

难关已过，静待修复

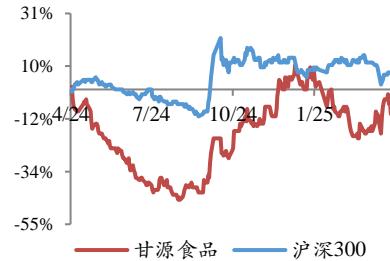
——甘源食品 24 年报&25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-20

收盘价（元）	76.62
近 12 个月最高/最低（元）	95.98/46.55
总股本（百万股）	93
流通股本（百万股）	50
流通股比例（%）	53.30
总市值（亿元）	71
流通市值（亿元）	38

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

● 公司发布 2024 年报和 25Q1 季报：

- **25Q1：**收入 5.04 亿元 (-13.99%)，归母净利润 0.53 亿元 (-42.21%)，扣非归母净利润 0.46 亿元 (-45.14%)。
- **24Q4：**收入 6.52 亿元 (+22.05%)，归母净利润 0.99 亿元 (-13.91%)，扣非归母净利润 0.93 亿元 (-10.40%)。
- **24：**收入 22.57 亿元 (+22.18%)，归母净利润 3.76 亿元 (+14.32%)，扣非归母净利润 3.41 亿元 (16.91%)。
- **25Q1 及 24Q4 收入符合市场预期。**

● 收入：量贩/会员商超高增延续

- **25Q1：**分渠道，我们测算量贩/会员商超月销达 5500/2500 万(含税)，同比增长 20%/16%，仍维持较快增长；海外渠道中越南月销持续爬坡，低基数下或实现翻倍以上增长；传统渠道预计同比下滑近 30%，主因春节错期+KA 转直营调整持续；线上渠道预计同比下滑近 30%，据久谦 Q1 公司天猫京东抖音合计 GMV 同比下降 35%，线上渠道虽有调整但效果仍有反复。
- **24 年：**①分渠道，24 年公司经销/电商营收分别同比增长 22.6%/10.8%，其中量贩/会员商超全年延续高增趋势，线下传统渠道持续调改预计同比持平。海外营收同比增长 1761.5%，主因 Q4 越南实现渠道突破。②分产品，24 年风味坚果销售额/销量/吨价分别同比-39.8%/+91.7%/-27.1%，占比提升 3.9pct 至 31.2%，为公司 24 年主要增长来源。公司聚焦性价比与差异化，持续在风味坚果上推新放量，吨价下降主因量贩渠道放量所致。24 年公司老三样实现稳健自然增长，豌豆/瓜子仁/蚕豆营收分别同比增长 12.6%/10.5%/19.7%。

● 盈利：Q1 成本/费投提升+规模效应减弱

- **25Q1：**公司毛利率达 34.32%，同比下降 1.1pct，主因棕榈油成本上升，据汇易网 25Q1 棕榈油市场吨价同比+28.4%，其他原材料采购成本预计稳定。25Q1 公司净利率达 10.47%，同比下降 5.1pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别同比+4.2%/-1.4%/-0.2%/-0.2pct，销售费率大幅上升预计主因规模效应减弱+促销推广费用增加。
- **24 年：**24Q4 公司毛利率达 35.14%，同比下降 0.9pct，除棕榈油成本上升外，整体产品吨价下移以提升产品性价比也有一定影响。24Q4 公司净利率达 15.19%，同比下降 6.3pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别同比+1.7%/-0.5%/-0.7%/-0.5pct，销售费率上升主因人员工资与促销推广费用增加，其余费率控制相对稳定。全年维度看，24 年公司毛利率/净利率分别达 35.46%/16.67%，同比下降 0.8%/1.14pct，其

相关报告

1. 甘源食品 24Q3：税收优惠贡献弹性
2024-10-23

2. 甘源食品 24Q2 点评：量贩高增，税收优惠贡献弹性 2024-08-04

中销售/管理/研发/财务费率分别同比+1.17/-0.03/+0.16/+0.33pct，整体盈利能力变化幅度有限。

● **投资建议：维持“买入”**

➤ **我们的观点：**

➤ 公司 25 年主要成长抓手为量贩/会员商超/海外，量贩/会员商超渠道通过聚焦风味坚果与风味小吃上新以保持竞争力，预计仍延续快速增长趋势；海外在扩充销售团队下，越南月销稳步提升，印尼突破蓄势待发，预计贡献额外增量。电商与传统线下渠道在人员调整到位后，有望逐季迎来改善。

盈利预测：考虑到公司线下传统渠道与电商渠道调整进度，以及出海业务快速发展，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业收入 26.70/32.18/39.37 亿元(25-26 年原值 27.00/31.61 亿元)，同比+18.3%/+20.5%/+22.3%；实现归母净利润 4.25/5.16/6.32 亿元(25-26 年原值 4.70/5.62 亿元)，同比+13.0%/+21.4%/+22.5%；当前股价对应 PE 分别为 17/14/11 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

渠道改革不及预期，出海业务不及预期，新品推广不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2257	2670	3218	3937
收入同比 (%)	22.2%	18.3%	20.5%	22.3%
归属母公司净利润	376	425	516	632
净利润同比 (%)	14.3%	13.0%	21.4%	22.5%
毛利率 (%)	35.5%	35.0%	34.8%	34.7%
ROE (%)	21.9%	23.1%	25.8%	28.9%
每股收益 (元)	4.14	4.56	5.54	6.78
P/E	22.59	16.80	13.84	11.30
P/B	5.08	3.88	3.58	3.27
EV/EBITDA	16.81	11.92	9.88	8.06

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 18 日

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1248	1250	1347	1529	营业收入	2257	2670	3218	3937
现金	532	587	629	723	营业成本	1457	1736	2097	2572
应收账款	104	103	93	81	营业税金及附加	20	27	33	40
其他应收款	6	5	8	8	销售费用	286	344	409	496
预付账款	79	69	63	51	管理费用	85	99	116	138
存货	260	220	242	255	财务费用	-11	-10	-12	-13
其他流动资产	267	264	313	411	资产减值损失	-3	-2	-2	-2
非流动资产	1023	1118	1182	1205	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	7	9	11
固定资产	673	718	727	712	营业利润	441	501	608	744
无形资产	118	119	119	118	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	232	282	337	376	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	2270	2368	2530	2734	利润总额	440	500	607	743
流动负债	417	387	392	407	所得税	64	75	91	112
短期借款	40	40	40	40	净利润	376	425	516	632
应付账款	141	139	129	128	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	236	208	223	240	归属母公司净利润	376	425	516	632
非流动负债	138	139	140	139	EBITDA	490	555	665	803
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.14	4.56	5.54	6.78
其他非流动负债	138	139	140	139					
负债合计	556	526	533	547					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	93	93	93	93					
资本公积	948	948	948	948					
留存收益	673	801	956	1145					
归属母公司股东权	1715	1842	1997	2187					
负债和股东权益	2270	2368	2530	2734					

现金流量表				主要财务比率					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	327	511	584	730	成长能力				
净利润	376	425	516	632	营业收入	22.2%	18.3%	20.5%	22.3%
折旧摊销	71	68	74	79	营业利润	8.7%	13.6%	21.3%	22.4%
财务费用	-8	1	1	1	归属于母公司净利润	14.3%	13.0%	21.4%	22.5%
投资损失	-6	-7	-9	-11	盈利能力				
营运资金变动	-107	20	-2	25	毛利率 (%)	35.5%	35.0%	34.8%	34.7%
其他经营现金流	484	409	522	611	净利率 (%)	16.7%	15.9%	16.0%	16.0%
投资活动现金流	-167	-157	-181	-192	ROE (%)	21.9%	23.1%	25.8%	28.9%
资本支出	-267	-123	-83	-52	ROIC (%)	20.3%	21.8%	24.5%	27.5%
长期投资	126	-40	-105	-150	偿债能力				
其他投资现金流	-26	6	7	10	资产负债率 (%)	24.5%	22.2%	21.1%	20.0%
筹资活动现金流	-321	-298	-361	-445	净负债比率 (%)	32.4%	28.6%	26.7%	25.0%
短期借款	40	0	0	0	流动比率	2.99	3.23	3.44	3.75
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.10	2.40	2.58	2.93
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	7	0	0	0	总资产周转率	1.03	1.15	1.31	1.50
其他筹资现金流	-368	-298	-361	-445	应收账款周转率	33.96	25.71	32.73	45.00
现金净增加额	-161	56	42	93	应付账款周转率	11.54	12.41	15.65	20.00

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。