	100	245	249	251	254
毛利	298	370	461	518	640	809	流动资产	279	305	431	1,235	1,437	1,662
%销售收入	37.9%	40.6%	41.6%	41.1%	41.4%	41.7%	%总资产	55.7%	44.7%	50.0%	72.4%	75.8%	77.1%
营业税金及附加	-8	-10	-14	-14	-19	-23	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.0%	1.1%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%	固定资产	159	240	293	362	352	387
营业费用	-167	-173	-192	-218	-270	-340	%总资产	31.8%	35.2%	33.9%	21.2%	18.6%	18.0%
%销售收入	21.2%	18.9%	17.3%	17.3%	17.5%	17.5%	无形资产	57	111	111	109	107	106
管理费用	-40	-36	-38	-42	-53	-66	非流动资产	222	378	431	471	459	493
%销售收入	5.0%	3.9%	3.4%	3.3%	3.4%	3.4%	%总资产	44.3%	55.3%	50.0%	27.6%	24.2%	22.9%
息税前利润 (EBIT)	80	145	213	240	291	371	资产总计	501	683	862	1,706	1,896	2,154
%销售收入	10.2%	15.9%	19.2%	19.0%	18.9%	19.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	10	20	24	应付款项	75	78	115	122	136	170
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	-0.8%	-1.3%	-1.2%	其他流动负债	67	97	134	121	148	186
资产减值损失	0	-3	-2	0	0	0	流动负债	142	175	250	243	285	357
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	6	6	8	8	9	其他长期负债	12	102	108	0	0	0
%税前利润	5.9%	3.9%	2.6%	3.0%	2.4%	2.2%	负债	154	277	358	243	285	357
营业利润	87	157	226	267	329	414	普通股股东权益	346	406	504	1,463	1,612	1,798
营业利润率	11.0%	17.2%	20.4%	21.2%	21.3%	21.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	4	-1	0	0	0	负债股东权益合计	501	683	862	1,706	1,896	2,154
税前利润	87	161	225	267	329	414	比率分析						
利润率	11.0%	17.7%	20.3%	21.2%	21.3%	21.3%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-24	-41	-57	-67	-82	-103	每股指标						
所得税率	28.3%	25.5%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.889	1.715	2.403	2.151	2.649	3.329
净利润	62	120	168	201	247	310	每股净资产	4.956	5.813	7.214	15.699	17.289	19.286
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.962	3.566	3.374	2.383	3.108	4.006
归属于母公司的净利润	62	120	168	201	247	310	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.860	1.060	1.332
净利率	7.9%	13.2%	15.1%	15.9%	16.0%	16.0%	回报率						
							净资产收益率	17.93%	29.50%	33.31%	13.70%	15.32%	17.26%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.40%	17.54%	19.49%	11.75%	13.02%	14.40%
净利润	62	120	168	201	247	310	投入资本收益率	16.61%	26.04%	30.68%	12.28%	13.56%	15.48%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	20	29	30	29	33	37	主营业务收入增长率	11.22%	15.72%	21.69%	13.73%	22.51%	25.60%
非经营收益	-6	-17	-3	5	-8	-9	EBIT增长率	20.40%	81.08%	46.85%	12.30%	21.60%	27.38%
营运资金变动	-8	117	41	-13	18	35	净利润增长率	26.06%	92.96%	40.14%	19.36%	23.14%	25.68%
经营活动现金净流	67	249	236	222	290	373	总资产增长率	17.41%	36.43%	26.16%	97.90%	11.14%	13.62%
资本开支	-70	-164	-76	-96	-21	-71	资产管理能力						
投资	-16	84	-146	0	0	0	应收账款周转天数	1.6	3.0	3.1	3.2	3.0	3.0
其他	5	6	6	8	8	9	存货周转天数	51.5	48.9	48.1	49.0	48.0	48.0
投资活动现金净流	-81	-73	-216	-88	-13	-62	应付账款周转天数	20.1	36.1	38.7	45.0	40.0	40.0
股权募资	26	0	0	839	0	0	固定资产周转天数	66.3	87.5	91.5	87.5	76.1	65.4
债权募资	-12	0	0	-94	0	0	偿债能力						
其他	-3	-60	-70	-80	-99	-124	净负债/股东权益	-1.22%	-29.76%	-61.39%	-75.71%	-79.79%	-81.95%
筹资活动现金净流	11	-60	-70	664	-99	-124	EBIT利息保障倍数	-626.6	-451.4	-1,217.0	-24.6	-14.7	-15.7
现金净流量	-3	117	-50	798	178	187	资产负债率	30.82%	40.53%	41.49%	14.22%	15.01%	16.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH