

公司研究

改革调整，静待改善

——甘源食品（002991.SZ）2025 年中报点评

要点

事件：甘源食品发布 2025 年中报，25H1 实现营业收入 9.45 亿元，同比-9.34%；归母净利润 0.75 亿元，同比-55.20%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比-56.01%。其中，25Q2 单季度实现营业收入 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%。

优化低效业务，海外市场增势良好。分产品看，25H1 公司各品类动销积极，青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果/其他系列分别实现收入 2.34/1.25/1.25/2.73/1.75 亿元，同比-1.56%/-9.51%/+2.11%/-19.92%/-11.50%。公司加快推新节奏，并对部分低效产品主动缩减。**分渠道看，**25H1 经销/电商/直营及其他渠道收入分别为 6.96/1.53/0.83 亿元，同比-19.84%/+12.42%/+154.63%。直营渠道经调整后初显成效；经销业务中传统经销渠道因自身人流量下滑、以及公司取消部分低质量客户的合作，体量有所收缩。零食量贩业务收入保持较好增速，收入占比进一步提升。电商业务主动收缩低价礼盒投入，叠加推出的新品带来了一定收入增长。**分地区看，**25H1 华东/西南/华中/华北/华南/西北/东北/境外收入分别为 2.85/1.22/1.10/ 0.73/0.93/0.30/0.22/0.44 亿元，同比+3.57%/-29.76%/-31.49%/-39.85%/+27.26%/-34.65%/-35.73%/+162.92%。海外市场在越南基础上，进一步开拓了印尼、马来西亚、泰国等区域，稳步带来新增量。

主要原材料成本增加，费投加大影响利润。毛利率方面，25H1/25Q2 公司毛利率分别为 33.61%/32.79%，25Q2 同比-1.58pcts，环比-1.54pcts。主要系收入规模下降，规模效应有所降低；以及棕榈油等主要原材料价格上涨带来生产成本的增加。**费用端，**25H1/25Q2 销售费用率分别为 18.56%/19.97%，25Q2 同比+6.42pcts，环比+2.63pcts。主要系公司加大品牌建设力度，明星代言、广告宣传等费用投入增加；以及市场销售人员增加带来的薪酬提升。25H1/25Q2 管理费用率分别为 5.15%/5.46%，25Q2 同比+1.36pcts，环比+0.59pcts。主要系公司优化管理团队，引入新人才，带来管理费率的提升。**综合来看，**25H1/25Q2 公司归母净利率分别为 7.89%/4.95%，25Q2 同比-11.53pcts，环比-5.51pcts。受短期费用增加以及成本端影响，公司盈利能力有所承压。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司持续投入品牌费用影响利润端，品牌建设成效有待观察。我们下调 2025-2027 年归母净利润预测至 2.49/3.43/3.92 亿元（较前次下调 39.7%/31.7%/32.9%）；对应 2025-2027 年 EPS 为 2.67/3.68/4.20 元，当前股价对应 P/E 分别为 22/16/14 倍。公司产品力扎实，积极推进全渠道布局，维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本波动；渠道拓展不及预期；食品安全风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,848	2,257	2,225	2,600	3,012
营业收入增长率	27.36%	22.18%	-1.42%	16.85%	15.84%
归母净利润（百万元）	329	376	249	343	392
归母净利润增长率	107.87%	14.32%	-33.92%	37.94%	14.28%
EPS（元）	3.53	4.04	2.67	3.68	4.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.53%	21.94%	14.67%	18.52%	19.61%
P/E	17	15	22	16	14
P/B	3.2	3.2	3.2	2.9	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-01

买入（维持）

当前价：58.55 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.93
总市值(亿元):	54.58
一年最低/最高(元):	46.72/93.42
近 3 月换手率:	78.82%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.82	-23.65	-19.30
绝对	4.31	-6.22	19.25

资料来源：Wind

相关研报

调整改革，积极拓展——甘源食品（002991.SZ）
2024 年年报及 2025 年一季报业绩点评
(2025-05-06)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,848	2,257	2,225	2,600	3,012
营业成本	1,178	1,457	1,479	1,736	2,017
折旧和摊销	51	56	66	72	78
税金及附加	19	20	19	23	26
销售费用	212	286	375	379	433
管理费用	70	85	94	102	118
研发费用	23	32	32	37	43
财务费用	-15	-11	-9	-11	-9
投资收益	9	6	6	6	6
营业利润	406	441	290	400	458
利润总额	403	440	291	401	458
所得税	74	64	42	58	67
净利润	329	376	249	343	392
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	329	376	249	343	392
EPS(元)	3.53	4.04	2.67	3.68	4.20

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	258	327	799	155	477
净利润	329	376	249	343	392
折旧摊销	51	56	66	72	78
净营运资金增加	151	171	-494	257	-6
其他	-274	-275	979	-518	12
投资活动产生现金流	-54	-167	-84	-213	-227
净资本支出	-174	-267	-90	-160	-160
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	120	100	6	-53	-67
融资活动现金流	-162	-321	-300	-169	-232
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1	44	-40	0	0
无息负债变化	-86	102	211	-22	70
净现金流	42	-161	415	-227	18

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	36.2%	35.5%	33.5%	33.3%	33.0%
EBITDA 率	24.4%	22.0%	15.2%	17.4%	17.2%
EBIT 率	21.1%	19.1%	12.3%	14.6%	14.6%
税前净利润率	21.8%	19.5%	13.1%	15.4%	15.2%
归母净利润率	17.8%	16.7%	11.2%	13.2%	13.0%
ROA	15.7%	16.6%	10.3%	13.4%	14.1%
ROE (摊薄)	19.5%	21.9%	14.7%	18.5%	19.6%
经营性 ROIC	41.1%	33.2%	37.0%	33.3%	35.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	20%	24%	30%	28%	28%
流动比率	4.25	2.99	2.36	2.56	2.50
速动比率	3.65	2.37	2.26	2.22	2.18
归母权益/有息债务	942.92	37.80	315.66	344.80	372.21
有形资产/有息债务	1091.29	46.32	419.22	442.94	482.07

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	2,095	2,270	2,422	2,556	2,773
货币资金	648	532	946	719	737
交易性金融资产	357	233	233	291	364
应收账款	29	104	78	117	135
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	4	6	6	7	9
存货	177	260	57	188	198
其他流动资产	15	33	33	33	33
流动资产合计	1,262	1,248	1,375	1,416	1,546
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	525	673	719	737	761
在建工程	157	169	133	167	204
无形资产	98	118	125	131	138
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	833	1,023	1,047	1,140	1,227
总负债	410	556	727	705	774
短期借款	0	40	0	0	0
应付账款	111	141	247	237	276
应付票据	0	30	38	44	52
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7	7	7	7	7
流动负债合计	297	417	583	554	620
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	97	111	111	118	122
非流动负债合计	113	138	144	151	155
股东权益	1,685	1,715	1,695	1,851	1,999
股本	93	93	93	93	93
公积金	1,002	1,009	1,009	1,009	1,009
未分配利润	679	755	735	892	1,039
归属母公司权益	1,685	1,715	1,695	1,851	1,999
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	11.50%	12.67%	16.87%	14.57%	14.37%
管理费用率	3.78%	3.75%	4.21%	3.91%	3.91%
财务费用率	-0.83%	-0.50%	-0.38%	-0.41%	-0.29%
研发费用率	1.26%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%
所得税率	18%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	2.18	2.88	2.00	2.62	3.08
每股经营现金流	2.77	3.51	8.57	1.66	5.12
每股净资产	18.07	18.40	18.18	19.86	21.44
每股销售收入	19.82	24.22	23.87	27.89	32.31

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17	15	22	16	14
PB	3.2	3.2	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	10.3	10.0	13.0	10.1	8.7
股息率	3.7%	4.9%	3.4%	4.5%	5.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP