

甘源食品 (002991.SZ)

2025年第一季度收入同比下滑，盈利能力有所弱化

优于大市

核心观点

甘源食品披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年度营业总收入 22.6 亿元，同比+22.2%；归母净利润 3.8 亿元，同比+14.3%；扣非归母净利润 3.4 亿元，同比+16.9%。2025 年第一季度营业总收入 5.0 亿元，同比-14.0%；归母净利润 0.5 亿元，同比-42.2%；扣非归母净利润 0.5 亿元，同比-45.1%。

2024 年量贩零食渠道、海外渠道贡献主要收入增量。分渠道看，2024 年经销/电商/其他渠道收入 19.3/2.4/0.8 亿元，同比+22.6%/+10.8%/+65.5%，收入占比分别为 85.4%/10.6%/3.6%。经销渠道中：1) 量贩零食渠道全年延续快速增长趋势，预计实现翻倍式增长，收入占比提升至 20%以上；2) 海外渠道全年实现接近 2 亿收入，主要系越南市场产品导入顺利、市场拓展取得较大突破。其他渠道收入高增长主要系品牌代工业务增长。

2024 年产品结构变化、销售团队扩张、促销推广费用增加导致盈利能力下滑。

2024 年毛利率 35.5%，同比-0.8 p.p.，主要系受到 2024 年初年货节期间线上售卖礼盒进行低价促销、2024 年下半年棕榈油原材料价格上涨、毛利率偏低的综合果仁及豆果系列收入占比提升三大因素的综合影响。2024 年费用投入亦有增多，主要系员工人数增加导致员工薪酬总额增长，以及促销及推广费用增加所致。

2025 年第一季度收入面临高基数压力，成本上升、费用集中投放加剧利润端压力。2025 年第一季度收入同比-14.0%，主要系受到电商渠道主动收缩低价礼盒产品、传统商超渠道收入下滑，以及春节错期导致去年同期高基数的影响。利润端，毛利率同比-1.1 p.p.，主要系 2024 年第四季度以来棕榈油原材料价格维持高位，给公司造成较大成本压力；销售费用率/管理费用率同比+4.2/+1.4 p.p.，主因：1) 收入负增长致规模效益弱化；2) 公司海外业务团队扩张，相关薪酬福利费用支出增加；3) 新增明星代言费、线上平台推广费。2025 年第一季度归母净利率同比-5.1 p.p. 至 10.5%。

盈利预测与投资建议：考虑到 2025 年第一季度海外市场拓展进度慢于我们此前的预期、全年前置性费用投放或增多，我们下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 26.1/30.0/34.6 亿元（2025/2026 年前预测值 27.1/32.5 亿元），同比+15.5%/+15.3%/+15.0%；实现归母净利润 4.0/4.6/5.5 亿元（2025/2026 年前预测值 4.6/5.5 亿元），同比+5.9%/+16.3%/+17.8%；当前股价对应 PE 分别为 17/15/13 倍。公司仍处于多渠道发力增长阶段，持续巩固细分赛道龙头优势，且加强股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示：消费者购物习惯变化导致传统渠道流量大幅下滑；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；海外市场开拓遭遇较大阻力。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,848	2,257	2,606	3,005	3,457
(+/-%)	27.4%	22.2%	15.5%	15.3%	15.0%
归母净利润(百万元)	329	376	398	463	546
(+/-%)	107.9%	14.3%	5.9%	16.3%	17.8%
每股收益(元)	3.53	4.04	4.27	4.97	5.86
EBIT Margin	18.7%	16.7%	15.2%	15.4%	15.9%
净资产收益率 (ROE)	19.5%	21.9%	21.6%	22.8%	24.2%
市盈率 (PE)	21.1	18.5	17.4	15.0	12.7
EV/EBITDA	18.5	17.3	16.1	14.0	12.1
市净率 (PB)	4.12	4.05	3.76	3.42	3.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

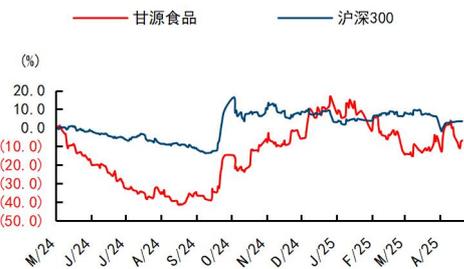
021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn
S0980523090001 S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	74.53 元
总市值/流通市值	6947/3703 百万元
52 周最高价/最低价	95.98/47.54 元
近 3 个月日均成交额	121.39 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《甘源食品 (002991.SZ) - 第三季度收入增速环比改善，传统渠道调整见效》——2024-10-29
- 《甘源食品 (002991.SZ) - 第二季度收入增速有所放缓，未来三年股东回报保障增强》——2024-08-05
- 《甘源食品 (002991.SZ) - 渠道基础强化，盈利能力提升》——2024-04-25
- 《甘源食品 (002991.SZ) - 三季度归母净利润同比增长 95.3%，成长动力强劲》——2023-10-29

甘源食品披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年度营业总收入 22.6 亿元，同比+22.2%；归母净利润 3.8 亿元，同比+14.3%；扣非归母净利润 3.4 亿元，同比+16.9%。2025 年第一季度营业总收入 5.0 亿元，同比-14.0%；归母净利润 0.5 亿元，同比-42.2%；扣非归母净利润 0.5 亿元，同比-45.1%。

2024 年量贩零食渠道、海外渠道贡献主要收入增量。分渠道看，2024 年经销/电商/其他渠道收入 19.3/2.4/0.8 亿元，同比+22.6%/+10.8%/+65.5%，收入占比分别为 85.4%/10.6%/3.6%。经销渠道中：1) 量贩零食渠道全年延续快速增长趋势，预计实现翻倍式增长，收入占比提升至 20%以上；2) 海外渠道全年实现接近 2 亿收入，主要系越南市场产品导入顺利、市场拓展取得较大突破。其他渠道收入高速增长主要系品牌代工业务增长。分品类看，2024 年综合果仁及豆果/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他产品收入同比+39.8%/+12.9%/+10.5%/+19.7%/+21.2%，综合果仁及豆果收入增速领先，主要受益于此类产品更多导入量贩零食渠道及海外渠道，综合果仁及豆果收入占比进一步提升至 31.2%，为公司第一大品类。

2024 年产品结构变化、销售团队扩张、促销推广费用增加导致盈利能力下滑。2024 年毛利率 35.5%，同比-0.8 p.p.，主要系受到 2024 年初年货节期间线上售卖礼盒进行低价促销、2024 年下半年棕榈油原材料价格上涨、毛利率偏低的综合果仁及豆果系列收入占比提升三大因素的综合影响。2024 年费用投入亦有增多，其中销售费用率 12.7%，同比+1.2 p.p.，主要系员工人数增加导致员工薪酬总额增长，以及促销及推广费用增加所致。管理费用率持平，研发费用率/财务费用率同比+0.2/+0.3pct。2024 年公司享受税率优惠，部分对冲了成本、费用上升的不利影响，最终归母净利率同比-1.1 p.p. 至 16.7%，仍处于休闲零食行业中上游水平。

2025 年第一季度收入面临高基数压力，成本上升、费用集中投放加剧利润端压力。2025 年第一季度收入同比-14.0%，主要系受到电商渠道主动收缩低价礼盒产品、传统商超渠道收入下滑，以及春节错期导致去年同期高基数的影响。利润端，2025 年第一季度毛利率同比-1.1 p.p.，主要系 2024 年第四季度以来棕榈油原材料价格维持高位，给公司造成较大成本压力。2025 年第一季度费用率同比大幅提升，销售费用率/管理费用率同比+4.2/+1.4 p.p.，主因：1) 收入负增长致规模效益弱化；2) 公司海外业务团队扩张，相关薪酬福利费用支出增加；3) 新增明星代言费、线上平台推广费。2025 年第一季度归母净利率同比-5.1 p.p. 至 10.5%。

多渠道蓄势待发、落地节奏仍需观察。展望 2025 年，我们认为公司海外业务、电商业务、量贩零食业务具备较大的增长潜力，目前公司已在人员、产品上做了较多针对性的准备。其中海外业务为公司高层重点跟进的业务方向，公司前期已投入较多资源，且已在越南形成样板市场，2025 年将通过做深越南市场、开拓印尼等新海外市场来实现较快增长。但考虑到各业务线改革落地节奏仍有不确定性，仍需紧盯各渠道进展来判断业绩兑现情况。增长节奏方面，预计全年收入增速呈现前低后高的走势。利润端，因棕榈油价格尚在高位，预计成本压力贯穿全年。而在海外业务、电商业务方面预计仍有费用投入增加，故预计全年盈利能力同比或有下行，但此类费用投入将有利于公司中长期业务发展。

盈利预测与投资建议：考虑到 2025 年第一季度海外市场拓展进度慢于我们此前的预期、全年前置性费用投放或增多，我们下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 26.1/30.0/34.6 亿元（2025/2026 年前预测值 27.1/32.5 亿元），同比+15.5%/+15.3%/+15.0%；实现归母净利润 4.0/4.6/5.5 亿元（2025/2026 年前预测值 4.6/5.5 亿元），同比+5.9%/+16.3%/+17.8%；EPS 分别为 4.27/4.97/5.86 元；当前股价对应 PE 分别为 17/15/13 倍。公司仍处于多渠道发力增长阶段，持续巩固细分赛道龙头优势，且加强股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示

消费者购物习惯变化导致传统渠道流量大幅下滑；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；海外市场开拓遭遇较大阻力。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,711	3,251	-	2,606	3,005	3,457	-104	-246	-
收入同比增速%	20.5%	19.9%	-	15.5%	15.3%	15.0%	-5.0%	-4.7%	-
毛利率%	35.2%	34.8%	-	34.5%	34.2%	34.1%	-0.7%	-0.6%	-
销售费用率%	11.7%	11.3%	-	13.1%	12.7%	12.4%	1.4%	1.4%	-
归母净利率%	17.1%	17.0%	-	15.3%	15.4%	15.8%	-1.8%	-1.6%	-
归母净利润（百万元）	464	553	-	398	463	546	-65	-90	-
归母净利润同比增速%	18.4%	19.2%	-	5.9%	16.3%	17.8%	-12.5%	-2.9%	-
EPS（元）	4.98	5.93	-	4.27	4.97	5.86	-0.70	-0.96	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2025年4月25日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
002991.SZ	甘源食品	20.6	74.53	4.27	4.97	17.4	15.0	69	优于大市
002847.SZ	盐津铺子	37.5	90.50	3.05	3.83	29.7	23.6	247	优于大市
002557.SZ	洽洽食品	17.6	23.89	1.35	1.71	17.6	13.9	121	优于大市

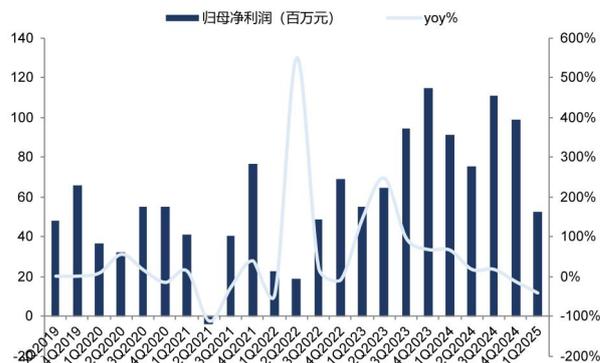
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图1：单季度营业收入及增速



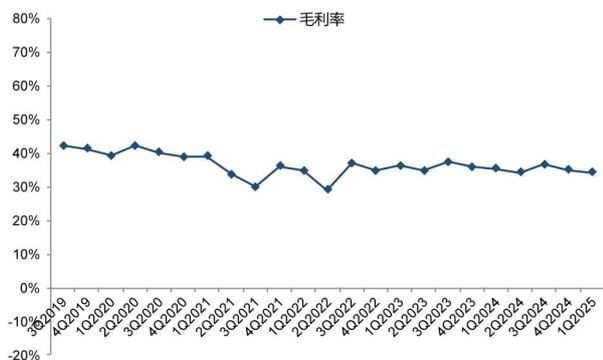
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



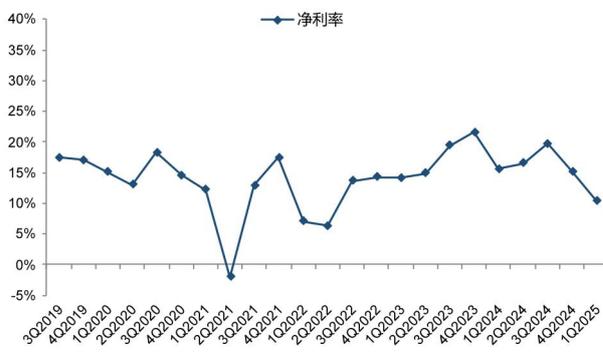
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季度归母净利润率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	648	532	565	683	900	营业收入	1848	2257	2606	3005	3457
应收款项	33	111	100	107	114	营业成本	1178	1457	1707	1977	2277
存货净额	177	260	295	330	362	营业税金及附加	19	20	23	27	31
其他流动资产	46	112	96	96	97	销售费用	212	286	341	382	429
流动资产合计	1262	1248	1356	1567	1823	管理费用	70	85	106	120	134
固定资产	683	842	914	952	982	研发费用	23	32	36	39	42
无形资产及其他	98	118	118	118	118	财务费用	(15)	(11)	(9)	(11)	(14)
投资性房地产	52	63	76	88	101	投资收益	3	5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(5)	(3)	(4)	(4)	(4)
资产总计	2095	2270	2464	2724	3023	其他收入	24	18	34	37	43
短期借款及交易性金融负债	0	40	35	30	20	营业利润	406	441	468	544	640
应付款项	171	229	257	298	343	营业外净收支	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	126	148	163	183	204	利润总额	403	440	467	543	639
流动负债合计	297	417	456	511	567	所得税费用	74	64	68	79	93
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	113	138	159	181	204	归属于母公司净利润	329	376	398	463	546
非流动负债合计	113	138	159	181	204	现金流量表 (百万元)					
负债合计	410	556	615	692	771	净利润	329	376	398	463	546
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	2	2	(5)	0	0
股东权益	1685	1715	1849	2033	2252	折旧摊销	51	56	75	82	90
负债和股东权益总计	2095	2270	2464	2724	3023	公允价值变动损失	5	3	4	4	4
关键财务与估值指标						财务费用	(15)	(11)	(9)	(11)	(14)
每股收益	3.53	4.04	4.27	4.97	5.86	营运资本变动	(133)	(130)	56	39	51
每股红利	2.14	2.83	2.99	3.48	4.10	其它	4	19	(5)	(11)	(15)
每股净资产	18.07	18.40	19.83	21.81	24.16	经营活动现金流	258	327	524	577	676
ROIC	26.46%	23.55%	23%	27%	31%	资本开支	(174)	(269)	(154)	(124)	(124)
ROE	19.53%	21.94%	22%	23%	24%	其它投资现金流	120	101	(67)	(50)	0
毛利率	36%	35%	34%	34%	34%	投资活动现金流	(54)	(167)	(221)	(174)	(124)
EBIT Margin	19%	17%	15%	15%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	19%	18%	18%	18%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
收入增长	27%	22%	15%	15%	15%	支付股利、利息	(100)	(297)	(263)	(279)	(324)
净利润增长率	108%	14%	6%	16%	18%	其它融资现金流	(62)	(24)	(6)	(6)	(11)
资产负债率	20%	24%	25%	25%	26%	融资活动现金流	(162)	(321)	(269)	(285)	(335)
股息率	2.9%	3.8%	4.0%	4.7%	5.5%	现金净变动	42	(161)	33	119	217
P/E	21.1	18.5	17.4	15.0	12.7	货币资金的期初余额	204	246	85	119	237
P/B	4.1	4.1	3.8	3.4	3.1	货币资金的期末余额	246	85	119	237	454
EV/EBITDA	18.5	17.3	16.1	14.0	12.1	企业自由现金流	26	(19)	315	394	485
						权益自由现金流	26	(19)	318	398	487

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032