

甘源食品 (002991.SZ)

公司经营低点已过，重视后续利润弹性

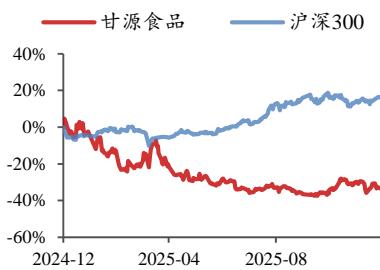
2025年12月31日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2025/12/30
当前股价(元)	56.70
一年最高最低(元)	95.98/53.70
总市值(亿元)	52.85
流通市值(亿元)	28.31
总股本(亿股)	0.93
流通股本(亿股)	0.50
近3个月换手率(%)	145.93

股价走势图



相关研究报告

- 《环比持续改善，关注后续旺季增长——公司信息更新报告》-2025.10.30
- 《收入环比改善，利润持续承压——公司信息更新报告》-2025.8.14
- 《短期费用投入改革，展望出海空间广阔——公司信息更新报告》-2025.4.23

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

陈钟山（分析师）

chenzhongshan@kysec.cn

证书编号：S0790524040001

● 经营储备春节旺季，低基数下利润有望高速增长，维持“买入”评级

公司经过经营调整期后，在产品、渠道、成本、费用投放方面均有改善。2025Q3公司净利率已出现环比提升，叠加公司逐步进入春节旺季备货，2026上半年公司有望实现利润亮眼增长，我们看好公司四季度新产品潜力，抓住商超调改的渠道变革机遇实现困境反转，上调盈利预测，预计公司2025-2027年实现归母净利润2.4、3.3(+0.3)、4.0(+0.4)亿元，同比分别下滑36.2%、增长38.3%、22.0%，公司当前股价对应PE分别为22.0、15.9、13.1倍，维持“买入”评级。

● 渠道改革持续推进，展望未来潜力十足

公司在产品端持续推陈出新，四季度新开发健康豆类后，叠加风味豆果、风味坚果、风味小吃形成四大品类矩阵，升级产品矩阵。渠道端公司坚持全渠道战略，国内近年商超终端推进门店调改，公司主动拥抱渠道变革趋势，针对不同渠道联合研发定制产品，提升渠道认可度；海外东南亚市场投入资源设立团队，了解当地市场偏好和法规要求，贴合当地需求开发产品，逐步树立起公司品牌；另外公司在高端会员店、量贩零食和抖音电商等景气度较高渠道持续推进新品，加大合作力度。

● 成本和费用向好，期待后续公司增长

公司2025Q3实现毛利率37.1%，环比明显改善，同时公司对棕榈油等重要原材料施行套期保值等措施，到四季度棕榈油价格已有回落，叠加规模效应、产品结构改善等因素，预计公司后续毛利率有望进一步改善。费用端，公司2025Q3销售费用率和管理费用率均有环比改善，下半年收缩明星代言，公司费用投放更为精细。2026年春节较晚，休闲零食企业旺季销售更多落在2026年1月，线上线下春节消费场景对零食品类消费刺激较为明显。展望远期，公司在组织、产品和渠道多角度推进改革，海外业务持续发力，市场空间广阔，2026年在低基数下，公司困境反转，利润有望实现亮眼增长。

● 风险提示：食品安全风险，原材料涨价风险，海外市场动销不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,848	2,257	2,127.7	2,442.3	2,788.9
YOY(%)	27.4	22.2	-5.7	14.8	14.2
归母净利润(百万元)	329	376	239.8	331.7	404.7
YOY(%)	107.8	14.3	-36.2	38.3	22.0
毛利率(%)	36.2	35.5	35.2	35.5	36.1
净利率(%)	17.8	16.7	11.3	13.6	14.5
ROE(%)	19.5	21.9	13.4	16.8	18.2
EPS(摊薄/元)	3.53	4.04	2.57	3.56	4.34
P/E(倍)	16.1	14.0	22.0	15.9	13.1
P/B(倍)	3.1	3.1	3.0	2.7	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1262	1248	1375	1567	1744	营业收入	1848	2257	2128	2442	2789
现金	648	532	907	826	1171	营业成本	1178	1457	1380	1574	1782
应收票据及应收账款	29	104	19	53	42	营业税金及附加	19	20	22	25	27
其他应收款	4	6	4	8	5	营业费用	212	286	378	376	400
预付账款	32	79	25	95	42	管理费用	70	85	88	99	137
存货	177	260	154	318	217	研发费用	23	32	29	34	38
其他流动资产	372	266	266	266	266	财务费用	-15	-11	-14	-17	-22
非流动资产	833	1023	916	976	1042	资产减值损失	-5	-3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	39	49	31	33	38
固定资产	525	673	613	686	755	公允价值变动收益	3	5	3	3	3
无形资产	98	118	118	119	121	投资净收益	9	6	9	8	8
其他非流动资产	209	232	185	171	166	资产处置收益	0	0	-1	-2	-1
资产总计	2095	2270	2291	2543	2785	营业利润	406	441	287	396	477
流动负债	297	417	364	427	418	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	0	40	40	40	40	营业外支出	4	2	4	4	3
应付票据及应付账款	111	171	128	171	165	利润总额	403	440	284	393	474
其他流动负债	186	206	196	217	213	所得税	74	64	44	61	70
非流动负债	113	138	138	138	138	净利润	329	376	240	332	405
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	113	138	138	138	138	归属母公司净利润	329	376	240	332	405
负债合计	410	556	502	566	557	EBITDA	445	493	327	437	519
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	3.53	4.04	2.57	3.56	4.34
股本	93	93	93	93	93						
资本公积	941	948	948	948	948						
留存收益	739	815	914	1057	1237						
归属母公司股东权益	1685	1715	1788	1977	2229						
负债和股东权益	2095	2270	2291	2543	2785						
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
						成长能力					
经营活动现金流	258	327	478	164	602	营业收入(%)	27.4	22.2	-5.7	14.8	14.2
净利润	329	376	240	332	405	营业利润(%)	91.7	8.7	-35.0	37.9	20.6
折旧摊销	61	66	62	67	71	归属于母公司净利润(%)	107.8	14.3	-36.2	38.3	22.0
财务费用	-15	-11	-14	-17	-22						
投资损失	-9	-6	-9	-8	-8						
营运资金变动	-118	-105	201	-207	161						
其他经营现金流	10	7	-2	-3	-5						
投资活动现金流	-54	-167	55	-119	-126						
资本支出	174	269	-45	128	137						
长期投资	233	126	0	0	0						
其他投资现金流	-113	-25	10	9	11						
筹资活动现金流	-162	-321	-158	-125	-131						
短期借款	0	40	0	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	0	0	0	0						
资本公积增加	5	7	0	0	0						
其他筹资现金流	-167	-368	-158	-125	-131						
现金净增加额	42	-161	375	-81	345						
主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
						盈利能力					
						毛利率(%)	36.2	35.5	35.2	35.5	36.1
						净利率(%)	17.8	16.7	11.3	13.6	14.5
						ROE(%)	19.5	21.9	13.4	16.8	18.2
						ROIC(%)	17.6	19.5	11.6	14.7	16.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	19.6	24.5	21.9	22.2	20.0
						净负债比率(%)	-32.6	-21.9	-42.2	-34.1	-45.7
						流动比率	4.2	3.0	3.8	3.7	4.2
						速动比率	3.5	2.1	3.2	2.6	3.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	73.3	34.0	34.7	67.9	58.4
						应付账款周转率	9.4	11.5	10.3	10.5	10.6
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	3.53	4.04	2.57	3.56	4.34
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.77	3.51	5.12	1.76	6.46
						每股净资产(最新摊薄)	18.07	18.40	19.19	21.21	23.91
						估值比率					
						P/E	16.1	14.0	22.0	15.9	13.1
						P/B	3.1	3.1	3.0	2.7	2.4
						EV/EBITDA	9.8	9.5	13.1	10.0	7.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn