

甘源食品 (002991.SZ)

Q3 营收环比改善，产品、渠道调整成效逐步显现

公司发布 2025 年三季报，Q3 收入/归母净利润分别同比+4.4%/-26.3%。Q3 健康豆系列增长较好，量贩渠道、电商渠道动销顺利，传统渠道仍在调整，海外市场逐步推进，越南市场受政策影响阶段性受阻，长期仍具备潜力，泰国马来等其他国家陆续推进中。公司持续进行新品创新，看好风味坚果类潜力，积极拥抱高效能渠道。预计公司 25-27 年 EPS 分别为 2.65、3.45、4.05 元，对应 26 年 16xPE 估值，维持“增持”评级。

- Q3 收入/归母净利润分别同比+4.4%/-26.3%。公司发布 2025 年三季报业绩，25Q1-Q3 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 15.33/1.56/1.40 亿元，同比-4.53%/-43.66%/-43.68%。单 Q3 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 5.88/0.82/0.76 亿元，同比+4.37%/-26.31%/-26.47%，收入环比改善。
- Q3 量贩渠道、电商增长较好，海外市场逐步推进。分产品看，Q3 健康豆类系列增长较好，经典豆持续升级；坚果类计划精选风味坚果产品进行全渠道布局，明年推出相关风味坚果产品。分渠道看，Q3 量贩渠道和电商渠道通过新品动作及渠道建设工作动销改善，KA 及传统经销渠道优化，推进经销转直营，KA 直营环比有所提升。海外市场方面，越南今年受当地政策影响短期受阻，长期看仍有信心；泰国印尼马来目前已经所推进，铺货逐步展开，预计明年动销环比上升。
- 高毛利产品占比上升毛利率改善，净利率环比改善。25Q3 公司毛利率为 37.1%，同比+0.3pct，毛利率同比改善，主要系产品结构变动、高毛利产品占比上升所致；费用侧，Q3 销售/管理/研发费用分别 17.3%/3.7%/1.2%，分别同比+5.9pct/持平/-0.7pct，销售费用增幅较大主要系海外市场推广和渠道拓展费用增长所致。25Q3 实现归母净利率 13.9%，同比-5.8pct，盈利能力短期承压，环比改善。
- 投资建议：营收环比改善，产品、渠道调整成效逐步显现。公司 Q3 收入/归母净利润分别同比+4.4%/-26.3%。Q3 健康豆系列增长较好，量贩渠道、电商表现较好，传统渠道仍在调整，海外市场逐步推进，越南受政策影响阶段性受阻，长期仍具备潜力，泰国马来等其他国家陆续推进中。公司持续进行新品创新，看好风味坚果类潜力，积极拥抱高效能渠道。考虑到公司调整改革逐有成效，调整 25-27 年归母净利润预测为 2.5 亿/3.2 亿/3.8 亿，预计 25-27 年 EPS 分别为 2.65、3.45、4.05 元，对应 26 年 16xPE 估值，维持“增持”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧、动销不及预期、产能释放不及预期、成本上涨

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1848	2257	2261	2480	2728
同比增长	27%	22%	0%	10%	10%
营业利润(百万元)	406	441	289	377	443
同比增长	92%	9%	-34%	30%	18%
归母净利润(百万元)	329	376	247	322	378
同比增长	108%	14%	-34%	30%	18%

增持 (维持)

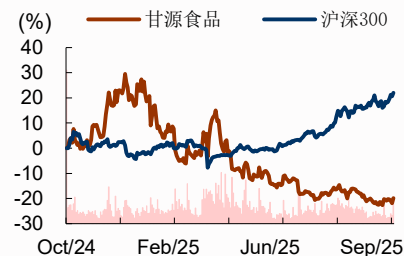
消费品/食品饮料
目标估值：
当前股价：55.8 元

基础数据

总股本 (百万股)	93
已上市流通股 (百万股)	50
总市值 (十亿元)	5.2
流通市值 (十亿元)	2.8
每股净资产 (MRQ)	17.8
ROE (TTM)	15.4
资产负债率	22.4%
主要股东	严斌生
主要股东持股比例	56.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-18	-18
相对表现	-3	-43	-39



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《甘源食品 (002991) —费用投入加大、成本上行，Q2 经营表现承压》2025-08-13
- 《甘源食品 (002991) —经营低点已过，关注新品类、海外进展》2025-05-05
- 《甘源食品 (002991) —调整初步完成，增长环比提速》2024-10-24

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

胡思蓓 S1090524090002

✉ husibei@cmschina.com.cn

每股收益(元)	3.53	4.04	2.65	3.45	4.05
PE	15.8	13.8	21.1	16.2	13.8
PB	3.1	3.0	3.1	2.8	2.6

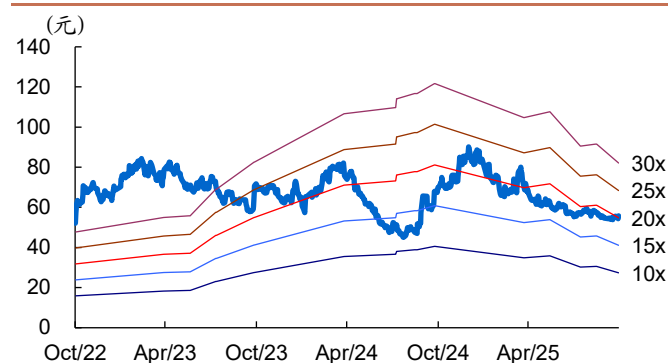
资料来源：公司数据、招商证券

单季度利润表

单位: 百万元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	534	586	456	563	652	504	441	587.82	1848	2257
二、营业总成本	428	485	388	450	552	450	421	505	1492	1876
其中: 营业成本	342	379	300	356	423	331	296	369	1178	1457
营业税金及附加	5	6	4	5	5	4	6	6	19	20
营业费用	59	77	62	64	83	87	88	102	212	286
管理费用	17	20	19	21	24	25	24	22	70	85
研发费用	7	6	7	7	13	6	9	6.997	23	32
财务费用	-4	-3	-4	-2	-2	-2	-3	-2	-15	-11
资产减值损失	2	0	1	0	3	0	1	0	5	3
三、其他经营收益	15	9	22	19	10	11	6	11	51	60
公允价值变动收益	12	6	19	16	8	10	4	10	39	49
投资收益	-1	2	0	1	2	0	0	1	3	5
其他收益	4	1	3	2	0	1	2	0	9	6
四、营业利润	121	110	90	132	110	65	26	93	406	441
加: 营业外收入	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
减: 营业外支出	3	0	0	1	1	0	1	1	4	2
五、利润总额	119	110	90	131	109	65	25	93	403	440
减: 所得税	4	19	15	20	10	12	4	11	74	64
六、净利润	115	91	75	111	99	53	22	81	329	376
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	115	91	75	111	99	53	22	82	329	376
EPS	1.23	0.98	0.81	1.19	1.06	0.57	0.23	0.88	3.53	4.04
主要比率										
毛利率	36.0%	35.4%	34.4%	36.8%	35.1%	34.3%	32.8%	37.1%	36.2%	35.5%
主营毛利率	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	1.4%	1.0%	1.0%	0.9%
销售费率	11.1%	13.1%	13.5%	11.4%	12.8%	17.3%	20.0%	17.3%	11.5%	12.7%
管理费率	3.2%	3.5%	4.1%	3.7%	3.7%	4.9%	5.5%	3.7%	3.8%	3.7%
营业利润率	22.7%	18.8%	19.7%	23.4%	16.9%	12.8%	5.8%	15.9%	22.0%	19.5%
实际税率	3.0%	17.1%	16.2%	15.5%	9.4%	18.4%	15.0%	12.1%	18.3%	14.5%
归母净利率	21.5%	15.6%	16.5%	19.7%	15.2%	10.5%	5.0%	13.9%	17.8%	16.7%
YoY										
收入增长率	10.9%	49.8%	4.9%	15.6%	22.0%	-14.0%	-3.4%	4.4%	27.4%	22.2%
营业利润增长率	40.0%	46.6%	3.9%	6.6%	-9.3%	-41.3%	-71.3%	-29.1%	91.7%	8.7%
净利润增长率	67.1%	65.5%	16.8%	17.1%	-13.9%	-42.2%	-71.0%	-26.3%	107.9%	14.3%

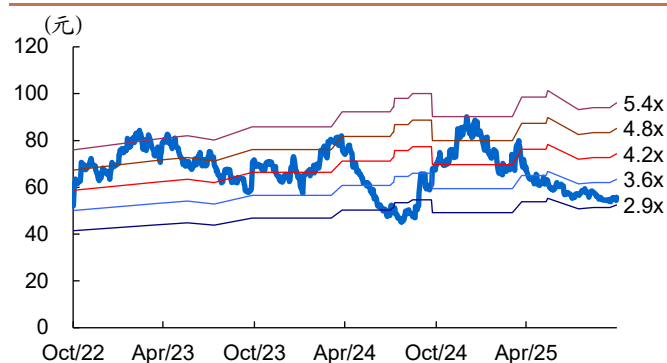
资料来源: 公司报表

图 1: 甘源食品历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 甘源食品历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《甘源食品（002991）—费用投入加大、成本上行，Q2 经营表现承压》
2025-08-13
- 2、《甘源食品（002991）—经营低点已过，关注新品类、海外进展》2025-05-05
- 3、《甘源食品（002991）—调整初步完成，增长环比提速》2024-10-24

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1262	1248	1065	1166	1283
现金	648	532	364	427	493
交易性投资	357	233	233	233	233
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	29	104	88	96	106
其它应收款	4	6	6	7	8
存货	177	260	259	279	307
其他	46	112	115	124	137
非流动资产	833	1023	1145	1208	1267
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	525	673	810	886	956
无形资产商誉	98	118	106	95	86
其他	209	232	229	227	225
资产总计	2095	2270	2210	2375	2549
流动负债	297	417	378	397	423
短期借款	0	40	0	0	0
应付账款	111	171	176	189	208
预收账款	58	57	59	63	70
其他	128	149	144	144	145
长期负债	113	138	138	138	138
长期借款	0	0	0	0	0
其他	113	138	138	138	138
负债合计	410	556	517	535	561
股本	93	93	93	93	93
资本公积金	853	806	806	806	806
留存收益	739	815	794	940	1089
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1685	1715	1694	1839	1988
负债及权益合计	2095	2270	2210	2375	2549

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	258	327	285	326	382
净利润	329	376	247	322	378
折旧摊销	61	66	74	84	89
财务费用	(15)	(11)	(6)	(6)	(7)
投资收益	(9)	(6)	(55)	(55)	(55)
营运资金变动	(103)	(94)	25	(22)	(27)
其它	(5)	(4)	0	4	4
投资活动现金流	(54)	(167)	(144)	(94)	(94)
资本支出	(174)	(269)	(199)	(149)	(149)
其他投资	120	101	55	55	55
筹资活动现金流	(162)	(321)	(308)	(170)	(222)
借款变动	(23)	(0)	(45)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(50)	(46)	0	0	0
股利分配	(100)	(305)	(268)	(176)	(229)
其他	12	31	6	6	7
现金净增加额	42	(161)	(167)	62	66

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1848	2257	2261	2480	2728
营业成本	1178	1457	1497	1613	1774
营业税金及附加	19	20	20	22	24
营业费用	212	286	379	391	403
管理费用	70	85	96	95	99
研发费用	23	32	32	35	39
财务费用	(15)	(11)	(6)	(6)	(7)
资产减值损失	(6)	(8)	(8)	(8)	(8)
公允价值变动收益	3	5	5	5	5
其他收益	39	49	44	44	44
投资收益	9	6	6	6	6
营业利润	406	441	289	377	443
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	4	2	2	2	2
利润总额	403	440	288	376	442
所得税	74	64	42	54	64
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	329	376	247	322	378

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	27%	22%	0%	10%	10%
营业利润	92%	9%	-34%	30%	18%
归母净利润	108%	14%	-34%	30%	18%
获利能力					
毛利率	36.2%	35.5%	33.8%	35.0%	35.0%
净利率	17.8%	16.7%	10.9%	13.0%	13.9%
ROE	20.6%	22.1%	14.5%	18.2%	19.7%
ROIC	18.8%	20.8%	14.3%	17.2%	18.7%
偿债能力					
资产负债率	19.6%	24.5%	23.4%	22.5%	22.0%
净负债比率	0.1%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.2	3.0	2.8	2.9	3.0
速动比率	3.6	2.4	2.1	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
存货周转率	7.5	6.7	5.8	6.0	6.1
应收账款周转率	73.1	33.9	23.5	26.9	27.0
应付账款周转率	9.4	10.3	8.6	8.8	8.9
每股资料(元)					
EPS	3.53	4.04	2.65	3.45	4.05
每股经营净现金	2.77	3.51	3.05	3.50	4.10
每股净资产	18.07	18.40	18.17	19.73	21.33
每股股利	2.18	2.88	1.89	2.46	2.89
估值比率					
PE	15.8	13.8	21.1	16.2	13.8
PB	3.1	3.0	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	12.3	11.2	15.1	11.8	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。