

**甘源食品(002991)/饮料制造**
**新品拓展致扣非利润下滑, Q4 有望提速**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 114.50

**分析师: 范劲松**
**执业证书编号: S0740517030001**

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

**分析师: 房昭强**
**执业证书编号: S0740520090005**

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

**分析师: 龚小乐**
**执业证书编号: S0740518070005**

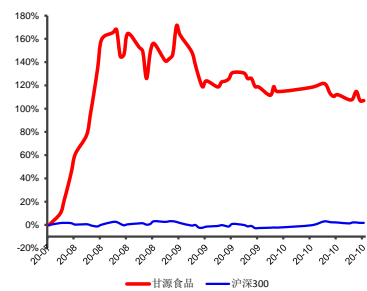
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**分析师: 熊欣慰**
**执业证书编号: S0740519080002**

Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	93
流通股本(百万股)	23
市价(元)	114.50
市值(百万元)	10,700
流通市值(百万元)	27,00

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 甘源食品\_深度报告: 豆类零食领军品牌, 兼具短期弹性与长期空间
- 2 甘源食品\_点评报告: 业绩符合预期, 关注新品拓展

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	911	1,109	1,256	1,632	2,036
增长率 yoy%	15.72%	21.69%	13.27%	29.92%	24.74%
净利润	120	168	202	235	327
增长率 yoy%	92.96%	40.14%	20.35%	16.07%	39.53%
每股收益(元)	1.29	1.80	2.17	2.52	3.51
每股现金流量	2.67	2.54	1.96	3.44	3.26
净资产收益率	29.50%	33.31%	13.53%	13.67%	16.03%
P/E	-	-	52.79	45.48	32.60
PEG	3.55	2.55	1.10	1.81	1.31
P/B	26.27	21.16	7.14	6.22	5.22

备注:

**投资要点**

- **事件: 2020 年前三季度公司实现收入 7.94 亿元, 同比增长 9.75%, 实现归母净利润 1.24 亿元, 同比增长 21.11%, 实现扣非归母净利润 1.01 亿元, 同比增长 6.45%。**
- **收入符合预期, 新品推广致扣非利润下滑。**20Q3 公司收入/净利润/扣非净利润增速分别为 10.63%/15.48%/-12.78%, 收入基本符合预期, 扣非利润略低于预期, 主要是新品推广投入加大所致, 利润增长主要来自于退税的贡献。公司 9 月推出新品上市后反馈积极, 单店数据优异, 经销商订货积极性高, 9 月业绩环比改善, 预计 Q4 在产能跟上、铺货完善之后会对业绩形成明显增量贡献。
- **成本上涨导致毛利率下降, 新品投入导致费用率提升。**20Q3 公司毛利率 40.29%, 同比下滑 2.00pct, 主要是原材料中棕榈油进口价格上涨所致; 20Q3 期间费用率为 21.91%, 同比提升 1.94pct, 其中销售费用率为 17.63%, 同比提升 1.73pct, 主要是公司召开新品推广销售会议产生费用增加所致; 管理费用率为 4.78%, 同比提升 0.70pct, 财务费用率为 -0.49%, 同比下降 0.49pct。20Q3 净利率为 18.23%, 同比提升 0.77pct, 主要是萍乡工厂收到退税显著增加所致。
- **基本面持续改善, 收入有望提速, 未来成长空间广阔。**公司是豆类零食领域领军品牌, 产品是公司核心竞争力, 用料、工艺、设备均明显优于同行, 公司将利用其多年积累的产品打造经验进行品类延伸, 通过口味化来打造差异化产品。公司今年开始基本面改善明显, 产品方面, 9 月坚果、麦片新品上市后反馈积极, 明年将重点拓展整合花生品类, 不断拓宽产品矩阵, 同时安阳工厂明年投产后产能瓶颈问题得以解除; 品牌方面, 公司将从年底开始加大广告投入, 明年将在全国重点城市大量投放, 品牌知名度有望明显提升; 渠道方面, 公司当前渠道覆盖率仍低, 主要集中一二线城市, 未来一方面将通过增加专柜的方式提升单店, 可以看到 18 年推出品牌专柜以来坪效提升明显; 另一方面将加大对空白城市以及县乡市场的覆盖, 且产品、品牌到位后经销商专柜投放意愿有望提升。我们认为公司当前仍处于打基础、做规模的阶段, 在新品放量以及加大投放的驱动下, Q4 及明年收入端增速有望明显提速, 我们看好公司在豆类零食这一细分赛道上持续成长。
- **投资建议: 维持“买入”评级。**我们调整盈利预测, 预计 2020-2022 年公司收入分别为 12.56、16.32、20.36 亿元, 同比增长 13.27%、29.92%、24.74%;

实现净利润分别为 2.02、2.35、3.27 亿元，同比增长 20.35%、16.07%、39.53%，对应 EPS 分别为 2.17、2.52、3.51 元（前值为 2.32、2.98、3.77 元），对应 PE 分别为 53X、46X、31X。

- **风险提示：**全球疫情持续扩散、市场竞争加剧、原材料价格波动。

**图表 1: 甘源食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)**

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>911</b>	<b>1,109</b>	<b>1,256</b>	<b>1,632</b>	<b>2,036</b>	货币资金	121	71	1,005	1,306	1,629
增长率	15.7%	21.7%	13.3%	29.9%	24.7%	应收款项	8	16	11	23	20
营业成本	-542	-648	-741	-945	-1,176	存货	72	99	97	153	157
%销售收入	59.4%	58.4%	59.0%	57.9%	57.8%	其他流动资产	104	245	250	250	256
毛利	370	461	515	687	860	流动资产	305	431	1,363	1,732	2,062
%销售收入	40.6%	41.6%	41.0%	42.1%	42.2%	%总资产	44.7%	50.0%	74.7%	77.9%	80.1%
营业税金及附加	-10	-14	-14	-18	-22	长期投资	0	0	0	0	0
%销售收入	1.1%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	219	278	287	294	298
营业费用	-173	-192	-211	-335	-377	%总资产	32.0%	32.3%	15.7%	13.2%	11.6%
%销售收入	18.9%	17.3%	16.8%	20.5%	18.5%	无形资产	101	101	98	95	92
管理费用	-36	-38	-46	-49	-57	非流动资产	378	431	462	491	512
%销售收入	3.9%	3.4%	3.7%	3.0%	2.8%	%总资产	55.3%	50.0%	25.3%	22.1%	19.9%
息税前利润 (EBIT)	151	218	244	285	404	<b>资产总计</b>	<b>683</b>	<b>862</b>	<b>1,825</b>	<b>2,223</b>	<b>2,573</b>
%销售收入	16.6%	19.6%	19.4%	17.5%	19.8%	短期借款	0	0	17	64	130
财务费用	0	0	0	0	0	应付款项	89	163	118	247	206
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	86	87	87	87	87
资产减值损失	3	-2	2	2	2	流动负债	175	250	222	398	422
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	长期应付款	0	0	0	0	0
投资收益	6	6	5	5	5	其他长期负债	102	108	108	108	108
%税前利润	3.8%	2.7%	1.8%	1.6%	1.1%	<b>负债</b>	<b>277</b>	<b>358</b>	<b>330</b>	<b>506</b>	<b>530</b>
营业利润	161	223	251	293	411	<b>普通股股东权益</b>	<b>406</b>	<b>504</b>	<b>1,495</b>	<b>1,717</b>	<b>2,043</b>
营业利润率	17.7%	20.1%	20.0%	17.9%	20.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	4	-1	25	27	33	<b>负债股东权益合计</b>	<b>683</b>	<b>862</b>	<b>1,825</b>	<b>2,223</b>	<b>2,573</b>
税前利润	166	223	275	319	444	<b>比率分析</b>					
利润率	18.2%	20.1%	21.9%	19.5%	21.8%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	-41	-57	-69	-80	-112	<b>每股指标</b>					
所得税率	24.8%	25.8%	25.1%	25.2%	25.3%	每股收益(元)	1.29	1.80	2.17	2.52	3.51
净利润	120	168	202	235	327	每股净资产(元)	4.36	5.41	16.04	18.42	21.92
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	2.67	2.54	1.96	3.44	3.26
归属于母公司的净利润	120	168	202	235	327	每股股利(元)	0.00	0.00	0.43	0.50	0.70
净利率	13.2%	15.1%	16.1%	14.4%	16.1%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	29.50%	33.31%	13.53%	13.67%	16.03%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	17.54%	19.49%	11.08%	10.56%	12.72%
净利润	120	168	202	235	327	投入资本收益率	36.23%	67.61%	117.48%	91.14%	144.66%
加: 折旧和摊销	26	28	23	26	28	<b>增长率</b>					
资产减值准备	3	2	0	0	0	营业总收入增长率	15.72%	21.69%	13.27%	29.92%	24.74%
公允价值变动损失	0	-1	0	0	0	EBIT增长率	75.47%	46.58%	9.25%	16.73%	41.10%
财务费用	0	0	0	0	0	净利润增长率	92.96%	40.14%	20.35%	16.07%	39.53%
投资收益	-6	-6	-5	-5	-5	总资产增长率	36.43%	26.16%	111.73%	21.80%	15.76%
少数股东损益	0	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	303	142	-38	65	-47	应收账款周转天数	2.9	3.8	3.8	3.8	3.8
<b>经营活动现金净流</b>	<b>249</b>	<b>237</b>	<b>183</b>	<b>320</b>	<b>304</b>	存货周转天数	28.7	27.7	28.0	27.5	27.4
固定资本投资	-81	-52	-60	-60	-50	应付账款周转天数	35.6	38.2	36.9	37.6	37.2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-73</b>	<b>-216</b>	<b>-54</b>	<b>-54</b>	<b>-44</b>	固定资产周转天数	71.4	80.6	81.0	64.1	52.3
股利分配	0	0	-40	-47	-65	<b>偿债能力</b>					
其他	-60	-70	846	82	129	净负债/股东权益	-17.53%	-199.27%	-86.20%	-91.11%	-125.00%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-60</b>	<b>-70</b>	<b>805</b>	<b>35</b>	<b>64</b>	EBIT利息保障倍数	-479.3	-1,289.8	1,409.4	-2,563.7	-3,746.9
<b>现金净流量</b>	<b>116</b>	<b>-50</b>	<b>934</b>	<b>301</b>	<b>323</b>	资产负债率	40.53%	41.49%	18.11%	22.75%	20.61%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。