

甘源食品 (002991)

证券研究报告

2021年08月10日

原材料成本&推广费用&人才引进&渠道调整成本等集中在 21Q2 体现致业绩下滑, 调整期品类延展及渠道扩张下沉值得关注

事件: 公司发布 21 年中报。公司 21H1 实现营业收入 5.44 亿元, 同增 10.92%; 实现归母净利润 0.37 亿元, 同减 46.16%, 实现扣非归母净利润 0.27 亿元, 同减 56.90%。

多方面因素致上半年业绩下滑。 公司 2021 年 Q1、Q2 营业收入分别为 3.4 亿元、2.1 亿元, 同比分别变动+38.8%、-16.6%; 对应归母净利润分别为 0.41 亿元、-413 万元, 同比分别变动 12.5%、-112.9%。公司二季度业绩有所下降, 我们认为主要由于: 1) 成原材料成本上升, 2021 年棕榈油采购价格同比涨幅达 43.31%; 2) 费用投放结果不及预期。一方面上半年公司加大了促销推广, 费用增加约 1600 万, 一方面公司上半年新引进人才, 对现有人员结构优化调整, 带来人力成本增加约 800 万; 3) 公司产品提价结果不及预期; 4) 社区团购对商超渠道人流量带来影响进而对公司商超渠道销售带来冲击。

收入端, 商超渠道增速放缓, 新品拓展稳步进行。 公司 21H1 实现营业收入 5.44 亿元, 同增 10.92%, 其中按销售模式拆分, 经销模式营收 4.37 亿元, 同增 7.6%, 占营收比 80.42%; 电商模式 0.87 亿元, 同增 27.9%, 占营收比 16.05%; 其他模式 0.17 亿元, 同增 22.1%, 占营收比 3.17%。受社区团购冲击, 公司商超渠道营收增长放缓, 同时产品方面公司上半年加大了新品投放, 蚕豆等老产品占比均有所下滑。

毛利率方面, 原材料成本上涨影响明显。 公司 21H1 综合毛利率为 37.16%, 同减 3.66pct, 其中 Q1、Q2 毛利率分别为 39.22%、33.78%, 同比分别变动 -0.1pct、-8.51pct。公司 Q2 毛利率下滑明显, 主要或由于 2021 年棕榈油原材料采购价格同比涨幅达 43.31%。

成本端, 公司期间费用率 (不含研发费用) 28.07%, 同增 6.20pct。 21Q1、21Q2 期间费用率分别为 24.57%、36.63%。其中, 销售费用 1.31 亿元, 同增 48.01%, 销售费用率 24.08%, 同增 6.03pct, 主要由于电商直播、梯媒等费用投放增加; 管理费用 0.27 亿元, 同增 43.02%, 管理费用率 4.97%, 同增 1.11pct, 主要由于组织调整及优化产生的人员招聘费用增加; 财务费用 -533 万元, 对应财务费用率-0.98%。

投资建议: 公司当前处于调整期, 未来随着渠道进一步下沉, 费用投放效率提升, 产品矩阵不断形成, 公司后续收入利润有望步入上升通道。我们调整公司 2021-2022 归母净利润为 1.7/2.2 亿元 (前值为 2.1/2.6 亿元), 对应 PE 分别为 33x/25x。目前公司处于调整期, 调整至“持有”评级。

风险提示: 产品推广不及预期; 营收增长不及预期; 线上新电商业拓展不及预期; 食品安全风险

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	1,315.38	1,563.99	1,923.70
增长率(%)	21.69	5.70	12.20	18.90	23.00
EBITDA(百万元)	249.55	256.16	227.65	294.86	358.68
净利润(百万元)	168.00	179.27	168.25	217.55	266.61
增长率(%)	40.14	6.71	(6.15)	29.30	22.55
EPS(元/股)	1.80	1.92	1.80	2.33	2.86
市盈率(P/E)	32.59	30.54	32.54	25.17	20.54
市净率(P/B)	10.86	3.85	3.45	3.16	2.83
市销率(P/S)	4.94	4.67	4.16	3.50	2.85
EV/EBITDA	0.00	25.33	18.47	13.95	10.82

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	持有 (调低评级)
当前价格	58.74 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)	25.78
A 股总市值(百万元)	5,475.50
流通 A 股市值(百万元)	1,514.42
每股净资产(元)	14.89
资产负债率(%)	17.43
一年内最高/最低(元)	158.76/48.99

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

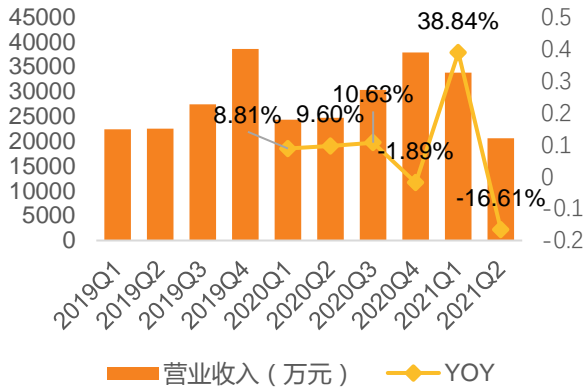
相关报告

- 1 《甘源食品-季报点评:21Q1 收入超预期迎拐点, 后续新品类有望带动公司收入利润再上台阶》 2021-04-28
- 2 《甘源食品-年报点评报告: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》 2021-04-16
- 3 《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

1. 事件

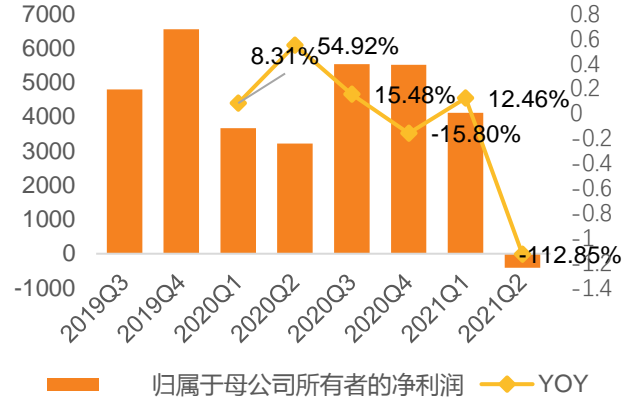
公司发布21年中报。公司21H1实现营业收入5.44亿元，同增10.92%；实现归母净利润0.37亿元，同减46.16%，实现扣非归母净利润0.27亿元，同减56.90%。

图1：公司各季度营收



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图2：公司各季度归母净利润（单位：万元）



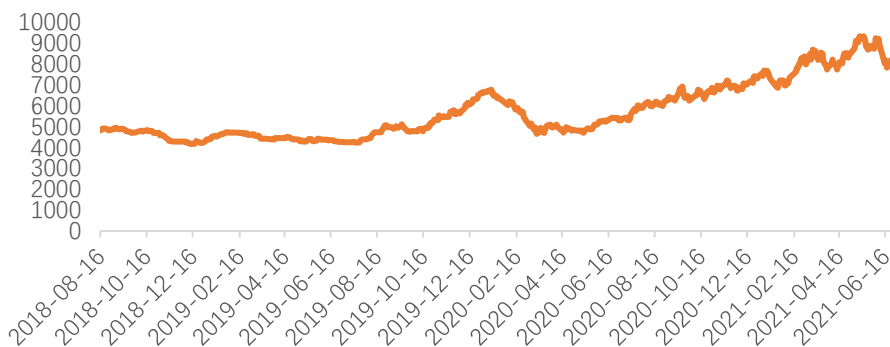
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 多方面因素致上半年业绩下滑

公司2021年Q1、Q2营业收入分别为3.4亿元、2.1亿元，同比分别变动+38.8%、-16.6%；对应归母净利润分别为0.41亿元、-413万元，同比分别变动12.5%、-112.9%。公司二季度业绩有所下降，我们认为主要由于：

- 1) 原材料成本上升，2021年棕榈油采购价格同比涨幅达43.31%；
- 2) 费用投放结果不及预期。一方面上半年公司加大了促销推广，此方面费用增加约1600万，一方面公司上半年新引进人才，同时对现有人员结构优化调整，带来人力成本增加约800万；
- 3) 公司产品提价结果不及预期；
- 4) 社区团购对商超渠道人流量带来影响进而对公司商超渠道销售带来冲击。

图3：近3年棕榈油现货价格（元/吨）



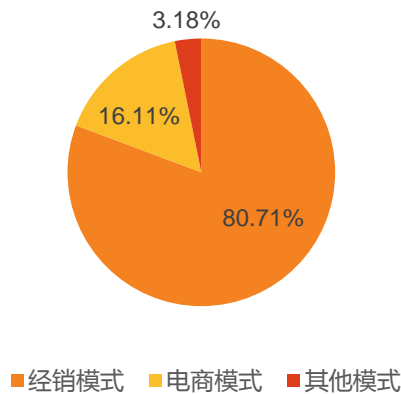
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 收入端

收入端，商超渠道增速放缓，新品拓展稳步进行。公司 21H1 实现营业收入 5.44 亿元，同增 10.92%，其中 1) 按销售模式拆分，经销模式营收 4.37 亿元，同增 7.6%，占营收比 80.42%；电商模式 0.87 亿元，同增 27.9%，占营收比 16.05%；其他模式 0.17 亿元，同增 22.1%，占营收比 3.17%。

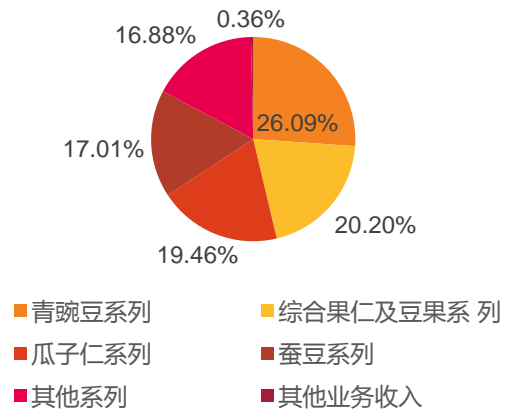
2) 按产品分，青豌豆营收占比 26.09%，同减 1.31pct；综合果仁及豆果营收占比 20.2%，同增 5.12pct，主要系核桃杏仁等坚果产品扩充；瓜子仁系列占比 19.46%，同减 3.13pct；蚕豆占比 17.01%，同减 3.22pct；其他系列占比 16.88%，同增 2.49pct，主要由于燕麦片、玉米、花生等品类扩充。受社区团购冲击，公司商超渠道营收增长放缓明显，同时产品方面公司上半年加大了新品投放，蚕豆等老产品占比均有所下滑。

图 4：公司 21H1 分渠道占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司 21H1 分产品占比



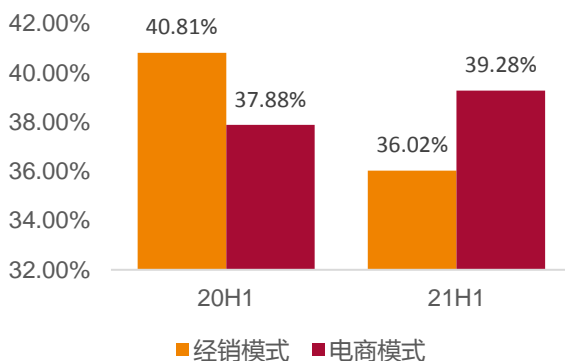
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 利润端

毛利率方面，原材料成本上涨影响明显。公司 21H1 综合毛利率为 37.16%，同减 3.66pct，其中 Q1、Q2 毛利率分别为 39.22%、33.78%，同比分别变动-0.1pct、-8.51pct。公司 Q2 毛利率下滑明显，我们认为主要由于 2021 年棕榈油原材料采购价格同比涨幅达 43.31%。

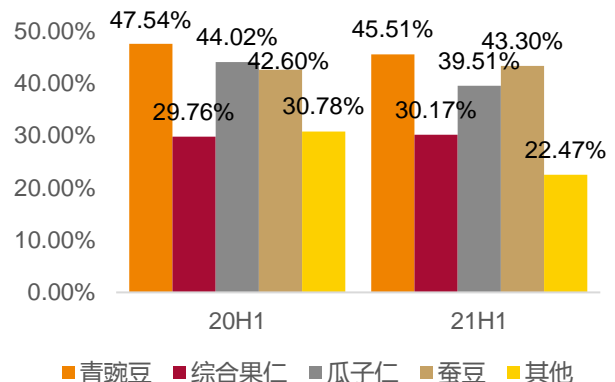
1) 分渠道看，公司经销模式毛利率上半年为 36.02%，同减 4.79pct；电商模式毛利率 39.28%，同增 1.4pct，主要由于电商运营调整产品推广策略，产品销售结构变动所致。2) 分产品看，青豌豆、综合果仁及豆果、瓜子仁、蚕豆毛利率分别达到 45.51%、30.17%、39.51%、43.3%、22.47%，同比变动-2.03pct、0.41pct、-4.51pct、0.7pct、-8.31pct。

图 6：分渠道毛利率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

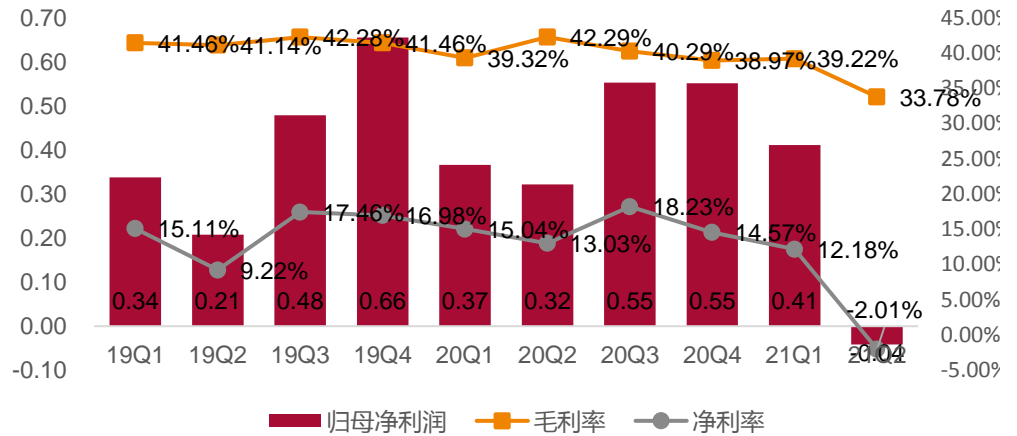
图 7：分产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

净利润方面，公司 21H1 净利率 6.91%。21Q1、Q2 归母净利润为 4115、-413 万元，净利率分别为 12.18%，-2.01%。公司归母净利润 20H1、20H2、21H1 增幅分别为 26.05%、-2.59%、-46.16%。

图 8：公司分季度归母净利润（亿元）、毛利率及净利率（%）

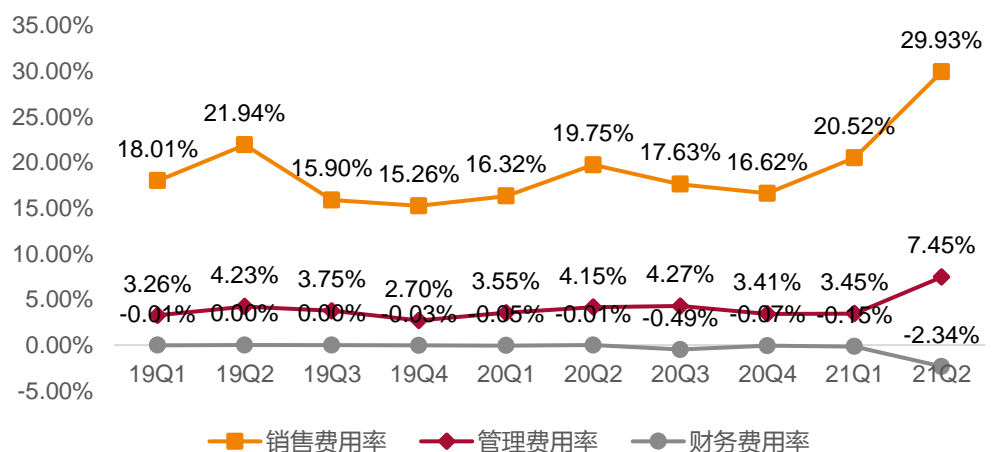


资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 成本端

成本端，公司期间费用率 28.07%（不含研发费用），同增 6.20pct。21Q1、21Q2 期间费用率分别为 24.57%，36.63%。其中，销售费用 1.31 亿元，同增 48.01%，销售费用率 24.08%，同增 6.03pct，主要由于电商直播、梯媒等费用投放增加；管理费用 0.27 亿元，同增 43.02%，管理费用率 4.97%，同增 1.11pct，主要由于组织调整及优化产生的人员招聘费用增加；财务费用 -533 万元，对应财务费用率-0.98%。

图 9：公司分季度费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 投资建议

多类新品已推出，品类拓展未来渠道下沉及品类延展值得关注。上半年公司新品研发成效明显，核桃、杏仁、燕麦片、玉米等品类的扩展进一步完善了公司产品矩阵；公司渠道布

局逐步完善，21H1 公司正式经销商数量达 1767 家，同增 103 家，同时不断加大线上渠道投入。展望未来，我们预计公司商超渠道将主打下沉渗透，有望重点打造定量装进行渠道下沉，同时品类方面有望进一步拓展。

公司当前处于调整期，未来随着渠道进一步下沉，费用投放效率提升，产品矩阵不断形成，公司后续收入利润有望步入上升通道。我们调整公司 2021-2022 归母净利润为 1.7/2.2 亿元（前值为 2.1/2.6 亿元），对应 PE 分别为 33x/25x。目前公司处于调整期，调整至“持有”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	272.67	368.86	602.25
应收票据及应收账款	11.12	8.62	13.39	13.06	19.31
预付账款	6.67	10.12	14.76	9.87	21.16
存货	98.64	88.88	153.41	103.00	212.28
其他	243.20	972.92	1,002.34	981.87	989.69
流动资产合计	430.85	1,229.63	1,456.57	1,476.66	1,844.68
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	2,022.99	2,096.15	2,486.55
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	101.25	96.72	146.63
其他	165.46	148.60	221.33	149.67	285.28
流动负债合计	249.56	215.77	322.57	246.39	431.91
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	433.80	360.75	548.34
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	1,495.97	1,642.18	1,844.99
其他	(144.54)	(958.27)	(958.27)	(958.27)	(958.27)
股东权益合计	504.36	1,420.93	1,589.19	1,735.40	1,938.21
负债和股东权益总计	862.05	1,760.41	2,022.99	2,096.15	2,486.55

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	168.00	179.27	168.25	217.55	266.61
折旧摊销	28.32	35.53	19.28	22.66	25.68
财务费用	(0.10)	(0.09)	(3.67)	(5.58)	(8.44)
投资损失	(5.93)	(8.77)	(7.02)	(7.24)	(7.68)
营运资金变动	130.71	61.15	(3.97)	7.32	54.89
其它	(84.36)	(63.84)	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	236.64	203.26	172.89	234.71	331.06
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	3.67	5.58	8.44
其他	(70.28)	(105.50)	0.00	(71.33)	(63.80)
筹资活动现金流	(70.11)	733.44	3.67	(65.76)	(55.36)
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	123.57	96.19	233.39

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,109.13	1,172.35	1,315.38	1,563.99	1,923.70
营业成本	647.73	702.44	807.64	933.70	1,148.07
营业税金及附加	13.98	13.26	15.25	18.51	22.28
营业费用	192.21	204.90	235.66	283.11	347.04
管理费用	37.53	44.77	48.85	56.91	71.64
研发费用	4.30	6.66	6.29	7.48	9.78
财务费用	(0.18)	(1.90)	(3.67)	(5.58)	(8.44)
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	224.97	292.35	358.26
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	226.02	292.31	358.41
所得税	57.42	62.02	57.77	74.77	91.80
净利润	168.00	179.27	168.25	217.55	266.61
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	168.25	217.55	266.61
每股收益(元)	1.80	1.92	1.80	2.33	2.86

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	21.69%	5.70%	12.20%	18.90%	23.00%
营业利润	44.29%	7.03%	-6.98%	29.95%	22.55%
归属于母公司净利润	40.14%	6.71%	-6.15%	29.30%	22.55%
获利能力					
毛利率	41.60%	40.08%	38.60%	40.30%	40.32%
净利率	15.15%	15.29%	12.79%	13.91%	13.86%
ROE	33.31%	12.62%	10.59%	12.54%	13.76%
ROIC	67.61%	113.80%	61.16%	66.88%	69.69%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41.49%	19.28%	21.44%	17.21%	22.05%
净负债率	-14.12%	-10.49%	-17.16%	-21.25%	-31.07%
流动比率	1.73	5.70	4.52	5.99	4.27
速动比率	1.33	5.29	4.04	5.58	3.78

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
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	10.86	12.20	12.20
总资产周转率	1.44	0.89	0.70	0.76	0.84

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.80	1.92	1.80	2.33	2.86
每股经营现金流	2.54	2.18	1.85	2.52	3.55
每股净资产	5.41	15.24	17.05	18.62	20.79

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	32.59	30.54	32.54	25.17	20.54
市净率	10.86	3.85	3.45	3.16	2.83
EV/EBITDA	0.00	25.33	18.47	13.95	10.82
EV/EBIT	0.00	28.83	20.18	15.11	11.66

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com