

## 甘源食品 (002991.SZ) 收入稳步恢复, 底部反转可期

2021年10月27日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持 (维持)

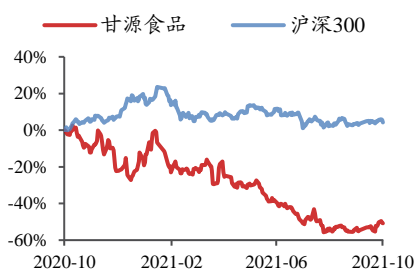
张宇光 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

日期	2021/10/27
当前股价(元)	50.74
一年最高最低(元)	107.50/44.99
总市值(亿元)	47.30
流通市值(亿元)	20.70
总股本(亿股)	0.93
流通股本(亿股)	0.41
近3个月换手率(%)	132.78

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-商超流量下滑拖累, 回购股份彰显信心》-2021.8.10

《公司信息更新报告-收入快速增长, 费用持续投放》-2021.4.27

《公司信息更新报告-业绩增幅放缓, 新品快速投放, 蓄力未来成长》-2021.4.19

### ● 三季度收入小幅增长, 利润环比扭亏, 维持“增持”评级

甘源食品 2021 年前三季度实现收入 8.56 亿元, 同比增长 7.8%; 归母净利润 0.77 亿元, 同比下滑 37.7%。2021Q3 单季度实现收入 3.12 亿元, 同比增长 2.7%, 归母净利润 0.40 亿元, 同比下降 27.3%。受到费用投放较多, 原材料价格维持高位影响, 我们下调盈利预测, 预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 1.3(-0.3)、2.0(-0.1)、2.3(-0.2)亿元, 分别下滑 26.3%、增长 51.2%、12.9%, EPS 分别为 1.42(-0.26)、2.14(-0.15)、2.42(-0.23)元, 展望未来公司布局新渠道, 产品提价, 回购股份, 当前股价对应 PE 分别为 35.8、23.7、21.0 倍, 维持“增持”评级。

### ● 营业收入环比改善, 成本提升拖累业绩

公司 2021Q3 收入同比增长 2.7%, 环比二季度明显恢复, 主因社区团购冲击减弱, 商超流量有所恢复, 同时公司拓展 BC 类门店等新渠道, 电商渠道持续推广。三季度毛利率同比下降 10.3pct, 主因原材料维持高价拖累, 另外执行新准则, 3130.3 万物流费计入成本也有所影响, 目前公司已主动提价, 后续有望提升整体毛利率。公司三季度实现归母净利润 4025 万元, 顺利走出二季度亏损阴霾, 净利率同比下滑 5.3pct, 主因成本提升影响所致, 销售费用率减少 9.6pct, 主因三季度减少了广告投放、商超专柜投放等费用所致; 管理费用率及财务费用率保持整体平稳。

### ● 回购持续推进, 底部反转可期

公司 8 月公告将回购公司股份, 用于后续实施员工持股或股权激励计划, 金额不低于 6000 万元, 不超过 1.2 亿元, 截至三季度末公司已累计回购近 6000 万元, 占总股本比例 1.35%, 后续公司将继续实施本次回购计划。本次回购将用于员工激励, 充分展现出公司对未来业绩的信心, 有助于提升公司员工士气, 绑定核心员工利益, 调动工作积极性。预计随着公司渠道布局优化, 便利店、水果店等新渠道持续放量, 商超流量恢复, 电商、直播等线上渠道稳步推进, 同时产品完成提价, 四季度推出新产品, 广告等费用审慎投入, 公司有望实现底部反转。

● **风险提示:** 疫情反复影响, 食品安全风险, 原材料涨价风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,109	1,172	1,261.5	1,575.6	1,853.2
YOY(%)	21.7	5.7	7.6	24.9	17.6
归母净利润(百万元)	168	179	132.2	199.9	225.6
YOY(%)	40.1	6.7	-26.3	51.2	12.9
毛利率(%)	41.6	40.1	40.4	42.0	40.8
净利率(%)	15.1	15.3	10.5	12.7	12.2
ROE(%)	33.3	12.6	8.9	12.2	12.4
EPS(摊薄/元)	1.80	1.92	1.42	2.14	2.42
P/E(倍)	28.2	26.4	35.8	23.7	21.0
P/B(倍)	9.4	3.3	3.2	2.9	2.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	431	1230	1391	1543	1779
现金	71	149	140	41	48
应收票据及应收账款	11	9	13	14	17
其他应收款	4	5	5	7	7
预付账款	7	10	8	15	12
存货	99	89	112	132	161
其他流动资产	239	968	1113	1334	1534
<b>非流动资产</b>	431	531	545	613	667
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	278	304	318	378	425
无形资产	101	100	117	134	151
其他非流动资产	52	127	110	101	91
<b>资产总计</b>	862	1760	1936	2157	2446
<b>流动负债</b>	250	216	329	392	508
短期借款	0	0	0	108	103
应付票据及应付账款	84	67	95	102	134
其他流动负债	165	149	234	182	272
<b>非流动负债</b>	108	124	124	124	124
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	108	124	124	124	124
<b>负债合计</b>	358	339	452	516	632
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	70	93	93	93	93
资本公积	145	958	958	958	958
留存收益	290	369	474	622	774
<b>归属母公司股东权益</b>	504	1421	1483	1641	1813
负债和股东权益	862	1760	1936	2157	2446

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	237	203	239	155	359
净利润	168	179	132	200	226
折旧摊销	28	36	30	36	43
财务费用	-0	-2	-2	3	9
投资损失	-6	-9	-7	-7	-7
营运资金变动	41	-7	87	-75	92
其他经营现金流	6	7	-2	-3	-4
<b>投资活动现金流</b>	-216	-859	-180	-316	-285
资本支出	76	152	14	68	53
长期投资	-146	-718	0	0	0
其他投资现金流	-287	-1425	-166	-248	-232
<b>筹资活动现金流</b>	-70	733	-68	-46	-62
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	23	0	0	0
资本公积增加	0	814	0	0	0
其他筹资现金流	-70	-104	-68	-46	-62
<b>现金净增加额</b>	-50	78	-9	-207	12

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1109	1172	1261	1576	1853
营业成本	648	702	752	915	1097
营业税金及附加	14	13	14	18	22
营业费用	192	205	275	315	355
管理费用	38	45	49	59	69
研发费用	4	7	6	8	9
财务费用	-0	-2	-2	3	9
资产减值损失	-2	-1	0	0	0
其他收益	8	23	1	1	0
公允价值变动收益	1	8	2	3	4
投资净收益	6	9	7	7	7
资产处置收益	0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	226	242	177	268	303
营业外收入	0	0	1	2	1
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	225	241	178	269	303
所得税	57	62	45	69	78
<b>净利润</b>	168	179	132	200	226
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	168	179	132	200	226
EBITDA	252	272	204	305	351
EPS(元)	1.80	1.92	1.42	2.14	2.42

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.7	5.7	7.6	24.9	17.6
营业利润(%)	44.3	7.0	-26.8	51.2	13.3
归属于母公司净利润(%)	40.1	6.7	-26.3	51.2	12.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.6	40.1	40.4	42.0	40.8
净利率(%)	15.1	15.3	10.5	12.7	12.2
ROE(%)	33.3	12.6	8.9	12.2	12.4
ROIC(%)	27.8	11.6	8.2	10.8	11.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	41.5	19.3	23.4	23.9	25.9
净负债比率(%)	4.6	-3.6	-2.8	10.1	8.4
流动比率	1.7	5.7	4.2	3.9	3.5
速动比率	1.3	5.2	3.9	3.6	3.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	0.9	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	116.4	118.8	118.8	118.8	118.8
应付账款周转率	9.4	9.3	9.3	9.3	9.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.80	1.92	1.42	2.14	2.42
每股经营现金流(最新摊薄)	2.54	2.18	2.57	1.66	3.85
每股净资产(最新摊薄)	5.41	15.24	15.91	17.60	19.45
<b>估值比率</b>					
P/E	28.2	26.4	35.8	23.7	21.0
P/B	9.4	3.3	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	18.0	13.7	17.6	11.7	9.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn