

调整阶段利润承压，关注新品铺货表现

投资要点

- 事件：**公司发布2025年半年报，25H1实现营收9.4亿元，同比-9.3%；实现归母净利润0.7亿元，同比-55.2%。其中25Q2实现营收4.4亿元，同比-3.4%；实现归母净利润0.2亿元，同比-71.0%。公司费用率大幅提升致盈利能力受损，25Q2业绩持续承压。
- 经销渠道承压，直营化转型稳步推进。**1、分品类看，25H1青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁/其他分别实现营收2.3/1.3/1.2/2.7/1.7亿元，分别同比-1.6%/-9.5%/+2.1%/-19.9%/-11.5%，老三样整体平稳，公司加速坚果创新，7月会员商超渠道新增翡翠豆产品线，持续丰富产品矩阵。2、分渠道看，25H1经销/电商/其他分别实现营收7.0/1.5/0.8亿元，分别同比-19.8%/+12.4%/+154.6%，零食量贩、会员制商超在新品持续导入下持续增长，线上渠道在低基数和明星直播拉动下亦有恢复，传统KA渠道流量下滑且公司主动对部分商超进行直营化转型，收入压力较大。
- 成本上行拖累毛利，费投短期致净利承压。**1、25H1毛利率为33.6%，同比-1.3pp。分渠道看，经销渠道毛利率同比-2.4pp，主要系棕榈油价格高位运行带来成本压力；电商渠道毛利率同比+6.1pp，主要系今年减少低价礼盒投放；直营及其他模式毛利率同比-10.2pp，主要系商超直营模式收入大幅增长，而商超直营模式下毛利率低于其他渠道。2、25H1销售/管理费用率分别为18.5%/5.2%，分别同比+5.3%/+1.4pp。费用率上行主因品牌宣传推广投入增多，以及公司扩充团队支持业务转型及海外市场拓展，带来薪酬福利支出增多。3、25H1归母净利率7.9%，同比-8.1pp，主要系营收承压下规模效应减弱和费用进一步加大。
- 海外市场进展顺利，渠道调整改善可期。**25H1海外收入同比增长162.9%，Q2海外招商拓品稳步推进。公司扩充海外销售团队，做本土化招商运营，越南月销稳步提升，印尼突破蓄势待发，增量贡献可期。传统商超匹配直营销售人员，聚焦核心系统，电商渠道与多平台展开深度合作，后续有望降幅收窄、恢复增长，此外有望通过新产品、新渠道的主动尝试与调整寻求增长机会。
- 盈利预测。**预计公司2025-2027年归母净利润分别为2.6亿元、3.4亿元、4.1亿元，EPS分别为2.76元、3.59元、4.35元。公司海外扩张势头良好，渠道调整成效初现，随着成本与费投压力逐步减轻，盈利有望边际改善。
- 风险提示：**行业竞争加剧风险；新品推广不及预期风险；食品安全风险。

西南证券研究院

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：杜雨聪
执业证号：S1250524070007
电话：023-63786049
邮箱：dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	0.93
流通A股(亿股)	0.50
52周内股价区间(元)	47.85-93.52
总市值(亿元)	53.22
总资产(亿元)	20.63
每股净资产(元)	17.44

相关研究

- 甘源食品（002991）：25Q1经营筑底，期待后续修复（2025-04-23）
- 甘源食品（002991）：渠道调整推进，盈利持续改善（2024-10-28）

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	22.57	22.16	25.73	29.58
增长率	22.18%	-1.83%	16.12%	14.95%
归属母公司净利润(亿元)	3.76	2.58	3.35	4.05
增长率	14.32%	-31.49%	29.93%	20.99%
每股收益EPS(元)	4.04	2.76	3.59	4.35
净资产收益率ROE	21.94%	13.96%	16.02%	17.03%
PE	14	21	16	13
PB	3.10	2.88	2.55	2.24

数据来源：Wind, 西南证券

盈利预测

关键假设：

假设 1：综合果仁及豆果系列通过进入零食量贩等渠道快速放量，芥末味夏威夷果在山姆会员店销售企稳，预计综合果仁及豆果 2025-2027 年销量分别同比+100.0%/+80.0%/+50.0%，吨价分别同比-55.0%/-30.6%/-18.0%，毛利率分别为 25.0%/26.0%/27.0%。

假设 2：老三样青豌豆、瓜子仁和蚕豆产品力与品牌力较强，公司基本盘龙头地位稳固，预计老三样 2025-2027 年收入分别同比+4.5%/+11.7%/+10.0%，毛利率分别为 42.4%/43.9%/44.9%。

其中，瓜子仁不断进行口味和包装更迭，完善产品矩阵，预计瓜子仁 2025-2027 年销量分别同比+15.0%/+12.0%/+10.0%，吨价分别同比-15.7%/+2.7%/+3.6%，毛利率分别为 41.0%/42.0%/43.0%。

青豌豆市场竞争对手较分散，预计青豌豆 2025-2027 年销量分别同比+15.0%/+12.0%/+10.0%，吨价分别同比-7.8%/+0.0%/+0.0%，毛利率分别为 44.0%/46.0%/47.0%。

蚕豆新品推广，翡翠豆入驻山姆，贡献稳定增量，预计蚕豆 2025-2027 年销量分别同比+16.0%/+13.0%/+11.0%，吨价分别同比-5.2%/-4.4%/-4.5%，毛利率分别为 41.0%/42.0%/43.0%。

假设 3：安阳工厂生产逐步稳定，公司膨化等品类产品进入全渠道销售，预计其他产品 2025-2027 年收入分别同比-5.0%/+15.0%/+15.0%，毛利率分别为 25.0%/25.0%/25.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年主营业务收入成本如下表：

表 1：主营业务收入及毛利率

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	2,257.3	2,216.0	2,573.2	2,957.9
yoy	22.2%	-1.8%	16.1%	15.0%
营业成本	1,456.8	1,454.6	1,671.3	1,908.9
毛利率	35.5%	34.4%	35.1%	35.5%
综合果仁及豆果				
收入	704.9	634.4	793.0	975.4
yoy	39.8%	-10.0%	25.0%	23.0%
成本	508.7	475.8	586.8	712.1
毛利率	27.8%	25.0%	26.0%	27.0%
销量 (吨)	23,335	46670.1	84006.2	126009.3
yoy	91.7%	100.0%	80.0%	50.0%
吨单价 (元)	30209	13594	9440	7741
yoy	-27.1%	-55.0%	-30.6%	-18.0%
吨成本 (元)	21798	10195	6986	5651
yoy	-27.4%	-53.2%	-31.5%	-19.1%
老三样				
收入	1,102.8	1,152.9	1,287.9	1,416.9
yoy	13.7%	4.5%	11.7%	10.0%
成本	613.9	663.6	722.1	780.3

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	44.3%	42.4%	43.9%	44.9%
瓜子仁系列				
收入	301.7	292.7	336.6	383.7
yoY	10.5%	-3.0%	15.0%	14.0%
成本	166.9	172.7	195.2	218.7
毛利率	44.7%	41.0%	42.0%	43.0%
销量 (吨)	13,763	15827.8	17727.2	19499.9
yoY	16.4%	15.0%	12.0%	10.0%
吨单价 (元)	21923	18492	18987	19678
yoY	-5.1%	-15.7%	2.7%	3.6%
吨成本 (元)	12125	10910	11013	11216
yoY	-4.5%	-10.0%	0.9%	1.8%
青豌豆系列				
收入	523.9	555.3	621.9	684.1
yoY	12.6%	6.0%	12.0%	10.0%
成本	283.4	311.0	335.9	362.6
毛利率	45.9%	44.0%	46.0%	47.0%
销量 (吨)	24,516	28193.7	31576.9	34734.6
yoY	19.1%	15.0%	12.0%	10.0%
吨单价 (元)	21369	19696	19696	19696
yoY	-5.5%	-7.8%	0.0%	0.0%
吨成本 (元)	11562	11030	10636	10439
yoY	0.3%	-4.6%	-3.6%	-1.9%
蚕豆系列				
收入	277.2	304.9	329.3	349.1
yoY	19.7%	10.0%	8.0%	6.0%
成本	163.6	179.9	191.0	199.0
毛利率	41.0%	41.0%	42.0%	43.0%
销量 (吨)	11,850	13746.3	15533.4	17242.0
yoY	19.4%	16.0%	13.0%	11.0%
吨单价 (元)	23393	22183	21201	20246
yoY	0.2%	-5.2%	-4.4%	-4.5%
吨成本 (元)	13802	13088	12297	11540
yoY	5.7%	-5.2%	-6.0%	-6.2%
其他主营产品				
收入	439.1	417.2	479.7	551.7
yoY	21.2%	-5.0%	15.0%	15.0%
成本	332.7	312.9	359.8	413.8
毛利率	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22.57	22.16	25.73	29.58	净利润	3.76	2.58	3.35	4.05
营业成本	14.57	14.55	16.71	19.09	折旧与摊销	0.66	0.79	0.97	1.22
营业税金及附加	0.20	0.20	0.23	0.27	财务费用	-0.11	0.10	0.23	0.30
销售费用	2.86	3.32	3.60	3.99	资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.85	0.89	0.90	1.01	经营营运资本变动	-1.49	0.39	-0.45	-0.20
财务费用	-0.11	0.10	0.23	0.30	其他	0.49	-0.13	-0.08	-0.09
资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3.27	3.73	4.02	5.28
投资收益	0.06	0.05	0.05	0.05	资本支出	-1.60	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	0.05	0.05	0.05	0.05	其他	-0.07	-0.03	-0.05	-0.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1.67	-4.03	-4.05	-4.05
营业利润	4.41	3.20	4.15	5.02	短期借款	0.40	5.25	2.57	1.76
其他非经营损益	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	4.40	3.18	4.13	5.00	股权融资	0.07	0.00	0.00	0.00
所得税	0.64	0.60	0.79	0.95	支付股利	-3.00	-1.32	-0.90	-1.17
净利润	3.76	2.58	3.35	4.05	其他	-0.68	-0.08	-0.21	-0.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-3.21	3.85	1.46	0.31
归属母公司股东净利润	3.76	2.58	3.35	4.05	现金流量净额	-1.61	3.55	1.43	1.54
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5.32	8.86	10.29	11.83	成长能力				
应收和预付款项	1.90	1.40	1.73	2.01	销售收入增长率	22.18%	-1.83%	16.12%	14.95%
存货	2.60	2.38	2.79	3.22	营业利润增长率	8.69%	-27.38%	29.65%	20.86%
其他流动资产	2.66	2.58	2.64	2.69	净利润增长率	14.32%	-31.49%	29.93%	20.99%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	9.79%	-17.43%	30.75%	22.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8.42	11.68	14.77	17.61	毛利率	35.46%	34.36%	35.05%	35.46%
无形资产和开发支出	1.18	1.14	1.10	1.05	三费率	15.92%	19.45%	18.40%	17.93%
其他非流动资产	0.63	0.75	0.88	1.02	净利率	16.67%	11.63%	13.01%	13.70%
资产总计	22.70	28.79	34.20	39.42	ROE	21.94%	13.96%	16.02%	17.03%
短期借款	0.40	5.65	8.22	9.98	ROA	16.57%	8.95%	9.79%	10.28%
应付和预收款项	2.49	2.49	2.79	3.23	ROIC	22.69%	13.49%	15.04%	15.23%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.98%	18.49%	20.82%	22.12%
其他负债	2.67	2.20	2.29	2.43	营运能力				
负债合计	5.56	10.33	13.29	15.64	总资产周转率	1.03	0.86	0.82	0.80
股本	0.93	0.93	0.93	0.93	固定资产周转率	3.77	3.07	2.91	2.65
资本公积	9.48	9.48	9.48	9.48	应收账款周转率	32.03	24.31	31.53	29.67
留存收益	8.15	9.42	11.86	14.74	存货周转率	6.47	5.70	6.31	6.22
归属母公司股东权益	17.15	18.46	20.91	23.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.93%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	17.15	18.46	20.91	23.78	资产负债率	24.47%	35.89%	38.87%	39.67%
负债和股东权益合计	22.70	28.79	34.20	39.42	带息债务/总负债	7.20%	54.65%	61.83%	63.80%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	2.99	1.71	1.47	1.39
EBITDA	4.96	4.10	5.36	6.54	速动比率	2.37	1.44	1.24	1.16
PE	14.15	20.65	15.89	13.14	股利支付率	79.68%	51.09%	26.94%	28.93%
PB	3.10	2.88	2.55	2.24	每股指标				
PS	2.36	2.40	2.07	1.80	每股收益	4.04	2.76	3.59	4.35
EV/EBITDA	9.18	11.49	8.97	7.36	每股净资产	18.40	19.80	22.43	25.52
股息率	5.63%	2.47%	1.69%	2.20%	每股经营现金	3.51	4.00	4.31	5.67
					每股股利	3.22	1.41	0.97	1.26

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券，并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn