

甘源食品 (002991)

公司研究/点评报告

渠道模式冲击短期业绩，组合动作带来长期亮点

——甘源食品 (002991.SZ) 2021 年三季度点评

点评报告/食品饮料

2021 年 10 月 28 日

一、事件概述

10 月 26 日公司发布三季报,2021 年前三季度公司实现营业收入 8.56 亿元,同比+7.78%,实现归母净利润 0.77 亿元,同比-37.73%,实现扣非归母净利润 0.64 亿元,同比-36.14%。

二、分析与判断

➤ 多因素冲击业绩表现，三季度收入环比改善

收入端：2021 年前三季度公司实现营业收入 8.56 亿元，同比+7.78%，公司短期业绩维持小幅增长，主因社区团购冲击线下渠道。其中 Q3 实现营业收入 3.12 亿元，同比+2.71%。环比二季度收入增速提升 19.32pct，业绩明显改善，主因公司在二季度提价后渠道库存处于相对低位，三季度库存逐渐实现良性运转。同时提价落地，价增同步贡献部分收入。**利润端：**2021 年前三季度公司实现归母净利润 0.77 亿元，同比-37.73%，利润下滑主因公司新品暂未明显放量，仍处于投放费用培育阶段，同时大宗原材料成本上涨也在一定程度上挤压利润空间。

➤ 四季度新品上市可期，渠道多元化发展进行中

产品端，公司在老三样领域已建立垄断化市场地位，新推新三样及口味型坚果，并计划于今年 Q4 推出带壳籽坚果。甘源以自身口味研发优势为基础发力整合花生及口味型坚果市场，预期将在此领域抢占先机，同时积极培育第二曲线也带来远期看点。**渠道端，**甘源同步进驻线下 KA 及流通渠道，未来将持续推进散装专柜投放。线上在发展传统电商的同时，也积极进驻直播、团购渠道，实现渠道多元化发展。

➤ 大宗成本上升压缩利润空间，精简营销投放维持费用率稳定

毛利率：前三季度公司毛利率为 34.55%，同比-6.07pct，毛利率的下滑主因大宗原材料成本上升，同时新品推广初期以低毛利率进驻市场，预期在新品形成一定产品力后，有望通过提价改善整体毛利水平。**期间费用率：**前三季度期间费用率为 23.17%，同比+0.92pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.24%/4.89%/1.07%/-1.02%，分别同比+0.35%/+0.87%/+0.51%/-0.82pct。其中 Q3 销售费用率为 8.04%，环比 Q2 缩减 21.89pct，主因公司暂时收缩楼宇广告投放。**净利率：**前三季度公司净利率 9.03%，同比-6.60pct。

三、投资建议

我们调整此前盈利预期，预计 2021-2023 年公司实现收入 13.26/16.65/20.07 亿元，同比+13.1%/+25.5%/+20.6%；实现归母净利润 1.50/2.02/2.52 亿元，同比-16.5%/+35.0%/+24.9%，EPS 分别为 1.61/2.17/2.71 元，对应 PE 分别为 32X/23X/19X。公司估值持平于目前休闲食品板块 2021 年预期估值约 30 倍 (Wind 一致预期，算术平均法)。考虑到公司在产品创新、渠道扩张所带来的成长空间，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新品推广不及预期、渠道扩张不及预期、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,172	1,326	1,665	2,007
增长率 (%)	5.7%	13.1%	25.5%	20.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	179	150	202	252
增长率 (%)	6.7%	-16.5%	35.0%	24.9%
每股收益 (元)	1.92	1.61	2.17	2.71
PE (现价)	26.4	31.6	23.4	18.7
PB	3.3	3.0	2.7	2.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格： 50.74 元

交易数据

2021-10-27

近 12 个月最高/最低(元)	106.99/45.74
总股本 (百万股)	93
流通股本 (百万股)	41
流通股比例 (%)	43.76
总市值 (亿元)	47
流通市值 (亿元)	21

该股与沪深 300 走势比较



分析师：王言海

执业证号： S0100521090002

电话： 18956494422

邮箱： wangyanhai@mszq.com

相关研究

- 1.甘源食品 (002991.SZ) 2021 年半年报点评：多重因素拖累短期业绩，组合动作打开长期空间
- 2.甘源食品 (002991) 2021 年一季报点评：产品推新+渠道拓张+营销推广推动收入端显著提速

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,172	1,326	1,665	2,007
营业成本	702	862	1,059	1,254
营业税金及附加	13	15	19	23
销售费用	205	209	275	339
管理费用	45	53	55	70
研发费用	7	11	13	14
EBIT	200	176	244	307
财务费用	(2)	(2)	(4)	(8)
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	9	7	8	8
营业利润	242	201	272	340
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	241	202	272	340
所得税	62	52	70	87
净利润	179	150	202	252
归属于母公司净利润	179	150	202	252
EBITDA	236	211	282	350
资产负债表 (百万元)				
货币资金	149	274	550	630
应收账款及票据	9	11	14	17
预付款项	10	12	14	17
存货	89	140	141	193
其他流动资产	5	5	5	5
流动资产合计	1230	1411	1695	1832
长期股权投资	0	7	15	23
固定资产	370	378	450	490
无形资产	100	97	95	93
非流动资产合计	531	583	553	717
资产合计	1760	1994	2247	2549
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	67	93	114	132
其他流动负债	6	6	6	6
流动负债合计	216	299	351	400
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	124	124	124	124
非流动负债合计	124	124	124	124
负债合计	339	423	475	524
股本	93	93	93	93
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1421	1571	1773	2025
负债和股东权益合计	1760	1994	2247	2549

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	5.7%	13.1%	25.5%	20.6%
EBIT 增长率	-6.1%	-12.0%	38.3%	25.7%
净利润增长率	6.7%	-16.5%	35.0%	24.9%
盈利能力				
毛利率	40.1%	35.0%	36.4%	37.5%
净利润率	15.3%	11.3%	12.1%	12.6%
总资产收益率 ROA	10.2%	7.5%	9.0%	9.9%
净资产收益率 ROE	12.6%	9.5%	11.4%	12.5%
偿债能力				
流动比率	5.7	4.7	4.8	4.6
速动比率	5.3	4.2	4.4	4.1
现金比率	5.2	4.1	4.3	4.0
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	3.0	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	48.1	47.9	47.9	47.9
总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.9	1.6	2.2	2.7
每股净资产	15.2	16.9	19.0	21.7
每股经营现金流	2.2	2.2	3.0	3.0
每股股利	0.8	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	26.4	31.6	23.4	18.7
PB	3.3	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	18.9	20.1	14.1	11.3
股息收益率	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	179	150	202	252
折旧和摊销	36	35	38	43
营运资金变动	(7)	27	43	(8)
经营活动现金流	204	204	276	280
资本开支	151	80	0	200
投资	(718)	0	0	0
投资活动现金流	(859)	(80)	(0)	(200)
股权募资	855	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	733	0	0	0
现金净流量	79	125	276	80

分析师简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。