

甘源食品（002991）

2024 年报及 2025 年一季报点评：承压阶段已过，海外业务稳步推进

买入（维持）

2025 年 04 月 20 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,848	2,257	2,642	3,036	3,460
同比（%）	27.36	22.18	17.06	14.91	13.96
归母净利润（百万元）	329.06	376.19	393.96	511.79	635.64
同比（%）	107.82	14.32	4.72	29.91	24.20
EPS-最新摊薄（元/股）	3.53	4.04	4.23	5.49	6.82
P/E（现价&最新摊薄）	21.70	18.99	18.13	13.96	11.24

投资要点

- **事件：**2024 年公司实现营收 22.6 亿元，同比+22.2%，实现归母净利 3.8 亿元，同比+14.3%；实现扣非归母净利 3.4 亿元，同比+16.9%。2024Q4 实现营收 6.5 亿元，同比+22.0%，实现归母净利 1.0 亿元，同比-13.9%；实现扣非归母净利 1.0 亿元，同比-10.4%。2025Q1 实现营收 5.0 亿元，同比-14.0%，实现归母净利 0.5 亿元，同比-42.2%；实现扣非归母净利 0.5 亿元，同比-45.1%。
- **各品类稳健增长，初探海外市场，表现亮眼。**2024 年青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁/其他主营业务分别实现营收 5.2/3.0/2.8/7.0/4.4 亿元，同比+10.5%/12.6%/19.7%/39.8%/21.2%。经销/电商分别实现营收 19.3/2.4 亿元，同比+23%/11%。经销渠道中，预计传统渠道和会员制商超有一定承压，零食量贩保持翻倍增长，海外贡献亿元以上增量。
- **2024Q4 成本上涨导致毛利率略承压。**2025 年实现毛利率 35.5%，同比-0.8pct，青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁/其他主营业务毛利率分别为 45.9%/44.7%/41.0%/27.8%/24.2%，同比-3.1/-0.3/-3.1/+0.3/+4.3pct，青豌豆、蚕豆毛利率下降，主要系原材料有小幅涨价，此外 2024Q4 开始棕榈油成本上涨。2024 年销售/管理费用率分别同比+1.2/-0.0pct。销售费用增加主要系员工薪资和促销推广费用增加。2025Q1 实现毛利率 34.3%，同比-1.1pct，主要系棕榈油成本上涨，销售/管理费用率同比+4.2/+1.4pct，销售费用率提升主要系代言人、海外推广等增加了费用投放，此外 2025Q1 收入的规模效应较弱。2024 年/2025Q1 实现净利率 16.7%/10.5%，同比-1.1/-5.1pct。
- **海外市场潜力较大，国内市场亦有边际变化。**1) 海外市场方面，预计在 Q2-Q3 越南市场会再新增品类，印尼等其他国家也在积极导入期；2) 会员制商超 2024 年 11 月上新翡翠豆，预计会员制商超 2025 年有一定增量；3) 传统渠道、电商渠道都已经在逐步改革，匹配新的组织架构和产品矩阵，有望边际向上。
- **盈利预测与投资评级：**公司收入端成长性较好，但考虑到成本压力和费用投放可能略有增加，我们略下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.9/5.1/6.4 亿元（此前 2025-2026 年分别为 4.8/5.6 亿元），同比+5%/+30%/+24%，对应 PE 为 18/14/11X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	76.62
一年最低/最高价	47.54/95.98
市净率(倍)	4.04
流通A股市值(百万元)	3,806.91
总市值(百万元)	7,142.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.96
资产负债率(%，LF)	18.86
总股本(百万股)	93.22
流通A股(百万股)	49.69

相关研究

《甘源食品(002991)：业绩超预期，环比改善明显》

2024-10-23

《甘源食品(002991)：2023 年报&2024 年一季报点评：Q1 收入表现亮眼，改革深化成长延续》

2024-04-26

甘源食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,248	1,895	2,563	3,294	营业总收入	2,257	2,642	3,036	3,460
货币资金及交易性金融资产	765	1,554	2,182	2,858	营业成本(含金融类)	1,457	1,750	1,969	2,219
经营性应收款项	184	62	62	72	税金及附加	20	26	30	35
存货	260	228	257	290	销售费用	286	344	380	415
合同资产	0	0	0	0	管理费用	85	96	111	125
其他流动资产	40	51	62	73	研发费用	32	34	39	45
非流动资产	1,023	1,001	928	858	财务费用	(11)	(9)	(23)	(34)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	49	53	61	69
固定资产及使用权资产	685	655	620	581	投资净收益	6	13	15	17
在建工程	169	175	132	97	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	118	121	124	127	减值损失	(8)	(10)	(10)	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	15	16	17	18	营业利润	441	457	596	742
其他非流动资产	36	35	35	35	营业外净收支	(1)	6	6	6
资产总计	2,270	2,896	3,491	4,152	利润总额	440	463	602	748
流动负债	417	632	715	740	减:所得税	64	70	90	112
短期借款及一年内到期的非流动负债	45	44	44	44	净利润	376	394	512	636
经营性应付款项	171	214	241	271	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	57	132	152	121	归属母公司净利润	376	394	512	636
其他流动负债	144	242	278	304	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.04	4.23	5.49	6.82
非流动负债	138	156	156	156	EBIT	419	454	579	714
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	490	535	663	802
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.46	33.78	35.15	35.86
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	16.67	14.91	16.86	18.37
其他非流动负债	132	149	149	149	收入增长率(%)	22.18	17.06	14.91	13.96
负债合计	556	788	870	896	归母净利润增长率(%)	14.32	4.72	29.91	24.20
归属母公司股东权益	1,715	2,108	2,620	3,256					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,715	2,108	2,620	3,256					
负债和股东权益	2,270	2,896	3,491	4,152					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	327	818	619	672	每股净资产(元)	18.40	22.62	28.11	34.93
投资活动现金流	(167)	(142)	(90)	(45)	最新发行在外股份(百万股)	93	93	93	93
筹资活动现金流	(321)	13	(1)	(1)	ROIC(%)	20.73	19.66	20.37	20.31
现金净增加额	(161)	690	528	626	ROE-摊薄(%)	21.94	18.68	19.53	19.52
折旧和摊销	71	81	84	88	资产负债率(%)	24.47	27.21	24.94	21.58
资本开支	(267)	(54)	(4)	(11)	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.99	18.13	13.96	11.24
营运资本变动	(107)	349	33	(29)	P/B (现价)	4.16	3.39	2.73	2.19

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>