



# 甘源食品（002991.SZ）：转型期承压，新渠道新产品有望驱动修复

**事件：**公司发布2025年半年度报告：实现营业收入9.45亿元，同比下降9.34%；归母净利润0.75亿元，同比下降55.20%；扣非归母净利润0.64亿元，同比下降56.01%。其中二季度单季营收约4.41亿元，同比-3.37%；归母净利润0.22亿元，同比-70.96%；扣非归母净利润0.18亿元，同比-70.91%。

**品类表现分化，总体承压。**2025H1，公司各主要品类走势分化，整体压力较大。综合果仁及豆果系列收入2.73亿元，同比-19.92%，库存有所累积，为拖累业绩的主要因素之一，主要考虑为春节错期以及公司取消部分低价礼盒的影响。老三样表现相对平稳。青豌豆系列收入2.34亿元，同比-1.56%，蚕豆系列收入1.25亿元，同比+2.11%，公司新品翡翠豆、蚕豆带来蚕豆系列增量。瓜子仁系列收入1.25亿元，同比-9.51%。其他系列收入1.75亿元，同比-11.50%。受渠道改革及大环境需求疲软，公司整体收入下滑。

**渠道分化明显，电商及海外突出，经销承压。**2025H1，经销渠道收入6.96亿元，同比下降19.84%，仍占七成以上，推测主要为传统经销渠道下滑，为公司主动经销转直营的结果。电商渠道收入1.53亿元，同比增长12.42%，略超预期，推测主要受抖音爆发式增长所带动。公司加强电商自营，电商渠道毛利率明显高于其他渠道。直营及其他渠道收入0.83亿元，同比大增154.63%，我们认为在公司直营转经销期间以及直营的初期，公司直营渠道维持高增长确定性较高。我们推测，经销渠道中量贩零食、山姆渠道以及海外经销均有较好增长。其中，上半年海外收入0.44亿元，同比+162.92%。短期内越南查税行动对该地销售造成扰动，但不改公司海外长期发展趋势，我们依然看好公司海外发展。

**费用率上升，或逐步缓解。**公司25H1毛利率33.61%，同比-1.33pct，主要是受渠道结构变化和棕榈油价格上涨影响。销售费用率/管理费用率分别为18.56%/5.15%，分别同比+5.27pct/1.39pct。销售费用率大幅增加一方面是因为销售基数降低，另一方面，公司加大了品牌营销及新品推广相关费用投入，并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。部分费用不需持续支出，我们推测在三季度旺季到来后费用率有望缓解。

**转型期业绩承压，静待渠道优化与新品放量。**公司正处在业务调整与转型阶段，短期内营收和盈利表现难免出现波动。在渠道层面，企业持续提升直营商超的权重，加大对兴趣电商的资源倾斜，零食渠道持续增长，山姆渠道不断推新（7月份已在山姆推出冻干坚果新品），同时积极拓展海外市场。在产品层面，公司延续差异化创新思路，应用锁鲜冻干、低温烘烤等工艺，凸显健康属性与品质升级，并同步加大品牌宣传投入，强化消费者心智。整体来看，随着渠道逐步理顺、新品贡献度提升，公司未来业绩有望逐步修复。

**盈利预测与评级：**我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为2.54/3.72/4.39亿元，对应EPS分别为2.73/3.99/4.71元。当前股价对应2025-2027年P

2025年8月29日

强烈推荐/维持

甘源食品

公司报告

## 公司简介：

甘源食品股份有限公司的主营业务是休闲食品的研发、生产和销售。公司的主要产品涵盖坚果炒货、豆类膨化食品及其他休闲零食，核心品类包括综合果仁及豆果系列、青豌豆系列、蚕豆系列、瓜子仁系列及其他特色休闲食品。

资料来源：*iFinD*、公司公告

## 未来3-6个月重大事项提示：

2025-08-28 股东大会召开

## 发债及交叉持股介绍：

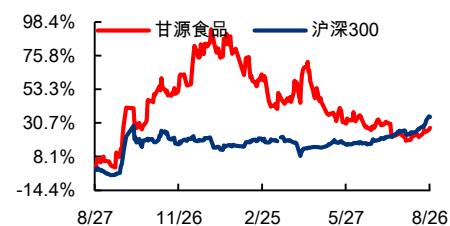
无

## 交易数据

52周股价区间(元)	93.52-49.39
总市值(亿元)	55.93
流通市值(亿元)	29.96
总股本/流通A股(万股)	9,322/9,322
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	3.75

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：孟硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

## 分析师：王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

E 值分别为 22/15/13 倍, 维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 海外市场拓展不及预期; 原材料, 尤其是棕榈油价格波动风险; 经销转直营效果不及预期; 新品推广不及预期。

### 财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,847.56	2,257.26	2,191.25	2,482.42	2,758.95
增长率 (%)	27.36%	22.18%	-2.92%	13.29%	11.14%
归母净利润 (百万元)	329.06	376.19	254.07	372.37	438.88
增长率 (%)	107.87%	14.32%	-32.46%	46.57%	17.86%
净资产收益率 (%)	19.53%	21.94%	12.91%	17.23%	18.38%
每股收益 (元)	3.58	4.14	2.73	3.99	4.71
PE	16.59	14.35	21.80	14.87	12.62
PB	3.29	3.23	8.24	7.50	6.79

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产合计</b>	1262	1248	1423	1551	1569	<b>营业收入</b>	1848	2257	2191	2482	2759					
货币资金	648	532	777	892	916	<b>营业成本</b>	1178	1457	1442	1614	1785					
应收账款	29	104	68	96	96	营业税金及附加	19	20	18	22	24					
其他应收款	4	6	6	7	8	营业费用	212	286	361	340	359					
预付款项	32	79	92	107	123	管理费用	70	85	107	101	102					
存货	177	260	261	265	269	财务费用	-15	-11	-10	-11	-10					
其他流动资产	15	33	33	36	38	研发费用	23	32	29	27	28					
<b>非流动资产合计</b>	833	1023	1094	1176	1261	<b>资产减值损失</b>	5.04	3.28	0.00	0.00	0.00					
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	2.67	4.61	2.60	3.30	3.50					
固定资产	525	673	681	697	717	投资净收益	9.36	6.10	6.71	7.38	8.12					
无形资产	98	118	141	162	183	加: 其他收益	38.73	49.09	49.53	48.00	50.00					
其他非流动资产	0	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	406	441	302	446	531					
<b>资产总计</b>	2095	2270	2516	2727	2830	营业外收入	1.08	0.64	0.86	0.75	0.80					
<b>流动负债合计</b>	297	417	414	432	455	营业外支出	4.31	1.76	3.64	3.24	2.88					
短期借款	0	40	40	40	40	<b>利润总额</b>	403	440	299	443	529					
应付账款	111	141	134	150	166	所得税	74	64	45	71	90					
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	329	376	254	372	439					
一年内到期的非流动负债	2	5	5	5	5	少数股东损益	0	0	0	0	0					
<b>非流动负债合计</b>	113	138	134	133	135	归属母公司净利润	329	376	254	372	439					
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>										
应付债券	0	0	0	0	0	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
<b>负债合计</b>	410	556	548	565	590	<b>成长能力</b>										
少数股东权益	0	0	0	0	0	增长	27.36%	22.18%	-2.92%	13.29%	11.14%					
实收资本 (或股本)	93	93	273	273	273	营业利润增长	91.67%	8.69%	-31.63%	47.77%	19.08%					
资本公积	941	948	956	963	970	归属于母公司净利润增长	107.87%	14.32%	-32.46%	46.57%	17.86%					
未分配利润	679	755	882	1068	1288	<b>获利能力</b>										
归属母公司股东权益合计	1685	1715	1968	2161	2388	毛利率 (%)	36.24%	35.46%	34.21%	35.00%	35.30%					
<b>负债和所有者权益</b>	2095	2270	2516	2727	2830	净利率 (%)	17.81%	16.67%	11.59%	15.00%	15.91%					
<b>现金流量表</b>						<b>单位:百万元</b>	总资产净利润 (%)	15.71%	16.57%	10.10%	13.66%	15.51%				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE (%)	19.53%	21.94%	12.91%	17.23%	18.38%					
<b>经营活动现金流</b>	258	327	316	386	494	<b>偿债能力</b>										
净利润	329	376	254	372	439	资产负债率 (%)	20%	24%	22%	21%	21%					
折旧摊销	61.26	66.24	65.74	72.50	80.15	流动比率	4.25	2.99	3.43	3.59	3.45					
财务费用	-15	-11	-10	-11	-10	速动比率	3.65	2.37	2.81	2.98	2.86					
应收帐款减少	-7	-75	36	-28	0	<b>营运能力</b>										
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.90	1.03	0.92	0.95	0.99					
<b>投资活动现金流</b>	-54	-167	-40	-62	-79	应收账款周转率	73	34	26	30	29					
公允价值变动收益	3	5	3	3	4	应付账款周转率	14.77	17.88	15.92	17.45	17.43					
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>										
投资收益	9	6	7	7	8	每股收益(最新摊薄)	3.58	4.14	2.73	3.99	4.71					
<b>筹资活动现金流</b>	-162	-321	-31	-208	-390	每股净现金流(最新摊薄)	0.45	-1.72	0.90	0.42	0.09					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	18.07	18.40	7.21	7.92	8.75					
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>										
普通股增加	0	0	180	0	0	P/E	16.59	14.35	21.80	14.87	12.62					
资本公积增加	5	7	7	7	7	P/B	3.29	3.23	8.24	7.50	6.79					
<b>现金净增加额</b>	42	-161	245	115	25	EV/EBITDA	11.07	10.40	43.54	30.37	25.59					

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	甘源食品（002991.SZ）：不破不立，有望逐季改善	2025-08-26
行业深度报告	食品饮料行业：站在白酒复苏的前夜	2025-08-25
行业普通报告	食品饮料行业：市场扩容与产品升级并增，新生儿政策利好婴幼儿奶粉消费	2025-07-31
行业深度报告	食品饮料行业：24年报及25年一季报总结：休闲食品仍有机会，乳制品迎来拐点	2025-07-07
行业深度报告	食品饮料行业2025年中期策略报告：价格是资产定价重要观察要素	2025-06-24
行业普通报告	食品饮料：五一假期消费市场活跃，带动餐饮市场恢复	2025-05-09
行业普通报告	食品饮料行业：复盘2018年贸易战对食品饮料行业资产定价的影响	2025-04-16
行业普通报告	食品饮料行业：预期内需政策或进一步加码，关注食品饮料防守配置	2025-04-09
行业普通报告	糖酒会反馈基本符合预期，平稳中有亮点	2025-04-03

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

### 王洁婷

普渡大学硕士，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：  
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：  
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：010-66554070  
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层  
邮编：200082  
电话：021-25102800  
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F  
邮编：518038  
电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526