

2025年06月01日

# 25Q1 利润阶段性承压，关注海外市场突破

## 甘源食品(002991)

评级:	买入	股票代码:	002991
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	95.98/47.54
目标价格:		总市值(亿)	59.66
最新收盘价:	64	自由流通市值(亿)	31.80
		自由流通股数(百万)	49.69

### 事件概述

24FY 公司实现营收 22.57 亿元，同比+22.18%；归母净利润 3.76 亿元，同比+14.32%；扣非归母净利润 3.41 亿元，同比+16.91%。其中 24Q4 公司实现营收 6.52 亿元，同比+22.05%；归母净利润 0.99 亿元，同比-13.91%；扣非归母净利润 0.93 亿元，同比-10.40%。

25Q1 公司实现营收 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%。

### 分析判断:

#### ► 综合果仁及豆果持续突破，境外市场高增

分产品来看，公司 24FY 综合果仁及豆果系列/青豌豆系列/瓜子仁系列/蚕豆系列/其他系列/其他业务收入分别为 7.05/5.24/3.02/2.77/4.39/0.10 亿元，分别同比+39.80%/+12.56%/+10.48%/+19.72%/+21.17%/-3.84%。综合果仁及豆果系列实现较好增长，青豌豆、瓜子仁、蚕豆为代表的“老三样”维持稳健增长。根据公司投资者关系活动记录表披露，综合果仁及豆果系列包括风味坚果、综合果仁、综合豆果、虾条豆果等产品，表现较好的渠道有零食量贩渠道和海外渠道。

分地区来看，公司 24FY 华东/西南/华中/电商/华北/华南/西北/东北/境外/其他业务收入规模分别为 6.58/3.65/3.39/2.39/2.35/1.60/0.97/0.71/0.83/0.10 亿元，分别同比+45%/+49%/+17%/+11%/-28%/+22%/+2%/-9%/+1762%/-4%。国内市场绝大多数地区均实现较好增长，境外市场在低基数上实现高增。

25Q1 收入端有所承压，根据公司投资者关系活动记录表披露，收入下滑主因：1) 为确保电商业务健康发展，春节期间大幅收缩低价礼盒直播业务，2) 传统商超业务规模同比下降，3) 春节时间性差异导致 24 年同期营收基数较大。拉平 24Q4 与 25Q1 来看，公司营收同比+3.2%，稳中有增。

#### ► 原料波动+费投增加，利润率阶段性承压

成本端来看，公司 24FY/24Q4/25Q1 毛利率分别为 35.46%/35.14%/34.32%，分别同比-0.78/-0.90/-1.07pct。公司毛利率端有所承压，主因：1) 24FY 年货节大促期间礼盒促销力度较大，2) 25Q1 以来棕榈油等主要原料采购成本有较大幅度上涨。

费用端来看，公司 24FY 销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.67%/3.75%/1.42%/-0.50%，分别同比+1.18/-0.03/+0.17/+0.33pct；其中 24Q4 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 25Q1 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。公司 24FY 及 25Q1 销售费用率均有提升，根据公司投资者关系活动记录表披露，主因公司自 24Q4 起启动出海业务，逐步扩充海外人员，并进行海外市场调研、推广与招商工作，同时新增品牌宣传与代言投入。

利润端来看，公司 24FY/24Q4/25Q1 归母净利润率分别为 16.67%/15.19%/10.47%，分别同比-1.14/-6.34/-5.11pct；24FY/24Q4/25Q1 扣非归母净利润率分别为 15.12%/14.34%/9.09%，分别同比-0.68/-5.20/-5.16pct。受制于成本端与费用端双重的压力，公司利润率方面有所承压。

#### ► 利润率有望逐季转好，关注海外市场突破

公司 24FY 加大对海外市场投入，从经营成果来看，海外市场在低基数上实现高增，侧面反映了公司在海外市场的影响力与认可度。从公司经营节奏来看，受制于原料价格波动与海外费投节奏影响，公司利润率阶段性承压。展望后续季度，我们预计随着海外市场的全面铺开，公司经营效率将在表观上得到体现，利润率有望逐季转好，海外市场带来的业绩增量也值得期待。

### 投资建议

参考公司最新财务报告，我们将公司 25-26 年营收为 27.50/32.17 亿元的预测下调至 25.98/30.32 亿元，新增 27 年营收为 34.61 亿元的预测；将 25-26 年 EPS 为 5.17/6.20 元的预测下调至 4.38/5.13 元，新增 27 年 EPS 为 5.72 元的预测。对应 5 月 30 日收盘价 64 元/股，PE 分别为 15/12/11 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

原料价格波动超预期，海外市场扩张不及预期，新兴渠道扩张不及预期

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,848	2,257	2,598	3,032	3,461
YoY (%)	27.4%	22.2%	15.1%	16.7%	14.1%
归母净利润(百万元)	329	376	409	479	533
YoY (%)	107.8%	14.3%	8.6%	17.1%	11.3%
毛利率 (%)	36.2%	35.5%	34.1%	33.2%	32.5%
每股收益 (元)	3.58	4.14	4.38	5.13	5.72
ROE	19.5%	21.9%	22.1%	23.2%	22.9%
市盈率	17.88	15.46	14.60	12.46	11.20

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：吴越

邮箱：wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040004

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,257	2,598	3,032	3,461	净利润	376	409	479	533
YoY (%)	22.2%	15.1%	16.7%	14.1%	折旧和摊销	71	77	94	103
营业成本	1,457	1,713	2,026	2,338	营运资金变动	-107	68	-52	17
营业税金及附加	20	24	27	32	经营活动现金流	327	546	510	640
销售费用	286	338	364	415	资本开支	-267	-189	-215	-202
管理费用	85	94	111	126	投资	126	100	50	20
财务费用	-11	-13	-15	-26	投资活动现金流	-167	-79	-155	-169
研发费用	32	29	33	38	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0	债务募资	40	19	30	25
投资收益	6	10	10	12	筹资活动现金流	-321	-236	-236	-243
营业利润	441	481	562	626	现金净流量	-161	231	119	227
营业外收支	-1	0	0	0					
利润总额	440	481	562	626	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	64	72	83	93	<b>成长能力</b>				
净利润	376	409	479	533	营业收入增长率	22.2%	15.1%	16.7%	14.1%
归属于母公司净利润	376	409	479	533	净利润增长率	14.3%	8.6%	17.1%	11.3%
YoY (%)	14.3%	8.6%	17.1%	11.3%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	4.14	4.38	5.13	5.72	毛利率	35.5%	34.1%	33.2%	32.5%
					净利率	16.7%	15.7%	15.8%	15.4%
					总资产收益率 ROA	16.6%	16.3%	17.0%	16.7%
					净资产收益率 ROE	21.9%	22.1%	23.2%	22.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	532	763	882	1,109	流动比率	2.99	2.78	2.61	2.62
预付款项	79	70	96	103	速动比率	<b>2.10</b>	<b>2.00</b>	<b>1.82</b>	<b>1.86</b>
存货	260	282	347	392	现金比率	1.27	1.55	1.47	1.59
其他流动资产	377	253	242	226	资产负债率	24.5%	25.9%	26.8%	26.8%
流动资产合计	1,248	1,367	1,567	1,830	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	1.03	1.09	1.14	1.15
固定资产	673	759	858	934	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	118	127	141	152	每股收益	4.14	4.38	5.13	5.72
非流动资产合计	1,023	1,133	1,255	1,354	每股净资产	18.40	19.88	22.16	25.00
资产合计	2,270	2,501	2,822	3,184	每股经营现金流	3.51	5.86	5.47	6.86
短期借款	40	60	90	115	每股股利	2.88	2.88	2.88	2.88
应付账款及票据	171	182	226	255	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	206	251	284	329	PE	15.46	14.60	12.46	11.20
流动负债合计	417	492	601	699	PB	5.08	3.22	2.89	2.56
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	138	156	156	156					
非流动负债合计	138	156	156	156					
负债合计	556	648	756	854					
股本	93	93	93	93					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,715	1,853	2,066	2,330					
负债和股东权益合计	2,270	2,501	2,822	3,184					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。