甘源食品（002991）

公司研究/点评报告

产品推新+渠道拓张+营销推广推动收入端显著提速

—甘源食品（002991）2021 年一季报点评

点评报告/食品饮料　　2021 年 04 月 27 日

一、事件概述

4 月 26 日公司发布 2021 年一季报，报告期内公司实现营业收入 3.38 亿元，同比+38.84%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比+12.46%；基本 EPS 为 0.44 元。

二、分析与判断

➢ 产品推新+渠道拓张，推动收入高速增长

2021 年一季度公司实现营业收入 3.38 亿元，同比+38.84%，一季度营收端受益于：（1）春节后置节庆备货延后至一季度以及“就地过年”政策推动，居家消费场景增加，进一步推升零食和坚果等年货消费。（2）产品端，在老三样稳固优势的基础上，公司于 20H2 继续开拓了新三样（花生、蚕豆、虾条豆果）及口味型坚果新品，预期新品在一季度也贡献部分收入增量。（2）渠道端，甘源线上线下同步发力，袋装散装市场同步进驻，散装渠道目前已拥有约 5700 余个大型坚果专柜及 3000 余个定制散装专柜，今年计划继续拓展 5000 余个专柜，渠道拓张也将带来一部分增量空间。

➢ 销售费用投放力度加大有利于长期品牌建设，老品提价带来未来利润空间

21Q1 公司实现归母净利润 0.41 亿元，同比+12.46%，利润增速慢于收入增速，主因：（1）公司加大营销投入，重点覆盖梯媒广告投放，短期看营销费用增加拖累利润表现，但长期有助于品牌形象提升，加深品牌认知度和复购率。（2）产品上新初期，为配合终端动销，以低毛利进入市场，短期内将拉低公司整体毛利率，但随着规模放量，产品力逐渐形成，公司将通过提价形式带动毛利率重回高位水平。

毛利率：21Q1 公司毛利率 39.22%，同比-0.10ppt，在新品上新初期，毛利率整体保持平稳水平，预计一方面低毛利率的新品占比不高，对整体毛利率影响有限，另一方面老品毛利率持续提升，对整体毛利率起到一定稳定作用。公司于 3 月调整产品售价，但 3 月涨价部分以返利形式返还经销商，4 月全面提价，对老品整体提升出厂价 12%，预计将有效支撑今年剩余时间毛利率。**期间费用率：**21Q1 公司期间费用率为 24.57%，同比+4.22ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.52%/3.45%/0.75%/-0.15%，分别同比+4.20ppt/-0.09ppt/+0.22ppt/-0.10ppt，销售费用率的提升主因公司加大了品牌营销投放力度，研发费用率的提升主因公司加大研发支持力度，为后续新品储备做准备。**净利率：**21Q1 净利率 12.18%，同比-2.86ppt，主要受销售费用率增长拖累利润表现，预计在 21Q2 公司提价动作真正兑现后，有望较好对冲成本上涨压力，带动毛利率重回上行通道。

➢ 产品矩阵完善+渠道市场下沉+营销推广落地，未来业绩可期

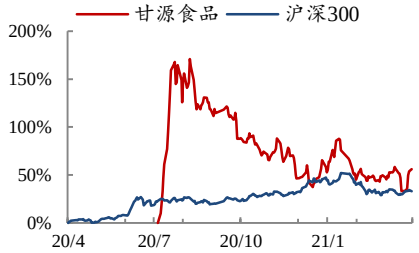
产品层面，甘源产品策略集中于坚果领域，以极致小单品策略围绕坚果小品类打造多款爆品口味。公司目前正复制研发优势，由老三样外延出新三样和口味型坚果。袋装方面已于 20H2 推出 4 个花生 SKU 及 7 个坚果 SKU，今年 4 月继续推出 8 个花生新品和 5 个坚果新品，持续完善产品矩阵。散装方面将继续新增籽坚果产品，包括花生、蚕豆等新品，预计将于今年 8 月推出西瓜子、南瓜子、葵瓜子等新品。甘源以自身品牌力与研发实力为背书做坚果系列横向扩张，随着产品矩阵丰富，期待在坚果领域有更出众表现。**渠道层面，**甘源渠道下沉空间广阔，散装专柜的铺设也将进一步打开市场空间。市场方面，甘源目前已覆盖一二线城市及 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。渠道方面，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。

推荐　维持评级

当前价格：　86.42 元

交易数据	2021-4-26
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）	81
流通市值（亿元）	20

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）2020 年报点评：产品矩阵完善+渠道营销配合，带来未来增量空间

2.甘源食品(002991):产品推新+渠道扩张+产能投放，持续打造新增长点

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。

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 37X/30X/25X。目前休闲食品板块 2021 年预期估值约为 38 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相当。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）	38.4	37.2	30.3	24.5
PB	5.7	4.9	4.2	3.6

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）	2020	2021E	2022E	2023E
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	2089
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	2806
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	2806

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	38.4	37.2	30.3	24.5
PB	5.7	4.9	4.2	3.6
EV/EBITDA	32.6	25.2	19.6	15.5
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
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	358	148

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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。