

甘源食品 (002991)

公司研究/点评报告

多重因素拖累短期业绩，组合动作打开长期改善空间

—甘源食品 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 08 月 10 日

一、事件概述

8 月 9 日，公司发布 2021 年半年报，报告期内公司实现营业收入 5.44 亿元，同比 +10.92%；实现归母净利润 0.37 亿元，同比 -46.16%；基本 EPS 为 0.40 元。

二、分析与判断

➤ 多因素冲击致 21H1 收入增长放缓，新品成功放量带来长期业绩看点

21H1 公司实现营收 5.44 亿元，同比 +10.92%，折合 21Q2 单季度实现营收 2.06 亿元，同比 -16.61%。Q2 业绩同比下滑，主因：(1) 社区团购冲击线下 KA 渠道；(2) 21Q2 公司对核心产品进行提价，渠道备货动作被短期压制。对于社区团购，我们认为短期其对传统渠道压力仍存，但社区团购高度依赖平台补贴，属于零和博弈，长期发展态势有待时间检验，而龙头企业在品牌、产品、渠道等方面深耕所积累的优势才是长远发展基础。甘源也积极迎接社区团购新机遇，于 2020 年 9 月成立社区营销部，加大中转仓及前置仓建设，开拓团购业务。

分产品看，21H1 青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果/其他系列分别实现收入 1.42/1.06/0.93/1.10/0.92 亿元，分别同比 +5.63%/-4.43%/-6.73%/+48.61%/+30.11%，综合果仁及豆果高速增长来源于公司新推的坚果系列放量，其他系列快速增长主要来自于麦片及花生新品放量，瓜子仁与蚕豆收入稍有缩减主因公司主动精简部分瓜子仁与蚕豆的口味与散装缸位。**分渠道看**，经销/电商/直营和受托加工分别实现收入 4.37/0.87/0.17 亿元，分别同比 +7.63%/+27.87%/+22.13%。区域市场层面，华东/华中/西南/华北四大区域合计占比 61.62%，为公司优势区域，未来公司也将加大其余区域市场布局力度。考虑到公司在原有老三样（青豌豆、瓜子仁、蚕豆）基础上积极开拓新三样（花生、兰花豆、虾条豆果）及口味型坚果，复制口味研发优势和渠道优势，并进驻更加广阔的品类空间；渠道端着力开拓弱势区域，加大店中岛布局；叠加公司积极树立品牌形象，均有望带来未来业绩增长基础。

➤ 新品上市+产品结构改变拉低整体毛利率，梯媒广告投放短期推升销售费用率
归母净利润：21H1 公司实现归母净利润 0.37 亿元，同比 -46.16%，折合 21Q2 实现归母净利润 -0.04 亿元，同比 -112.85%，主因公司加大营销推广力度，重点覆盖梯媒等广告投放，21Q2 投入广告及咨询费用 1633.85 万元，同比 +548.45%，虽短期内拖累利润表现，但着力打造品牌形象，加深用户认知和产品复购，利好长期发展。

毛利率：21H1 公司毛利率 37.16%，同比 -3.65ppt，单 Q2 毛利率 33.78%，同比 -8.51ppt。分产品看，21H1 青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果/其他系列毛利率分别为 45.51%/39.51%/43.30%/30.17%/22.47%，综合果仁、其他系列毛利率低于公司平均水平，为新品投放初期以低毛利率进驻市场，而新品规模大幅增长拉低整体毛利率，预期新品在形成一定产品力基础上，公司将逐步减少以拉升毛利水平。同时，公司 21Q2 对老品提价 12%，但 21Q2 提价动作存在过渡期，因此提价动作对毛利率的提振未能体现，预计 21H2 将有所体现。

期间费用率：21H1 期间费用率为 29.14%，同比 +6.68ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.08%/4.97%/1.07%/-0.98%，分别同比 +6.03ppt/+1.11ppt/+0.48ppt/-0.95ppt，销售费用率的增长主要来自于公司开拓电商直播业务，增加直播费用，并加大商超促销及梯媒广告投放力度。研发费用率的增长主因公司加大新品研发力度，为后续新品做准备。

推荐

维持评级

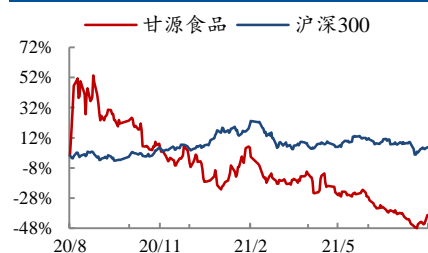
当前价格：58.74 元

交易数据

2021-8-9

近 12 个月最高/最低(元)	151.34/50.25
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)	55
流通市值(亿元)	14

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) 2021 年一季报点评：产品推新+渠道扩张+营销推广推动收入端显著提速
2. 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

➤ 新品持续跟进，渠道积极拓张，共同打开量增空间

产品端，甘源以极致小单品策略出发，高度聚焦于籽坚果领域，建立了突出产品优势，并从籽坚果延伸向树坚果，从老三样外延拓张向新三样及口味型坚果，形成完备产品矩阵。目前花生品类仍是蓝海市场，口味型坚果是诸多坚果品牌并未涉足的领域，甘源以自身口味研发优势为基础发力整合花生及口味型坚果市场，预期将在此领域抢占先机。同时公司已储备南瓜子、西瓜子等带壳籽坚果新品，预期将于今年8月推出，并计划于今年年底推出坚果以外的全新产品线，值得期待。

渠道端，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。散装方面2020年末已有8700余条散装专柜，计划于2021年继续铺设5000余条36缸大型专柜。在花生及坚果矩阵完善的背景下，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。并且将于年底针对新产品线推出第二条散装专柜，形成KA双专柜模式。同时，公司21Q2对核心品类的提价动作对渠道利润也略有改善，虽短期对销售产生了一定的负面拖累，但利好长远。

营销端，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。重点投放梯媒广告，深度覆盖公司核心客群，4月开始已有35个城市开始投放，后续将持续增加覆盖城市。同时线下终端也将通过袋装集中陈列、散装专柜铺设来着力建立坚果品牌心智。

三、投资建议

结合公司上半年业绩表现，我们调整此前盈利预测，预计2021-2023年公司实现收入13.26/16.65/20.07亿元，同比+13.1%/+25.5%/+20.6%；实现归母净利润1.71/2.25/2.80亿元，同比-4.9%/+31.9%/+24.7%，EPS分别为1.83/2.41/3.01元，对应PE分别为32X/24X/20X。目前休闲食品板块2021年预期估值约为31倍（Wind一致预期，算术平均法），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、渠道扩张不及预期、食品安全问题等。

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	1,326	1,665	2,007
增长率（%）	5.7%	13.1%	25.5%	20.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	179	171	225	280
增长率（%）	6.7%	-4.9%	31.9%	24.7%
每股收益（元）	1.92	1.83	2.41	3.01
PE（现价）	30.5	32.1	24.3	19.5
PB	3.9	3.4	3.0	2.6

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	1,326	1,665	2,007
营业成本	702	791	992	1,181
营业税金及附加	13	15	19	23
销售费用	205	252	308	375
管理费用	45	53	58	70
研发费用	7	11	13	14
EBIT	200	204	274	344
财务费用	(2)	(2)	(5)	(9)
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	9	7	8	8
营业利润	242	229	303	378
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	241	230	303	378
所得税	62	59	78	97
净利润	179	171	225	280
归属于母公司净利润	179	171	225	280
EBITDA	236	239	312	387
资产负债表 (百万元)				
货币资金	149	304	583	712
应收账款及票据	9	11	14	17
预付款项	10	11	13	16
存货	89	122	142	172
其他流动资产	5	5	5	5
流动资产合计	1230	1421	1728	1892
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	2004	2281	2609
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	67	85	106	124
其他流动负债	6	6	6	6
流动负债合计	216	289	341	389
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	412	464	513
股本	93	93	93	93
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1421	1592	1816	2097
负债和股东权益合计	1760	2004	2281	2609

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%	13.1%	25.5%	20.6%
EBIT 增长率	-6.1%	2.0%	34.2%	25.5%
净利润增长率	6.7%	-4.9%	31.9%	24.7%
盈利能力				
毛利率	40.1%	40.3%	40.4%	41.2%
净利润率	15.3%	12.9%	13.5%	14.0%
总资产收益率 ROA	10.2%	8.5%	9.9%	10.7%
净资产收益率 ROE	12.6%	10.7%	12.4%	13.4%
偿债能力				
流动比率	5.7	4.9	5.1	4.9
速动比率	5.3	4.5	4.7	4.4
现金比率	5.2	4.4	4.5	4.3
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	0.7	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.9	1.8	2.4	3.0
每股净资产	15.2	17.1	19.5	22.5
每股经营现金流	2.2	2.5	3.0	3.5
每股股利	0.8	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	30.5	32.1	24.3	19.5
PB	3.9	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	22.0	20.7	15.0	11.9
股息收益率	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	179	171	225	280
折旧和摊销	36	35	38	43
营运资金变动	(7)	37	24	13
经营活动现金流	204	234	279	329
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	155	279	129

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。