



# 甘源食品 (002991.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 渠道调整顺利, Q1 实现开门红

### 业绩简评

4月21日公司发布年报和一季报, 25年实现营收20.96亿元, 同比-7.15%; 实现归母净利润2.08亿元, 同比-44.59%; 扣非归母净利润1.90亿元, 同比-44.27%。26Q1实现营收6.18亿元, 同比+22.51%; 实现归母净利润0.66亿元, 同比+25.73%; 扣非净利润0.59亿元, 同比+28.98%。

### 经营分析

商超调整基本收尾, 年货节整体表现平稳。1) 分产品来看, 老三样相对稳健, 综合豆果和其他产品H2降幅收窄。25年老三样/综合果仁及豆果/其他休闲食品分别实现营收10.90/5.74/4.09亿元, 同比-1.17%/-18.62%/-6.76% (其中25H2增速分别为+0.24%/-17.40%/-2.89%)。2) Q1受春节错位影响收入大幅改善, 25Q4+26Q1合计实现收入11.81亿元, 同比+2.15%。3) 渠道端, 25年积极调整传统商超, 深化会员商超和零食量贩合作、加快布局电商。经销/电商/直营及其他25年收入分别为15.8/3.2/1.6亿元, 同比-17.7%/+35.8%/+101.9%。

规模效应释放, Q1净利率呈改善趋势。25年/26Q1公司毛利率分别为34.75%/33.91%, 同比-0.71/-0.41pct, 毛利率同比下降主要系核心原材料棕榈油价格上涨及渠道结构变化。费用端, 25年销售/管理/研发/财务费率分别为17.68%/4.58%/1.45%/-0.35%, 同比+5.00/0.84/0.02/0.15pct, 销售费率显著提升系25年促销推广费同比+56%, 其他费率平稳。最终25年/26Q1净利率分别为9.91%/10.68%, 同比-6.76/+0.21pct。

看好公司以产品创新为牵引, 理顺传统渠道基本盘, 加速拓展海外市场。产品端, 公司以老三样为基本盘, 顺应市场需求不断推陈出新。渠道端, 公司积极调整商超合作模式, 大力布局新兴渠道及海外市场, 多元渠道并进有望持续贡献业绩增量。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到成本压力及25年业绩不及预期, 下调26-27年利润25%/23%。预计公司26-28年归母净利润分别为2.7/3.4/4.0亿元, 同比+32%/24%/17%, 对应PE分别为18/15/12x, 维持“买入”评级。

### 风险提示

成本上涨风险; 市场竞争加剧风险; 新品投放不及预期等。

### 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): 52.91元

### 相关报告:

1. 《甘源食品公司点评: 渠道调整见效, 收入环比改善》, 2025.10.29

2. 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,257	2,096	2,301	2,508	2,730
营业收入增长率	22.18%	-7.15%	9.79%	9.00%	8.85%
归母净利润(百万元)	376	208	274.6	339.3	398.4
归母净利润增长率	14.32%	-44.59%	31.76%	23.56%	17.40%
摊薄每股收益(元)	4.036	2.236	2.946	3.640	4.27
每股经营性现金流净额	3.51	2.78	4.96	4.80	5.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.94%	12.17%	14.59%	16.12%	16.75%
P/E	23.17	25.45	17.96	14.54	12.38
P/B	5.08	3.10	2.62	2.34	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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,848</b>	<b>2,257</b>	<b>2,096</b>	<b>2,301</b>	<b>2,508</b>	<b>2,730</b>
增长率	27.4%	22.2%	-7.1%	9.8%	9.0%	8.8%
主营业务成本	-1,178	-1,457	-1,368	-1,532	-1,634	-1,757
%销售收入	63.8%	64.5%	65.2%	66.6%	65.1%	64.4%
毛利	670	800	728	769	874	973
%销售收入	36.2%	35.5%	34.8%	33.4%	34.9%	35.6%
营业税金及附加	-19	-20	-21	-20	-22	-24
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-212	-286	-371	-364	-389	-415
%销售收入	11.5%	12.7%	17.7%	15.8%	15.5%	15.2%
管理费用	-70	-85	-96	-99	-105	-115
%销售收入	3.8%	3.7%	4.6%	4.3%	4.2%	4.2%
研发费用	-23	-32	-30	-35	-38	-41
%销售收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	345	378	211	252	321	378
%销售收入	18.7%	16.7%	10.0%	10.9%	12.8%	13.9%
财务费用	15	11	7	10	13	17
%销售收入	-0.8%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-6	-8	-5	0	0	0
公允价值变动收益	3	5	1	5	5	5
投资收益	9	6	3	10	10	12
%税前利润	2.3%	1.4%	1.1%	3.1%	2.5%	2.6%
营业利润	406	441	243	326	402	472
营业利润率	22.0%	19.5%	11.6%	14.2%	16.0%	17.3%
营业外收支	-3	-1	-2	-3	-3	-3
税前利润	403	440	242	323	399	469
利润率	21.8%	19.5%	11.5%	14.0%	15.9%	17.2%
所得税	-74	-64	-34	-48	-60	-70
所得税率	18.3%	14.5%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	329	376	208	275	339	398
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>329</b>	<b>376</b>	<b>208</b>	<b>275</b>	<b>339</b>	<b>398</b>
净利率	17.8%	16.7%	9.9%	11.9%	13.5%	14.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	329	376	208	275	339	398
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
非现金支出	70	79	84	84	98	110
非经营收益	-23	-21	-1	-8	-10	-13
营运资金变动	-117	-107	-31	112	20	8
<b>经营活动现金净流</b>	<b>258</b>	<b>327</b>	<b>259</b>	<b>462</b>	<b>447</b>	<b>503</b>
资本开支	-174	-267	-124	-239	-199	-144
投资	233	126	58	0	0	0
其他	-113	-26	185	10	10	12
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-54</b>	<b>-167</b>	<b>119</b>	<b>-229</b>	<b>-189</b>	<b>-132</b>
股权募资	0	0	1	0	0	0
债权募资	0	40	-40	0	-30	0
其他	-162	-361	-226	-106	-118	-126
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-162</b>	<b>-321</b>	<b>-265</b>	<b>-107</b>	<b>-148</b>	<b>-126</b>
<b>现金净流量</b>	<b>42</b>	<b>-161</b>	<b>111</b>	<b>126</b>	<b>111</b>	<b>245</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	648	532	478	604	715	960
应收款项	33	111	103	73	69	68
存货	177	260	262	231	237	255
其他流动资产	403	345	268	249	258	268
流动资产	1,262	1,248	1,110	1,158	1,280	1,552
%总资产	60.3%	54.9%	51.2%	49.0%	49.6%	53.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	683	842	884	1,015	1,103	1,129
%总资产	32.6%	37.1%	40.8%	43.0%	42.7%	39.2%
无形资产	118	133	131	152	161	166
非流动资产	833	1,023	1,056	1,203	1,300	1,331
%总资产	39.7%	45.1%	48.8%	51.0%	50.4%	46.2%
<b>资产总计</b>	<b>2,095</b>	<b>2,270</b>	<b>2,167</b>	<b>2,361</b>	<b>2,580</b>	<b>2,882</b>
短期借款	2	45	6	36	5	5
应付款项	171	229	184	195	208	224
其他流动负债	124	142	113	130	143	157
流动负债	297	417	302	360	357	387
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	113	138	152	118	118	118
负债	410	556	454	479	475	505
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,685</b>	<b>1,715</b>	<b>1,713</b>	<b>1,882</b>	<b>2,105</b>	<b>2,378</b>
其中：股本	93	93	93	93	93	93
未分配利润	679	755	747	916	1,139	1,412
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,095</b>	<b>2,270</b>	<b>2,167</b>	<b>2,361</b>	<b>2,580</b>	<b>2,882</b>
<b>比率分析</b>	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标</b>						
每股收益	3.530	4.036	2.236	2.946	3.640	4.274
每股净资产	18.074	18.396	18.378	20.195	22.585	25.508
每股经营现金净流	2.766	3.512	2.776	4.957	4.800	5.400
每股股利	1.070	0.750	1.088	1.130	1.250	1.350
<b>回报率</b>						
净资产收益率	19.53%	21.94%	12.17%	14.59%	16.12%	16.75%
总资产收益率	15.71%	16.57%	9.62%	11.63%	13.15%	13.82%
投入资本收益率	16.60%	18.15%	10.36%	11.03%	12.77%	13.37%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	27.36%	22.18%	-7.15%	9.79%	9.00%	8.85%
EBIT 增长率	83.28%	9.43%	-44.32%	19.66%	27.25%	18.02%
净利润增长率	107.87%	14.32%	-44.59%	31.76%	23.56%	17.40%
总资产增长率	4.56%	8.37%	-4.57%	8.98%	9.28%	11.71%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	5.0	10.7	17.2	10.5	9.0	8.0
存货周转天数	48.6	54.8	69.6	55.0	53.0	53.0
应付账款周转天数	38.8	31.6	37.4	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	103.8	108.8	138.3	138.9	135.7	124.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-59.59%	-41.94%	-37.69%	-39.68%	-42.40%	-48.07%
EBIT 利息保障倍数	-22.6	-33.5	-28.5	-24.8	-25.4	-21.8
资产负债率	19.58%	24.47%	20.94%	20.28%	18.42%	17.52%

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	0	2	6	29
增持	1	1	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.33	1.33	1.00

来源：聚源数据

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	☎950438	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