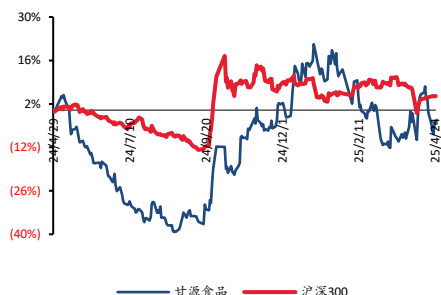


## 甘源食品：24 年零食量贩和出海表现亮眼，25Q1 业绩短期承压

### 走势比较



### 股票数据

总股本/流通(亿股) 0.93/0.5  
总市值/流通(亿元) 69.47/37.03  
12 个月内最高/最低价 95.98/47.54 (元)

### 相关研究报告

<<甘源食品：三季度业绩表现亮眼，多渠道协同共进>>--2024-10-24  
<<甘源食品：业绩符合预期，一季度开门红表现亮眼>>--2024-04-25  
<<甘源食品：Q4 利润超预期，春节动销旺盛有望迎来开门红>>--2024-01-21

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

**事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 22.57 亿元，同比+22.18%；实现归母净利润 3.76 亿元，同比+14.32%；实现扣非归母净利润 3.41 亿元，同比+16.91%。2024Q4 公司实现营收 6.52 亿元，同比+22.05%；实现归母净利润 0.99 亿元，同比-13.91%；实现扣非归母净利 0.93 亿元，同比-10.4%。25Q1 实现营业收入 5.04 亿元，同比-13.99%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比-42.21%；实现扣非归母净利润 0.46 亿元，同比-45.14%。

**2024 年零食量贩和出海表现亮眼，传统渠道迎来调整改革。**分产品看，2024 年综合果仁及豆果/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他主营业务/其他业务分别实现营收 7.05/5.24/3.02/2.77/4.39/0.1 亿，同比+39.8%/+12.56%/+10.48%/+19.72%/+21.17%/-3.84%，2024H2 同比+32.5%/+9.2%/+8.6%/+26.6%/+18.8%/-40.1%。老三样稳步推进，综合果仁和豆果已成为第一大品类，公司持续深化坚果创新迭代，2024 年秋糖和 2025 年春糖推出多款新品，继续强化风味坚果和风味小吃矩阵，持续扩品类和推新。分渠道模式看，2024 年经销/电商/其他模式分别实现营收 19.27/2.39/0.81 亿，同比增长 22.58%/10.75%/65.45%，其中零食量贩渠道增长表现较快，预估占比超过 20%，会员商超渠道新导入产品翡翠豆，电商渠道持续优化发力新兴电商板块，商超渠道从 2024 年三季度开始进行经销转直营的调整，当下仍处于调整过程中。2024 年公司探索东南亚市场，越南市场取得重要突破，预估全年东南亚市场销售额 2 亿左右。

**棕榈油价格上行影响毛利率，品牌推广和营销投入力度加大致销售费用率增加，净利率同比下降。**2024 年公司毛利率为 35.46%，同比下降 0.78 pct，2024Q4 毛利率为 15.19%，同比下降 0.9 pct，Q4 毛利率下行主要由于棕榈油价格上涨导致。2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 12.67%/3.75%/1.42%/-0.5%，同比+1.18%/-0.03%/+0.17%/+0.33 pct，销售费用率上行主要是公司加大品牌宣传推广力度，去年签约丁禹兮作为品牌代言人，同时开拓海外市场新增销售和产品研发团队人员。全年毛利率收缩和销售费用率上行带来净利率下降 1.14 pct 至 16.67%。2024Q4 公司净利率为 15.19%，同比下降 6.34 pct，2024 年公司被评为高新技术企业所得税优惠体现在 Q3，2023 年在 Q4 体现，有错期影响。

**2025Q1 业绩低于预期，传统渠道调整阶段有所承压。**2025Q1 收入下降主要受到电商低价礼盒直播业务收缩、传统商超业务下滑及春节错期影响。其中零食量贩和会员商超渠道相对表现较好，商超和流通传统渠道经历较大调整面临下滑，2025 年 1 月新引入线下渠道负责人统领改革。2025Q1 公司毛利率为 34.32%，同比下降 1.07pct，主要由于棕榈油原材料价格上涨和收入下降影响。2025Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率为 17.34%/4.87%/1.23%/-0.35%，同比+4.24%/+1.39%/+0.17%/+0.22 pct，销售费用率大幅增加主要由于新品推广阶段加大费用投入以及品牌推广活动，同时在人员方面新增品牌和海外市场人员布局。2025Q1 公司净利率为

10.47%，同比下降 5.11 pct，净利率短期有所承压。

**投资建议：**我们预计 2025-2027 年实现收入 26.2/31.1/36 亿元，同比增长 16.2%/18.6%/15.7%，实现利润 4.1/4.8/5.7 亿元，同比增长 9.2%/17.8%/17.1%，对应 PE 为 17/14/12x，按照 2025 年业绩给 20 倍 PE，一年目标价 88.2 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；新品推广不及预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标

|            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 2,257  | 2,622  | 3,108  | 3,596  |
| 营业收入增长率(%) | 22.18% | 16.15% | 18.55% | 15.71% |
| 归母净利（百万元）  | 376    | 411    | 484    | 567    |
| 净利润增长率(%)  | 14.32% | 9.19%  | 17.81% | 17.12% |
| 摊薄每股收益（元）  | 4.14   | 4.41   | 5.19   | 6.08   |
| 市盈率（PE）    | 22.59  | 16.91  | 14.36  | 12.26  |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表（百万） |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金      | 648   | 532   | 806   | 858   | 1,186 |
| 应收和预付款项   | 61    | 184   | 151   | 216   | 227   |
| 存货        | 177   | 260   | 282   | 345   | 390   |
| 其他流动资产    | 376   | 273   | 416   | 572   | 585   |
| 流动资产合计    | 1,262 | 1,248 | 1,655 | 1,991 | 2,388 |
| 长期股权投资    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产      | 525   | 673   | 734   | 797   | 855   |
| 在建工程      | 157   | 169   | 199   | 227   | 254   |
| 无形资产开发支出  | 98    | 118   | 127   | 138   | 150   |
| 长期待摊费用    | 20    | 15    | 12    | 16    | 16    |
| 其他非流动资产   | 1,294 | 1,296 | 1,705 | 2,044 | 2,445 |
| 资产总计      | 2,095 | 2,270 | 2,777 | 3,223 | 3,720 |
| 短期借款      | 0     | 40    | 60    | 90    | 115   |
| 应付和预收款项   | 111   | 171   | 182   | 225   | 253   |
| 长期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他负债      | 299   | 345   | 409   | 444   | 491   |
| 负债合计      | 410   | 556   | 652   | 759   | 859   |
| 股本        | 93    | 93    | 93    | 93    | 93    |
| 资本公积      | 941   | 948   | 948   | 948   | 948   |
| 留存收益      | 739   | 815   | 1,226 | 1,565 | 1,961 |
| 归母公司股东权益  | 1,685 | 1,715 | 2,125 | 2,464 | 2,861 |
| 少数股东权益    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计    | 1,685 | 1,715 | 2,125 | 2,464 | 2,861 |
| 负债和股东权益   | 2,095 | 2,270 | 2,777 | 3,223 | 3,720 |

| 现金流量表（百万） |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营性现金流    | 258   | 327   | 545   | 522   | 684   |
| 投资性现金流    | -54   | -167  | -303  | -352  | -208  |
| 融资性现金流    | -162  | -321  | 33    | -118  | -149  |
| 现金增加额     | 42    | -161  | 274   | 52    | 328   |

| 利润表（百万） |       |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入    | 1,848 | 2,257 | 2,622 | 3,108 | 3,596 |
| 营业成本    | 1,178 | 1,457 | 1,717 | 2,015 | 2,322 |
| 营业税金及附加 | 19    | 20    | 23    | 32    | 37    |
| 销售费用    | 212   | 286   | 334   | 382   | 417   |
| 管理费用    | 70    | 85    | 97    | 112   | 126   |
| 财务费用    | -15   | -11   | -18   | -20   | -23   |
| 资产减值损失  | -5    | -3    | 1     | 0     | 0     |
| 投资收益    | 9     | 6     | 16    | 0     | 0     |
| 公允价值变动  | 3     | 5     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润    | 406   | 441   | 481   | 569   | 669   |
| 其他非经营损益 | -3    | -1    | 0     | -1    | 0     |
| 利润总额    | 403   | 440   | 480   | 568   | 669   |
| 所得税     | 74    | 64    | 70    | 84    | 102   |
| 净利润     | 329   | 376   | 411   | 484   | 567   |
| 少数股东损益  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归母股东净利润 | 329   | 376   | 411   | 484   | 567   |

| 预测指标          |         |        |        |        |        |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
|               | 2023A   | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 毛利率           | 36.24%  | 35.46% | 34.51% | 35.17% | 35.43% |
| 销售净利率         | 17.81%  | 16.67% | 15.67% | 15.57% | 15.76% |
| 销售收入增长率       | 27.36%  | 22.18% | 16.15% | 18.55% | 15.71% |
| EBIT 增长率      | 90.03%  | 10.69% | 10.28% | 18.54% | 17.88% |
| 净利润增长率        | 107.82% | 14.32% | 9.19%  | 17.81% | 17.12% |
| ROE           | 19.53%  | 21.94% | 19.33% | 19.64% | 19.81% |
| ROA           | 15.71%  | 16.57% | 14.79% | 15.01% | 15.24% |
| ROIC          | 18.32%  | 20.27% | 17.99% | 18.20% | 18.31% |
| EPS (X)       | 3.58    | 4.14   | 4.41   | 5.19   | 6.08   |
| PE (X)        | 19.96   | 22.59  | 16.91  | 14.36  | 12.26  |
| PB (X)        | 3.95    | 5.08   | 3.27   | 2.82   | 2.43   |
| PS (X)        | 3.61    | 3.86   | 2.65   | 2.24   | 1.93   |
| EV/EBITDA (X) | 13.59   | 16.81  | 11.56  | 9.77   | 7.93   |

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。