

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	74.53
总股本/流通股本(亿股)	0.93 / 0.50
总市值/流通市值(亿元)	69 / 37
52周内最高/最低价	93.52 / 47.85
资产负债率(%)	24.5%
市盈率	18.00
第一大股东	严斌生

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

甘源食品(002991)

短期业绩承压，静待后续逐季改善

● 事件

公司 2024 年度实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 22.57/3.76/3.41 亿元，同比 22.18%/14.32%/16.91%。公司单 Q4 实现营业收入/归母净利润/扣非净利 6.52/0.99/0.93 亿元，同比 22.05%/-13.91%/-10.4%。2025 年 Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 5.04/0.53/0.46 亿元，同比-13.99%/-42.21%/-45.14%。

● 投资要点

老品稳基础，新品拓空间。2024 年分产品，综合果仁及豆果/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他/其他业务分别实现收入 7.05/5.24/3.02/2.77/4.39/0.1 亿元，同比 +39.80%/+12.56%/+10.48%/+19.72%/+21.17%/-3.84%。重塑产品战略，升级风味豆类、风味坚果和风味小吃三大品类，如推出绿檀翡翠豆、龙井绿豆沙腰果等产品，以扩大市场空间，增强渠道匹配能力。分销售模式，经销模式/电商/其他分别实现收入 19.27/2.39/0.81 亿元，同比+22.58%/+10.75%/+65.45%。**渠道端多维发力，24 年海外出口表现超预期**，以东南亚越南为出口第一站，因当地消费习惯和本土产品差异，公司导入中高端豆类产品，以性价比提高复购率、扩大消费者规模。电商渠道在经历前期调整后一季度增速优于大盘，零食量贩渠道合作深入、延续较快增长趋势。

利润短期承压。2024 年，公司毛利率/归母净利率为 35.46%/16.67%，分别同比-0.78/-1.14pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.67%/3.75%/1.42%/-0.5%，分别同比 1.18/-0.03/0.17/0.33pct。24Q4，公司毛利率/归母净利率为 35.14%/15.19%，分别同比-0.9/-6.34pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.77%/3.73%/1.93%/-0.29%，分别同比 1.68/0.53/0.71/0.47pct。公司 2025 年 Q1 公司毛利率/归母净利率为 34.32%/10.47%，分别同比-1.07/-5.11pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.34%/4.87%/1.23%/-0.35%，分别同比 4.24/1.39/0.17/0.22pct。利润率下滑主要系：1) 棕榈油等原材料价格上涨导致成本压力抬升；2) 海外市场及品牌投入费用增加；3) 24Q4 所得税基数差异。

2025 年关注新市场拓展进度、新品动销进展，往后看业绩弹性可期。25 年海外拓展印尼、马来等东南亚市场，推进产品本土化设计、商标申请等工作，预计 5 月左右完成东南亚市场产品设计确认并投放，通过新品叠加和网点扩张，实现海外收入持续增长。坚持商超转

直营策略，25 年聚焦大 KA 战略合作，同时保留部分 BC 超经销合作模式，由优质经销商承接。电商渠道新品陆续上架带来确定性增长，进一步加强与天猫、京东等平台深度合作、以增加新品露出，提高品牌费用转化率。成本原材料管控+规模效应释放后，盈利能力有望修复。成本端关注棕榈油价格下行进行锁价，年初对青豌豆做战略性储备，全球寻求其他产地原材料，加大直采比例，优化原料成本。费用端上，人员费用增加在一季度集中体现，品牌费用长期审慎投入，通过线上直播等方式转化销售额回收费用，结合规模增长逐步投放，全年利润率有望前低后高。

● 盈利预测与投资评级

根据 2024 年年报业绩情况，我们调整 2025 年-2026 年营业收入预测至 26.77/31.02 亿元（原预测为 27.24/31.81 亿元），同比+18.61%/15.86%，调整 2025 年-2026 年归母净利润预测至 4.02/4.96 亿元（原预测为 4.72/5.54 亿元），同比+6.86%/+23.34%，给予 2027 年营收利润预测分别为 35.83/5.91 亿元，分别同比+15.52%/+19.12%。对应三年 EPS 分别为 4.31/5.32/6.34 元，对应当前股价 PE 分别为 17/14/12 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2257	2677	3102	3583
增长率(%)	22.18	18.61	15.86	15.52
EBITDA（百万元）	495.06	551.51	664.89	773.76
归属母公司净利润（百万元）	376.19	401.99	495.83	590.65
增长率(%)	14.32	6.86	23.34	19.12
EPS(元/股)	4.04	4.31	5.32	6.34
市盈率（P/E）	18.47	17.28	14.01	11.76
市净率（P/B）	4.05	3.62	3.20	2.81
EV/EBITDA	16.61	11.01	8.71	7.04

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	2257	2677	3102	3583	营业收入	22.2%	18.6%	15.9%	15.5%
营业成本	1457	1735	1979	2274	营业利润	8.7%	7.8%	23.2%	19.0%
税金及附加	20	27	31	36	归属于母公司净利润	14.3%	6.9%	23.3%	19.1%
销售费用	286	361	403	448	获利能力				
管理费用	85	96	112	125	毛利率	35.5%	35.2%	36.2%	36.6%
研发费用	32	33	37	36	净利率	16.7%	15.0%	16.0%	16.5%
财务费用	-11	-1	-4	-5	ROE	21.9%	20.9%	22.8%	23.9%
资产减值损失	-3	-4	-6	-6	ROIC	42.0%	32.8%	47.2%	58.0%
营业利润	441	476	586	698	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	24.5%	25.6%	25.2%	24.9%
营业外支出	2	4	4	4	流动比率	2.99	3.04	3.31	3.55
利润总额	440	473	583	695	营运能力				
所得税	64	71	87	104	应收账款周转率	21.69	39.17	39.17	39.17
净利润	376	402	496	591	存货周转率	5.61	6.35	6.35	6.35
归母净利润	376	402	496	591	总资产周转率	0.99	1.04	1.07	1.09
每股收益(元)	4.04	4.31	5.32	6.34	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	4.04	4.31	5.32	6.34
货币资金	532	914	1240	1626	每股净资产	18.40	20.59	23.29	26.51
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	104	69	79	92	PE	18.47	17.28	14.01	11.76
预付款项	79	62	72	83	PB	4.05	3.62	3.20	2.81
存货	260	273	311	358	现金流量表				
流动资产合计	1248	1585	1976	2438	净利润	376	357	454	561
固定资产	685	661	642	627	折旧和摊销	66	80	85	84
在建工程	169	174	139	85	营运资本变动	-105	189	11	13
无形资产	118	114	110	106	其他	-18	42	36	20
非流动资产合计	1023	993	928	854	经营活动现金流净额	320	668	585	678
资产总计	2270	2578	2904	3292	资本开支	-248	-50	-20	-10
短期借款	40	0	0	0	其他	81	2	3	5
应付票据及应付账款	171	207	236	271	投资活动现金流净额	-167	-48	-17	-5
其他流动负债	206	315	361	416	股权融资	7	0	0	0
流动负债合计	417	522	597	687	债务融资	45	-41	-2	-2
其他	138	137	135	134	其他	-373	-196	-240	-286
非流动负债合计	138	137	135	134	筹资活动现金流净额	-321	-238	-242	-287
负债合计	556	659	732	820	现金及现金等价物净增加额	-168	382	326	386
股本	93	93	93	93					
资本公积金	948	948	948	948					
未分配利润	673	878	1130	1430					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1715	1919	2171	2472					
负债和所有者权益总计	2270	2578	2904	3292					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048