

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

甘源食品 (002991)

投资评级

上次评级

马铮 食品饮料研究员
执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

全面调整，业绩有望加速

2021年04月29日

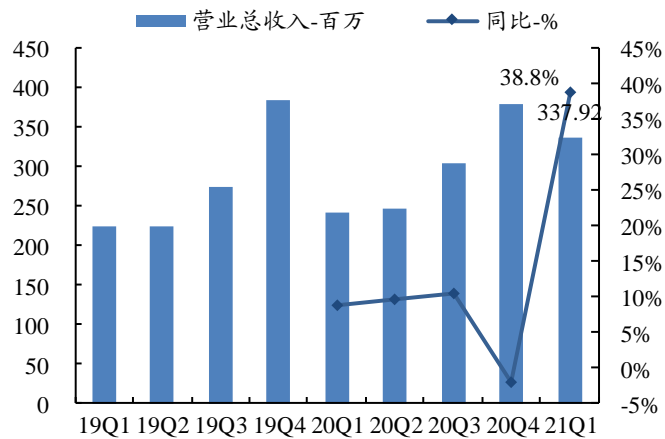
事件: 公司于2021年4月26日发布2021年一季报, 2021年Q1公司实现营业收入3.38亿元, 同比增长38.84%; 实现归母净利润4115万元, 同比增长12.46%。

点评:

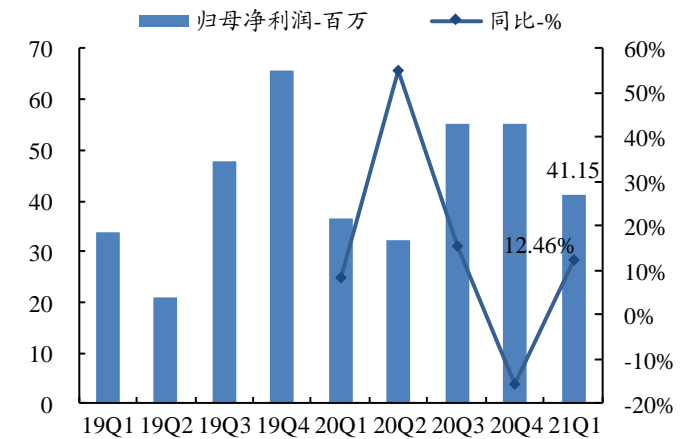
- **21年Q1营收高增长, 利润增速较低系销售费用投放多所致。**公司21年Q1单季度实现营业收入3.38亿元, 同比增加38.84%, 主要系春节延后叠加礼包、家庭装和大包装的推出, 20Q4+21Q1合计营收同比增长13.87%, 21年Q1单季度实现归母净利润4115万元, 同比增长12.46%, 增速不及营收增长主要系销售费用提升较多。20年整体公司处于调整期, 产品端进行了口味调整和升级, 并且在渠道终端调整产品展示, 突出表现好的产品, 人员端引进优秀的销售人员, 并且推出了坚果麦片等新品, 整体来看, 公司单季度同比增长有加速趋势(平滑春节的影响, 合并计算21Q1和20Q4营收)。
- **老品涨价预计对后续毛利率起到推动作用, 21年Q1销售费用率提升多利于提升品牌知名度。**21年Q1毛利率同比降低0.1pct至39.22%, 目前棕榈油处于相对高位, 其他原材料成本相对2020年较为稳定, 公司今年提出对老品进行涨价, 预计涨价将在Q2落实到位, 有望对毛利率起到推动作用。21年Q1实现净利率12.18%, 同比降低2.86pct, 主要系销售费用率提升较多。21年Q1销售费用率提升4.2pct至20.52%, 主要系电梯等广告投放和促销加大, 长远来看, 有望沉淀品牌价值。管理费用率降低0.09pct至3.46%, 管理端公司整体发生了一些变化, 包括4月将电商中心迁到杭州, 在人员组织上进一步进行调整等。
- **看好公司经过20年调整后的加速发展。**展望未来, 生产端安阳工厂计划在6月份投产, 预计进一步提升公司产品的全国供应效率, 产品端经过20年的调整, 产品品类进一步丰富, 新三样逐步放量可期, 终端专柜陈列效率有望提升, 渠道端加强线上线下渠道建设, 目前散装渠道拥有8700余个专柜, 今年计划拓展5000余个。看好公司在老品提价+推出新品+渠道扩张下带来的业绩加速发展。
- **盈利预测与投资评级:** 公司主营产品豆类炒货目前行业集中度低, 公司在产品端具备优势, 通过新品推出丰富品类、推出专柜加速渠道开拓、广告投放提升品牌知名度、加强电商渠道建设等调整, 公司后续业绩有望加速发展。预计公司21-23年实现营收14.92/18.34/22.47亿元, 同比增长27.23%/22.99%/22.46%; 预计21-23年EPS为2.40/2.94/3.60。
- **风险因素:** 专柜投放不及预期、新品销售不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,109	1,172	1,492	1,834	2,247
增长率 YoY %	21.7%	5.7%	27.2%	23.0%	22.5%
归属母公司净利润 (百万元)	168	179	223	274	336
增长率 YoY%	40.1%	6.7%	24.6%	22.7%	22.5%
毛利率%	41.6%	40.1%	41.5%	42.3%	43.0%
净资产收益率ROE%	33.3%	12.6%	13.6%	14.4%	15.2%
EPS(摊薄)(元)	1.80	1.92	2.40	2.94	3.60
市盈率 P/E(倍)	0.00	40.40	32.42	26.43	21.58
市净率 P/B(倍)	0.00	5.10	4.41	3.81	3.29

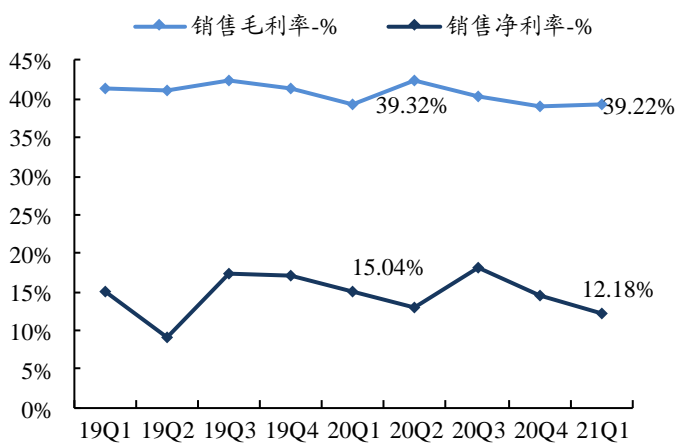
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 04 月 28 日收盘价

图 1：公司季度同比增长有加速趋势


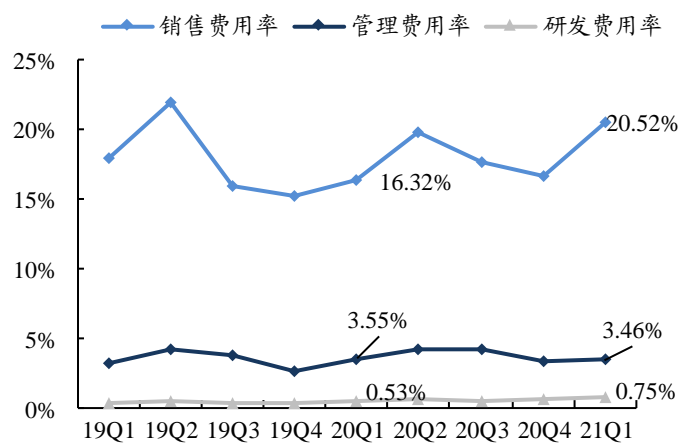
数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：平滑春节影响，合并看待 20Q4 和 21 年 Q1 的营收

图 2：21 年 Q1 单季度归母净利润同比增长 12.46%


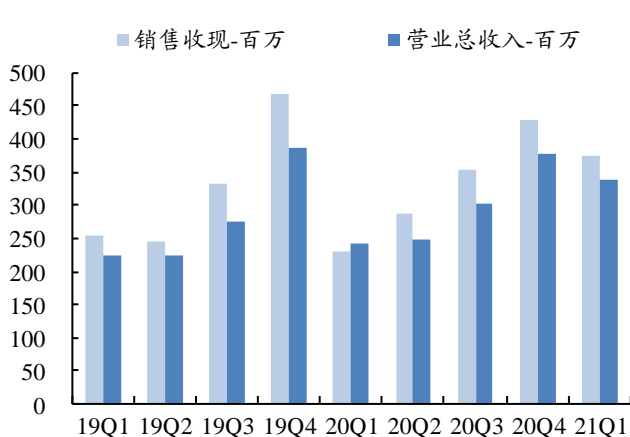
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：毛利率同比保持相对平稳


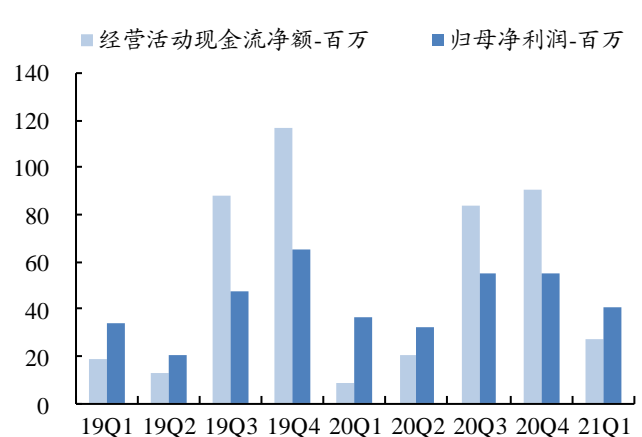
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：广告和促销投放多推动销售费用率提升 4.2pct


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：销售收现和营业收入相匹配


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：21 年 Q1 净现金流表现良好


数据来源：Wind，信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	431	1,230	1,387	1,554	1,760	
货币资金	71	149	279	416	586	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	11	9	11	13	17	
预付账款	7	10	13	15	18	
存货	99	89	110	134	162	
其他	243	973	974	976	977	
非流动资产	431	531	646	794	960	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	278	304	393	513	646	
无形资产	101	100	126	153	186	
其他	52	127	127	127	127	
资产总计	862	1,760	2,033	2,348	2,720	
流动负债	250	216	268	324	392	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	84	67	83	101	122	
其他	165	149	184	223	270	
非流动负债	108	124	124	124	124	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	108	124	124	124	124	
负债合计	358	339	392	448	516	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	504	1,421	1,641	1,900	2,204	
负债和股东权益	862	1,760	2,033	2,348	2,720	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,109	1,172	1,492	1,834	2,247	
同比	21.7%	5.7%	27.2%	23.0%	22.5%	
归属母公司净利润	168	179	223	274	336	
同比	40.1%	6.7%	24.6%	22.7%	22.5%	
毛利率(%)	41.6%	40.1%	41.5%	42.3%	43.0%	
ROE%	33.3%	12.6%	13.6%	14.4%	15.2%	
EPS(摊薄)(元)	1.80	1.92	2.40	2.94	3.60	
P/E	0.00	40.40	32.42	26.43	21.58	
P/B	0.00	5.10	4.41	3.81	3.29	
EV/EBITDA	-0.29	30.08	23.21	18.25	14.34	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,109	1,172	1,492	1,834	2,247	
营业成本	648	702	873	1,059	1,280	
营业税金及附加	14	13	16	18	21	
销售费用	192	205	268	334	416	
管理费用	38	45	61	83	106	
研发费用	4	7	8	10	13	
财务费用	0	-2	-4	-6	-9	
减值损失合	-2	-1	0	0	0	
投资净收益	6	9	9	9	9	
其他	8	32	23	23	23	
营业利润	226	242	300	368	451	
营业外收支	-1	-1	0	0	0	
利润总额	225	241	301	369	452	
所得税	57	62	77	95	116	
净利润	168	179	223	274	336	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	168	179	223	274	336	
EBITDA	242	236	300	374	464	
EPS(当	1.80	1.92	2.40	2.94	3.60	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	237	203	274	335	411	
净利润	168	179	223	274	336	
折旧摊销	28	36	35	43	53	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-6	-9	-9	-9	-9	
营运资金变	41	-7	24	27	32	
其它	6	5	0	0	0	
投资活动现金流	-216	-859	-88	-129	-157	
资本支出	-76	-151	-97	-138	-166	
长期投资	-146	-718	0	0	0	
其他	6	10	9	9	9	
筹资活动现金流	-70	733	-56	-69	-84	
吸收投资	0	855	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或	-70	-100	-56	-69	-84	
现金净增加额	-50	78	130	137	170	

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020年11月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hangjiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。