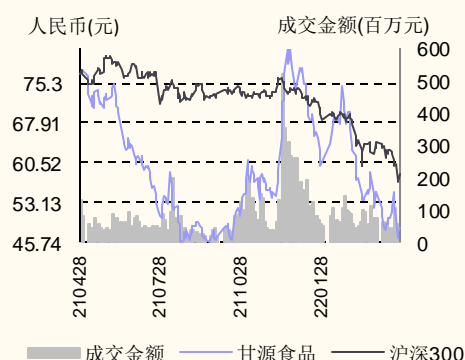


市场价格 (人民币): 48.50 元

环比改善明显, 外部冲击导致 Q1 承压

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.93
已上市流通 A 股(亿股)	0.36
总市值(亿元)	45.21
年内股价最高最低(元)	81.74/45.74
沪深 300 指数	3896
深证成指	10653



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,172	1,294	1,670	1,916	2,141
营业收入增长率	5.70%	10.38%	29.05%	14.73%	11.72%
归母净利润(百万元)	179	154	202	249	284
归母净利润增长率	6.71%	-14.29%	31.48%	23.02%	14.23%
摊薄每股收益(元)	1.923	1.648	2.167	2.666	3.046
每股经营性现金流净额	2.18	1.32	3.30	3.14	3.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.62%	10.64%	11.98%	13.01%	13.11%
P/E	42.61	46.29	22.38	18.19	15.92
P/B	5.38	4.92	2.68	2.37	2.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月28日公司发布业绩公告。21年实现收入12.94亿元, 同比+10.4%; 归母净利润1.54亿元, 同比-14.3%。21Q4实现收入4.38亿元, 同比+15.8%; 归母净利润0.76亿元, 同比+38.4%。22Q1实现收入3.20亿元, 同比-5.2%, 归母净利润0.23亿元, 同比-45.3%。

经营分析

- 内部调整效果显现, 营收环比加速。**22Q4+22Q1 同比增速为 5.9%。22Q1 还有疫情扰动的压力, 但环比改善的趋势明显, 主要系下半年开始提价顺利传导 (青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁/其他业务均价同增 5%/6%/6%/23%/5%)、公司自身销售团队也有优化改革。21年青豌豆/瓜子仁/蚕豆分别同比+6.32%/-7.59%/-6.54%, 老三样增速放缓。包含口味型坚果的综合果仁及综合豆果系列同比+43.51%, 包含燕麦片和花生的其他系列同比+24.53%, 两者的占比提升 7.36pct 至 39.84%。
- 21Q4 利润率明显优化, 22Q1 短期承压。**21年/21Q4/22Q1 毛利率分别同比-1.2/+1.0/-4.4pct。21年棕榈油上涨影响 5000 万元左右的利润, 提价缓解了成本压力, 但 22Q1 价格继续突破高点, 且 Q1 物流受疫情影响较大。21年/21Q4/22Q1 销售费率同比+2.4/-1.0/-3.3pct, 21年广告投放、电商直播费用支出较大, Q4 以来逐步优化。21年/21Q4/22Q1 管理费率同比提升 0.7/0.5/1.9pct, 主要系组织调整和优化导致员工薪资增加; 研发费率同比提升 0.6/0.8/1.2pct; 净利率同比-3.4/+2.8/-5.2pct。
- 21年蓄势, 22年有望爆发。**1) 产品: 口味型坚果和花生对产品口味、包装进行进一步升级; 安阳工厂的新品小零食和老三样一起丰富散装柜台 SKU。2) 渠道: 21 引入外部经验丰富的营销高管, 加强基层销售人员的培训。3) 利润率: 产品提价 10%, 目前基本可覆盖成本压力且略有盈余, 新品毛利率不低于老三样。疫情逐步稳定后, 公司将开启大型招商。

投资建议

- 考虑到疫情扰动, 将 22-23 年归母净利润下调 19%/24%, 预计 22-24 年 EPS 为 2.17/2.67/3.05 元, 对应 PE 为 22/18/16X, 维持“增持”评级。

风险提示

- 原材料价格波动, 新品推广不及预期, 食品安全问题, 行业竞争加剧。

相关报告

- 《Q2 社区团购影响营收, 成本、费用压力较大-甘源食品 21 年中报...》, 2021.8.10
- 《Q1 实现开门红, 第二增长曲线可期-甘源食品 21 年 1 季报点评》, 2021.4.28

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,109	1,172	1,294	1,670	1,916	2,141
增长率		5.7%	10.4%	29.1%	14.7%	11.7%
主营业务成本	-648	-702	-840	-1,069	-1,216	-1,356
%销售收入	58.4%	59.9%	64.9%	64.0%	63.4%	63.3%
毛利	461	470	454	601	700	785
%销售收入	41.6%	40.1%	35.1%	36.0%	36.6%	36.7%
营业税金及附加	-14	-13	-14	-20	-23	-26
%销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-192	-205	-208	-267	-303	-338
%销售收入	17.3%	17.5%	16.1%	16.0%	15.8%	15.8%
管理费用	-38	-45	-59	-72	-77	-86
%销售收入	3.4%	3.8%	4.6%	4.3%	4.0%	4.0%
研发费用	-4	-7	-15	-17	-15	-11
%销售收入	0.4%	0.6%	1.2%	1.0%	0.8%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	213	200	158	225	283	325
%销售收入	19.2%	17.1%	12.2%	13.5%	14.8%	15.2%
财务费用	0	2	10	12	15	19
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.8%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	8	3	10	10	10
投资收益	6	9	14	15	15	15
%税前利润	2.6%	3.6%	7.2%	5.7%	4.6%	4.1%
营业利润	226	242	202	262	323	369
营业利润率	20.4%	20.6%	15.6%	15.7%	16.8%	17.2%
营业外收支	-1	-1	-3	0	0	0
税前利润	225	241	199	262	323	369
利润率	20.3%	20.6%	15.4%	15.7%	16.8%	17.2%
所得税	-57	-62	-45	-60	-74	-85
所得税率	25.5%	25.7%	22.8%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	168	179	154	202	249	284
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	168	179	154	202	249	284
净利率	15.1%	15.3%	11.9%	12.1%	13.0%	13.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	168	179	154	202	249	284
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	28	36	46	51	58	66
非经营收益	-3	-4	-23	-24	-25	-25
营运资金变动	41	-7	-54	79	10	18
经营活动现金净流	234	203	123	308	292	344
资本开支	-76	-151	-205	-125	-126	-126
投资	-146	-718	538	10	10	10
其他	6	10	-364	15	15	15
投资活动现金净流	-216	-859	-32	-100	-101	-101
股权募资	0	855	0	60	0	0
债权募资	0	0	0	-105	0	0
其他	-70	-122	-135	-20	-25	-28
筹资活动现金净流	-70	734	-135	-65	-25	-28
现金净流量	-52	78	-44	142	166	214

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	71	149	510	652	818	1,032
应收款项	16	13	17	22	24	26
存货	99	89	127	143	160	178
其他流动资产	245	978	464	435	437	439
流动资产	431	1,230	1,118	1,251	1,438	1,675
%总资产	50.0%	69.8%	61.3%	62.5%	63.7%	65.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	293	392	549	624	691	749
%总资产	33.9%	22.3%	30.1%	31.2%	30.6%	29.3%
无形资产	111	111	121	122	123	124
非流动资产	431	531	704	752	820	879
%总资产	50.0%	30.2%	38.7%	37.5%	36.3%	34.4%
资产总计	862	1,760	1,822	2,003	2,258	2,555
短期借款	0	0	4	0	0	0
应付款项	115	102	133	174	182	202
其他流动负债	134	114	112	141	165	185
流动负债	250	216	248	315	346	387
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	108	124	129	2	2	2
负债	358	339	377	317	348	389
普通股股东权益	504	1,421	1,445	1,686	1,910	2,166
其中：股本	70	93	93	93	93	93
未分配利润	248	309	393	575	798	1,054
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	862	1,760	1,822	2,003	2,258	2,555

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.403	1.923	1.648	2.167	2.666	3.046
每股净资产	7.214	15.243	15.498	18.092	20.492	23.233
每股经营现金净流	3.352	2.180	1.323	3.299	3.135	3.688
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.217	0.267	0.305
回报率						
净资产收益率	33.31%	12.62%	10.64%	11.98%	13.01%	13.11%
总资产收益率	19.49%	10.18%	8.43%	10.09%	11.01%	11.11%
投入资本收益率	30.68%	10.29%	8.26%	10.29%	11.39%	11.54%
增长率						
主营业务收入增长率	21.69%	5.70%	10.38%	29.05%	14.73%	11.72%
EBIT增长率	46.85%	-6.12%	-21.23%	42.88%	25.38%	14.86%
净利润增长率	40.14%	6.71%	-14.29%	31.48%	23.02%	14.23%
总资产增长率	26.16%	104.21%	3.50%	9.94%	12.71%	13.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.1	3.1	3.2	3.2	3.0	3.0
存货周转天数	48.1	48.7	46.8	49.0	48.0	48.0
应付账款周转天数	38.7	39.3	35.6	45.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	91.5	94.7	134.2	116.1	110.1	105.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-61.39%	-78.31%	-64.11%	-63.56%	-64.82%	-67.07%
EBIT利息保障倍数	-1,217.0	-105.4	-15.8	-18.9	-18.7	-17.0
资产负债率	41.49%	19.28%	20.71%	15.81%	15.40%	15.22%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;

中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402