

# 甘源食品 (002991.SZ)

## 春节错期提振 Q1 营收，重视后续利润改善

**事件：**甘源食品发布 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年实现营收 21.0 亿元，同比-7.1%，归母净利润 2.1 亿元，同比-44.6%，扣非净利润 1.9 亿元，同比-44.3%。其中 25Q4 营收 5.6 亿元，同比-13.6%，归母净利润 0.5 亿元，同比-47.2%，扣非净利润 0.5 亿元，同比-45.8%。26Q1 营收 6.2 亿元，同比+22.5%，归母净利润 0.7 亿元，同比+25.7%，扣非净利润 0.6 亿元，同比+29.0%。公司拟现金分红 0.9 亿元，叠加中期分红，2025 年累计分红 1.5 亿元，分红率 70.0%，股息率 3.0%。

**春节错期带动 Q1 高增，电商及直营主动调整。**2025 年公司营收同比-7.1%至 21.0 亿元，与线下传统渠道的调整及春节错期均有一定关系，26Q1 在低基数及春节错期带动下，营收同比+22.5%，顺利实现收入端提振。剔除春节影响，合并 25Q4+26Q1，公司营收同比+2.2%，实现稳步修复。分产品看，老三样整体营收同比-1.2%至 10.9 亿元，大单品面对渠道结构调整依然呈现显著韧性，当前公司正积极推新“健康豆养”系列，向健康化方向延展；综合果仁及豆果营收同比-18.6%至 5.7 亿，主因销量有所减少，但吨价同比+12.1%，实现产品结构优化，当前细分清甜、冻干、酷辣、巧克力坚果四大系列，持续推新升级；其他系列营收同比-6.8%至 4.1 亿元，预计薯片、米饼等品类面对渠道竞争仍有一定压力。分渠道看，公司 2025 年的收入压力主要来自于传统渠道，电商及直营均实现亮眼成长，经销同比-17.7%至 15.8 亿元，商超 KA 客流下滑对于甘源的基本盘形成一定冲击，公司聚焦优质经销商、通过经销转直营等方式进行调整，直营及其他渠道营收同比高增 101.9%至 1.6 亿元，电商积极拥抱直播等模式营收同比+35.8%至 3.2 亿元。预计 26Q1 在春节备货及年货礼赠带动下，线上线下表现均更加亮眼。

**25 年成本费用双向挤压，盈利能力阶段性承压。**2025 年甘源毛利率同比-0.7pct 至 34.8%，棕榈油、坚果价格上行形成一定成本压力，同时渠道结构调整也对毛利率形成影响。2025 年甘源销售费用率同比+5.0pct 至 17.7%，主因促销推广费增加，预计与直营快速开拓及新兴市场进驻相关，最终净利率同比-6.8pct 至 9.9%，成本及费用双向影响下，盈利能力承压。26Q1 毛利率同比-0.4pct 至 33.9%，销售费用率同比-0.1pct 至 17.3%，净利率同比+0.2pct 至 10.7%，在春节期间均保持相对稳定。

**成长改善在途，盈利修复可期。**我们认为甘源 26Q1 在春节错期带动下已实现收入提振，且公司经过 2025 年主动调整，当前正处改善通道中，预计量贩零食以渠道扩店及产品推新延续快速增长，直营商超及海外市场拓展正有序进行。2025 年公司经历成本及费用的双向挤压，利润阶段性调整，后续通过精细化费用管控，优化费用结构，聚焦核心单品及优质渠道，有望兑现盈利能力改善。

**投资建议：**我们认为公司当前正处收入成长性改善阶段，后续伴随费投控制有望带动利润弹性释放。预计公司 2026-2028 年营收分别为 24.0/27.6/29.9 亿元，分别同比+14.6%/+14.7%/+8.5%，归母净利润分别为 2.9/3.6/4.3 亿元，分别同比+38.7%/+25.8%/+17.5%，维持“买入”评级。

**风险提示：**渠道竞争加剧、新品推广不及预期、原材料长期处于高位。

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	休闲食品
前次评级	买入
04 月 21 日收盘价 (元)	52.91
总市值 (百万元)	4,932.05
总股本 (百万股)	93.22
其中自由流通股 (%)	53.57
30 日日均成交量 (百万股)	0.71

#### 股价走势



#### 作者

**分析师 李梓语**  
执业证书编号：S0680524120001  
邮箱：liziyu1@gszq.com

**分析师 王玲瑶**  
执业证书编号：S0680524060005  
邮箱：wanglingyao@gszq.com

#### 相关研究

- 《甘源食品 (002991.SZ)：收入逐季改善，利润降幅收窄》 2025-10-29
- 《甘源食品 (002991.SZ)：经营阶段性承压，静待渠道调整效果》 2025-08-13
- 《甘源食品 (002991.SZ)：产品为王，渠道革新》 2025-07-28

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2,257	2,096	2,402	2,756	2,989
增长率 yoy (%)	22.2	-7.1	14.6	14.7	8.5
归母净利润 (百万元)	376	208	289	363	427
增长率 yoy (%)	14.3	-44.6	38.7	25.8	17.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	4.04	2.24	3.10	3.90	4.58
净资产收益率 (%)	21.9	12.2	15.0	16.5	17.0
P/E (倍)	13.1	23.7	17.1	13.6	11.6
P/B (倍)	2.9	2.9	2.6	2.2	2.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 21 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1248	1110	1528	1908	2328
现金	532	478	860	1249	1702
应收票据及应收账款	104	96	108	120	118
其他应收款	6	7	7	8	8
预付账款	79	80	95	111	122
存货	260	262	307	303	300
其他流动资产	266	187	152	117	77
<b>非流动资产</b>	1023	1056	960	914	836
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	673	794	792	754	683
无形资产	118	116	112	108	105
其他非流动资产	232	146	55	52	49
<b>资产总计</b>	2270	2167	2488	2823	3164
<b>流动负债</b>	417	302	409	473	496
短期借款	40	0	10	15	20
应付票据及应付账款	171	139	197	228	243
其他流动负债	206	163	202	230	233
<b>非流动负债</b>	138	152	151	151	151
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	138	152	151	151	151
<b>负债合计</b>	556	454	560	624	647
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	93	93	93	93	93
资本公积	948	952	952	952	952
留存收益	815	807	1022	1293	1611
归属母公司股东权益	1715	1713	1928	2199	2517
<b>负债和股东权益</b>	2270	2167	2488	2823	3164

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	327	259	398	477	526
净利润	376	208	289	363	427
折旧摊销	71	78	103	101	105
财务费用	-8	-7	0	0	0
投资损失	-6	-3	-7	-8	-9
营运资金变动	-107	-31	12	19	1
其他经营现金流	1	13	1	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-167	119	51	1	31
资本支出	-267	-124	-1	-51	-21
长期投资	126	58	50	50	50
其他投资现金流	-26	185	2	2	2
<b>筹资活动现金流</b>	-321	-265	-68	-88	-104
短期借款	40	-40	10	5	5
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	7	4	0	0	0
其他筹资现金流	-368	-229	-78	-93	-109
<b>现金净增加额</b>	-161	111	381	390	452

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	2257	2096	2402	2756	2989
营业成本	1457	1368	1579	1816	1964
营业税金及附加	20	21	24	28	30
营业费用	286	371	381	405	411
管理费用	85	96	108	116	125
研发费用	32	30	34	39	42
财务费用	-11	-7	-5	-8	-12
资产减值损失	-3	-6	0	0	0
其他收益	49	27	48	55	60
公允价值变动收益	5	1	0	0	0
投资净收益	6	3	7	8	9
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	441	243	337	424	498
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	440	242	336	423	497
所得税	64	34	47	59	70
<b>净利润</b>	376	208	289	363	427
少数股东损益	0	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	376	208	289	363	427
EBITDA	490	310	434	516	590
EPS (元/股)	4.04	2.24	3.10	3.90	4.58

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	22.2	-7.1	14.6	14.7	8.5
营业利润(%)	8.7	-44.8	38.6	25.7	17.4
归属母公司净利润(%)	14.3	-44.6	38.7	25.8	17.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.5	34.8	34.3	34.1	34.3
净利率(%)	16.7	9.9	12.0	13.2	14.3
ROE(%)	21.9	12.2	15.0	16.5	17.0
ROIC(%)	20.3	11.6	14.7	16.1	16.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	24.5	20.9	22.5	22.1	20.4
净负债比率(%)	-28.0	-27.5	-43.8	-56.0	-66.7
流动比率	3.0	3.7	3.7	4.0	4.7
速动比率	2.1	2.5	2.7	3.1	3.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	34.0	21.2	23.9	24.4	25.5
应付账款周转率	11.5	9.8	10.5	10.5	10.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.04	2.24	3.10	3.90	4.58
每股经营现金流(最新摊薄)	3.51	2.78	4.27	5.11	5.64
每股净资产(最新摊薄)	18.40	18.38	20.68	23.59	27.00
<b>估值比率</b>					
P/E	13.1	23.7	17.1	13.6	11.6
P/B	2.9	2.9	2.6	2.2	2.0
EV/EBITDA	16.8	15.6	9.4	7.2	5.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 21 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com