

甘源食品 (002991.SZ) 短期费用投入改革, 展望出海空间广阔

2025年04月23日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

张宇光 (分析师)

陈钟山 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

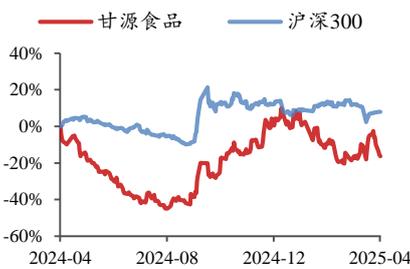
chenzhongshan@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790524040001

日期	2025/4/23
当前股价(元)	71.21
一年最高最低(元)	95.98/47.54
总市值(亿元)	66.38
流通市值(亿元)	35.38
总股本(亿股)	0.93
流通股本(亿股)	0.50
近3个月换手率(%)	180.06

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司收入增长稳健, 三季度利润率超预期——公司信息更新报告》
-2024.10.24

《二季度增长略低于预期, 公司估值性价比较高——公司信息更新报告》
-2024.8.5

《2023年顺利收官, 展望未来高速增长——公司信息更新报告》-2024.4.26

● 利润略低于预期, 出海持续增长, 维持“买入”评级

公司发布2024年报和2025Q1季报, 2024年实现收入22.6亿元, 同增22.2%, 归母净利润3.8亿元, 同增14.3%; 2025Q1收入5.0亿元, 同降14.0%, 归母净利润0.5亿元, 同降42.2%。公司短期费用投入较多, 我们下调2025-2026, 新增2027盈利预测, 预计2025-2027实现利润4.5 (-0.7)、5.4 (-1.0)、6.8亿元, 同增19.0%、20.4%、25.9%, 当前股价对应PE分别为14.8、12.3、9.8倍, 后续看好公司传统渠道改革成效和海外收入持续放量, 维持“买入”评级。

● 调味坚果品类持续增长, 出海增长亮眼

公司2024Q4实现收入6.5亿元, 同增22.0%, 受益春节错期表现较好。分产品看, 公司2024年综合果仁、青豆、瓜子仁、蚕豆、其他系列分别实现收入7.0、5.2、3.0、2.8、4.4亿元, 分别同增39.8%、12.6%、10.5%、19.7%、21.2%, 其中综合果仁受益新品增速较好。分区域看, 公司2024年华东、西南、华中、电商、华北、华南、西北、东北、境外分别实现收入6.6、3.7、3.4、2.4、2.3、1.6、1.0、0.7、0.8亿元, 同比分别变化45.3%、49.2%、17.2%、10.8%、-28.0%、22.4%、2.1%、-9.3%、1761.5%, 其中华北区域客户调整有所下降, 境外业务发力增长亮眼。电商渠道2024年经历组织调整, 全年小幅增长10.6%。2025Q1公司收入5.0亿元, 同比下滑14.0%, 主因春节旺季错期影响, 其次收缩礼盒直播业务。

● 2025Q1费用支出较多, 利润略低于预期

公司2024Q4毛利率35.1%, 同降0.9pct, 保持相对平稳, 销售费用率12.8%, 同增1.7pct, 主因促销推广费用, 管理费用率相对平稳。公司2024Q4净利润1.0亿, 同降13.9%, 主因2023Q4计提全年所得税返还, 基数效应影响2024Q4利润表现。公司2025Q1毛利率34.3%, 同降1.1pct, 主因棕榈油等原料成本提升。公司2025Q1销售费用率17.3%, 同增4.2pct, 管理费用率4.9%, 同增1.4pct, 主因新增代言费投入影响, 以及推进海外业务, 前期的市场、产品、销售等人员进行扩充, 为后续海外业务发展夯实基础。

● 出海空间广阔, 远期持续增长

展望远期, 公司一季度受到春节错期基数较高和传统渠道改革影响, 收入短期承压, 多渠道费用投入, 影响利润表现。公司在组织人员、产品创新和直营渠道适配三个方面共同推进传统渠道改革, 预计2025Q2开始逐步体现效果。公司2024年公告12月设立香港和印尼子公司, 注册资本分别为207.0万美元和176.0亿印尼盾(约104.5万美金), 持续推进布局出海业务, 公告海外业务8300万, 为公司主体报关体量, 叠加海外经销商国内实体报关, 公司2024年实际出海销售体量更高。看好公司经销体系改革和出海业务共同发力, 助力公司持续成长。

● 风险提示: 食品安全风险, 原材料涨价风险, 海外市场动销不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,848	2,257	2,817.3	3,480.4	4,325.2
YOY(%)	27.4	22.2	24.8	23.5	24.3
归母净利润(百万元)	329	376	447.5	538.9	678.6
YOY(%)	107.8	14.3	19.0	20.4	25.9
毛利率(%)	36.2	35.5	35.5	35.6	36.1
净利率(%)	17.8	16.7	15.9	15.5	15.7
ROE(%)	19.5	21.9	20.7	20.7	21.4
EPS(摊薄/元)	3.53	4.04	4.80	5.78	7.28
P/E(倍)	20.2	17.6	14.8	12.3	9.8
P/B(倍)	3.9	3.9	3.1	2.6	2.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1262	1248	1615	1881	2371
现金	648	532	997	948	1531
应收票据及应收账款	29	104	1	158	20
其他应收款	4	6	7	10	11
预付账款	32	79	59	112	101
存货	177	260	285	387	442
其他流动资产	372	266	266	266	266
非流动资产	833	1023	1170	1345	1568
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	525	673	827	1003	1210
无形资产	98	118	118	119	121
其他非流动资产	209	232	225	223	237
资产总计	2095	2270	2785	3225	3939
流动负债	297	417	485	487	623
短期借款	0	40	40	40	40
应付票据及应付账款	111	171	213	212	309
其他流动负债	186	206	232	235	274
非流动负债	113	138	138	138	138
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	113	138	138	138	138
负债合计	410	556	623	625	761
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	93	93	93	93	93
资本公积	941	948	948	948	948
留存收益	739	815	1049	1356	1775
归属母公司股东权益	1685	1715	2162	2600	3178
负债和股东权益	2095	2270	2785	3225	3939

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	258	327	664	289	975
净利润	329	376	447	539	679
折旧摊销	61	66	70	89	104
财务费用	-15	-11	-14	-18	-26
投资损失	-9	-6	-9	-8	-8
营运资金变动	-118	-105	172	-309	233
其他经营现金流	10	7	-3	-4	-6
投资活动现金流	-54	-167	-207	-255	-317
资本支出	174	269	217	264	327
长期投资	233	126	0	0	0
其他投资现金流	-113	-25	10	9	11
筹资活动现金流	-162	-321	8	-83	-75
短期借款	0	40	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	5	7	0	0	0
其他筹资现金流	-167	-368	8	-83	-75
现金净增加额	42	-161	465	-49	583

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1848	2257	2817	3480	4325
营业成本	1178	1457	1816	2240	2763
营业税金及附加	19	20	29	36	43
营业费用	212	286	354	442	535
管理费用	70	85	103	136	206
研发费用	23	32	38	49	59
财务费用	-15	-11	-14	-18	-26
资产减值损失	-5	-3	0	0	0
其他收益	39	49	31	33	38
公允价值变动收益	3	5	3	3	3
投资净收益	9	6	9	8	8
资产处置收益	0	0	-1	-2	-1
营业利润	406	441	533	641	798
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	4	2	4	4	3
利润总额	403	440	530	638	795
所得税	74	64	83	99	117
净利润	329	376	447	539	679
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	329	376	447	539	679
EBITDA	445	493	580	701	865
EPS(元)	3.53	4.04	4.80	5.78	7.28

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	27.4	22.2	24.8	23.5	24.3
营业利润(%)	91.7	8.7	20.7	20.3	24.5
归属于母公司净利润(%)	107.8	14.3	19.0	20.4	25.9
获利能力					
毛利率(%)	36.2	35.5	35.5	35.6	36.1
净利率(%)	17.8	16.7	15.9	15.5	15.7
ROE(%)	19.5	21.9	20.7	20.7	21.4
ROIC(%)	17.6	19.5	18.6	18.8	19.5
偿债能力					
资产负债率(%)	19.6	24.5	22.4	19.4	19.3
净负债比率(%)	-32.6	-21.9	-39.1	-30.7	-43.4
流动比率	4.2	3.0	3.3	3.9	3.8
速动比率	3.5	2.1	2.6	2.8	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	73.3	34.0	53.6	43.8	48.7
应付账款周转率	9.4	11.5	10.3	10.5	10.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.53	4.04	4.80	5.78	7.28
每股经营现金流(最新摊薄)	2.77	3.51	7.12	3.10	10.46
每股净资产(最新摊薄)	18.07	18.40	23.20	27.89	34.09
估值比率					
P/E	20.2	17.6	14.8	12.3	9.8
P/B	3.9	3.9	3.1	2.6	2.1
EV/EBITDA	12.9	12.2	9.6	8.0	5.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn