



甘源食品 (002991.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

渠道调整见效，收入环比改善

业绩简评

10 月 28 日公司发布三季报，25Q1-Q3 实现营收 15.33 亿元，同比-4.53%；实现归母净利润 1.56 亿元，同比-43.66%；扣非归母净利润 1.40 亿元，同比-43.68%。其中，25Q3 实现营收 5.88 亿元，同比+4.37%；实现归母净利润 0.82 亿元，同比-26.31%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比-26.47%。

经营分析

旺季催化叠加新品上市，Q3 收入环比改善。1) Q3 具备中秋+国庆旺季催化，终端动销有所好转。叠加公司上半年积极开发新品类、创新产品组合，为 Q3 铺货上架奠定基础。2) 分渠道来看，零食量贩预计随着门店数扩张维持高速增长，同时电商渠道上新膨化和坚果产品，延续上半年改善趋势。Q3 冻干新品进驻会员店、海外前期铺货完成开始形成动销，预计有小幅贡献。但传统商超渠道依旧在调整期，经销转直营模式持续推进。

产品结构改善，毛利率恢复超预期。25Q3 公司毛利率为 37.15%，同比/环比分别+0.35pct/+4.36pct，毛利率同环比提升我们推测系产品结构调整，豆类等高毛利率产品占比提升；棕榈油处于阶段性高位，近期环比略有回落。25Q3 公司销售/管理/研发费率分别为 17.33%/3.71%/1.19%，分别同比+5.91pct/-0.02pct/+0.03pct，销售费率提升主要系公司针对新品进行市场推广，以及海外、电商等渠道拓展费用增长，综上公司净利率为 13.88%，同比-5.78pct。

渠道转型持续探索，看好成本改善+规模效应带动利润率修复。产品端，公司以老三样为基本盘，不断推出新口味及新规格产品，产品矩阵不断丰富。渠道端，公司不断深化渠道拓展，积极扩张海外市场，前置费用有望在后续转化为增长动能。业绩端，短期受棕榈油成本上涨影响较大，公司积极优化产品结构对冲压力，预计后续成本回落+新品起量后有望贡献业绩弹性。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 25-27 年归母净利分别为 2.7/3.7/4.4 亿元，同比-28%/+35%/+20%，对应 PE 分别为 19x/14x/11x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：54.39 元

相关报告：

1. 《甘源食品公司点评：调整阶段持续承压，期待新渠道放量》，2025.8.14
2. 《甘源食品公司点评：年货节短期承压，期待新渠道放量》，2025.4.20



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,848	2,257	2,258	2,609	2,983
营业收入增长率	27.36%	22.18%	0.02%	15.57%	14.33%
归母净利润(百万元)	329	376	272.5	367.2	441.9
归母净利润增长率	107.9%	14.32%	-27.55%	34.75%	20.33%
摊薄每股收益(元)	3.530	4.036	2.924	3.940	4.74
每股经营性现金流净额	2.77	3.51	4.39	4.98	5.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.53%	21.94%	14.48%	17.22%	18.05%
P/E	20.24	23.17	18.60	13.81	11.47
P/B	3.95	5.08	2.69	2.38	2.07

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,451	1,848	2,257	2,258	2,609	2,983
增长率	12.1%	27.4%	22.2%	0.0%	15.6%	14.3%
主营业务成本	-954	-1,178	-1,457	-1,498	-1,690	-1,923
%销售收入	65.7%	63.8%	64.5%	66.3%	64.8%	64.5%
毛利	497	670	800	760	919	1,060
%销售收入	34.3%	36.2%	35.5%	33.7%	35.2%	35.5%
营业税金及附加	-17	-19	-20	-20	-23	-26
%销售收入	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-204	-212	-286	-350	-391	-433
%销售收入	14.0%	11.5%	12.7%	15.5%	15.0%	14.5%
管理费用	-65	-70	-85	-104	-110	-125
%销售收入	4.5%	3.8%	3.7%	4.6%	4.2%	4.2%
研发费用	-23	-23	-32	-35	-41	-47
%销售收入	1.6%	1.3%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	189	345	378	251	355	430
%销售收入	13.0%	18.7%	16.7%	11.1%	13.6%	14.4%
财务费用	11	15	11	8	11	17
%销售收入	-0.8%	-0.8%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.6%
资产减值损失	-4	-6	-8	0	0	0
公允价值变动收益	1	3	5	5	5	5
投资收益	7	9	6	10	10	12
%税前利润	3.5%	2.3%	1.4%	3.1%	2.3%	2.3%
营业利润	212	406	441	324	435	523
营业利润率	14.6%	22.0%	19.5%	14.3%	16.7%	17.5%
营业外收支	-4	-3	-1	-3	-3	-3
税前利润	208	403	440	321	432	520
利润率	14.3%	21.8%	19.5%	14.2%	16.6%	17.4%
所得税	-50	-74	-64	-48	-65	-78
所得税率	23.9%	18.3%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	158	329	376	273	367	442
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	158	329	376	273	367	442
净利率	10.9%	17.8%	16.7%	12.1%	14.1%	14.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	158	329	376	273	367	442
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	69	70	79	73	88	99
非经营收益	-14	-23	-21	1	-9	-13
营运资金变动	99	-117	-107	62	18	6
经营活动现金净流	312	258	327	409	464	534
资本开支	-123	-174	-267	-239	-199	-144
投资	-170	233	126	0	0	0
其他	148	-113	-26	10	10	12
投资活动现金净流	-145	-54	-167	-229	-189	-132
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	40	-6	-50	0
其他	-76	-162	-361	-109	-118	-126
筹资活动现金净流	-76	-162	-321	-115	-169	-126
现金净流量	91	42	-161	65	106	276

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	473	648	532	595	700	975
应收款项	26	33	111	72	72	74
存货	137	177	260	226	245	279
其他流动资产	625	403	345	308	321	335
流动资产	1,261	1,262	1,248	1,200	1,338	1,663
%总资产	62.9%	60.3%	54.9%	50.4%	51.0%	55.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	581	683	842	984	1,083	1,120
%总资产	29.0%	32.6%	37.1%	41.4%	41.2%	37.4%
无形资产	125	118	133	153	163	167
非流动资产	743	833	1,023	1,179	1,286	1,327
%总资产	37.1%	39.7%	45.1%	49.6%	49.0%	44.4%
资产总计	2,004	2,095	2,270	2,379	2,624	2,991
短期借款	3	2	45	56	5	5
应付款项	202	171	229	191	215	244
其他流动负债	168	124	142	128	150	172
流动负债	373	297	417	374	370	421
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	125	113	138	123	122	121
负债	498	410	556	497	492	542
普通股股东权益	1,506	1,685	1,715	1,882	2,133	2,449
其中：股本	93	93	93	93	93	93
未分配利润	450	679	755	922	1,173	1,489
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,004	2,095	2,270	2,379	2,624	2,991

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.698	3.530	4.036	2.924	3.940	4.741
每股净资产	16.155	18.074	18.396	20.190	22.880	26.270
每股经营现金净流	3.348	2.766	3.512	4.390	4.979	5.729
每股股利	1.070	0.750	1.088	1.130	1.250	1.350
回报率						
净资产收益率	10.51%	19.53%	21.94%	14.48%	17.22%	18.05%
总资产收益率	7.90%	15.71%	16.57%	11.46%	13.99%	14.78%
投入资本收益率	9.37%	16.60%	18.15%	10.90%	13.95%	14.75%
增长率						
主营业务收入增长率	12.11%	27.36%	22.18%	0.02%	15.57%	14.33%
EBIT 增长率	19.47%	83.28%	9.43%	-33.52%	41.08%	21.20%
净利润增长率	3.03%	107.87%	14.32%	-27.55%	34.75%	20.33%
总资产增长率	9.97%	4.56%	8.37%	4.78%	10.32%	13.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.5	5.0	10.7	10.5	9.0	8.0
存货周转天数	50.4	48.6	54.8	55.0	53.0	53.0
应付账款周转天数	45.0	38.8	31.6	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	121.4	103.8	108.8	123.7	116.6	102.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-70.27%	-59.59%	-41.94%	-41.29%	-43.96%	-49.72%
EBIT 利息保障倍数	-16.5	-22.6	-33.5	-30.3	-30.9	-25.1
资产负债率	24.84%	19.58%	24.47%	20.89%	18.74%	18.12%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	11	26	50
增持	0	1	1	5	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.08	1.22	1.06

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-01-19	买入	80.27	N/A
2	2024-04-24	买入	90.48	N/A
3	2024-08-03	买入	57.68	N/A
4	2024-10-23	买入	64.00	N/A
5	2025-04-20	买入	76.62	N/A
6	2025-08-14	买入	57.64	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究