

## 公司研究

## 梳理产品结构，优化渠道布局

## ——甘源食品（002991.SZ）2025 年年报及 2026 年一季报业绩点评

## 要点

**事件：**甘源食品公布 2025 年年报和 2026 年一季报，2025 年全年实现营业收入 20.96 亿元，同比-7.15%；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%。其中，25Q4 单季度实现营业收入 5.63 亿元，同比-13.60%；归母净利润 0.52 亿元，同比-47.19%；扣非归母净利润 0.51 亿元，同比-45.84%。26Q1 单季度实现营业收入 6.18 亿元，同比+22.51%；归母净利润 0.66 亿元，同比+25.73%；扣非归母净利润 0.59 亿元，同比+28.98%。

**主动优化产品结构，新渠道拓展情况良好。分产品看，**2025 年青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果/其他系列分别实现收入 5.30/2.82/2.78/5.74/4.09 亿元，同比+1.09%/-6.46%/+0.31%/-18.62%/-6.76%。其中综合果仁及豆果系列下降幅度较大，主要系公司主动优化部分长尾产品。**分渠道看，**2025 年经销/电商/直营及其他渠道收入分别为 15.85/3.25/1.63 亿元，同比-17.74%/+35.77%/+101.94%。其中零食量贩渠道保持较高收入增速，进入 SKU 数量稳步增加。会员店渠道加深合作，2026 年公司在山姆渠道再添新品，有望带来新增量，降低单一产品的月销波动对渠道表现的影响。电商渠道经前期梳理，逐步从单一销售渠道转变为承载新品孵化/品牌曝光等多种功能的经营模式，有望延续 2025 年的经营表现。海外市场拓展积极，2025 年营收 1.15 亿元，同比+38.54%，东南亚区域在越南市场基础上实现进一步突破。传统经销渠道 2025 年持续调整，造成一定的体量收缩，2026 年改革成效逐步显现，有望重新实现正增长。

**原材料价格波动拉低毛利率，盈利能力有所改善。毛利率方面，**2025 全年/25Q4/26Q1 公司毛利率分别为 34.75%/34.17%/33.91%；26Q1 同比-0.41pcts，环比-0.26pcts，毛利率的同环比下降主要系公司渠道结构变化以及部分原材料价格的提升。**费用端，**2025 全年/25Q4/ 26Q1 销售费用率分别为 17.29%/16.55%/17.27%；26Q1 同比-0.07pcts，环比+0.71pcts。2025 全年/25Q4/26Q1 管理费用率分别为 4.58%/4.54%/3.54%；26Q1 同比-1.33pcts，环比-1.00pcts。**综合来看，**2025 全年/25Q4/ 26Q1 公司归母净利率分别为 9.95%/9.28%/10.74%；26Q1 同比+0.27pcts，环比+1.46pcts，伴随收入规模增长，盈利能力有所修复。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司商超渠道调整成效有待观察，我们下调 2026-2027 年归母净利润预测至 2.82/3.27 亿元（较前次下调 18.0%/17.1%），新增 2028 年归母净利润预测为 3.77 亿元。对应 2026-2028 年 EPS 为 3.03/3.51/4.05 元，当前股价对应 P/E 分别为 17/15/13 倍，公司产品力优秀，持续拓展新市场提供新动能，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料成本波动；渠道拓展不及预期；食品安全风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,257	2,096	2,442	2,820	3,224
营业收入增长率	22.18%	-7.15%	16.50%	15.50%	14.33%
归母净利润（百万元）	376	208	282	327	377
归母净利润增长率	14.32%	-44.59%	35.32%	15.85%	15.52%
EPS（元）	4.04	2.24	3.03	3.51	4.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.94%	12.17%	15.27%	16.65%	17.92%
P/E	13	23	17	15	13
P/B	2.8	2.8	2.6	2.4	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-23

## 买入（维持）

当前价：51.05 元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	0.93
总市值(亿元)	47.59
一年最低/最高(元)	48.21/75.50
近 3 月换手率	98.11%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.17	-20.52	-52.02
绝对	4.16	-18.74	-25.63

资料来源：Wind

## 相关研报

调整成效逐步显现，利润端有所修复——甘源食品（002991.SZ）2025 年三季报点评（2025-10-29）

改革调整，静待改善——甘源食品（002991.SZ）2025 年中报点评（2025-09-02）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,257	2,096	2,442	2,820	3,224
营业成本	1,457	1,368	1,598	1,847	2,115
折旧和摊销	56	66	76	84	91
税金及附加	20	21	24	28	32
销售费用	286	371	403	458	517
管理费用	85	96	105	117	133
研发费用	32	30	35	41	47
财务费用	-11	-7	-6	-6	-5
投资收益	6	3	3	3	3
营业利润	441	243	328	380	439
利润总额	440	242	328	381	440
所得税	64	34	46	54	62
净利润	376	208	282	327	377
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	376	208	282	327	377
EPS(元)	4.04	2.24	3.03	3.51	4.05

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	327	259	334	357	412
净利润	376	208	282	327	377
折旧摊销	56	66	76	84	91
净营运资金增加	171	43	44	63	67
其他	-275	-59	-69	-116	-123
投资活动产生现金流	-167	119	-111	-204	-215
净资本支出	-267	-124	-110	-160	-160
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	100	243	-1	-44	-55
融资活动现金流	-321	-265	-142	-206	-228
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	44	-40	0	0	0
无息负债变化	102	-62	55	37	40
净现金流	-161	111	81	-53	-31

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	35.5%	34.8%	34.6%	34.5%	34.4%
EBITDA 率	22.0%	15.1%	16.2%	16.1%	16.2%
EBIT 率	19.1%	11.6%	13.1%	13.2%	13.4%
税前净利润率	19.5%	11.5%	13.5%	13.5%	13.6%
归母净利润率	16.7%	9.9%	11.6%	11.6%	11.7%
ROA	16.6%	9.6%	12.0%	13.0%	14.0%
ROE (摊薄)	21.9%	12.2%	15.3%	16.7%	17.9%
经营性 ROIC	33.2%	17.8%	22.1%	23.0%	24.3%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	24%	21%	22%	22%	22%
流动比率	2.99	3.67	3.62	3.46	3.39
速动比率	2.37	2.81	2.75	2.54	2.44
归母权益/有息债务	37.80	295.59	318.68	338.56	363.46
有形资产/有息债务	46.32	345.19	377.47	402.64	433.31

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	2,270	2,167	2,356	2,508	2,693
货币资金	532	478	559	506	475
交易性金融资产	233	173	173	216	270
应收账款	104	94	109	126	144
应收票据	0	2	2	2	3
其他应收款 (合计)	6	7	8	9	11
存货	260	262	306	354	405
其他流动资产	33	14	14	14	14
流动资产合计	1,248	1,110	1,266	1,337	1,447
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	673	794	836	857	873
在建工程	169	90	75	124	172
无形资产	118	116	123	130	137
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	1,023	1,056	1,090	1,171	1,246
总负债	556	454	509	546	586
短期借款	40	0	0	0	0
应付账款	141	139	163	188	215
应付票据	30	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7	5	5	5	5
流动负债合计	417	302	350	387	427
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	111	125	125	125	125
非流动负债合计	138	152	159	159	159
股东权益	1,715	1,713	1,847	1,962	2,106
股本	93	93	93	93	93
公积金	1,009	1,013	1,013	1,013	1,013
未分配利润	755	747	881	996	1,140
归属母公司权益	1,715	1,713	1,847	1,962	2,107
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	12.67%	17.68%	16.49%	16.24%	16.04%
管理费用率	3.75%	4.58%	4.28%	4.13%	4.13%
财务费用率	-0.50%	-0.35%	-0.25%	-0.21%	-0.16%
研发费用率	1.42%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	2.88	1.59	2.27	2.50	2.96
每股经营现金流	3.51	2.78	3.58	3.83	4.42
每股净资产	18.40	18.38	19.81	21.05	22.60
每股销售收入	24.22	22.48	26.19	30.25	34.59

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	13	23	17	15	13
PB	2.8	2.8	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	8.5	13.6	10.5	9.2	8.0
股息率	5.6%	3.1%	4.4%	4.9%	5.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼