

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

甘源食品(002991)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

品类有红利，渠道加速开拓

2025年4月30日

事件: 公司 2024 年实现营收 22.57 亿元, 同比+22.2%, 实现归母净利润 3.76 亿元, 同比+14.3%。25Q1 实现营收 5.04 亿元, 同比-14.0%, 实现归母净利润 0.53 亿元, 同比-42.2%。

点评:

- **阶段性调整短期业绩承压，费用前置投入布局长远。** 结合 24Q4+25Q1 来看, 公司实现营收增长 3.2%, 增速阶段性表现较慢: 1) Q1 大幅缩减了低价礼盒直播, 2) 传统商超渠道同比下降; 扣非净利润同比下降 25.85%, 原因: 1) 棕榈油等原材料价格同比提升, 2) 增加了出海的筹备投放, 3) 邀请代言人增加广宣费用。公司做了一些前置费用投放有望助力品牌提升及海外市场的开拓, 布局长远。
- **口味型坚果品类具备红利，老三样 24 年保持双位数增长。** 分产品来看, 公司 24 年青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果/其他分别实现营收 5.2/3.0/2.8/7.1/4.4 亿元, 同比+13%/10%/20%/21%/40%, 老三样 24 年保持双位数的较好增长, 综合果仁及豆果产品增速快。我们认为口味型坚果具备品类红利, 人均消费量仍有较大提升空间, 公司作为口味型坚果头部品牌, 有望持续实现较好的增长。
- **24 年量贩零食、海外渠道表现亮眼，25 年海外市场有望更进一步。** 分渠道来看, 25Q1 传统商超有所承压, 量贩零食渠道延续高增, 海外渠道持续推进。25 年全年展望, 行业门店有望持续开拓以及公司进入 SKU 数有望提升, 有望推动零食量贩渠道贡献较高增长, 东南亚具备较好的豆类和风味坚果品类的消费习惯, 25 年海外市场有望更进一步, 公司 24 年 10 月在会员店上新自主独立品牌的翡翠豆, 高端会员店后续有望加速增长。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为公司为典型的产品型公司, 经营韧性好, 阶段性调整不改长期向上发展趋势。往后展望, 我们认为公司国内外渠道渗透率均有提升空间, 海外渠道自 24 年持续表现较好, 有望持续打开新市场空间。国内下沉市场渗透率仍有提升空间, 公司通过积极拥抱量贩渠道有望加速下沉市场的开拓带来市占率的提升, 品类红利有望延续。我们预计 25-27 年每股收益分别为 4.20、4.84、5.51 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 原材料价格波动风险、口味型坚果行业竞争加剧、海外渠道扩张不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,848	2,257	2,599	2,951	3,293
增长率 YoY %	27.4%	22.2%	15.1%	13.5%	11.6%
归属母公司净利润 (百万元)	329	376	392	451	514
增长率 YoY%	107.8%	14.3%	4.1%	15.3%	13.8%
毛利率%	36.2%	35.5%	34.9%	34.0%	33.6%
净资产收益率ROE%	19.5%	21.9%	18.3%	17.5%	16.8%
EPS(摊薄)(元)	3.53	4.04	4.20	4.84	5.51
市盈率 P/E(倍)	20.24	23.17	16.96	14.71	12.92
市净率 P/B(倍)	3.95	5.08	3.10	2.57	2.17

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1,262	1,248	1,497	1,960	2,435	
货币资金	648	532	713	1,090	1,483	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	29	104	134	152	170	
预付账款	32	79	143	164	185	
存货	177	260	302	347	390	
其他	376	273	205	206	207	
非流动资产	833	1,023	1,260	1,300	1,362	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	525	673	849	927	994	
无形资产	98	118	135	152	168	
其他	209	232	277	221	201	
资产总计	2,095	2,270	2,757	3,260	3,797	
流动负债	297	417	476	539	599	
短期借款	0	40	40	40	40	
应付票据	0	30	35	40	45	
应付账款	111	141	164	189	212	
其他	186	206	237	270	302	
非流动负债	113	138	138	138	138	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	113	138	138	138	138	
负债合计	410	556	614	677	737	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,685	1,715	2,143	2,583	3,061	
负债和股东权益	2,095	2,270	2,757	3,260	3,797	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,848	2,257	2,599	2,951	3,293	
同比(%)	27.4%	22.2%	15.1%	13.5%	11.6%	
归属母公司净利润	329	376	392	451	514	
同比(%)	107.8	14.3%	4.1%	15.3%	13.8%	
毛利率(%)	36.2%	35.5%	34.9%	34.0%	33.6%	
ROE%	19.5%	21.9%	18.3%	17.5%	16.8%	
EPS(摊薄)(元)	3.53	4.04	4.20	4.84	5.51	
P/E	20.24	23.17	16.96	14.71	12.92	
P/B	3.95	5.08	3.10	2.57	2.17	
EV/EBITDA	14.69	18.35	13.39	10.97	9.08	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,848	2,257	2,599	2,951	3,293	
营业成本	1,178	1,457	1,692	1,947	2,188	
营业税金及附加	19	20	25	27	30	
销售费用	212	286	359	390	422	
管理费用	70	85	104	103	105	
研发费用	23	32	31	35	40	
财务费用	-15	-11	-13	-18	-26	
减值损失合计	-5	-3	0	0	0	
投资净收益	9	6	8	9	10	
其他	41	49	49	50	53	
营业利润	406	441	457	526	598	
营业外收支	-3	-1	0	0	0	
利润总额	403	440	457	526	598	
所得税	74	64	65	75	84	
净利润	329	376	392	451	514	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	329	376	392	451	514	
EBITDA	410	449	447	511	573	
EPS(当年)(元)	3.53	4.04	4.20	4.84	5.51	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	258	327	364	481	546	
净利润	329	376	392	451	514	
折旧摊销	64	71	59	62	64	
财务费用	-10	-8	0	0	0	
投资损失	-9	-6	-8	-9	-10	
营运资金变动	-117	-107	-79	-23	-22	
其它	2	1	0	0	0	
投资活动现金流	-54	-167	-87	9	-24	
资本支出	-174	-267	-171	-5	-40	
长期投资	233	126	70	0	0	
其他	-113	-26	13	14	15	
筹资活动现金流	-162	-321	-95	-113	-128	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	40	0	0	0	
支付利息或股息	-100	-297	-98	-113	-128	
现金流净增加额	42	-161	181	377	393	

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。