

甘源食品（002991.SZ）

优于大市

2025 年三季度收入增速转正，盈利能力环比改善

核心观点

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 5.9 亿元，同比+4.4%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比-26.3%。

Q3 收入增速转正，新品助力重点渠道增收。分渠道看，Q3 收入增量主要来自量贩零食渠道及电商渠道，此两个渠道在 Q3 均有新品推广及相应的渠道运营优化动作，故单季度实现较高收入增速；会员店渠道 Q3 同样有新品导入，收入有一定程度的增长；传统渠道仍在调整阶段，改善还不明显；海外渠道方面，越南市场业务受当地政策影响，尚未完全恢复，泰国、印尼等其他新开发市场已开始正常接单并有一定的销量。分品类看，豆类依然是增长主力，风味豆、健康豆产品线均有新品推出。

Q3 盈利能力环比大幅改善，产品结构优化、规模效益释放。Q3 净利率修复到 12.9%，环比 Q2 大幅提升 8.9pp，主要系：1）产品结构优化，高毛利豆类产品动销转好、销售占比提升；2）收入恢复增长，规模效益体现。同比来看，Q3 净利率同比仍有 5.4pp 的下滑，主因公司在国内渠道改革、新品打造、海外业务起步的阶段，相关费用支出增多，Q3 销售费用率同比+5.9pp，其他费用同比变化不大。毛利率端，虽然以棕榈油为代表的原材料价格维持高位，但公司通过产品结构优化及供应链提效，有效对冲了原料成本上涨压力，Q3 毛利率同比+0.3pp。

盈利预测与投资建议：因公司占比较高的传统渠道调整仍在进行中，我们小幅下调 2025-2027 年收入预测，而因公司新品创新化程度高、带动整体经营质量及盈利水平提升，且我们观察到近期棕榈油期货价格已开始回落，预计明年原料成本压力缓解，我们小幅上调 2025-2027 年利润预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 22.4/25.3/28.8 亿元（前预测值 22.9/26.1/30.4 亿元），同比-0.8%/+12.8%/+14.2%；实现归母净利润 2.5/3.3/4.1 亿元（前预测值 2.4/3.1/4.1 亿元），同比-33.9%/+31.0%/+25.8%；EPS 分别为 2.67/3.50/4.40 元。估值方面，年初以来公司股价下跌近 40%，目前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 20/16/12 倍，对比零食行业可比公司处于偏低位置。公司 Q3 收入增速转正，反映公司产品创新策略取得初步成效，目前公司产品矩阵梳理完毕，并在豆类、风味坚果、膨化零食三大品类上储备了较多新品，后续新品矩阵将逐步铺向渠道，这将帮助公司逐步走出传统渠道调整的阵痛期并有力改善经营质量。综上，我们认为现阶段公司基本面开始出现转好信号，且目前公司估值处于行业偏低水平，故我们上调公司评级至“优于大市”。

风险提示：消费者购物习惯变化导致传统渠道流量大幅下滑；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；海外市场开拓遭遇较大阻力。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,848	2,257	2,239	2,525	2,885
(+/-%)	27.4%	22.2%	-0.8%	12.8%	14.2%
归母净利润(百万元)	329	376	249	326	410
(+/-%)	107.9%	14.3%	-33.9%	31.0%	25.8%
每股收益(元)	3.53	4.04	2.67	3.50	4.40
EBIT Margin	18.7%	16.7%	10.3%	12.5%	13.9%
净资产收益率(ROE)	19.5%	21.9%	14.7%	17.7%	20.4%
市盈率(PE)	15.4	13.5	20.4	15.6	12.4
EV/EBITDA	13.8	13.0	18.4	14.2	11.7
市净率(PB)	3.01	2.96	3.00	2.75	2.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(上调)
合理估值	
收盘价	55.80 元
总市值/流通市值	5201/2786 百万元
52 周最高价/最低价	95.98/53.70 元
近 3 个月日均成交额	61.70 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《甘源食品（002991.SZ）-经销渠道持续承压，费用率大幅提升致盈利能力受损》——2025-08-13
- 《甘源食品（002991.SZ）-2025 年第一季度收入同比下滑，盈利能力有所弱化》——2025-04-27
- 《甘源食品（002991.SZ）-第三季度收入增速环比改善，传统渠道调整见效》——2024-10-29
- 《甘源食品（002991.SZ）-第二季度收入增速有所放缓，未来三年股东回报保障增强》——2024-08-05
- 《甘源食品（002991.SZ）-渠道基础强化，盈利能力提升》——2024-04-25

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 5.9 亿元，同比+4.4%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比-26.3%；实现扣非归母净利润 0.8 亿元，同比-26.5%。

Q3 收入增速转正，新品助力重点渠道增收。分渠道看，Q3 收入增量主要来自量贩零食渠道及电商渠道，此两个渠道在 Q3 均有新品推广及相应的渠道运营优化动作，故单季度实现较高收入增速；会员店渠道 Q3 同样有新品导入，收入有一定程度的增长；传统渠道仍在调整阶段，改善还不明显；海外渠道方面，越南市场业务受当地政策影响，尚未完全恢复，泰国、印尼等其他新开发市场已开始正常接单并有一定的销量。分品类看，豆类依然是增长主力，风味豆、健康豆产品线均有新品推出。

Q3 盈利能力环比大幅改善，产品结构优化、规模效益释放。Q3 净利率修复到 12.9%，环比 Q2 大幅提升 8.9pp，主要系：1) 产品结构优化，高毛利豆类产品动销转好、销售占比提升；2) 收入恢复增长，规模效益体现。同比来看，Q3 净利率同比仍有 5.4pp 的下滑，主因公司在国内渠道改革、新品打造、海外业务起步的阶段，相关费用支出增多，Q3 销售费用率同比+5.9pp，其他费用同比变化不大。毛利率端，虽然以棕榈油为代表的原材料价格维持高位，但公司通过产品结构优化及供应链提效，有效对冲了原料成本上涨压力，Q3 毛利率同比+0.3pp。

盈利预测与投资建议：因公司占比较高的传统渠道调整仍在进行中，我们小幅下调 2025-2027 年收入预测，而因公司新品创新化程度高、带动整体经营质量及盈利水平提升，且我们观察到近期棕榈油期货价格已开始回落，预计明年原料成本压力缓解，我们小幅上调 2025-2027 年利润预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 22.4/25.3/28.8 亿元（前预测值 22.9/26.1/30.4 亿元），同比-0.8%/+12.8%/+14.2%；实现归母净利润 2.5/3.3/4.1 亿元（前预测值 2.4/3.1/4.1 亿元），同比-33.9%/+31.0%/+25.8%；EPS 分别为 2.67/3.50/4.40 元。估值方面，年初以来公司股价下跌近 40%，目前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 20/16/12 倍，对比零食行业可比公司处于偏低位置。公司 Q3 收入增速转正，反映公司产品创新策略取得初步成效，目前公司产品矩阵梳理完毕，并在豆类、风味坚果、膨化零食三大品类上储备了较多新品，后续新品矩阵将逐步铺向渠道，这将帮助公司逐步走出传统渠道调整的阵痛期并有力改善经营质量。综上，我们认为现阶段公司基本面开始出现转好信号，且目前公司估值处于行业偏低水平，故我们上调公司评级至“优于大市”。

风险提示

消费者购物习惯变化导致传统渠道流量大幅下滑；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；海外市场开拓遭遇较大阻力。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,291	2,610	3,037	2,239	2,525	2,885	-51	-85	-153
收入同比增速%	1.5%	14.0%	16.4%	-0.8%	12.8%	14.2%	-2.3%	-1.2%	-2.1%
毛利率%	33.5%	34.1%	34.9%	34.8%	35.3%	35.6%	1.3%	1.2%	0.7%
销售费用率%	16.8%	16.1%	15.3%	17.7%	16.1%	15.2%	0.9%	0.0%	-0.1%
归母净利率%	10.6%	11.8%	13.4%	11.1%	12.9%	14.2%	0.5%	1.1%	0.8%
归母净利润（百万元）	242	307	406	249	326	410	7	19	4
归母净利润同比增速%	-35.7%	27.0%	32.1%	-33.9%	31.0%	25.8%	1.8%	4.0%	-6.4%
EPS（元）	2.59	3.30	4.36	2.67	3.50	4.40	0.07	0.20	0.04

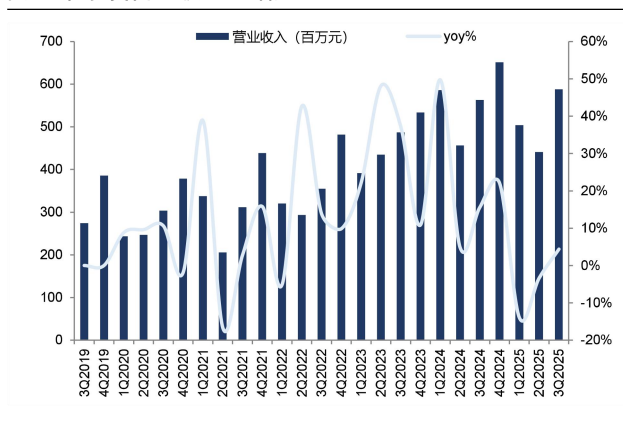
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2025 年 10 月 28 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
002991.SZ	甘源食品	17.8	54.39	2.67	3.50	20.4	15.6	51	优于大市
9985.HK	卫龙美味	22.0	10.90	0.61	0.74	18.0	14.7	265	优于大市
002847.SZ	盐津铺子	25.4	69.95	3.04	3.74	23.0	18.7	191	优于大市
002557.SZ	洽洽食品	28.3	21.91	0.72	1.18	30.3	18.5	111	优于大市

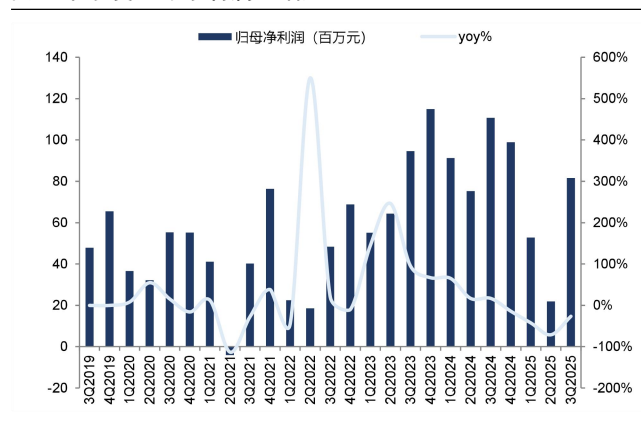
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



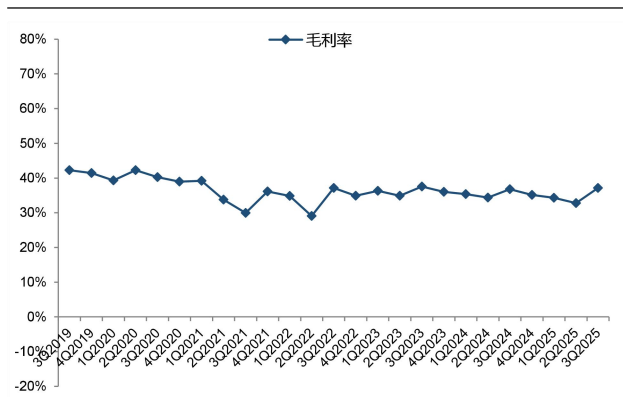
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



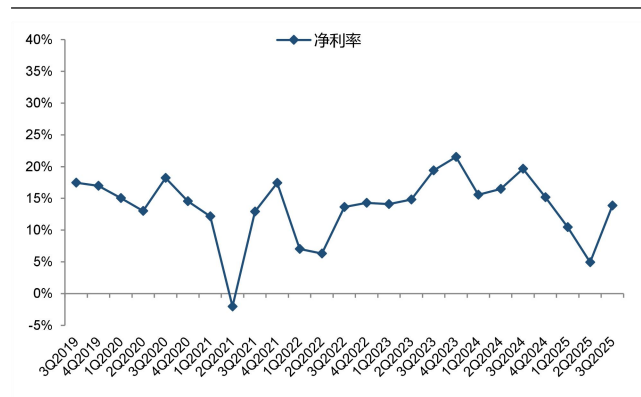
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	648	532	418	500	648	营业收入	1848	2257	2239	2525	2885
应收款项	33	111	86	90	95	营业成本	1178	1457	1459	1633	1858
存货净额	177	260	252	273	295	营业税金及附加	19	20	20	23	26
其他流动资产	46	112	83	81	81	销售费用	212	286	396	407	438
流动资产合计	1262	1248	1139	1294	1469	管理费用	70	85	105	118	131
固定资产	683	842	914	952	983	研发费用	23	32	31	33	35
无形资产及其他	98	118	118	118	118	财务费用	(15)	(11)	(10)	(11)	(14)
投资性房地产	52	63	65	74	84	投资收益	3	5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(5)	(3)	(4)	(4)	(3)
资产总计	2095	2270	2236	2437	2654	其他收入	24	18	29	33	40
短期借款及交易性金融负债	0	40	35	30	20	营业利润	406	441	294	384	483
应付款项	171	229	220	246	280	营业外净收支	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	126	148	149	159	174	利润总额	403	440	293	383	482
流动负债合计	297	417	404	435	474	所得税费用	74	64	44	57	72
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	113	138	145	157	174	归属于母公司净利润	329	376	249	326	410
非流动负债合计	113	138	145	157	174	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	410	556	548	593	649	净利润	329	376	249	326	410
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	2	2	(5)	0	0
股东权益	1685	1715	1688	1845	2005	折旧摊销	51	56	75	82	90
负债和股东权益总计	2095	2270	2236	2437	2654	公允价值变动损失	5	3	4	4	3
关键财务与估值指标						财务费用	(15)	(11)	(10)	(11)	(14)
每股收益	3.53	4.04	2.67	3.50	4.40	营运资本变动	(133)	(130)	60	26	39
每股红利	2.14	2.83	2.00	2.62	3.30	其它	4	19	(5)	(11)	(15)
每股净资产	18.07	18.40	18.11	19.79	21.51	经营活动现金流	258	327	377	427	527
ROIC	26.46%	23.55%	14%	19%	23%	资本开支	(174)	(269)	(154)	(124)	(124)
ROE	19.53%	21.94%	15%	18%	20%	其它投资现金流	120	101	(67)	(50)	0
毛利率	36%	35%	35%	35%	36%	投资活动现金流	(54)	(167)	(221)	(174)	(124)
EBIT Margin	19%	17%	10%	13%	14%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	19%	14%	16%	17%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
收入增长	27%	22%	-1%	13%	14%	支付股利、利息	(100)	(297)	(263)	(186)	(244)
净利润增长率	108%	14%	-34%	31%	26%	其它融资现金流	(62)	(24)	(6)	(6)	(11)
资产负债率	20%	24%	25%	24%	24%	融资活动现金流	(162)	(321)	(269)	(192)	(255)
股息率	3.9%	5.2%	3.7%	4.8%	6.1%	现金净变动	42	(161)	(113)	61	148
P/E	15.4	13.5	20.4	15.6	12.4	货币资金的期初余额	204	246	85	(28)	33
P/B	3.0	3.0	3.0	2.7	2.5	货币资金的期末余额	246	85	(28)	33	181
EV/EBITDA	13.8	13.0	18.4	14.2	11.7	企业自由现金流	26	(19)	177	253	345
						权益自由现金流	26	(19)	181	257	347

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032