甘源食品（002991）

公司研究/点评报告

Q2 环比改善明显，新品推广值得期待

——甘源食品（002991）2020 年半年报点评

点评报告/ 2020 年 08 月 31 日

一、事件概述

8 月 30 日，公司发布 2020 年半年报。报告期内公司实现营业收入 4.90 亿元，同比+9.21%；实现归母净利润 0.69 亿元，同比+26.05%。单二季度，公司实现营业收入 2.47 亿元，同比+9.60%；实现归母净利润 0.32 亿元，同比+54.92%。

二、分析与判断

➢ 收入实现较快增长，新品放量值得期待

20H1 公司实现营业收入 4.90 亿元，同比+9.21%，其中 Q1/Q2 分别实现收入 2.43/2.47 亿元，分别同比+8.81%/+9.60%。分产品看，20H1 瓜子仁/蚕豆/青豌豆/综合果仁及豆果/其他系列分别实现收入 1.10/0.99/1.34/0.74/0.71 亿元，分别同比-4.66%/+1.68%/+24.29%/+9.75%/+20.74%，经典产品瓜子仁/蚕豆/青豌豆合计实现收入占比 70%以上。尽管瓜子仁及蚕豆业务增速有所放缓，但青豌豆及非三大核心业务实现快速增长。公司持续以消费者需求为指引，升级优化产品和生产工艺，增加了经典产品的口味配方，并持续推进新品研发，我们预计后续新品放量有望带来收入端进一步提速。

➢ 控费能力显著，二季度盈利能力环比改善明确

毛利率：20H1 公司毛利率 40.81%，同比-0.48ppt，单 Q2 毛利率 42.29%，同比+1.14ppt，环比+2.97ppt，二季度环比改善明显。分产品看，综合果仁及豆果系列毛利率增长幅度较大（H1 综合果仁毛利率+4.50ppt 至 29.76%），对整体毛利水平提升起到支撑作用。**期间费用率：**20H1 期间费用率为 22.46%，同比-1.71ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.05%/3.85%/0.59%/-0.03%，分别-1.94ppt/+0.10ppt/+0.15ppt/-0.02ppt。单 Q2 期间费用率为 24.54%，同比-2.15ppt，也完全由销售费用率下降所贡献。疫情期间线下营销活动减少，销售人员外出差旅减少，带来销售费用率大幅降低；管理费用率稍有提升因上市增加中介费支出；研发费用提升因公司加大新品研发力度。整体看，20H1 期间费用率大幅降低，公司控费能力显著提升。**利润及净利率：**20H1 公司实现归母净利润 2.47 亿元，同比+9.60%，其中 Q1/Q2 分别实现归母净利润 0.37/0.32 亿元，分别同比+8.31%/+54.92%。20H1 公司净利率为 14.03%，同比+1.87ppt；单 Q2 净利率 13.03%，同比+3.81ppt，Q2 业绩增速较 Q1 大幅提速，得益于毛利率和销售费用率的双重改善。

➢ 新品研发+产品加码，支持经营规模扩大

1.新品推广：公司通过多种口味的产品结构建立了籽坚果领域充分的品牌力，同时坚果果仁和谷物新品正处于快速放量阶段，市场反馈良好，花生等新品孵化进程加快，计划未来每半年推新一次。**2.渠道精耕：**线下渠道方面，截止 20 年 6 月底，公司已拥有 1000+家稳定高效的经销商队伍，实现对卖场、超市、连锁店等终端市场多层次覆盖，未来将进一步扩充经销商数量，推进四五线城市渠道下沉，深度覆盖线下市场。线上渠道方面，未来公司将于杭州成立电商运营公司，着力搭建电商平台服务体系。**3.产能加码：**公司目前产能利用率维持 80%以上，属于行业高位水平，拟在目前 5.98 万吨产能的基础上，于河南安阳新建年产 3.6 万吨生产基地，支持经营规模扩大。

三、投资建议

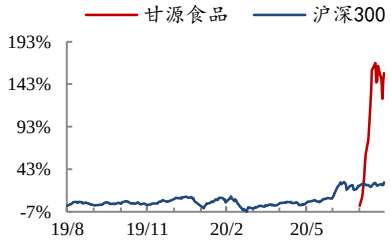
预计 2020-2022 年公司收入为 13.64/17.05/21.32 亿元，同比+23.0%/+25.0%/25.0%；归母净利润为 1.80/2.33/3.20 亿元，同比+7.0%/+29.9%/+36.9%；对应摊薄后 EPS 为 1.93/2.50/3.43 元；对应 PE 为 74X/57X/42X。我们看好公司在籽坚果领域的品牌力，结合未来产能投放与营销渠道扩张带来的销量增长空间，维持“推荐”评级。

推荐 维持评级

当前价格： 142.9 元

交易数据	2020-8-28
近 12 个月最高/最低(元)	149.5/55.81
总股本（百万股）	93
流通股本（百万股）	23
流通股比例（%）	25.00
总市值（亿元）	133
流通市值（亿元）	33

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

电话： 010-85127513

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

1.甘源食品（002991.SZ）深度报告：籽坚果龙头，品类拓展+渠道发力值得期待

四、风险提示

新品推广不及预期，行业竞争加剧，食品质量及安全问题。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,109	1,364	1,705	2,132
增长率（%）	21.7%	23.0%	25.0%	25.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	168	180	233	320
增长率（%）	40.1%	7.0%	29.9%	36.9%
每股收益（元）	2.40	1.93	2.50	3.43
PE（现价）	59.5	74.1	57.0	41.7
PB	19.8	8.6	7.7	6.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,109	1,364	1,705	2,132
营业成本	648	817	1,012	1,256
营业税金及附加	14	15	20	25
销售费用	192	249	318	376
管理费用	38	50	49	51
研发费用	4	7	9	9
EBIT	213	226	297	415
财务费用	(0)	0	0	0
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	6	5	5	5
营业利润	226	240	312	428
营业外收支	(1)	1	2	1
利润总额	225	241	313	429
所得税	57	61	80	109
净利润	168	180	233	320
归属于母公司净利润	168	180	233	320
EBITDA	242	264	352	481

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	71	807	880	1122
应收账款及票据	11	12	16	20
预付款项	7	16	16	19
存货	99	123	148	188
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	431	1202	1308	1600
长期股权投资	0	5	10	15
固定资产	345	579	792	928
无形资产	101	117	127	122
非流动资产合计	431	712	871	931
资产合计	862	1915	2179	2531
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	84	92	115	149
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	250	255	333	429
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	108	108	108	108
非流动负债合计	108	108	108	108
负债合计	358	363	441	537
股本	70	93	93	93
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	504	1552	1738	1994
负债和股东权益合计	862	1915	2179	2531

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	21.7%	23.0%	25.0%	25.0%
EBIT 增长率	46.9%	5.9%	31.6%	39.5%
净利润增长率	40.1%	7.0%	29.9%	36.9%
盈利能力				
毛利率	41.6%	40.1%	40.7%	41.1%
净利润率	15.1%	13.2%	13.7%	15.0%
总资产收益率 ROA	19.5%	9.4%	10.7%	12.6%
净资产收益率 ROE	33.3%	11.6%	13.4%	16.0%
偿债能力				
流动比率	1.7	4.7	3.9	3.7
速动比率	1.3	4.2	3.5	3.3
现金比率	1.2	4.1	3.4	3.2
资产负债率	0.4	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	3.1	3.3	3.1	3.2
存货周转天数	47.5	48.8	48.2	48.1
总资产周转率	1.4	1.0	0.8	0.9
每股指标（元）				
每股收益	2.4	1.9	2.5	3.4
每股净资产	7.2	16.6	18.6	21.4
每股经营现金流	3.4	1.9	3.5	4.6
每股股利	1.1	0.4	0.5	0.7
估值分析				
PE	59.5	74.1	57.0	41.7
PB	19.8	8.6	7.7	6.7
EV/EBITDA	53.9	46.3	34.5	24.9
股息收益率	0.7%	0.3%	0.4%	0.5%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	168	180	233	320
折旧和摊销	30	38	54	66
营运资金变动	41	(29)	47	47
经营活动现金流	236	180	327	427
资本开支	76	313	206	121
投资	(146)	(1)	(2)	(1)
投资活动现金流	(216)	(313)	(206)	(121)
股权募资	0	903	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(70)	868	(47)	(64)
现金净流量	(51)	735	73	242

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

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：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

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。