

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

短期业绩受渠道影响，调整节奏长期可期

2021年08月10日

事件: 公司于2021年8月9日发布2021年半年报, 2021年H1公司实现营业收入5.44亿元, 同比增长10.92%, 实现归母净利润3702万元, 同比下降46.16%。单Q2实现营业收入2.06亿元, 同比下降16.61%, 归母净利润亏损413万元, 同比下降112.85%。

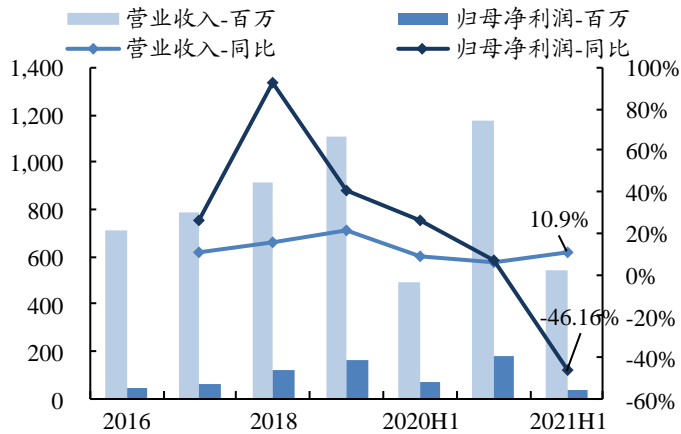
点评:

- **单Q2营收下滑主要系商超渠道流量受影响, 专柜投放节奏主动调整放慢, 调价进度受阻, 短期渠道备货放缓。业绩有所亏损主要系原材料价格上涨较多及费用率提升所致。**单Q2, 棕榈油、瓜子仁等重点原料受疫情影响价格提升较多, 导致毛利率下降8.51pct至33.78%, 费用端, 因电商直播费用、商超费用及市场费用增加及梯媒广告投放增加, 单Q2销售费用率提升10.18pct至29.93%, 管理费用率由于启动杭州运营中心及安阳工厂建设等导致人员储备费用增加提升3.29pct至7.45%, 研发费用率因新品研发增加提升0.95pct至1.59%。短期费用投放较多拖累业绩, 但广告促销费用的投放利于提升长期的品牌认知度。展望下半年, 随着调价进度陆续完成, 产品端持续扩容, 新工厂投产, 均有望成为公司增长引擎。
- **老品增速放缓, 新品推动下, 综合果仁及其他系列增速亮眼。**分品类来看, 2021H1青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁/其他系列分别实现营业收入1.42/1.06/0.93/1.10/0.92亿元, 分别同比5.64%/-4.43%/-6.73%/48.61%/30.11%, 分别实现毛利率45.51%/39.51%/43.30%/30.17%/22.47%, 同比变动-2.03/-4.51/0.70/0.41/-8.31pct, 瓜子仁毛利率降幅较大, 主要系原材料上涨较多所致。量价拆分来看, 各系列分别实现销量7132.83/5143.17/4493.38/3048.26/3924.27吨, 同比变动7.19%/-3.89%/-6.74%/39.76%/25.93%, 综合果仁及其他系列销量增长快主要系坚果系列新品及花生麦片新品放量, 吨价端各系列分别同比变动-1.45%/-0.55%/0.01%/6.34%/3.32%, 青豌豆吨价有所下降主要系天猫超市平台青豌豆长期参加平台官方让利促销活动, 产品售价低, 销量增加导致整体吨价降低。
- **电商渠道增速快, 拥抱新渠道有望带来业绩增量。**2021年H1, 华东/华中/电商/西南/华北/华南/西北/东北/境外分别实现营业收入1.22/0.93/0.87/0.68/0.52/0.46/0.45/0.28/0.0041亿元, 同比分别变动8.34%/6.67%/27.87%/4.40%/9.00%/19.67%/8.83%/1.92%/22.33%, 电商平台增速较快, 主要系公司通过达人带货、直播带货、自建直播团队等方式带来了电商直营业务的高增长。面对渠道端的变化, 公司积极调整渠道策略, 在拥抱KA渠道的同时, 加强BC类商超、水果店、便利店、社区团购及线上直播等全渠道的建设, 预计后续将成为公司渠道的增量。
- **盈利预测与投资评级:** 预计21-23年公司EPS为1.85/2.44/3.13元/股。

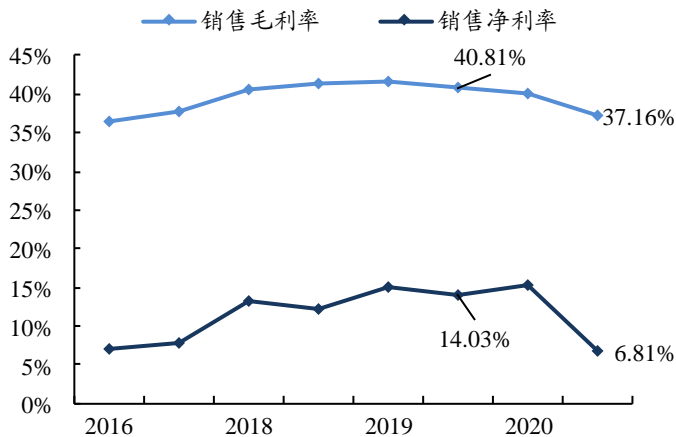
➤ 风险因素：专柜投放不及预期、新品销售不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,109	1,172	1,335	1,641	2,008
增长率 YoY %	21.7%	5.7%	13.9%	22.9%	22.4%
归属母公司净利润 (百万元)	168	179	173	227	292
增长率 YoY%	40.1%	6.7%	-3.8%	31.7%	28.4%
毛利率%	41.6%	40.1%	41.3%	42.2%	42.9%
净资产收益率ROE%	33.3%	12.6%	10.8%	12.4%	13.9%
EPS(摊薄)(元)	1.80	1.92	1.85	2.44	3.13
市盈率 P/E(倍)	0.00	42.61	30.47	23.13	18.01
市净率 P/B(倍)	0.00	5.38	3.28	2.88	2.51

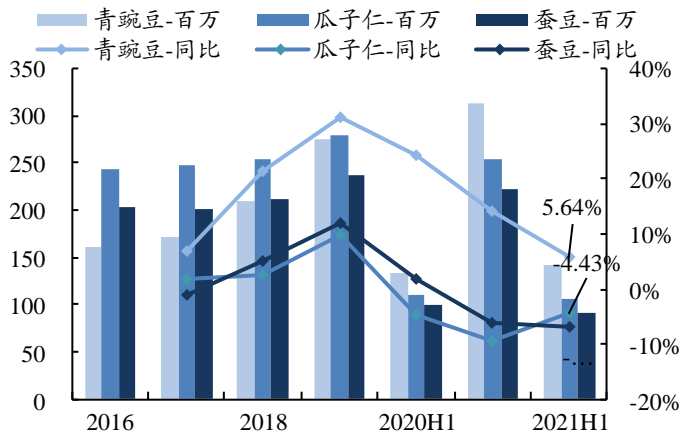
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年08月09日收盘价

图 1：2021H1 营收同比增长 10.9%


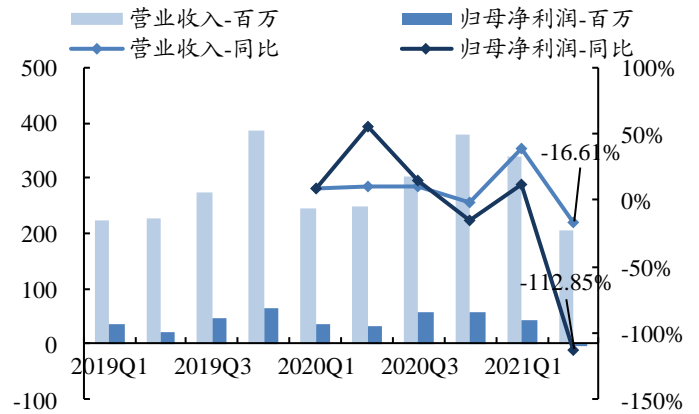
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：2021H1 毛利率受原材料影响同比下降 3.65pct


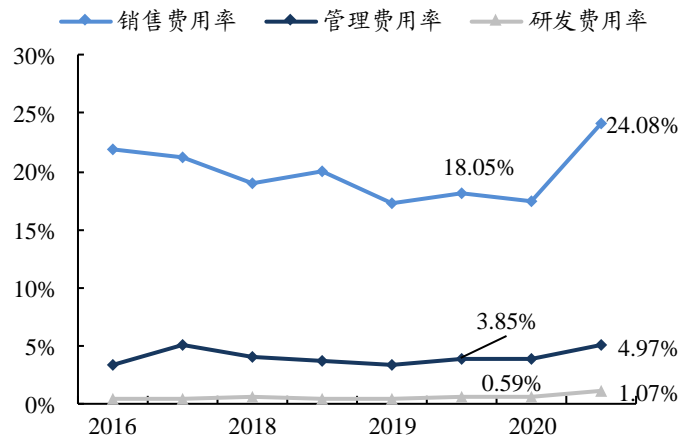
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：老三样 2021H1 增速有所放缓


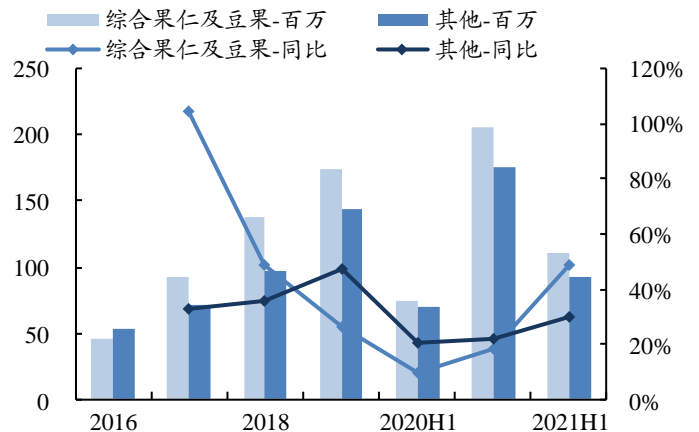
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：单 Q2 受商超渠道影响营收有所下滑


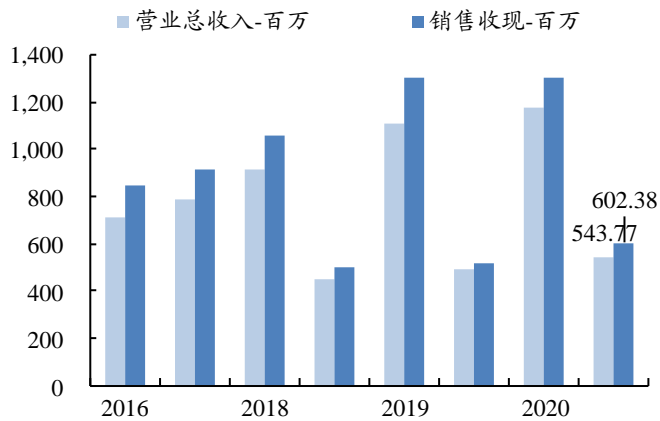
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：2021 年 H1 销售费用率同比提升 6.03pct 至 24.08%


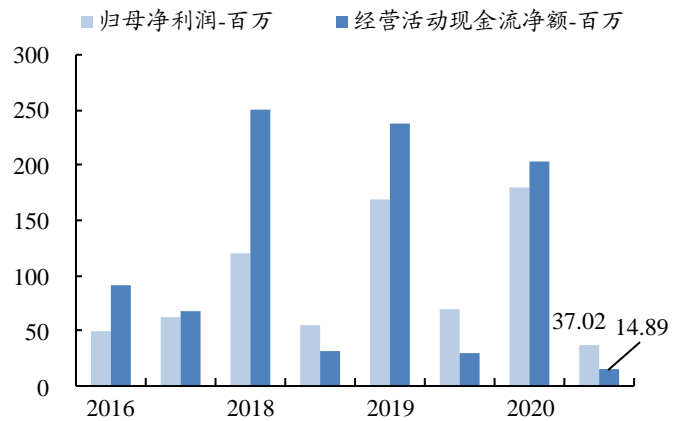
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：综合果仁及花生等新品快速放量


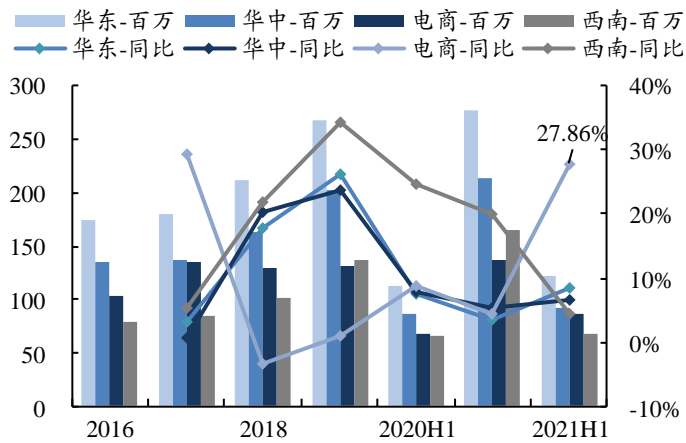
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 7: 2021H1 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 8: 经营活动现金流净额有所下降


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 2021H1 电商渠道营收增速较快


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	1,343	1,473	1,644	
货币资金	71	149	249	352	492	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	11	9	10	12	15	
预付账款	7	10	11	14	17	
存货	99	89	99	120	145	
其他	243	973	974	975	976	
非流动资产	431	531	625	769	929	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	278	304	386	505	636	
无形资产	101	100	112	136	166	
其他	52	127	127	127	127	
资产总计	862	1,760	1,968	2,242	2,574	
流动负债	250	216	241	291	352	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	84	67	75	91	110	
其他	165	149	166	201	242	
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	365	415	475	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	504	1,421	1,603	1,827	2,098	
负债和股东权益	862	1,760	1,968	2,242	2,574	

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	1,335	1,641	2,008	
同比	21.7%	5.7%	13.9%	22.9%	22.4%	
归属母公司净利润	168	179	173	227	292	
同比	40.1%	6.7%	-3.8%	31.7%	28.4%	
毛利率(%)	41.6%	40.1%	41.3%	42.2%	42.9%	
ROE%	33.3%	12.6%	10.8%	12.4%	13.9%	
EPS(摊薄)(元)	1.80	1.92	1.85	2.44	3.13	
P/E	0.00	42.61	30.47	23.13	18.01	
P/B	0.00	5.38	3.28	2.88	2.51	
EV/EBITDA	-0.29	31.76	21.67	15.78	11.76	

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	1,335	1,641	2,008	
营业成本	648	702	783	949	1,147	
营业税金及附加	14	13	14	16	19	
销售费用	192	205	267	320	382	
管理费用	38	45	67	77	94	
研发费用	4	7	8	10	13	
财务费用	0	-2	-3	-5	-7	
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	232	305	392	
营业外收支	-1	-1	0	0	0	
利润总额	225	241	232	306	393	
所得税	57	62	60	79	101	
净利润	168	179	173	227	292	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	168	179	173	227	292	
EBITDA	242	236	231	311	405	
EPS(当	1.80	1.92	1.85	2.44	3.13	

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	210	284	363	
净利润	168	179	173	227	292	
折旧摊销	28	36	35	42	52	
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	12	24	28	
其它	6	5	0	0	0	
投资活动现金流	-216	-859	-67	-124	-151	
资本支出	-76	-151	-75	-133	-159	
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	-43	-57	-73	
吸收投资	0	855	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或	-70	-100	-43	-57	-73	
现金流净增加额	-50	78	100	103	139	

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	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。