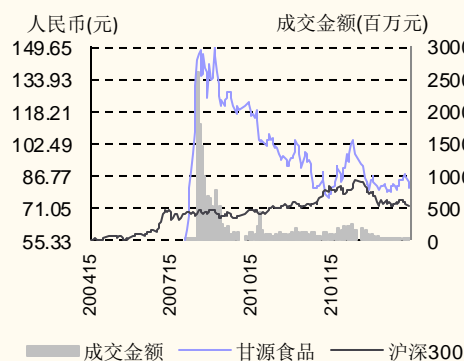


市场价格 (人民币) : 81.25 元

## 新品处于培育期, 静待放量

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	0.93
已上市流通 A 股(亿股)	0.23
总市值(亿元)	75.74
年内股价最高最低(元)	150.06/55.34
沪深 300 指数	4981
深证成指	13738



## 公司基本情况(人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,109	1,172	1,521	1,891	2,250
营业收入增长率	21.69%	5.70%	29.72%	24.34%	18.99%
归母净利润(百万元)	168	179	218	286	360
归母净利润增长率	40.14%	6.71%	21.86%	30.90%	25.92%
摊薄每股收益(元)	2.403	1.923	2.344	3.068	3.863
每股经营性现金流净额	3.37	2.17	3.01	3.65	4.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	33.31%	12.62%	14.08%	16.59%	18.57%
P/E	-	42.61	34.67	26.48	21.03
P/B	-	5.38	4.88	4.39	3.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 4月14日公司发布2020年年度报告, 报告期内实现营业收入11.72亿元, 同比+5.70%; 实现归母净利润1.79亿元, 同比+6.71%; 业绩低于预期。其中, Q4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%; 我们认为Q4业绩下滑主要系2021年春节旺季后移。

## 经营分析

- 新品类驱动力逐步凸显。**青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果(含坚果)/其他系列(含水果麦片)销售额分别同比+14%/-9%/-6%/19%/22%。老三样里面青豌豆的产品活力较强, 瓜子仁、蚕豆稍显疲软; 除老三样外的新品类增速相对较快, 占比提升3.9pct至32.5%, 业绩驱动能力逐步凸显。2020年公司净增经销商125家至1566家; 销售区域分布较均匀, 华东/华中/西南/华北/华南/西北/东北/电商分别占比24%/18%/14%/10%/8%/8%/6%/12%。
- 毛利率下滑, 费用略有提升。**公司2020年毛利率下滑1.52pct至40.08%, 其中Q3/Q4毛利率分别同比-1.99/-2.49pct; 原因在于下半年棕榈油等原材料价格上涨, 此外下半年进行新品导入亦损失部分毛利空间。销售费用提升0.15pct至17.48%, 梯媒广告投放、陈列柜投放大幅增加, 但物流费用、物料消耗亦有所下降, 所以最终小幅提升。管理费率提升0.44pct至3.83%, 主要因上市导致中介咨询费增加。财务费率减少0.14pct至-0.16%, 主要系募集资金增厚利息收入。
- 新品推广稳步推进, 放量可期。**公司不断拓宽自身品类矩阵, 增强产品活力, 2020年上新“好味坚果”、“水果麦片”两大系列。上市募集资金后品牌推广力度增强, 此外加大人才引进、优化销售团队, 结合上新预计2021年持续推进营销工作, 看好公司的优质产品在营销加持下实现放量。

## 投资建议

- 考虑到公司仍处于新品培育期, 费用投放加大, 我们将21-22年归母净利润分别下调11.6%/7.8%。预计21-23年公司归母净利润为2.18/2.86/3.60亿元, 同比+21.9%/30.9%/25.9%, 对应EPS为2.34/3.07/3.86元, 对应PE为35/26/21X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 原材料价格波动; 新品推广不及预期, 食品安全问题, 行业竞争加剧

## 相关报告

- 《甘源食品三季报点评-产品矩阵与渠道下沉同步推进, 盈利能力优秀》, 2020.10.25
- 《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》, 2020.09.08

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人  
liyinqi@gjzq.com.cn

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>911</b>	<b>1,109</b>	<b>1,172</b>	<b>1,521</b>	<b>1,891</b>	<b>2,250</b>	货币资金	121	71	149	132	250	480
增长率		21.7%	5.7%	29.7%	24.3%	19.0%	应收账款	12	16	13	20	23	28
<b>主营业务成本</b>	<b>-542</b>	<b>-648</b>	<b>-702</b>	<b>-892</b>	<b>-1,099</b>	<b>-1,300</b>	存货	72	99	89	120	145	171
%销售收入	59.4%	58.4%	59.9%	58.6%	58.1%	57.8%	其他流动资产	100	245	978	976	979	981
<b>毛利</b>	<b>370</b>	<b>461</b>	<b>470</b>	<b>629</b>	<b>792</b>	<b>950</b>	流动资产	305	431	1,230	1,247	1,397	1,660
%销售收入	40.6%	41.6%	40.1%	41.4%	41.9%	42.2%	%总资产	44.7%	50.0%	73.5%	71.2%	70.6%	73.4%
营业税金及附加	-10	-14	-13	-18	-23	-27	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.1%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	240	293	304	390	465	483
销售费用	-173	-192	-205	-269	-325	-383	%总资产	35.2%	33.9%	18.2%	22.3%	23.5%	21.3%
%销售收入	18.9%	17.3%	17.5%	17.7%	17.2%	17.0%	无形资产	111	111	111	113	116	120
管理费用	-36	-38	-45	-53	-66	-68	非流动资产	378	431	443	504	581	602
%销售收入	3.9%	3.4%	3.8%	3.5%	3.5%	3.0%	%总资产	55.3%	50.0%	26.5%	28.8%	29.4%	26.6%
研发费用	-6	-4	-7	-7	-9	-9	<b>资产总计</b>	<b>683</b>	<b>862</b>	<b>1,672</b>	<b>1,750</b>	<b>1,978</b>	<b>2,262</b>
%销售收入	0.7%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>145</b>	<b>213</b>	<b>200</b>	<b>281</b>	<b>369</b>	<b>464</b>	应付款项	78	115	102	147	165	195
%销售收入	15.9%	19.2%	17.1%	18.5%	19.5%	20.6%	其他流动负债	97	134	114	140	177	215
财务费用	0	0	2	3	4	8	流动负债	175	250	216	286	343	411
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-2	0	0	0	0	其他长期负债	102	108	124	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	8	0	0	0	<b>负债</b>	<b>277</b>	<b>358</b>	<b>339</b>	<b>286</b>	<b>343</b>	<b>411</b>
投资收益	6	6	9	7	8	9	<b>普通股股东权益</b>	<b>406</b>	<b>504</b>	<b>1,333</b>	<b>1,464</b>	<b>1,636</b>	<b>1,852</b>
%税前利润	3.9%	2.6%	3.6%	2.4%	2.1%	1.9%	其中：股本	70	70	93	93	93	93
营业利润	157	226	242	291	381	480	未分配利润	167	248	309	440	612	828
营业利润率	17.2%	20.4%	20.6%	19.2%	20.2%	21.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	-1	-1	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>683</b>	<b>862</b>	<b>1,672</b>	<b>1,750</b>	<b>1,978</b>	<b>2,262</b>
税前利润	161	225	241	291	381	480	<b>比率分析</b>						
利润率	17.7%	20.3%	20.6%	19.2%	20.2%	21.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-41	-57	-62	-73	-95	-120	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.5%	25.5%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.715	2.403	1.923	2.344	3.068	3.863
净利润	120	168	179	218	286	360	每股净资产	5.813	7.214	15.243	16.650	18.490	20.808
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	3.566	3.374	2.171	3.012	3.655	4.624
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>120</b>	<b>168</b>	<b>179</b>	<b>218</b>	<b>286</b>	<b>360</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.937	1.227	1.545
净利率	13.2%	15.1%	15.3%	14.4%	15.1%	16.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	29.50%	33.31%	12.62%	14.08%	16.59%	18.57%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	17.54%	19.49%	10.18%	11.88%	13.84%	15.32%
净利润	120	168	179	218	286	360	投入资本收益率	26.04%	30.68%	10.29%	13.60%	16.07%	17.93%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	29	30	35	32	38	45	主营业务收入增长率	15.72%	21.69%	5.70%	29.72%	24.34%	18.99%
非经营收益	-17	-3	-4	-6	-8	-9	EBIT增长率	81.08%	46.85%	-6.12%	40.47%	31.27%	25.51%
营运资金变动	117	41	-7	36	24	35	净利润增长率	92.96%	40.14%	6.71%	21.86%	30.90%	25.92%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>249</b>	<b>236</b>	<b>202</b>	<b>281</b>	<b>341</b>	<b>431</b>	总资产增长率	36.43%	26.16%	104.21%	4.67%	13.00%	14.36%
资本开支	-164	-76	-151	-120	-116	-66	<b>资产管理能力</b>						
投资	84	-146	-718	0	0	0	应收账款周转天数	3.0	3.1	3.1	3.2	3.0	3.0
其他	6	6	10	7	8	9	存货周转天数	48.9	48.1	48.7	49.0	48.0	48.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-73</b>	<b>-216</b>	<b>-859</b>	<b>-113</b>	<b>-108</b>	<b>-57</b>	应付账款周转天数	36.1	38.7	39.3	45.0	40.0	40.0
股权募资	0	0	855	0	0	0	固定资产周转天数	87.5	91.5	94.7	82.9	75.3	71.0
债权募资	0	0	0	-98	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-60	-70	-122	-87	-114	-144	净负债/股东权益	-29.76%	-61.39%	-78.31%	-70.57%	-70.41%	-74.42%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-60</b>	<b>-70</b>	<b>734</b>	<b>-185</b>	<b>-114</b>	<b>-144</b>	EBIT利息保障倍数	-451.4	-1,217.0	-105.4	-96.8	-93.5	-61.4
<b>现金净流量</b>	<b>117</b>	<b>-50</b>	<b>77</b>	<b>-17</b>	<b>118</b>	<b>230</b>	资产负债率	40.53%	41.49%	19.28%	15.58%	16.58%	17.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402