

改革阵痛期承压，静待经营恢复

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:	93.42/45.31
目标价格:		总市值(亿)	54.15
最新收盘价:	58.09	自由流通市值(亿)	29.01
		自由流通股数(百万)	49.93

事件概述

上半年公司实现营收 9.45 亿元，同比-9.3%；归母净利润 0.75 亿元，同比-55.2%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比-56.0%。

2025Q2 公司实现营收 4.41 亿元，同比-3.4%；归母净利润 0.22 亿元，同比-71.0%；扣非归母净利润 0.18 亿元，同比-70.9%。

公司拟每 10 股派发现金红利 5.8 元(含税)，合计派发现金红利 0.53 亿元(含税)。

分析判断:

▶ 春节错位+传统商超业务下降，收入同比下降

上半年公司继续推进“全渠道+多品类”的经营模式，实现品类多样化发展和渠道多元化布局，但受春节旺季错位+传统商超业务规模下降影响，收入同比下降 9.3%至 9.45 亿元。

分产品来看，上半年青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果/其他收入分别为 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%，老三样基本稳健，公司通过绿蚕豆、翡翠豆等新品迭代持续创新，综合果仁短期承压主因春节错位影响。

分渠道来看，上半年经销/电商/其他渠道分别实现营收 7.0/1.5/0.8 亿元，分别同比-19.8%/+12.4%/+154.6%，传统线下经销受商超业务规模下降影响，线上渠道低基数下实现较好增长，零食量贩、会员制超市等新兴渠道我们认为有较快增长。

分地区来看，上半年华东/电商/西南/华中/华南/华北/境外/西北/东北分别实现营收 2.85/1.55/1.22/1.10/0.93/0.73/0.44/0.30/0.22 亿元，分别同比 +3.57%/+12.42%/-29.76%/-31.49%/+27.26%/-39.85%/+162.92%/-34.65%/-35.73%，国内核心市场实现增长、弱势市场承压，海外市场持续强化豆类核心产品布局，同时结合其本地市场需求补充新品，逐步增加合作产品数量以利于提高市场份额。

▶ 成本上行+销售费用增加，改革期利润端承压

成本端来看，上半年毛利率同比下降 1.34pct 至 33.61%，我们认为主要系棕榈油等原材料价格上涨影响，虽然公司通过供应链优化缓解了成本压力，但难以完全对冲。费用端来看，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.66%/5.15%/1.57%/-0.46%，分别较去年同期+5.27%/+1.39%/+0.33%/+0.21pct，收入下降使得各项费用率均有所提升，销售费用率增加较多主因为加大各渠道新品合作机会，借助品牌重塑提升产品竞争力，公司相应加大了品牌营销及新品推广相关费用投入，同时基于海外及直营渠道拓展需求，增加了必要的前期费用投入。上半年受成本上行和销售费用增加，公司净利率同比下降 8.08pct 至 7.90%，相应的归母净利润同比下降 55.2%至 0.75 亿元。

▶ 旺季来临+新品铺市，静待经营好转

上半年公司受成本高企、渠道调整及短期费用增加影响，利润短期承压。展望下半年，随着中秋、春节等旺季来临以及新品动销起量，经营有望环比改善。中长期来看，随着零食量贩、海外市场放量及供应链提效，业绩有望重回增长通道。

投资建议

参考最新业绩报告，我们下调公司 25-27 年 25.98/30.32/34.61 亿元的预测至 22.80/25.54/28.09 亿元；下调 25-27 年 EPS 4.38/5.13/5.72 元的预测至 2.45/3.25/3.79 元。对应 2025 年 8 月 18 日的收盘价 58.09 元的估值分别为 24/18/15 倍，维持买入评级。

风险提示

商超渠道扩张不及预期，原材料价格下降不及预期，行业竞争加剧

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	2,280	2,554	2,809
YoY (%)	27.4%	22.2%	1.0%	12.0%	10.0%
归母净利润(百万 元)	329	376	228	303	353
YoY (%)	107.8%	14.3%	-39.3%	32.7%	16.4%
毛利率 (%)	36.2%	35.5%	33.5%	33.3%	32.7%
每股收益(元)	3.58	4.14	2.45	3.25	3.79
ROE	19.5%	21.9%	13.7%	17.7%	19.7%
市盈率	16.23	14.03	23.70	17.86	15.34

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：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

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	2,280	2,554	2,809	净利润	376	228	303	353
YoY (%)	22.2%	1.0%	12.0%	10.0%	折旧和摊销	71	77	94	103
营业成本	1,457	1,516	1,703	1,890	营运资金变动	-107	69	-43	16
营业税金及附加	20	21	23	26	经营活动现金流	327	369	346	461
销售费用	286	410	416	410	资本开支	-267	-189	-215	-202
管理费用	85	98	103	117	投资	126	100	50	20
财务费用	-11	-13	-12	-16	投资活动现金流	-167	-80	-156	-172
研发费用	32	36	28	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	9	8	10	筹资活动现金流	-321	-236	-236	-243
营业利润	441	269	356	415	现金净流量	-161	53	-47	46
营业外收支	-1	0	0	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	440	269	356	415	成长能力 (%)				
所得税	64	40	53	62	营业收入增长率	22.2%	1.0%	12.0%	10.0%
净利润	376	228	303	353	净利润增长率	14.3%	-39.3%	32.7%	16.4%
归属于母公司净利润	376	228	303	353	盈利能力 (%)				
YoY (%)	14.3%	-39.3%	32.7%	16.4%	毛利率	35.5%	33.5%	33.3%	32.7%
每股收益	4.14	2.45	3.25	3.79	净利率	16.7%	10.0%	11.9%	12.6%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	16.6%	10.1%	12.7%	13.9%
货币资金	532	584	538	584	净资产收益率 ROE	21.9%	13.7%	17.7%	19.7%
预付款项	79	62	81	83	偿债能力 (%)				
存货	260	249	292	317	流动比率	2.99	2.57	2.17	2.01
其他流动资产	377	243	222	201	速动比率	2.10	1.79	1.39	1.27
流动资产合计	1,248	1,138	1,132	1,186	现金比率	1.27	1.32	1.03	0.99
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	24.5%	26.4%	28.4%	29.3%
固定资产	673	759	858	934	经营效率 (%)				
无形资产	118	127	141	152	总资产周转率	1.03	1.00	1.10	1.14
非流动资产合计	1,023	1,133	1,255	1,354	每股指标 (元)				
资产合计	2,270	2,271	2,387	2,540	每股收益	4.14	2.45	3.25	3.79
短期借款	40	60	90	115	每股净资产	18.40	17.95	18.34	19.25
应付账款及票据	171	161	190	206	每股经营现金流	3.51	3.96	3.71	4.95
其他流动负债	206	222	241	269	每股股利	2.88	2.88	2.88	2.88
流动负债合计	417	443	521	590	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	14.03	23.70	17.86	15.34
其他长期负债	138	156	156	156	PB	5.08	3.57	3.49	3.32
非流动负债合计	138	156	156	156					
负债合计	556	599	677	745					
股本	93	93	93	93					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,715	1,673	1,710	1,794					
负债和股东权益合计	2,270	2,271	2,387	2,540					

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。