

甘源食品 (002991.SZ)

经营低点已过，关注新品类、海外进展

24 年公司收入/归母净利润同比+22.2%/+14.3%，量贩渠道快速增长。25Q1 收入/归母净利润同比-14.0%/-42.2%，产品方面，风味坚果作为第二大品类在持续培育推广中，其他薯条类新品仍在起步阶段。量贩渠道仍是今年重点的增长渠道，会员商超的新品合作洽谈中，此外 25 年重点拓展海外市场，除越南市场目标要快速增长外，印尼、马来市场同步投入市场人员推进，Q2 预计将本土化设计的海外产品加快投放与推广，有望贡献增量，期待后续季度收入改善。考虑到国内渠道结构调整、海外市场开拓、费用投入阶段，我们调整 25-26 年 EPS 预测为 4.20、4.71 元，对应 25 年 17 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。

□ 事件：公司发布 24 年年报和 25 年一季报，2024 年实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别 22.57/3.76/3.41 亿元，同比分别+22.2%/+14.3%/+16.9%。其中单 Q4 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别 6.5/1.0/0.9 亿元，同比分别+22.0%/-13.9%/-10.4%，24 年顺利收官。25Q1 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别 5.0/0.5/0.5 亿元，同比分别-14.0%/-42.2%/-45.1%，合并 Q4+Q1 公司营收同比增长 3.2%，受电商礼盒缩减、传统商超渠道影响，增速略有放缓。

□ 24 年零食量贩增长亮眼，商超、流通与会员商超渠道承压。分渠道看，分渠道看，经销/电商分别实现营收 19.27/2.40 亿元，同比+22.6%/10.8%。24 年公司零食量贩等新渠道快速增长，量贩渠道占比已达 20%以上，贡献增量较为明显，会员商超受老品价格调整影响承压，海外市场公司去年以越南为主，取得非常不错的业绩表现，后续仍将加大海外市场开拓。电商渠道实现收入 2.39 亿元，同比增长 10.8%，电商增速放慢，主要系 24 年电商团队打法、人员有所调整。分产品看，24 年青豌豆系列/瓜子仁系列/蚕豆系列/综合果仁及豆果系列分别实现营收 5.24/3.02/2.77/7.05 亿元，同比+12.6%/+10.5%/+19.7%/+39.8%，综合果仁快速增长主要受益于新品类红利以及公司在量贩零食渠道铺货和海外市场扩张。

□ 25Q1 受规模效应下降、成本上升、费用投入前置影响，盈利能力承压。25Q1 收入/归母净利润分别同比-14.0%/-42.2%，收入下滑主要系 25 年春节错期电商年货同比收缩，叠加传统商超客流下滑以及去年同期高基数影响。利润端，受棕榈油成本上升影响，25Q1 公司毛利率同比-1.1pct 至 34.3%，销售/管理费用率分别同比+4.2pct/+1.4pct，销售费用率上升较大系公司加大广告代言投入、海外市场拓展人员前置投入以及促销推广费用增长，Q1 实现归母净利率 10.5%，同比-5.1pct。

□ 投资建议：经营低点已过，关注公司新品类、海外市场进展。24 年公司收入/归母净利润同比+22.2%/+14.3%，量贩渠道快速增长。25Q1 收入/归母净利润同比-14.0%/-42.2%，产品方面，风味坚果作为第二大品类在持续培育推广中，其他薯条类新品仍在起步阶段。量贩渠道仍是今年重点的增长渠道，会员商超的新品合作洽谈中，此外 25 年重点拓展海外市场，除越南市场目标要快速增长外，印尼、马来市场同步投入市场人员推进，Q2 预计

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料

目标股价：NA

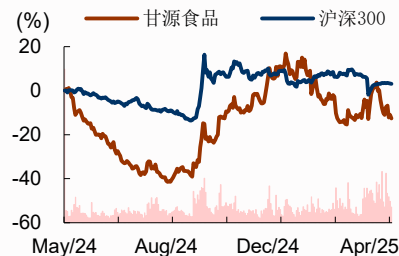
当前股价：69.92 元

基础数据

总股本（百万股）	93
已上市流通股（百万股）	50
总市值（十亿元）	6.5
流通市值（十亿元）	3.5
每股净资产（MRQ）	19.0
ROE（TTM）	19.1
资产负债率	18.9%
主要股东	严斌生
主要股东持股比例	56.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	-4	-9
相对表现	3	-0	-14



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《甘源食品（002991）—调整初步完成，增长环比提速》2024-10-24
- 2、《甘源食品（002991）—淡季收入增速放缓，期待 H2 加速增长》2024-08-05
- 3、《甘源食品（002991）—23Q4+24Q1 快速增长，顺利实现开门红》2024-04-25

胡思蓓 S1090524090002

✉ husibei@cmschina.com.cn

将本土化设计的海外产品加快投放与推广，有望贡献增量，期待后续季度收入改善。考虑到国内渠道结构调整、海外市场开拓、费用投入阶段，我们调整 25-26 年 EPS 预测为 4.20、4.71 元，对应 25 年 17 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：需求下行、成本波动、行业竞争阶段性加剧等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1848	2257	2499	2813	3183
同比增长	27%	22%	11%	13%	13%
营业利润(百万元)	406	441	459	515	575
同比增长	92%	9%	4%	12%	12%
归母净利润(百万元)	329	376	391	439	490
同比增长	108%	14%	4%	12%	12%
每股收益(元)	3.53	4.04	4.20	4.71	5.26
PE	19.8	17.3	16.7	14.8	13.3
PB	3.9	3.8	3.5	3.3	3.0

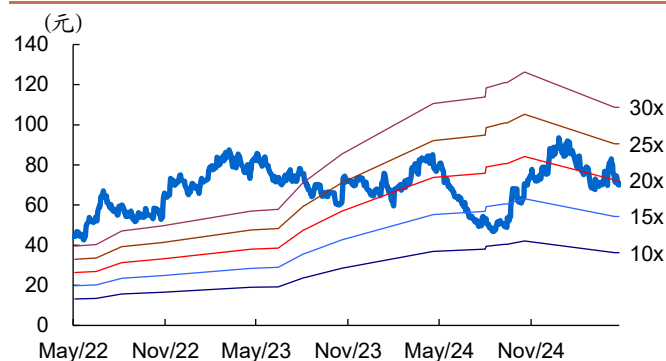
资料来源：公司数据、招商证券

单季度利润表

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23FY	24FY
一、营业总收入	435	487	534	586	456	563	652	504	1848	2257
二、营业总成本	363	377	428	485	388	450	552	450	1492	1876
其中: 营业成本	283	304	342	379	300	356	423	331	1178	1457
营业税金及附加	5	5	5	6	4	5	5	4	19	20
营业费用	51	48	59	77	62	64	83	87	212	286
管理费用	19	17	17	20	19	21	24	25	70	85
研发费用	6	6	7	6	7	7	13	6	23	32
财务费用	-5	-4	-4	-3	-4	-2	-2	-2	-15	-11
资产减值损失	3	0	2	0	1	0	3	0	5	3
三、其他经营收益	14	13	15	9	22	19	10	11	51	60
公允价值变动收益	11	11	12	6	19	16	8	10	39	49
投资收益	0	1	-1	2	0	1	2	0	3	5
其他收益	3	1	4	1	3	2	0	1	9	6
四、营业利润	86	123	121	110	90	132	110	65	406	441
加: 营业外收入	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
减: 营业外支出	0	1	3	0	0	1	1	0	4	2
五、利润总额	86	123	119	110	90	131	109	65	403	440
减: 所得税	22	29	4	19	15	20	10	12	74	64
六、净利润	64	95	115	91	75	111	99	53	329	376
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	64	95	115	91	75	111	99	53	329	376
EPS	0.69	1.01	1.23	0.98	0.81	1.19	1.06	0.57	3.53	4.04
主要比率										
毛利率	34.9%	37.5%	36.0%	35.4%	34.4%	36.8%	35.1%	34.3%	36.2%	35.5%
主营税金率	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	1.0%	0.9%
营业费率	11.8%	9.9%	11.1%	13.1%	13.5%	11.4%	12.8%	17.3%	11.5%	12.7%
管理费费率	4.4%	3.4%	3.2%	3.5%	4.1%	3.7%	3.7%	4.9%	3.8%	3.7%
营业利润率	19.8%	25.3%	22.7%	18.8%	19.7%	23.4%	16.9%	12.8%	22.0%	19.5%
实际税率	25.4%	23.3%	3.0%	17.1%	16.2%	15.5%	9.4%	18.4%	18.3%	14.5%
净利率	14.8%	19.4%	21.5%	15.6%	16.5%	19.7%	15.2%	10.5%	17.8%	16.7%
YoY										
收入增长率	48.1%	37.3%	10.9%	49.8%	4.9%	15.6%	22.0%	-14.0%	27.4%	22.2%
营业利润增长率	202.6%	89.5%	40.0%	46.6%	3.9%	6.6%	-9.3%	-41.3%	91.7%	8.7%
净利润增长率	246.5%	95.3%	67.1%	65.5%	16.8%	17.1%	-13.9%	-42.2%	107.9%	14.3%

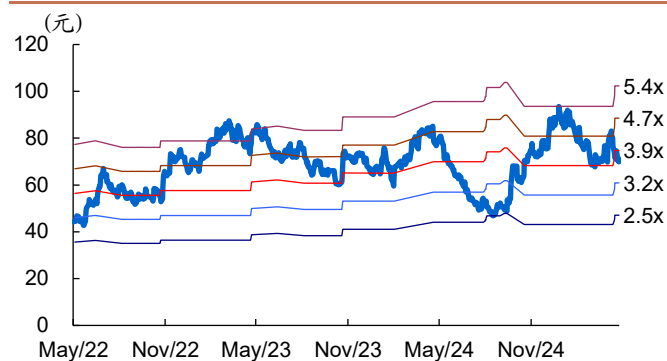
资料来源: 公司报表、招商证券

图 1: 甘源食品历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 甘源食品历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《甘源食品（002991）—调整初步完成，增长环比提速》2024-10-24
- 2、《甘源食品（002991）—淡季收入增速放缓，期待 H2 加速增长》2024-08-05
- 3、《甘源食品（002991）—23Q4+24Q1 快速增长，顺利实现开门红》2024-04-25

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1262	1248	1230	1311	1424
现金	648	532	487	504	542
交易性投资	357	233	233	233	233
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	29	104	97	109	123
其它应收款	4	6	7	8	9
存货	177	260	280	315	357
其他	46	112	125	141	159
非流动资产	833	1023	1145	1257	1360
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	525	673	810	935	1049
无形资产商誉	98	118	106	95	86
其他	209	232	229	227	225
资产总计	2095	2270	2375	2568	2784
流动负债	297	417	398	431	470
短期借款	0	40	0	0	0
应付账款	111	171	190	214	242
预收账款	58	57	64	72	81
其他	128	149	145	146	147
长期负债	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	537	570	609
股本	93	93	93	93	93
资本公积金	853	806	806	806	806
留存收益	739	815	939	1099	1276
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1685	1715	1838	1998	2176
负债及权益合计	2095	2270	2375	2568	2784

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	258	327	397	423	477
净利润	329	376	391	439	490
折旧摊销	61	66	74	84	93
财务费用	(15)	(11)	(11)	(12)	(13)
投资收益	(9)	(6)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	(103)	(94)	1	(34)	(41)
其它	(5)	(4)	3	7	7
投资活动现金流	(54)	(167)	(139)	(139)	(139)
资本支出	(174)	(269)	(199)	(199)	(199)
其他投资	120	101	60	60	60
筹资活动现金流	(162)	(321)	(302)	(266)	(300)
借款变动	(23)	(0)	(45)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(50)	(46)	0	0	0
股利分配	(100)	(305)	(268)	(279)	(313)
其他	12	31	11	12	13
现金净增加额	42	(161)	(44)	17	38

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1848	2257	2499	2813	3183
营业成本	1178	1457	1621	1824	2064
营业税金及附加	19	20	22	24	28
营业费用	212	286	329	365	413
管理费用	70	85	96	108	122
研发费用	23	32	36	40	45
财务费用	(15)	(11)	(11)	(12)	(13)
资产减值损失	(6)	(8)	(8)	(8)	(8)
公允价值变动收益	3	5	5	5	5
其他收益	39	49	49	49	49
投资收益	9	6	6	6	6
营业利润	406	441	459	515	575
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	4	2	2	2	2
利润总额	403	440	458	514	574
所得税	74	64	67	75	84
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	329	376	391	439	490

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	27%	22%	11%	13%	13%
营业利润	92%	9%	4%	12%	12%
归母净利润	108%	14%	4%	12%	12%
获利能力					
毛利率	36.2%	35.5%	35.1%	35.1%	35.1%
净利率	17.8%	16.7%	15.7%	15.6%	15.4%
ROE	20.6%	22.1%	22.0%	22.9%	23.5%
ROIC	18.8%	20.8%	20.8%	21.4%	22.0%
偿债能力					
资产负债率	19.6%	24.5%	22.6%	22.2%	21.9%
净负债比率	0.1%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.2	3.0	3.1	3.0	3.0
速动比率	3.6	2.4	2.4	2.3	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	7.5	6.7	6.0	6.1	6.1
应收账款周转率	73.1	33.9	24.8	27.3	27.3
应付账款周转率	9.4	10.3	9.0	9.0	9.0
每股资料(元)					
EPS	3.53	4.04	4.20	4.71	5.26
每股经营净现金	2.77	3.51	4.26	4.53	5.11
每股净资产	18.07	18.40	19.72	21.44	23.34
每股股利	2.18	2.88	2.99	3.36	3.75
估值比率					
PE	19.8	17.3	16.7	14.8	13.3
PB	3.9	3.8	3.5	3.3	3.0
EV/EBITDA	15.3	13.9	12.9	11.4	10.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。