中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评　　休闲食品

Q1 销售承压，海外/新渠道驱动未来营收增长

甘源食品(002991.SZ)

维持　　买入

安雅泽
anyaze@csc.com.cn
010-56135266
SAC 编号:S1440518060003
SFC 编号:BOT242
余璇
yuxuan@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521120003

发布日期：　2025 年 04 月 22 日

当前股价：　76.62 元

核心观点

公司深耕籽类炒货领域，产品创新叠加渠道红利驱动公司业绩高增。公司贯彻“全渠道+多品类”策略，从产品与渠道两端同时发力：老三样等经典产品增长稳健，调味坚果等新品铺货顺利，会员店与量贩零食渠道能量持续释放，为公司带来增量收入。2025 年随着越南市场的产品系列进一步丰富，且公司往泰国、马来西亚等其他东南亚国家拓展，东南亚地区可为公司继续带来增量收入。公司传统渠道直营化改造有望加速完成，多渠道促进营收稳步增长，二季度起低基数，公司经营向上。

事件

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报

2024 年公司实现营收 22.57 亿元，同比+22.18%；实现归母净利润 3.76 亿元，同比+14.32%；扣非归母净利润 3.41 亿元，同比+16.91%。2025 年一季度公司实现营收 5.04 亿元，同比-13.99%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比-42.21%；扣非净利润 0.46 亿元，同比-45.14%。

简评

2024 年在传统渠道调整背景下录得增长，25Q1 春节错期销售承压

1）分产品来看，老三样继续稳健增长，综合豆果和其他产品高增，2024 年老三样/综合果仁及豆果/其他休闲食品分别实现营收 11.03/7.05/4.39 亿元，同比+13.68%/+39.80%/+21.17%。2）分渠道来看，24 年经销/电商/其他营收同比+22.6%/+10.7%/+65.5%，电商渠道 2024 年优化团队组建和产品打磨，预计 2025 年电商可提速，零食量贩持续增加覆盖门店数量与产品导入，传统渠道直营化改造进度略低于预期。

棕榈油成本上涨+产品/渠道结构调整，导致毛利率下降

2024 年/25Q1 公司毛利率分别为 35.46%/34.32%，同比分别-1.07/-0.78pct，主要因（1）核心原材料棕榈油价格持续上涨，从 24 年 8 月的 7800 元/吨，上涨至 25 年的 8100 元/吨，过程中触及 9400 元/吨的价格高点。（2）产品/渠道结构变化，

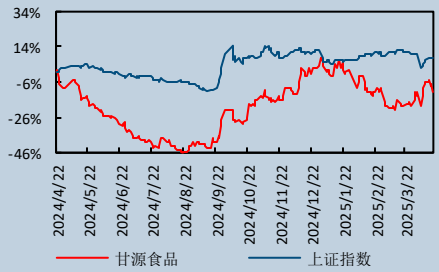
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
7.55/11.91	-16.72/-17.79	-10.80/-17.49

12 月最高/最低价（元）	93.52/47.85
总股本（万股）	9,321.58
流通 A 股（万股）	4,968.55
总市值（亿元）	71.42
流通市值（亿元）	38.07
近 3 月日均成交量（万）	147.86
主要股东	
严斌生	56.24%

股价表现



相关研究报告

24.10.25	【中信建投休闲食品】甘源食品(002991):业绩超预期，调整向好

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

公司老三样毛利率较高，新品综合豆果系列毛利率偏低，新品在营收里的占比提升拉低整体毛利率，同时量贩等低毛利渠道占比提升也带动毛利率往下倾斜。2024 年公司销售/管理/研发/财务费率分别为 12.67%/3.75%/1.42%/-0.50%，同比+1.18/-0.03/+0.17/+0.33pct。其中销售费用提升主要因新品上市及电商平台推广费用增加。受毛利率下降和销售费用率增加影响，2024 年/25Q1 净利率分别为 16.67%/10.47%,同比-1.14%/-5.11%。

加大出海东南亚贡献增量，预计传统渠道调整效果逐步显现

海外目前是越南市场贡献了绝大多数销售额，2025 年随着越南市场的产品系列进一步丰富，且公司往泰国、马来西亚等其他东南亚国家拓展，东南亚地区可为公司继续带来增量收入。传统渠道直营化改造已有半年以上时间，预计随后续人员到位、新品导入有望改造完成。

盈利预测与投资建议：考虑到公司调整传统渠道进度低于预期，且 2025 年品牌投放/海外市场拓展增加费用，我们下调净利润预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 26.50、30.74、35.77 亿元，归母净利润分别为 4.08、4.70、5.52 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：

1. 商超客流下滑超预期风险：量贩零食店渠道保持高速增长，可能导致商超客流量持续下滑，将对公司销售渠道产生较大影响。

2. 新品增长不及预期：若公司新品招商不及预期、产品调整未能与相应渠道匹配，或口味型坚果、米制品、花生等新品竞争格局恶化，将导致新品销量不及预期。

3.原材料价格波动风险：公司上游以棕榈油、卷膜和包装袋等原辅材料为主，其价格在 22-23 年波动幅度较大，若原材料价格重回上涨趋势将侵蚀公司盈利能力，对公司净利润产生较大影响。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,848	2,257	2,650	3,074	3,577
增长率(%)	27.36	22.18	17.41	15.98	16.38
净利润(百万元)	329	376	408	470	552
增长率(%)	107.87	14.32	8.51	15.24	17.41
EPS(元/股，摊薄)	3.53	4.04	4.38	5.05	5.93
P/E(倍)	21.70	18.99	17.50	15.18	12.93

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。 2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业）， 2020 年金融界.慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业） 。

余璇

中信建投食品饮料研究员，香港中文大学金融硕士，覆盖卤制品、软饮料、休闲食品等。

研究助理

高畅

gaochang@csc.com.cn

马焱

mayanspylz@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk