

## 25Q1 经营筑底，期待后续修复

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2024年年报和2025年一季报，24年实现营收22.6亿元，同比+22.2%；实现归母净利润3.8亿元，同比+14.3%。其中，24Q4实现营收6.5亿元，同比+22.1%；实现归母净利润1.0亿元，同比-13.9%。25Q1实现营收5.0亿元，同比-14.0%；实现归母净利润0.5亿元，同比-42.2%。受春节错期及电商高基数影响，25Q1业绩短期承压。
- 各品类稳健增长，多渠道协同并进。** 1、分品类看，24年综合果仁及豆果/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他分别实现营收7.0/5.2/3.0/2.8/4.4亿元，分别同比+39.8%/+12.6%/+10.5%/+19.7%/+21.2%。综合果仁及豆果受益于新品放量以及海外市场扩张实现增速领跑，老三样量/价同比+18.4%/-4.0%，销量快速增长来自于量贩渠道铺货，价格下滑主要系渠道结构调整以及KA调价。2、分渠道看，24年经销/电商分别实现营收19.3/2.4亿元，分别同比+22.6%/+10.8%。传统KA/BC渠道聚焦直营化改造仍处调整期，随着团队搭建、产品梳理等工作持续推进有望加速。零食量贩及会员商超持续增加产品导入和品牌合作高增延续。
- 成本上涨叠加费投提升，净利率边际承压。** 1、24年毛利率35.5%，同比-0.8pp；25Q1毛利率34.3%，同比-1.1pp；主要系棕榈油成本上升、毛利率较低的综合果仁及豆果收入占比提升以及渠道结构调整影响。2、24年销售费用率12.7%，同比+1.2pp；25Q1销售费用率4.9%，同比+4.2pp；主要由于公司销售人员增加以匹配直营化改革，Q4旺季促销等市场费用有所增加，Q1签约品牌代言人费用计提。24年管理费用率3.7%，同比持平；25Q1管理费用率1.2%，同比+0.2pp；费率控制相对稳定。3、24年净利率16.7%，同比-1.1pp；25Q1净利率10.5%，同比-5.1pp；主要系营收承压下规模效应减弱和促销费用进一步加大。
- 渠道调整亮点纷呈，改革成果逐步体现。** 公司将零食量贩与会员制商超作为25年成长主要抓手，通过聚焦风味坚果与风味小吃上新以保持竞争力，今年计划铺开系列产品，有望驱动月销持续爬坡，预计仍延续快速增长趋势。公司扩充海外销售团队，做本土化招商运营，东南亚专属产品预期于5月推出，越南月销稳步提升，印尼突破蓄势待发，增量贡献可期。传统商超匹配直管销售人员，聚焦核心系统，电商渠道与多平台展开深度合作，后续有望逐季迎来改善。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2025-2027年归母净利润分别为4.0亿元、4.6亿元、5.2亿元，EPS分别为4.51元、5.39元、6.42元。公司海外扩张势头良好，渠道调整成效初现，随着成本与费投压力逐步减轻，盈利有望边际改善，故给予公司2025年21倍估值，对应目标价94.71元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧风险；新品推广不及预期风险；食品安全风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	22.57	26.54	30.45	34.09
增长率	27.36%	22.51%	19.86%	19.29%
归属母公司净利润(亿元)	3.76	3.98	4.61	5.22
增长率	14.32%	5.68%	15.92%	13.28%
每股收益EPS(元)	3.53	4.51	5.39	6.42
净资产收益率ROE	19.53%	21.67%	22.50%	23.20%
PE	18	17	15	13
PB	4.00	3.56	3.13	2.76

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪  
执业证号: S1250524070007  
电话: 023-63786049  
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	0.93
流通A股(亿股)	0.50
52周内股价区间(元)	47.85-93.52
总市值(亿元)	68.61
总资产(亿元)	21.78
每股净资产(元)	18.96

### 相关研究

- 甘源食品(002991): 渠道调整推进, 盈利持续改善 (2024-10-28)
- 甘源食品(002991): Q2收入增速下滑, 盈利能力保持较高水平 (2024-08-06)
- 甘源食品(002991): 规模效应逐步显现, 期待维持高增长 (2024-04-26)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

**假设 1：**综合果仁及豆果系列通过进入零食量贩等渠道快速放量，芥末味夏威夷果在山姆会员店销售企稳，预计综合果仁及豆果 2025-2027 年销量分别同比+100.0%/+80.0%/+50.0%，吨价分别同比-35.0%/-30.6%/-20.0%，毛利率分别为 28.5%/29.0%/29.5%。

**假设 2：**老三样青豌豆、瓜子仁和蚕豆产品力与品牌力较强，公司基本盘龙头地位稳固，预计老三样 2025-2027 年收入分别同比+10.7%/+8.2%/+5.8%，毛利率分别为 45.4%/46.3%/47.1%。

其中，瓜子仁不断进行口味和包装更迭，完善产品矩阵，预计瓜子仁 2025-2027 年销量分别同比+15.0%/+12.0%/+10.0%，吨价分别同比-6.1%/-6.3%/-6.4%，毛利率分别为 46.0%/46.5%/47.0%。

青豌豆市场竞争对手较分散，预计青豌豆 2025-2027 年销量分别同比+15.0%/+12.0%/+10.0%，吨价分别同比-4.3%/-3.6%/-4.5%，毛利率分别为 47.0%/48.0%/49.0%。

绿蚕豆新品推广，翡翠豆入驻山姆，贡献稳定增量，预计蚕豆 2025-2027 年销量分别同比+16.0%/+13.0%/+11.0%，吨价分别同比-0.9%/-0.9%/-0.9%，毛利率分别为 42.0%/43.0%/44.0%。

**假设 3：**安阳工厂生产逐步稳定，公司膨化等品类产品进入全渠道销售，预计其他产品 2025-2027 年收入分别同比+15.0%/+12.0%/+10.0%，毛利率分别为 25.0%/25.0%/25.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年主营业务收入成本如下表：

**表 1：主营业务收入及毛利率**

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>合计</b>				
营业收入	2,257.3	2,653.8	3,045.2	3,409.2
yoy	22.2%	17.6%	14.8%	12.0%
营业成本	1,456.8	1,702.5	1,950.2	2,178.5
毛利率	35.5%	35.8%	36.0%	36.1%
<b>综合果仁及豆果</b>				
收入	704.9	916.4	1145.5	1374.6
yoy	39.8%	30.0%	25.0%	20.0%
成本	508.7	655.2	813.3	969.1
毛利率	27.8%	28.5%	29.0%	29.5%
销量（吨）	23,335	46670.1	84006.2	126009.3
yoy	91.7%	100.0%	80.0%	50.0%
吨单价（元）	30209	19636	13636	10909
yoy	-27.1%	-35.0%	-30.6%	-20.0%
吨成本（元）	21798	14039	9681	7691
yoy	-27.4%	-35.6%	-31.0%	-20.6%
<b>老三样</b>				
收入	1,102.8	1,220.9	1,321.6	1,398.7
yoy	13.7%	10.7%	8.2%	5.8%
成本	613.9	666.3	710.2	740.0

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	44.3%	45.4%	46.3%	47.1%
<b>瓜子仁系列</b>				
收入	301.7	325.9	342.2	352.4
yoy	10.5%	8.0%	5.0%	3.0%
成本	166.9	176.0	183.1	186.8
毛利率	44.7%	46.0%	46.5%	47.0%
销量 (吨)	13,763	15827.8	17727.2	19499.9
yoy	16.4%	15.0%	12.0%	10.0%
吨单价 (元)	21923	20589	19302	18074
yoy	-5.1%	-6.1%	-6.3%	-6.4%
吨成本 (元)	12125	11118	10327	9579
yoy	-4.5%	-8.3%	-7.1%	-7.2%
<b>青豌豆系列</b>				
收入	523.9	576.3	622.4	653.5
yoy	12.6%	10.0%	8.0%	5.0%
成本	283.4	305.4	323.6	333.3
毛利率	45.9%	47.0%	48.0%	49.0%
销量 (吨)	24,516	28193.7	31576.9	34734.6
yoy	19.1%	15.0%	12.0%	10.0%
吨单价 (元)	21369	20440	19710	18814
yoy	-5.5%	-4.3%	-3.6%	-4.5%
吨成本 (元)	11562	10833	10249	9595
yoy	0.3%	-6.3%	-5.4%	-6.4%
<b>蚕豆系列</b>				
收入	277.2	318.8	357.1	392.8
yoy	19.7%	15.0%	12.0%	10.0%
成本	163.6	184.9	203.5	219.9
毛利率	41.0%	42.0%	43.0%	44.0%
销量 (吨)	11,850	13746.3	15533.4	17242.0
yoy	19.4%	16.0%	13.0%	11.0%
吨单价 (元)	23393	23191	22986	22779
yoy	0.2%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
吨成本 (元)	13802	13451	13102	12756
yoy	5.7%	-2.5%	-2.6%	-2.6%
<b>其他主营产品</b>				
收入	439.1	505.0	565.6	622.1
yoy	21.2%	15.0%	12.0%	10.0%
成本	332.7	378.7	424.2	466.6
毛利率	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面，我们以三只松鼠、洽洽食品、劲仔食品作为可比公司。考虑到甘源食品新品带动产品矩阵完善、全渠道梳理后开始加速扩张，且零食行业渠道变革红利有望延续，故给予公司 2025 年 21 倍估值，对应目标价 94.71 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价（元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300783.SZ	三只松鼠	29.79	4.08	5.30	7.06	8.96	36	23	17	13
002557.SZ	洽洽食品	26.70	8.52	10.62	12.10	11.84	17	13	11	11
003000.SZ	劲仔食品	14.02	2.91	3.40	4.08	4.65	21	19	15	14
平均值							25	18	14	13
002991.SZ	甘源食品	73.60	3.76	3.98	4.61	5.22	18	17	15	13

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22.57	26.54	30.45	34.09	净利润	3.76	3.98	4.61	5.22
营业成本	14.57	17.03	19.50	21.78	折旧与摊销	0.66	0.73	0.73	0.73
营业税金及附加	0.20	0.24	0.27	0.31	财务费用	-0.11	-0.05	-0.06	-0.08
销售费用	2.86	3.58	4.11	4.60	资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.85	0.96	1.07	1.16	经营营运资本变动	-1.48	0.22	-0.51	-0.19
财务费用	-0.11	-0.05	-0.06	-0.08	其他	0.47	-0.16	-0.14	-0.14
资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3.27</b>	<b>4.72</b>	<b>4.63</b>	<b>5.54</b>
投资收益	0.06	0.10	0.10	0.10	资本支出	-1.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.05	0.05	0.05	0.05	其他	-0.07	0.02	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1.67</b>	<b>0.02</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>4.41</b>	<b>4.93</b>	<b>5.71</b>	<b>6.46</b>	短期借款	0.40	-0.27	-0.13	0.00
其他非经营损益	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4.40</b>	<b>4.91</b>	<b>5.69</b>	<b>6.44</b>	股权融资	0.07	0.00	0.00	0.00
所得税	0.64	0.93	1.08	1.22	支付股利	-3.00	-1.88	-1.99	-2.30
净利润	3.76	3.98	4.61	5.22	其他	-0.68	0.06	0.08	0.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-3.21</b>	<b>-2.09</b>	<b>-2.03</b>	<b>-2.20</b>
归属母公司股东净利润	3.76	3.98	4.61	5.22	<b>现金流量净额</b>	<b>-1.61</b>	<b>2.65</b>	<b>2.60</b>	<b>3.34</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5.32	7.96	10.56	13.89	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1.90	1.66	2.04	2.30	销售收入增长率	27.36%	22.51%	19.86%	19.29%
存货	2.60	2.80	3.27	3.68	营业利润增长率	91.67%	25.10%	20.83%	19.16%
其他流动资产	2.66	2.63	2.69	2.75	净利润增长率	107.87%	27.84%	19.43%	19.19%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	72.73%	18.06%	18.37%	17.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	8.42	7.75	7.07	6.40	毛利率	36.24%	37.04%	37.34%	37.41%
无形资产和开发支出	1.18	1.14	1.10	1.05	三费率	14.45%	14.13%	14.09%	14.12%
其他非流动资产	0.63	0.75	0.88	1.02	净利率	17.81%	18.59%	18.52%	18.50%
<b>资产总计</b>	<b>22.70</b>	<b>24.68</b>	<b>27.61</b>	<b>31.09</b>	ROE	19.53%	21.67%	22.50%	23.20%
短期借款	0.40	0.13	0.00	0.00	ROA	15.71%	17.58%	18.30%	18.95%
应付和预收款项	2.49	2.92	3.26	3.69	ROIC	45.93%	48.28%	56.68%	66.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.46%	23.57%	23.28%	22.87%
其他负债	2.67	2.33	2.43	2.57	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5.56</b>	<b>5.38</b>	<b>5.69</b>	<b>6.26</b>	总资产周转率	0.90	1.01	1.06	1.10
股本	0.93	0.93	0.93	0.93	固定资产周转率	3.67	4.45	5.69	7.29
资本公积	9.48	9.48	9.48	9.48	应收账款周转率	68.43	68.38	68.83	67.93
留存收益	8.15	10.25	12.87	15.79	存货周转率	7.29	7.02	6.98	6.97
归属母公司股东权益	17.15	19.29	21.91	24.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.16%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>17.15</b>	<b>19.29</b>	<b>21.91</b>	<b>24.83</b>	资产负债率	19.58%	18.90%	18.64%	18.34%
负债和股东权益合计	22.70	24.68	27.61	31.09	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.25	4.73	5.02	5.28
					速动比率	3.65	4.09	4.36	4.61
					股利支付率	30.40%	39.12%	41.87%	41.95%
业绩和估值指标					每股指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	4.96	5.62	6.38	7.12	每股收益	3.53	4.51	5.39	6.42
PE	18.24	17.26	14.89	13.14	每股净资产	18.07	20.82	23.95	27.68
PB	4.00	3.56	3.13	2.76	每股经营现金	2.77	4.53	5.42	6.38
PS	3.04	2.59	2.25	2.01	每股股利	1.07	1.77	2.26	2.69
EV/EBITDA	12.28	10.30	8.61	7.23					
股息率	4.37%	2.74%	2.90%	3.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

---

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn