

甘源食品 (002991)

证券研究报告

2021年04月16日

20年归母净利润同增6.7%，蛰伏期或已过，品类延展及渠道下沉有望带了新一年加速增长

事件：公司2020年实现营业收入11.72亿元，同增5.70%；实现归母净利润1.79亿元，同增6.71%。20Q1-Q4分别实现营收2.43、2.47、3.04、3.79亿元，同比分别变动9%、10%、11%、-2%；归母净利润0.37、0.32、0.55、0.55亿元，同比分别变动8%、55%、15%、-16%。

收入端：①分渠道：经销商模式营收10.00亿元，同增5.35%，占总营收85.33%；电商模式营收1.37亿元，同增4.31%，占总营收11.68%，其中，电商自营业务0.76亿元，占比6.50%，电商平台销售0.61亿，占比5.18%；其他模式营收0.31亿元，同增22.41%，占总营收2.68%。②分产品：青豌豆系列营收3.12亿元，同增14%，占主营业务收入27%；瓜子仁系列营收2.53亿元，同减9%，占主营业务收入22%；蚕豆系列营收2.23亿元，同减6%，占主营业务收入19%；综合果仁及豆果营收2.06亿元，同增19%，占主营业务收入18%；其他营收1.75亿元，同增22%，占主营业务收入15%。

利润端：20年度归母净利润上升6.71%至1.79亿元，净利率15.29%，同增0.15pct。毛利率方面，20年度毛利率40.08%，同减1.52pct，其中青豌豆系列毛利率为46.97%，同减3.07pct；瓜子仁系列毛利率为41.91%，同减2.41pct；蚕豆系列毛利率为42.39%，同减2.87pct；综合果仁及豆果系列毛利率为31.66%，同增5.3pct。

渠道端，公司搭建线下线上融合的全渠道平台。①线下渠道方面，公司终端门店覆盖大卖场、仓储式会员店、超市、连锁店、学校、交通站等多个场景。截至20年底，公司全部经销商数量2438个，较19年净增253个。②线上渠道方面，公司已与天猫、京东、拼多多、唯品会等数十家电商平台合作并深入渗透，2020年，公司持续拓宽线上市场，深耕天猫、京东、拼多多等核心渠道，同时拥抱直播带货等新销售模式，建立与快手、抖音、淘宝等平台头部主播的合作，新成立了社群营销部门。同时，20Q4开始公司借助梯媒广告投放，进一步深化品牌传播。

投资建议：展望21年，公司或到达阶段性拐点，伴随着渠道下沉及品类延展，收入增长有望持续加速。考虑到公司处于扩大渠道建设及新品推广期，我们调整公司2021-2022归母净利润为2.1/2.6亿元(前值为2.8/3.7亿元)，对应PE分别为37x/29x，维持买入评级。

风险提示：经营不及预期、原材料价格波动、渠道建设不及预期、疫情反复风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,109.13	1,172.35	1,463.11	1,827.28	2,279.40
增长率(%)	21.69	5.70	24.80	24.89	24.74
EBITDA(百万元)	249.55	256.16	279.31	356.34	436.53
净利润(百万元)	168.00	179.27	207.01	264.33	326.67
增长率(%)	40.14	6.71	15.47	27.69	23.58
EPS(元/股)	1.80	1.92	2.22	2.84	3.50
市盈率(P/E)	45.08	42.25	36.59	28.65	23.19
市净率(P/B)	15.02	5.33	4.65	4.12	3.53
市销率(P/S)	6.83	6.46	5.18	4.15	3.32
EV/EBITDA	0.00	25.33	22.41	17.11	13.20

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	73.77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)	6,876.53
流通A股市值(百万元)	1,719.14
每股净资产(元)	15.24
资产负债率(%)	19.28
一年内最高/最低(元)	158.76/46.51

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《甘源食品-季报点评:新品类拓展趋势良好，四季度收入有望全面提速》 2020-11-05
- 《甘源食品-半年报点评:20H1归母净利润快速增长，发力供应链优化+深挖营销渠道价值，新品上线在即》 2020-09-03
- 《甘源食品-首次覆盖报告:五谷小吃极客爆品，渠道迭代+品类拓展助推健康休闲双轮驱动》 2020-08-05

1. 事件

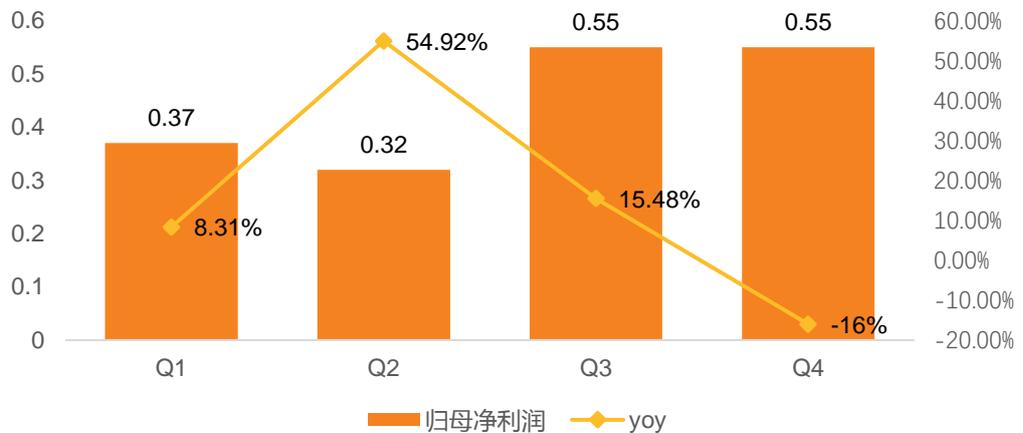
公司 2020 年实现营业收入 11.72 亿元,同增 5.70%;实现归母净利润 1.79 亿元,同增 6.71%。20Q1-Q4 分别实现营收 2.43、2.47、3.04、3.79 亿元,同比分别变动 9%、10%、11%、-2%;归母净利润 0.37、0.32、0.55、0.55 亿元,同比分别变动 8%、55%、15%、-16%。

图 1: 营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 归母净利润 (单位: 亿元)



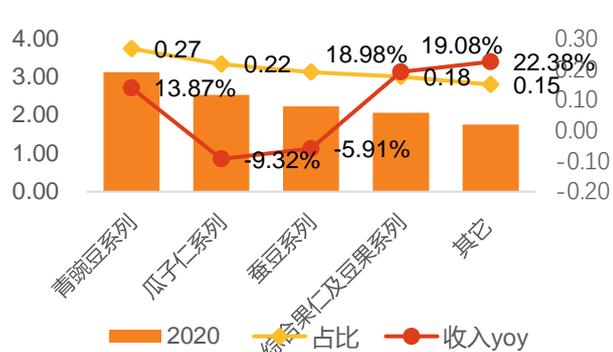
资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 收入端

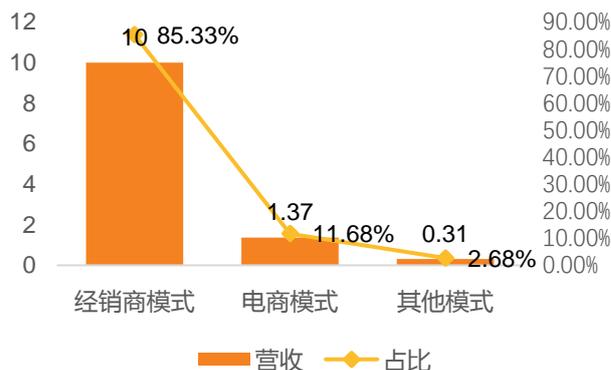
收入端: ①分渠道: 经销商模式营收 10.00 亿元,同增 5.35%, 占总营收 85.33%; 电商模式营收 1.37 亿元,同增 4.31%, 占总营收 11.68%, 其中, 电商自营业务 0.76 亿元, 占比 6.50%, 电商平台销售 0.61 亿, 占比 5.18%; 其他模式营收 0.31 亿元,同增 22.41%, 占总营收 2.68%。②分产品: 青豌豆系列营收 3.12 亿元,同增 14%, 占主营业务收入 27%; 瓜子仁系列营收 2.53 亿元,同减 9%, 占主营业务收入 22%; 蚕豆系列营收 2.23 亿元,同减 6%, 占主营业务收入 19%; 综合果仁及豆果营收 2.06 亿元,同增 19%, 占主营业务收入 18%; 其他营收 1.75 亿元,同增 22%, 占主营业务收入 15%。

图 3: 分产品营收及其收入占比 (单位: 亿元)

图 4: 分渠道营收及其占比 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

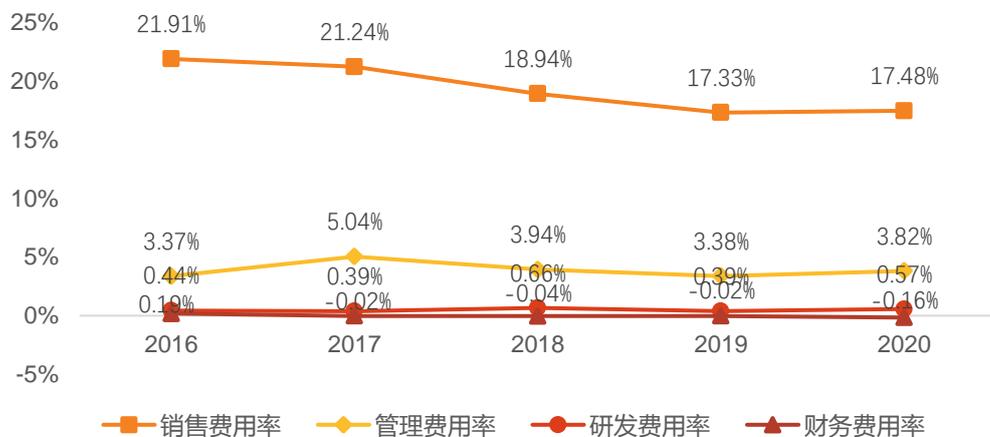


资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 费用端

①销售费用率: 公司 2020 销售费用为 2.05 亿元, 同增 6.60%, 销售费用率为 17.48%, 同增 0.15pct。销售费用的增加主要由于举办经销商会议, 以及四季度增加梯媒广告投放所致。
 ②管理费用率: 公司 2020 管理费用为 0.45 亿元, 同增 19.29%, 管理费用率为 3.82%, 同增 0.44pct, 主要由于工资及上市费用增加。
 ③财务费用率: 公司 2020 财务费用为 -0.02 亿元, 财务费用率 -0.16%, 同比下降 0.14pct。

图 5: 费用率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

4. 利润端

利润端: 20 年度归母净利润上升 6.71%至 1.79 亿元, 净利率 15.29%, 同增 0.15pct。毛利率方面, 20 年度毛利率 40.08%, 同减 1.52pct, 其中青豌豆系列毛利率为 46.97%, 同减 3.07pct; 瓜子仁系列毛利率为 41.91%, 同减 2.41pct; 蚕豆系列毛利率为 42.39%, 同减 2.87pct; 综合果仁及豆类系列毛利率为 31.66%, 同增 5.3pct。

图 6: 公司分季度归母净利润及其变动 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 产品端

产品端, 2020 年公司在籽类领域拓展新口味, 同时新推出“好味坚果”“水果麦片”两大系列产品, 精选品类深耕拓展构建产品生态矩阵, 产品力构建公司品类拓展基石。目前新产品培育进度稳健。

6. 渠道端

渠道端, 公司搭建线下线上融合的全渠道平台。①线下渠道方面, 公司终端门店覆盖大卖场、仓储式会员店、超市、连锁店、学校、交通站等多个场景。截至 20 年底, 公司全部经销商数量 2438 个, 较 19 年净增 253 个。②线上渠道方面, 公司已与天猫、京东、拼多多、唯品会等数十家电商平台合作并深入渗透, 2020 年, 公司持续拓宽线上市场, 深耕天猫、京东、拼多多等核心渠道, 同时拥抱直播带货等新销售模式, 建立与快手、抖音、淘宝等平台头部主播的合作, 新成立了社群营销部门。同时, 20Q4 开始公司借助梯媒广告投放, 进一步深化品牌传播。

7. 投资建议

展望 21 年, 公司或到达阶段性拐点, 伴随着渠道下沉及品类延展, 收入增长有望持续加速。考虑到公司处于扩大渠道建设及新品推广期, 我们调整公司 2021-2022 归母净利润为 2.1/2.6 亿元(前值为 2.8/3.7 亿元), 对应 PE 分别为 37x/29x, 维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	71.22	149.09	317.70	482.23	820.81
应收票据及应收账款	11.12	8.62	15.86	15.05	23.31
预付账款	6.67	10.12	16.66	11.67	24.62
存货	98.64	88.88	171.92	122.99	245.70
其他	243.20	972.92	1,003.61	982.72	991.73
流动资产合计	430.85	1,229.63	1,525.76	1,614.65	2,106.16
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	278.19	304.11	346.47	393.77	431.02
在建工程	14.43	88.08	88.85	101.31	90.79
无形资产	100.51	99.69	97.28	94.87	92.46
其他	38.06	38.89	33.81	29.54	27.60
非流动资产合计	431.20	530.78	566.42	619.49	641.87
资产总计	862.05	1,760.41	2,092.18	2,234.14	2,748.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	84.10	67.17	114.11	113.59	171.00
其他	165.46	148.60	238.90	166.25	315.52
流动负债合计	249.56	215.77	353.01	279.83	486.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	108.14	123.70	111.23	114.36	116.43
非流动负债合计	108.14	123.70	111.23	114.36	116.43
负债合计	357.70	339.48	464.24	394.19	602.95
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	69.91	93.22	93.22	93.22	93.22
资本公积	144.54	958.27	958.27	958.27	958.27
留存收益	434.45	1,327.71	1,534.72	1,746.74	2,051.85
其他	(144.54)	(958.27)	(958.27)	(958.27)	(958.27)
股东权益合计	504.36	1,420.93	1,627.94	1,839.96	2,145.07
负债和股东权益总计	862.05	1,760.41	2,092.18	2,234.14	2,748.03

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	168.00	179.27	207.01	264.33	326.67
折旧摊销	28.32	35.53	19.28	22.66	25.68
财务费用	(0.10)	(0.09)	(4.06)	(6.95)	(11.33)
投资损失	(5.93)	(8.77)	(7.02)	(7.24)	(7.68)
营运资金变动	130.71	61.15	2.32	9.85	57.78
其它	(84.36)	(63.84)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	236.64	203.26	217.53	282.64	391.13
资本支出	68.94	114.29	72.48	76.87	47.93
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(285.29)	(973.20)	(125.46)	(149.63)	(90.25)
投资活动现金流	(216.35)	(858.91)	(52.98)	(72.76)	(42.32)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.18	838.94	4.06	6.95	11.33
其他	(70.28)	(105.50)	0.00	(52.31)	(21.55)
筹资活动现金流	(70.11)	733.44	4.06	(45.36)	(10.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(49.81)	77.79	168.61	164.52	338.58

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,109.13	1,172.35	1,463.11	1,827.28	2,279.40
营业成本	647.73	702.44	869.34	1,073.89	1,342.57
营业税金及附加	13.98	13.26	16.96	21.63	26.39
营业费用	192.21	204.90	262.13	330.77	411.20
管理费用	37.53	44.77	54.34	66.49	84.88
研发费用	4.30	6.66	6.99	8.74	11.58
财务费用	(0.18)	(1.90)	(4.06)	(6.95)	(11.33)
资产减值损失	(1.53)	(0.86)	0.34	(0.68)	(0.40)
公允价值变动收益	1.00	8.43	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.93	8.77	7.02	7.24	7.68
其他	(17.83)	(55.99)	(26.98)	(29.05)	(32.18)
营业利润	225.99	241.86	277.03	355.21	439.00
营业外收入	0.21	0.50	1.79	0.83	1.04
营业外支出	0.78	1.07	0.74	0.86	0.89
利润总额	225.42	241.29	278.08	355.18	439.15
所得税	57.42	62.02	71.07	90.85	112.48
净利润	168.00	179.27	207.01	264.33	326.67
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	168.00	179.27	207.01	264.33	326.67
每股收益(元)	1.80	1.92	2.22	2.84	3.50

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	21.69%	5.70%	24.80%	24.89%	24.74%
营业利润	44.29%	7.03%	14.54%	28.22%	23.59%
归属于母公司净利润	40.14%	6.71%	15.47%	27.69%	23.58%
获利能力					
毛利率	41.60%	40.08%	40.58%	41.23%	41.10%
净利率	15.15%	15.29%	14.15%	14.47%	14.33%
ROE	33.31%	12.62%	12.72%	14.37%	15.23%
ROIC	67.61%	113.80%	75.44%	82.85%	87.26%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41.49%	19.28%	22.19%	17.64%	21.94%
净负债率	-14.12%	-10.49%	-19.52%	-26.21%	-38.26%
流动比率	1.73	5.70	4.32	5.77	4.33
速动比率	1.33	5.29	3.84	5.33	3.82
营运能力					
应收账款周转率	116.43	118.80	119.54	118.24	118.86
存货周转率	12.99	12.50	11.22	12.39	12.37
总资产周转率	1.44	0.89	0.76	0.84	0.92
每股指标(元)					
每股收益	1.80	1.92	2.22	2.84	3.50
每股经营现金流	2.54	2.18	2.33	3.03	4.20
每股净资产	5.41	15.24	17.46	19.74	23.01
估值比率					
市盈率	45.08	42.25	36.59	28.65	23.19
市净率	15.02	5.33	4.65	4.12	3.53
EV/EBITDA	0.00	25.33	22.41	17.11	13.20
EV/EBIT	0.00	28.83	24.07	18.28	14.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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