

2025年04月22日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

甘源食品（002991）：盈利底部已现，海外市场积极开拓

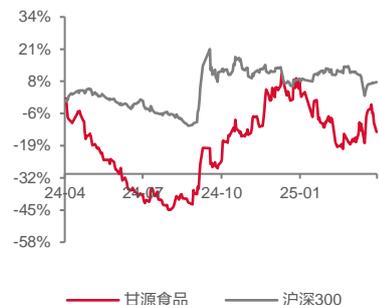
——公司简评报告

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

数据日期	2025/04/21
收盘价	73.60
总股本(万股)	9,322
流通A股/B股(万股)	4,969/0
资产负债率(%)	18.86%
市净率(倍)	3.88
净资产收益率(加权)	3.03
12个月内最高/最低价	95.98/47.54



相关研究

《甘源食品（002991）：Q3业绩表现亮眼，多渠道齐发力——公司简评报告》2024.10.31

《甘源食品（002991）：Q2淡季表现稳健，税收优惠净利率提升——公司简评报告》2024.08.06

《甘源食品（002991）：老三样稳健，新品类提速——公司简评报告》2024.04.25

投资要点

- **事件：**公司发布2024年年报和2025年一季报，2024年实现营业收入22.57亿元，同比+22.18%；实现归母净利润3.76亿元，同比+14.32%。2025年一季度实现营业收入5.04亿元，同比-13.99%；实现归母净利润5276万元，同比-42.21%。
- **综合果仁及豆果表现亮眼，海外业务实现高增。**分产品，2024年综合果仁及豆果、青豌豆、瓜子仁、蚕豆、其他系列分别实现营收7.05、5.24、3.02、2.77、4.39亿元，分别同比+39.8%、+12.6%、+10.5%、+19.7%、+21.2%。公司老三样增速保持稳健，综合果仁及豆果系列增速表现亮眼，在零食直营和海外渠道增长较快。分地区，境内业务实现营收21.74亿元，同比+18.4%；境外业务实现营收8318.66万元，同比+1761.5%。2024年公司积极开拓东南亚市场，境外经销商31个，同比+106.7%。分渠道，经销模式、电商模式分别实现营收19.27、2.39亿元，同比+22.6%/10.8%。经销商模式下零食量贩渠道继续保持快速增长。
- **一季度业绩阶段性下降，期待后续逐步改善。**公司2025年一季度业绩同比下降，主要由于春节期间大幅减少低价礼盒直播，传统商超业务规模下降，以及春节错位的影响。2025年一季度，公司调整销售策略，截至一季度末电商模式毛利率同比上升。公司持续推进出海业务，聘请专业的海外人员负责海外市场的调研、产品设计、合规、招商等工作。预计随着公司产品在以东南亚为主海外市场的快速推广，以及新品的投放，海外市场的销售规模将进一步提升，公司业绩有望逐步改善。
- **销售费用增加以及成本上行影响短期盈利。**2024年毛利率35.46%，同比-0.78pct。主要由于2024Q1年货节大促期间礼盒促销力度较大，2024年电商模式毛利率同比-4.13%。2024年销售、管理费率分别为12.67%（同比+1.17pct）、3.75%（同比-0.03pct）。2025Q1毛利率34.32%，同比-1.07pct。主要由于一季度棕榈油等主要原料采购成本大幅增长。2025Q1销售、管理费率分别为17.34%（同比+4.24pct）、4.87%（同比+1.38pct）。一季度销售费用率上升，主要由于公司持续推进出海业务，人员薪酬费用以及促销推广费用同比增长。公司海外市场以及品牌费用的投入，有利于扩大销售规模，未来费用率有望进一步下降。
- **投资建议：**公司产品矩阵丰富，新兴渠道快速增长，积极开拓海外市场，考虑到费用端的投放以及棕榈油成本的上涨，我们调整2025-2026年盈利预测，新增2027年盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润分别为4.24/4.98/5.71亿元（2025-2026年前值分别为4.87/5.94亿元），对应EPS分别为4.55/5.34/6.13元（2025-2026年前值分别为5.22/6.37元），对应当前股价PE分别为16/14/12倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、海外推广不及预期、新品需求不及预期。

盈利预测与估值简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	2,257.26	2,655.19	3,051.05	3,492.25
同比增速(%)	22.18%	17.63%	14.91%	14.46%
归母净利润(百万元)	376.19	424.01	497.60	571.19
同比增速(%)	14.32%	12.71%	17.36%	14.79%
EPS（元/股）	4.04	4.55	5.34	6.13
市盈率（P/E）	18.24	16.18	13.79	12.01
市净率（P/B）	4.00	3.73	3.45	3.17

资料来源：东海证券研究所，截至4月21日

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,257	2,655	3,051	3,492
%同比增速	22%	18%	15%	14%
营业成本	1,457	1,711	1,964	2,249
毛利	800	944	1,087	1,244
%营业收入	35%	36%	36%	36%
税金及附加	20	21	25	29
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	286	350	400	454
%营业收入	13%	13%	13%	13%
管理费用	85	101	114	129
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	32	35	40	47
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	-11	-9	-12	-13
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-3	-3	-2	-2
信用减值损失	-5	-5	-5	-5
其他收益	49	50	61	70
投资收益	6	5	6	7
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	441	494	580	668
%营业收入	20%	19%	19%	19%
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	440	494	581	668
%营业收入	19%	19%	19%	19%
所得税费用	64	70	83	97
净利润	376	424	498	571
%营业收入	14%	13%	17%	15%
归属于母公司的净利润	376	424	498	571
%同比增速	17%	16%	16%	16%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	4.04	4.55	5.34	6.13

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	4.04	4.55	5.34	6.13
BVPS	18.40	19.76	21.36	23.19
PE	18.24	16.18	13.79	12.01
PEG	1.27	1.27	0.79	0.81
PB	4.00	3.73	3.45	3.17
EV/EBITDA	16.81	10.59	9.08	7.82
ROE	22%	23%	25%	26%
ROIC	20%	22%	24%	25%

资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	532	663	747	854
交易性金融资产	233	183	163	153
应收账款及应收票据	104	106	126	150
存货	260	308	355	408
预付账款	79	61	77	97
其他流动资产	40	58	75	91
流动资产合计	1,248	1,380	1,542	1,753
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	673	736	762	773
无形资产	118	121	119	116
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	36	35	35	35
其他非流动资产	196	218	256	301
资产总计	2,270	2,490	2,715	2,979
短期借款	40	40	40	40
应付票据及应付账款	171	190	221	257
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	41	55	59	70
应交税费	37	45	55	66
其他流动负债	128	163	194	228
流动负债合计	417	493	568	661
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	20	22	22	22
其他非流动负债	118	134	134	134
负债合计	556	648	724	817
归属于母公司的所有者权益	1,715	1,842	1,991	2,162
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1,715	1,842	1,991	2,162
负债及股东权益	2,270	2,490	2,715	2,979

现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	327	553	580	664
投资	126	50	20	10
资本性支出	-267	-188	-163	-161
其他	-26	0	-4	-4
投资活动现金流净额	-167	-137	-146	-155
债权融资	40	-1	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-297	-299	-350	-402
其他	-64	16	0	0
筹资活动现金流净额	-321	-284	-350	-402
现金净流量	-161	132	83	107

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为2025年4月21日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、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并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089