

甘源食品 (002991)

公司研究/点评报告

产品矩阵完善+渠道营销配合,带来未来增量空间

—甘源食品 (002991) 2020 年年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 04 月 15 日

一、事件概述

4 月 14 日,公司发布 2020 年年报,报告期内公司实现营业收入 11.72 亿元,同比+5.70%;实现归母净利润 1.79 亿元,同比+6.71%;基本 EPS 为 2.25 元。20Q4 单季度公司实现营业收入 3.79 亿元,同比-1.89%;实现归母净利润 0.55 亿元,同比-15.80%。拟每 10 股派现金红利 7.5 元(含税)。

二、分析与判断

全年稳定增长,产品系列延伸带来未来看点

2020 年公司实现营业收入 11.72 亿元,同比+5.70%,折合 20Q4 实现营收 3.79 亿元,同比-1.89%。20Q4 收入增速下滑,主因今年春节后置,节庆备货多集中于今年 Q1,旺季后移。报告期内青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果/其他系列分别实现 3.12/2.53/2.23/2.06/1.75 亿元收入,分别同比-9.22%/+13.98%/-6.04%/+18.58%/+22.07%。随着甘源将产品体系由老三样(青豌豆、瓜子仁、蚕豆)延伸向新三样(花生、兰花豆、虾条豆果)和口味型坚果,非老三样产品占比由 2017 年 20.88% 逐渐提升至 2020 年 32.58%。甘源于 20H2 推出花生及坚果等新品,初期推新口味较少,且仅在约 20% 渠道进行销售,新品量增效果暂未体现,预计在今年 4 月补齐产品口味,营销推广跟进下,新品放量空间将有快速提升。甘源坚持以经销为主,电商为辅的渠道模式,报告期内经销/电商分别实现 10.00/1.37 亿元,分别占比 85.33%/11.68%,另有 2.68% KA 直营和受托加工模式。截至 2020 年末,公司拥有 1566 家经销商,较 2019 年净增 125 家,华东/华中/西南/华北四大片区合计占比 74.5%,未来公司将着力拓展优势市场渠道下沉和弱势区域的重点覆盖,进一步推进全国化布局。

新品导入毛利空间承压

毛利率: 2020 年公司毛利率 40.08%,同比-1.52ppt,单 Q4 毛利率 38.97%,同比-2.49ppt。毛利率下滑的主要原因在于公司于 20Q4 推出花生及坚果新品,在产品投入初期,为配合终端动销,公司以低毛利率切入市场,因此新品投放在一定程度上拖累毛利表现,但长远期看,在形成产品力后公司将提价以拉升毛利水平。**期间费用率:** 2020 年公司期间费用率为 21.70%,同比+0.62ppt,其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.48%/3.82%/0.57%/-0.16%,分别同比+0.15ppt/+0.44ppt/+0.18ppt/-0.15ppt,整体来看各项费用率基本持平,公司计划于 2021 年全面加大营销推广力度,预期销售费用率将有一定程度上升,但营销投入有利于提升甘源品牌形象,利好公司长期发展。**净利率:** 公司全年实现归母净利润 1.79 亿元,同比+6.71%,全年达成净利率 15.29%,同比+0.15ppt,折合 20Q4 单季度实现归母净利润 0.55 亿元,同比-15.80%,利润增速下滑主因期内导入新品,投放初期毛利率承压,结合营销活动逐步开启,费用投入有所增加,拖累当期利润表现。

完善坚果品类矩阵,发力渠道下沉和散装市场,2021 年高增可期

产品层面,甘源产品策略高度集中于坚果领域,以极致小单品策略围绕坚果小品类打造多款爆品口味。公司目前正复制口味研发优势,由老三样外延出新三样和口味型坚果,并于今年 4 月增补花生和坚果等新口味,完善坚果产品矩阵。目前花生和兰花豆仍是蓝海市场,缺乏具备绝对领导力的品牌,甘源以口味研发优势和品牌力发力整合,有望获得广泛市场空间。口味型坚果是目前诸多坚果厂商并未涉足的领域,甘源先行发力口味型坚果市场,将有望在此领域抢占先机。此外,公司计划于下半年推出坚果品类以外的新产品线,同样值得期待。

推荐

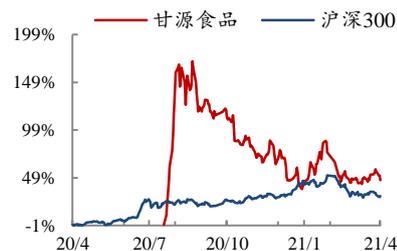
维持评级

当前价格: 81.25 元

交易数据 2021-4-14

近 12 个月最高/最低(元)	151.34/55.81
总股本(百万股)	93
流通股本(百万股)	23
流通股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	76
流通市值(亿元)	19

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 于杰

执业证号: S0100519010004

邮箱: yujie@mszq.com

相关研究

1. 甘源食品(002991):产品推新+渠道扩张+产能投放,持续打造新增增长点
2. 甘源食品(002991)调研简报:新品、渠道、产能三重蓄力,打造新增增长点

渠道层面，甘源渠道下沉空间广阔，散装专柜的铺设也将进一步打开市场空间。甘源是以经销为主，电商为辅的渠道发展路径，线下市场同步进驻现代和流通渠道，袋装和散装大概各占一半线下市场空间。公司目前有 6000 余条定制散装中小柜及 3000 余条 36 缸大型坚果专柜，计划 2021 年继续铺设 5000 条大型专柜。在坚果产品矩阵补充完善的背景下，甘源将具备填充 36 缸专柜的产品实力，并可通过替代销量不高的老品实现坪效提升。市场方面，甘源目前已覆盖一二线城市及 130 余个地级市，仍有 200 余个地级市和广大的县乡市场处于自然发展状态，公司接下来将重点开拓下沉渠道，积极寻求与各地头部经销商的合作。

营销层面，甘源已规划全渠道营销方案，全年将配合新品投放和销售周期进行全面立体的营销传播。2021 年将投入 1 亿资金用于分众和新潮楼宇广告营销，4 月开始已有 35 个城市开始投放，后续将继续增加覆盖城市，预计全年将高频覆盖 6 亿核心客群。同时将在淘宝、京东等主流电商平台和抖音、B 站等短视频平台进行流量购买与精准投放。甘源在线下也将通过袋装集中陈列、散装专柜铺设来着力建设坚果品牌心智。

公司在年报中给出业绩指引，预计 2021 年营业收入同比增长 25%，结合产品、渠道、营销端三重发力，我们预计 2021 年实现这一增长目标的概率极大。

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现收入 15.37/19.44/23.78 亿元，同比+31.1%/+26.5%/+22.3%；实现归母净利润 2.16/2.65/3.29 亿元，同比+20.8%/+22.6%/+23.9%，EPS 分别为 2.32/2.85/3.53 元，对应 PE 分别为 35X/29X/23X。目前休闲食品板块 2021 年预期估值约为 35 倍（Wind 一致预期，算数平均法），公司估值与可比公司平均水平基本一致。考虑到公司在产品创新、渠道扩张所带来的成长空间，仍维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新品推广不及预期、行业竞争加剧、食品质量安全问题。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,172	1,537	1,944	2,378
增长率（%）	5.7%	31.1%	26.5%	22.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	179	216	265	329
增长率（%）	6.7%	20.8%	22.6%	23.9%
每股收益（元）	2.25	2.32	2.85	3.53
PE（现价）	36.1	35.0	28.5	23.0
PB	5.3	4.6	4.0	3.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,172	1,537	1,944	2,378
营业成本	702	922	1,157	1,391
营业税金及附加	13	17	22	27
销售费用	205	282	369	464
管理费用	45	44	58	76
研发费用	7	5	10	13
EBIT	200	266	328	407
财务费用	(2)	(2)	(5)	(11)
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	9	7	8	8
营业利润	242	291	357	443
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	241	291	357	443
所得税	62	75	92	114
净利润	179	216	265	329
归属于母公司净利润	179	216	265	329
EBITDA	236	301	366	450
资产负债表 (百万元)				
货币资金	149	346	704	852
应收账款及票据	9	13	16	20
预付款项	10	12	15	19
存货	89	156	151	219
其他流动资产	5	5	5	5
流动资产合计	1230	1504	1863	2088
长期股权投资	0	7	15	23
固定资产	370	378	450	490
无形资产	100	97	95	93
非流动资产合计	531	583	553	717
资产合计	1760	2087	2415	2805
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	67	99	124	147
其他流动负债	6	6	6	6
流动负债合计	216	326	389	450
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	124	124	124	124
非流动负债合计	124	124	124	124
负债合计	339	450	512	574
股本	93	93	93	93
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1421	1637	1903	2232
负债和股东权益合计	1760	2087	2415	2805

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	5.7%	31.1%	26.5%	22.3%
EBIT 增长率	-6.1%	32.8%	23.3%	24.1%
净利润增长率	6.7%	20.8%	22.6%	23.9%
盈利能力				
毛利率	40.1%	40.0%	40.5%	41.5%
净利润率	15.3%	14.1%	13.7%	13.8%
总资产收益率 ROA	10.2%	10.4%	11.0%	11.7%
净资产收益率 ROE	12.6%	13.2%	14.0%	14.7%
偿债能力				
流动比率	5.7	4.6	4.8	4.6
速动比率	5.3	4.1	4.4	4.2
现金比率	5.2	4.0	4.3	4.0
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	3.0	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	48.1	47.9	47.9	47.9
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	2.3	2.3	2.8	3.5
每股净资产	15.2	17.6	20.4	23.9
每股经营现金流	2.2	3.0	3.8	3.7
每股股利	0.8	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	36.1	35.0	28.5	23.0
PB	5.3	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	30.6	23.6	18.3	14.5
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	179	216	265	329
折旧和摊销	36	35	38	43
营运资金变动	(7)	33	61	(16)
经营活动现金流	204	277	358	348
资本开支	151	80	0	200
投资	(718)	0	0	0
投资活动现金流	(859)	(80)	(0)	(200)
股权募资	855	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	733	0	0	0
现金净流量	79	197	357	148

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。