



Research and  
Development Center

# 研发拔高势能，产品释放动能

—甘源食品(002991)公司跟踪报告

2021年12月17日

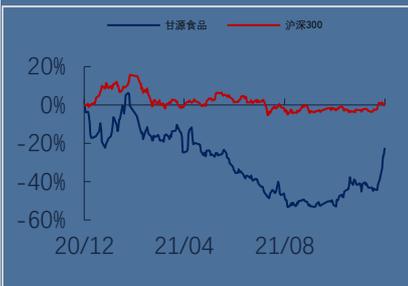
马铮 首席分析师

S1500520110001

mazheng@cindasc.com

相关研究

1. 新品蓄势待发，渠道布局加快
2. 短期业绩受渠道影响，调整节奏长期可期
3. 甘源食品（002991.SZ）：全面调整，业绩有望加速

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司跟踪报告**
**甘源食品 (002991)**
**投资评级**      **买入**
**上次评级**      **买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价 (元)	75.68
52 周内股价波动区间 (元)	155.81-44.99
最近一月涨跌幅 (%)	+38.08%
总股本 (亿股)	0.93
流通 A 股比例 (%)	44.09%
总市值 (亿元)	70.55

资料来源：信达证券研发中心

 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

# 研发拔高势能，产品释放动能

2021 年 12 月 17 日

**本期内容提要：**

◆**投资建议:**甘源为典型的产品驱动型公司，不论是打造青豆、蚕豆、瓜子仁经典老三样，成为籽类坚果头部品牌，还是口味型坚果个别品类脱颖而出，均证明了其在产品端及口味研制上的优势，产品力推动渠道，公司有望获得长足发展。展望明年，在新三样升级，安阳工厂新品放量下，收入端有望快速增长，叠加涨价红利及原材料价格下行空间大，利润端预计更具弹性。我们预计公司 21-23 年 EPS 为 1.49、2.52、3.69 元，给与“买入”评级。

◆**产品双线走，明年预计迎来集中放量。**口味型坚果端，公司目前个别品类表现较好，侧面验证公司口味型坚果的产品力，公司在口味型研发上积淀深厚，目前国内口味型坚果正处于方兴未艾的阶段，尤其是对于创新型口味，公司有望凭借供应链上的先发优势持续扩大市场份额。老三样端，随着安阳工厂新品的持续推出，产品矩阵完善下，对于经销商的吸引力及粘性有望提升，过去经销商客户质量较低的问题有望得到边际改善，渠道的扩张和下沉均有望加速，有望带动老品和新品实现渠道上的放量。同时公司定量装产品占比相对较高，适合切入便利店、水果店等渠道，有望降低渠道变革对于公司的影响。

◆**成本端下行空间大，叠加提价红利，利润预计更具弹性。**公司今年业绩受原材料涨价拖累，棕榈油、包材等占比较高的原材料价格当前处于高位，随着疫情的逐步恢复，原材料价格下行空间大。其次，公司于今年进行提价动作，但由于渠道环境今年面临挑战，公司直至 Q3 底才实现渠道提价，预计明年将享受提价红利，打造原材料涨价安全垫。费用端，公司目前体量较小，广告投放端预计更加务实，综合来看明年利润增速预计更具弹性。

◆**回购股份计划用于股权激励，管理有望边际改善。**公司目前已回购近 6000 万元的股份，预计后续用于员工激励，有望进一步提升渠道人员积极性。其次，公司今年引入多位行业资深人士任职大区经理，渠道力上预计边际改善。

◆**股价催化剂：**新品类销售超预期、渠道开拓超预期。

◆**风险因素：**原材料价格波动风险、口味型坚果行业竞争加剧、商超人流量进一步下滑。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,109	1,172	1,295	1,708	2,145
增长率 YoY %	21.7%	5.7%	10.5%	31.9%	25.6%
归属母公司净利润 (百万元)	168	179	139	235	344
增长率 YoY%	40.1%	6.7%	-22.7%	69.5%	46.3%
毛利率%	41.6%	40.1%	35.7%	37.0%	38.2%
净资产收益率ROE%	33.3%	12.6%	8.8%	13.0%	16.2%
EPS(摊薄)(元)	1.80	1.92	1.49	2.52	3.69
市盈率 P/E(倍)	0.00	42.61	50.89	30.03	20.52
市净率 P/B(倍)	0.00	5.38	4.47	3.90	3.33

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 12 月 16 日收盘价

## 1. 产品两条腿走路，渠道布局加快

### 1.1. 具备口味研发积淀，坚果品类有望放量

**深耕口味型坚果、口味型花生的创新。**口味型坚果更早发展于国外，主打甜味（蜂蜜味）和咸味，相比之下，口味型坚果在我国仍处于发展初级阶段，目前在口味的深加工上仍大有可为。根据艾瑞咨询调研的结果来看，消费者购买坚果的首要诉求是口味，口味型坚果有望凭借丰富的口感及营养健康的食材，成为坚果赛道的重要发展方向。甘源在深度口味的洞察和研发上具备丰富经验，创立至今，公司先后研发出蟹黄味瓜子仁、芥末味夏威夷果等创新型口味，在目前国内坚果研发率和原创性不够的情况下，公司口味型坚果极具产品力。在坚果品类高景气度下，公司持续深耕口味型坚果品类，预计将凭借优秀的产品力持续扩宽渠道，获得市场份额。

**坚果类产品全渠道扩张以自有品牌为主，同时基于客户需求，也会积极拥抱会员类商超品牌。**公司于2020年起持续推出口味型坚果，目前该品类体量仍小，但在产品口味型的打造上具备竞争力。对于头部零售渠道而言，对于市场上创新型的新品，会倾向于采用渠道品牌进行合作，对于具备品牌沉淀的产品，通常会采用制造品牌进行合作。对于甘源而言，目前口味型坚果仍处于刚刚起步阶段，个别产品在头部零售商上表现较好，打造的产品样板效应有望进一步吸引其他的渠道端与公司进行合作。公司预计会积极通过渠道品牌积极拥抱，并且针对性地进行闭环生态系统的营销，在产品推广上更加聚焦。针对口味型坚果全渠道的扩张，公司预计会以自有品牌的模式开拓市场，逐步打开坚果品类市场。

**公司在口味型坚果上具备一定客户基础，供应链上具备优势。**坚果类原材料价值量相对高，并且原料目前更多集中在国外，原料采购需要具备一定的计划性，否则采购市场可能容易因为短期的供需关系而导致原材料价格波动。对于甘源而言，在产品具备一定销量的基础上，原材料采购端预计更加从容，同时相比初加工的坚果产品，公司在口味深加工上具备一定优势。

### 1.2. 搭建产品矩阵，渠道布局预计加速

**安阳工厂持续推出新品，扩宽产品矩阵，有望提升渠道扩张下沉的效率和数量。**公司过去渠道的痛点主要在于老三样品类相对集中，不论是对于终端还是经销商，产出体量相对小，而针对目前零食行业的大环境，通过单一品类“单打独斗”进行渠道下沉和扩张面临局限性，与经销商合作的粘性也相对低。公司产品端采用两条腿的战略打法，安阳工厂预计逐步投产新品，通过扩大品类范围，从而提升散装柜的坪效，从而带动渠道上更多优质的经销商开拓，实现产品矩阵在渠道扩张和下沉的效率提升，进一步带动老三样的渠道扩张和深耕。针对公司切入大品类所面临的竞争情况，首先公司新品预计主要以散装的形式切入，与品类头部品牌聚焦定量装差异化竞争，其次公司采用的是产品矩阵的战略打法，通过创新型口味上的突破，预计与原有品类能够在散装柜这样的封闭渠道上形成渠道效率提升。对于中岛的铺设，面临商超流量下滑，预计公司将逐步以效率为导向，不单纯追求数量。

**有望吸引优质大商，积极布局便利店等渠道。**安阳新品推出后，公司预计会重新启动招商，对于原有的优质经销商，持续加深合作，针对新的产品矩阵进行新的优质经销商的引入，在产品矩阵搭建更加完善的基础上，公司的经销商质量有望存在边际的改善，从而进一步提升

终端渠道的质量。渠道扩张端，面对 KA 等商超渠道流量下滑，公司预计调整渠道的投入方向，公司定量装占比相对高，可以通过定量装切入便利店、水果店等渠道，

**积极引入大区总监，回购股票用于激励，渠道管理边际有所改善。**公司目前针对多个大区引入了行业头部企业的优质销售人员作为新的大区总监，预计改善渠道上的管理，同时公司目前公司已回购近 6000 万元的股份，明年有望推出股权激励，进一步绑定核心管理人员的利益，管理上的改善值得期待。

### 1.3. 成本费用端具备下行空间，利润预计更具弹性

**明年公司将享受提价红利，成本端有望下行。**公司在今年一季度末对产品进行提价，但由于渠道变革及消费不景气的影响，预计直到 8 月底公司才在终端完成提价，展望后续，首先提价有望覆盖原材料涨价，其次，棕榈油等主要原材料此前处于高位，目前价格已有向下趋势，原材料价格下行空间，明年利润在提价和原材料价格有望下行下预计更具弹性。

**营销打法上预计更加精准，结合头部直播资源针对性投放。**甘源目前营收体量较小，产品知名度仍有待提升，采用聚焦针对性的广告打法预计更为契合公司目前的发展阶段。公司今年全面将营销中心搬至杭州，电商渠道表现亮眼，得益于公司紧跟直播电商的风口。后续来看，公司预计采用创新型新品和头部主播进行合作，一方面创新型新品价格在渠道上透明度较低，公司可以在吸引流量的同时保障盈利能力，另一方面集中资源聚焦新品营造爆品氛围，预计在营销的效率上有望进一步提升，从而达到产品知名度的提升，费用投放上也预计更加精准。

## 2. 风险因素

**原材料价格波动风险。**若原材料价格进一步上涨，将侵蚀公司的盈利能力。

**口味型坚果行业竞争加剧。**公司战略性看好口味型坚果市场的发展前景，若行业竞争加剧，将对公司品类成长产生影响。

**商超人流量进一步下滑的风险。**公司目前主营渠道中大型商超占比较高，若终端商超业态进一步恶化，短期将对公司营收产生不利影响。

**附:公司财务预测表**

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	431	1,230	1,333	1,444	1,640	
货币资金	71	149	233	305	460	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	11	9	10	13	16	
预付账款	7	10	12	15	19	
存货	99	89	105	136	168	
其他	243	973	973	975	977	
<b>非流动资产</b>	431	531	620	811	1,001	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	278	304	384	541	696	
无形资产	101	100	108	143	178	
其他	52	127	127	127	127	
<b>资产总计</b>	862	1,760	1,953	2,255	2,641	
<b>流动负债</b>	250	216	251	324	400	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	84	67	80	103	127	
其他	165	149	172	221	273	
<b>非流动负债</b>	108	124	124	124	124	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	108	124	124	124	124	
<b>负债合计</b>	358	339	375	448	523	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	504	1,421	1,578	1,807	2,118	
<b>负债和股东权益</b>	862	1,760	1,953	2,255	2,641	

**重要财务指标**

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	1,295	1,708	2,145	
同比(%)	21.7%	5.7%	10.5%	31.9%	25.6%	
归属母公司净利润	168	179	139	235	344	
同比(%)	40.1%	6.7%	-22.7%	69.5%	46.3%	
毛利率(%)	41.6%	40.1%	35.7%	37.0%	38.2%	
ROE%	33.3%	12.6%	8.8%	13.0%	16.2%	
EPS(摊薄)(元)	1.80	1.92	1.49	2.52	3.69	
P/E	0.00	42.61	50.89	30.03	20.52	
P/B	0.00	5.38	4.47	3.90	3.33	
EV/EBITDA	-0.29	31.76	36.80	20.80	13.72	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	1,109	1,172	1,295	1,708	2,145	
营业成本	648	702	833	1,076	1,326	
营业税金及附加	14	13	14	17	20	
销售费用	192	205	236	265	290	
管理费用	38	45	54	62	71	
研发费用	4	7	7	10	14	
财务费用	0	-2	-3	-5	-7	
减值损失合计	-2	-1	0	0	0	
投资净收益	6	9	9	9	9	
其他	8	32	23	23	23	
<b>营业利润</b>	226	242	186	316	462	
营业外收支	-1	-1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	225	241	187	316	463	
所得税	57	62	48	81	119	
<b>净利润</b>	168	179	139	235	344	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	168	179	139	235	344	
EBITDA	242	236	185	325	481	
EPS(当年)(元)	1.80	1.92	1.49	2.52	3.69	

**现金流量表**

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金</b>	237	203	180	305	427	
净利润	168	179	139	235	344	
折旧摊销	28	36	34	45	57	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-6	-9	-9	-9	-9	
营运资金变动	41	-7	16	34	35	
其它	6	5	0	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-216	-859	-61	-174	-185	
资本支出	-76	-151	-70	-183	-194	
长期投资	-146	-718	0	0	0	
其他	6	10	9	9	9	
<b>筹资活动现金流</b>	-70	733	-35	-59	-86	
吸收投资	0	855	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-70	-100	-35	-59	-86	
<b>现金流净增加额</b>	-50	78	84	72	156	

## 研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6 年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015 年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

## 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	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@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
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@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	朱尧	18702173656	zhuyao@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	黄夕航	16677109908	huangxihang@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。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 20%以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5%~20%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5% 之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 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。