

2025年04月22日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 利润边际承压，关注规模效应释放

—甘源食品（002991.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

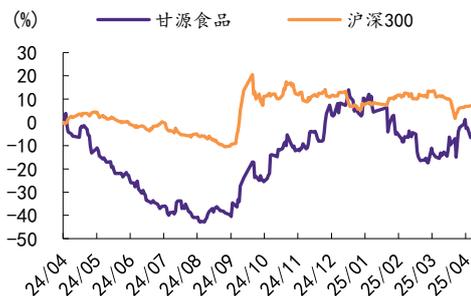
分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn  
联系人：张倩 S1050124070037  
zhangqian@cfsc.com.cn

## 基本数据

2025-04-21

当前股价（元）	73.6
总市值（亿元）	69
总股本（百万股）	93
流通股本（百万股）	50
52周价格范围（元）	47.85-93.52
日均成交额（百万元）	84.81

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 1、《甘源食品（002991）：经营节奏恢复，利润增势延续》2024-10-23
- 2、《甘源食品（002991）：业绩稳健增长，持续拓展渠道空间》2024-08-03
- 3、《甘源食品（002991）：业绩增速亮眼，产品渠道双向发力》2024-04-24

2025年4月18日，甘源食品发布2024年年报与2025年一季度报。2024年总营收22.57亿元（同增22%），归母净利润3.76亿元（同增14%），扣非净利润3.41亿元（同增17%）。其中2024Q4总营收6.52亿元（同增22%），归母净利润0.99亿元（同减14%），扣非净利润0.93亿元（同减10%）。2025Q1总营收5.04亿元（同减14%），主要系春节错峰叠加传统商超业务下降所致，归母净利润0.53亿元（同减42%），扣非净利润0.46亿元（同减45%）。

## 投资要点

### 原材料成本边际承压，关注规模效应释放

公司2024Q4/2025Q1毛利率分别同减1pct/1pct至35.14%/34.32%，主要系棕榈油成本上涨所致，公司后续通过棕榈油锁价、增加主要原材料直采比例、原材料产地多元化等方式优化成本，毛利率有望环比改善。2024Q4/2025Q1销售费用率分别同增2pct/4pct至12.77%/17.34%，管理费用率分别同增1pct/1pct至3.73%/4.87%，主要系公司团队扩充增加薪酬福利费用支出、品牌代言费用计提、叠加海外业务费用投放增加所致。2024Q4/2025Q1净利率分别同减6pct/5pct至15.19%/10.47%，随着规模释放，费用将持续摊平，预计盈利能力持续恢复。

### 老三样延续稳增，综合豆果保持高增势能

2024年青豌豆/瓜子仁/蚕豆系列营收分别为5.24/3.02/2.77亿元，分别同增13%/10%/20%，老三样延续稳步增长，综合果仁及豆果系列营收7.05亿元（同增40%），主要系综合果仁多sku同步放量，且持续导入零食量贩等渠道，以及海外新增市场产品认可度持续提升，后续公司加强豆类产品研发，通过产品组合等方式灵活定位价格带，匹配CVS、直营商超等多系统，拓宽发展空间。

### 组织变动落地，多渠道与海外市场贡献增长动力

渠道端来看，2024年经销/其他渠道营收分别为19.27/0.81亿元，分别同增23%/65%，零食量贩渠道通过产品叠加进行深度覆盖，渠道占比达20%以上，关注风味坚果系列终端动销表现；山姆新品带动渠道2025年增速修复；商超渠道经销

转直营进度持续推进，随着团队、产品逐渐到位，后续落地将环比加速。2024 年电商渠道营收 2.39 亿元（同增 11%），2025 年调整打法，目前人员调整到位，后续通过健康豆、风味坚果等产品加大平台端合作，线上逐渐承担新品验证功能。市场端来看，2024 年公司海外营收 2 亿元，主要集中在越南，2025 年越南市场持续做网点铺设与新品叠加，同时开拓印尼、马来等新市场，随着产品设计与本土招商推进，预计海外增长空间充足。

## ■ 盈利预测

我们看好公司产品差异化策略，开拓新兴渠道、迭代传统渠道，同时优化采购模式、提高原材料价格管控，公司收入规模与盈利能力有望同步提升。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 4.38/5.13/5.89 元，当前股价对应 PE 分别为 17/14/13 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、商超客流量减少、新品增长不及预期、零食专营渠道增长不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	2,257	2,646	3,058	3,497
增长率（%）	22.2%	17.2%	15.6%	14.4%
归母净利润（百万元）	376	408	478	549
增长率（%）	14.3%	8.6%	17.0%	14.8%
摊薄每股收益（元）	4.04	4.38	5.13	5.89
ROE（%）	21.9%	21.1%	21.7%	21.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	532	882	1,099	1,391
应收款	111	72	67	67
存货	260	264	294	318
其他流动资产	345	377	430	453
流动资产合计	1,248	1,595	1,890	2,228
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	233	313	363	383
固定资产	673	730	721	690
在建工程	169	68	27	11
无形资产	118	112	106	100
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	63	63	63	63
非流动资产合计	1,023	972	918	864
资产总计	2,270	2,567	2,807	3,092
<b>流动负债:</b>				
短期借款	40	40	40	40
应付账款、票据	171	192	177	165
其他流动负债	149	149	149	149
流动负债合计	417	489	467	450
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	138	138	138	138
非流动负债合计	138	138	138	138
负债合计	556	628	605	588
<b>所有者权益</b>				
股本	93	93	93	93
股东权益	1,715	1,939	2,202	2,504
负债和所有者权益	2,270	2,567	2,807	3,092

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	376	408	478	549
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	56	51	54	53
公允价值变动	5	4	5	6
营运资金变动	-109	156	-51	-44
经营活动现金净流量	327	619	486	565
投资活动现金净流量	-167	-35	-1	28
筹资活动现金净流量	191	-184	-215	-247
现金流量净额	351	400	270	346

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>2,257</b>	<b>2,646</b>	<b>3,058</b>	<b>3,497</b>
营业成本	1,457	1,720	1,992	2,285
营业税金及附加	20	29	31	33
销售费用	286	341	391	444
管理费用	85	95	107	119
财务费用	-11	-23	-29	-37
研发费用	32	40	43	49
费用合计	391	453	512	575
资产减值损失	-3	-3	-2	-1
公允价值变动	5	4	5	6
投资收益	6	5	4	4
<b>营业利润</b>	<b>441</b>	<b>480</b>	<b>560</b>	<b>642</b>
加:营业外收入	1	1	1	1
减:营业外支出	2	3	2	1
<b>利润总额</b>	<b>440</b>	<b>478</b>	<b>559</b>	<b>642</b>
所得税费用	64	69	81	93
<b>净利润</b>	<b>376</b>	<b>408</b>	<b>478</b>	<b>549</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>376</b>	<b>408</b>	<b>478</b>	<b>549</b>

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	22.2%	17.2%	15.6%	14.4%
归母净利润增长率	14.3%	8.6%	17.0%	14.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	35.5%	35.0%	34.8%	34.6%
四项费用/营收	17.3%	17.1%	16.7%	16.4%
净利率	16.7%	15.4%	15.6%	15.7%
ROE	21.9%	21.1%	21.7%	21.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.5%	24.5%	21.6%	19.0%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	20.4	36.5	45.6	52.1
存货周转率	5.6	6.6	6.9	7.3
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	4.04	4.38	5.13	5.89
P/E	18.2	16.8	14.4	12.5
P/S	3.0	2.6	2.2	2.0
P/B	4.0	3.5	3.1	2.7

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**张倩：**厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

## ■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。