

业绩短期承压，关注新品和海外市场

2025 年 04 月 23 日

► **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 年营收/归母净利/扣非净利 22.6/3.8/3.4 亿元，同比+22.2%/+14.3%/ +16.9%，24Q4 实现营收/归母净利/扣非净利 6.5/1.0/0.9 亿元，同比+22.0%/-13.9%/-10.3%，25Q1 营收/归母净利/扣非净利 5.0/0.5/0.5 亿元，同比-14.0%/-42.2%/-45.1%，因春节错期、电商高基数、KA 直营化改造等因素，收入略有下滑，利润率因成本上涨、品牌、销售人员费用增加短期有所承压。

► **综合豆果新品表现突出，量贩渠道和海外市场高速增长。**分产品看，24 年综合果仁及豆果/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他营收 7.0/5.2/3.0/2.8/4.4 亿元，同比+39.8%/+12.6%/+10.5%/+19.7%/+21.2%，公司对创新产品持续探索挖掘，不断拓宽产品开发思路，致力于打造多样化、新风味、高品质的休闲零食，公司推出了一系列豆类、膨化类、巧克力等新产品，快速导入量贩等渠道，综合果仁、豆果系列及其他系列产品表现突出。分渠道看，24 年经销/电商/其他营收同比+22.6%/+10.6%/+65.5%，零食量贩持续增加渠道合作与产品导入实现高速增长；分区域看，24 年海外收入 0.8 亿元，收入占比同比+3.4pct 至 3.7%。

► **成本上涨业绩承压，品牌广宣致费用有所提升。**24 年毛利率 35.5%，同比-0.8pct；25Q1 毛利率同比-1.1pct，主要系成本上涨/规模效应减弱等因素影响。24 年销售/管理费率 12.7%/3.7%，同比+1.2pct/持平，主要系工资薪酬及促销推广费增加所致。24 年归母净利率同比-1.1pct 至 16.7%，此外 Q4 还受到其他收益影响/所得税率低基数因素影响，净利率同比-6.3pct 至 15.2%。25Q1 销售/管理费率同比+4.2/+1.4pct。

► **短期线下经销调整阵痛期，中长期发展动能充足。**作为口味型坚果领军品牌，公司在产品上不断研发推新，适配不同渠道定制产品，我们认为短期公司在积极拥抱量贩零食店和电商渠道、把握增量渠道红利下助力业绩快速增长；中长期看，公司产品创新及研发优势突出，全渠道布局下产品铺设进程顺畅，发展动能充足。

► **投资建议：**我们预计公司 2025~2027 年营业收入分别为 26/30/35 亿元，同比增长 16%/16%/15%；归母净利润分别为 4.0/4.8/5.7 亿元，同比增长 7%/20%/18%，当前股价对应 P/E 分别为 16/14/12X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**渠道拓展不及预期，新品放量不及预期，原材料价格波动，食品安全风险。

推荐

维持评级

当前价格：

71.90 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

- 1.甘源食品 (002991.SZ) 2024 年三季报点评：收入稳健增长，利润表现更优-2024/10/23
- 2.甘源食品 (002991.SZ) 2024 年半年报点评：Q2 短期阶段性增速放缓，强化股东回报-2024/08/05
- 3.甘源食品 (002991.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：产品渠道持续拓展，增长势能延续-2024/04/25
- 4.甘源食品 (002991.SZ) 2023 年度业绩预告点评：业绩表现亮眼，年货旺季开门红可期-2024/01/20
- 5.甘源食品 (002991.SZ) 2023 年三季报点评：渠道红利延续，利润表现亮眼-2023/10/30

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,257	2,608	3,014	3,476
增长率 (%)	22.2	15.5	15.6	15.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	376	404	483	571
增长率 (%)	14.3	7.3	19.5	18.2
每股收益 (元)	4.04	4.33	5.18	6.12
PE	18	16	14	12
PB	3.9	3.6	3.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 23 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,257	2,608	3,014	3,476
营业成本	1,457	1,691	1,948	2,267
营业税金及附加	20	26	30	35
销售费用	286	360	407	452
管理费用	85	91	106	104
研发费用	32	31	36	42
EBIT	419	459	547	645
财务费用	-11	-4	-7	-11
资产减值损失	-3	-1	-1	-1
投资收益	6	13	15	17
营业利润	441	476	569	672
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	440	475	568	671
所得税	64	71	85	101
净利润	376	404	483	571
归属于母公司净利润	376	404	483	571
EBITDA	490	540	635	735

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	532	787	1,083	1,386
应收账款及票据	104	72	83	96
预付款项	79	85	97	113
存货	260	281	324	377
其他流动资产	273	175	116	86
流动资产合计	1,248	1,400	1,703	2,058
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	673	756	789	821
无形资产	118	122	126	130
非流动资产合计	1,023	1,090	1,092	1,097
资产合计	2,270	2,490	2,796	3,155
短期借款	40	40	40	40
应付账款及票据	171	188	216	252
其他流动负债	206	251	288	331
流动负债合计	417	479	544	623
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	138	156	156	156
非流动负债合计	138	156	156	156
负债合计	556	635	700	778
股本	93	93	93	93
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,715	1,855	2,095	2,376
负债和股东权益合计	2,270	2,490	2,796	3,155

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	22.18	15.52	15.60	15.32
EBIT 增长率	10.69	9.58	19.11	17.87
净利润增长率	14.32	7.33	19.53	18.22
盈利能力 (%)				
毛利率	35.46	35.14	35.37	34.77
净利率	16.67	15.48	16.01	16.41
总资产收益率 ROA	16.57	16.21	17.26	18.08
净资产收益率 ROE	21.94	21.77	23.03	24.01
偿债能力				
流动比率	2.99	2.92	3.13	3.30
速动比率	2.10	2.09	2.29	2.46
现金比率	1.27	1.64	1.99	2.22
资产负债率 (%)	24.47	25.50	25.04	24.67
经营效率				
应收账款周转天数	10.60	12.13	9.23	9.24
存货周转天数	54.00	57.55	55.88	55.61
总资产周转率	1.03	1.10	1.14	1.17
每股指标 (元)				
每股收益	4.04	4.33	5.18	6.12
每股净资产	18.40	19.90	22.48	25.49
每股经营现金流	3.51	5.82	6.07	6.90
每股股利	2.88	2.60	3.11	3.67
估值分析				
PE	18	16	14	12
PB	3.9	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	12.53	11.38	9.67	8.35
股息收益率 (%)	4.04	3.65	4.36	5.16

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	376	404	483	571
折旧和摊销	71	80	88	91
营运资金变动	-107	64	6	-5
经营活动现金流	327	542	566	643
资本开支	-267	-145	-86	-92
投资	126	100	50	30
投资活动现金流	-167	-32	-21	-44
股权募资	0	0	0	0
债务募资	40	0	0	0
筹资活动现金流	-321	-254	-249	-296
现金净流量	-161	256	296	303

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048