

收入错期改善，关注新品推出

甘源食品 2025 年报、2026 年一季报点评

核心观点

- 事件：公司发布 2025 年报及 2026 一季报。**公司 2025 年实现营收 20.96 亿元，同比-7.15%；归母净利润 2.08 亿元，同比-44.59%。26Q1 营收 6.18 亿元，同比+22.51%；归母净利润 0.66 亿元，同比+25.73%，因春节错期 26Q1 收入高增，结合 25Q4 以及 26Q1 加总看，收入同比+2.15%，归母净利润同比-21.84%。
- 豆类销售略承压，电商平台高增。**分产品，2025 年综合果仁及豆果/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他系列实现收入 5.7/5.3/2.8/2.8/4.1 亿元、同比-18.6%/+1.1%/-6.5%/+0.3%/-6.8%。分渠道，2025 经销渠道实现收入 15.8 亿元、同比-17.7%，主因公司主动收缩经销单品以及取消部分尾部经销商合作。电商渠道实现收入 3.2 亿元、同比+35.8%，直营及其他模式实现收入 1.6 亿元、同比+101.9%，量贩以及会员超市表现较好。电商渠道侧重抖音自播打造新品，电商自营/平台销售收入 2.7/0.6 亿元、同比+62.3%/-24.2%。
- 量贩渠道占比提高影响毛利，费效有望进一步提升。**2025 年实现毛利率 34.8%，同比-0.7pct，主因低毛利量贩渠道占比提升；销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.68%/4.58%/1.45%/-0.35%，分别同比+5.01/+0.83/+0.03/+0.15pct，公司为支持新品投放与海外新市场拓展而策略性提升销售费用率，后续预计将通过精细化预算管理，优化费用结构，将资源往优质渠道与核心单品集中，减少低效投入，推动费用率稳步回落。公司 2025 实现归母净利率 9.91%，同比-6.76pct。26Q1 毛利率 33.91%，同比-0.4pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.27%/3.54%/1.10%/-0.16%，分别同比-0.07/-1.33/-0.12/+0.19pct；归母净利率 10.7%，同比+0.3pct。
- 构建“经典产品+成长新品”的动态产品矩阵，不断拓展增量市场。**2025 年公司产品不断焕新升级，推出清甜风味坚果、酥脆冻干坚果、酷辣风味坚果、巧克力坚果四大风味坚果系列产品，2026 年公司将加速风味坚果以及花生、米饼、锅巴等产品在全渠道的渗透与推广，借助多元化的品牌活动，提升品牌在目标人群中的曝光度、好感度与忠诚度，实现品牌价值的持续跃升。

盈利预测与投资建议

- 考虑到豆类竞争仍激烈，公司尚处于新品推广期投费相对较高，我们下调 26、27 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 2.88、3.32、3.76 元(原预测值为 4.08、4.68 元，新增)，参考可比公司估值，我们给予 2026 年 18 倍 PE，给予 51.84 元目标价，维持增持评级。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,257	2,096	2,269	2,477	2,730
同比增长(%)	22.2%	-7.1%	8.2%	9.2%	10.2%
营业利润(百万元)	441	243	317	365	413
同比增长(%)	8.7%	-44.8%	30.2%	15.0%	13.3%
归属母公司净利润(百万元)	376	208	269	309	351
同比增长(%)	14.3%	-44.6%	29.0%	15.1%	13.3%
每股收益(元)	4.04	2.24	2.88	3.32	3.76
毛利率(%)	35.5%	34.8%	34.8%	34.7%	34.4%
净利率(%)	16.7%	9.9%	11.8%	12.5%	12.8%
净资产收益率(%)	22.1%	12.2%	14.5%	14.9%	15.5%
市盈率	12.6	22.8	17.6	15.3	13.5
市净率	2.8	2.8	2.4	2.2	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

	增持 (维持)
股价 (2026 年 04 月 22 日)	50.88 元
目标价格	51.84 元
52 周最高价/最低价	75.5/48.21 元
总股本/流通 A 股 (万股)	9,322/4,993
A 股市值 (百万元)	4,743
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2026 年 04 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.44	-0.31	-18.97	-26.58
相对表现%	-1	-5.4	-20.58	-53.42
沪深 300%	2.44	5.09	1.61	26.84



证券分析师

李耀	执业证书编号：S0860525100001 香港证监会牌照：BXH218 liyao@orientsec.com.cn 021-63326320
张玲玉	执业证书编号：S0860526030001 zhanglingyu@orientsec.com.cn 0755-82819271

相关报告

半年报业绩预告大幅下降，基本面好转还需等待	2025-07-28
盈利表现亮眼，渠道势能向上：——甘源食品 2023 年年报以及 2024 年一季报点评	2024-04-28

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2026/4/22	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
三只松鼠	300783	18.65	1.02	0.48	0.92	1.28	18.4	38.9	20.3	14.5
盐津铺子	002847	54.12	2.35	2.74	3.34	4.00	23.1	19.7	16.2	13.5
劲仔食品	003000	10.61	0.65	0.54	0.67	0.78	16.4	19.5	15.9	13.6
洽洽食品	002557	23.65	1.68	0.63	1.30	1.54	14.1	37.6	18.2	15.4
天味食品	603317	13.55	0.59	0.54	0.62	0.70	23.1	25.3	21.8	19.4
	最大值						23.10	38.87	21.81	19.43
	最小值						14.08	19.51	15.91	13.52
	平均数						19.01	28.20	18.48	15.30
	调整后平均						19.3	27.54	18.22	14.52

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	532	478	868	1,085	1,310	营业收入	2,257	2,096	2,269	2,477	2,730
应收票据、账款及款项融资	104	96	81	89	98	营业成本	1,457	1,368	1,479	1,617	1,791
预付账款	79	80	68	75	82	销售费用	286	371	371	391	411
存货	260	262	257	280	311	管理费用	85	96	101	103	113
其他	273	194	200	201	201	研发费用	32	30	31	32	33
流动资产合计	1,248	1,110	1,474	1,729	2,002	财务费用	(11)	(7)	(6)	(10)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	8	5	0	0	0
固定资产	673	794	777	736	685	公允价值变动收益	5	1	3	3	3
在建工程	169	90	51	31	22	投资净收益	6	3	6	6	6
无形资产	118	116	114	111	108	其他	30	6	15	13	10
其他	63	56	47	39	39	营业利润	441	243	317	365	413
非流动资产合计	1,023	1,056	987	918	854	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	2,270	2,167	2,461	2,647	2,856	营业外支出	2	2	3	3	3
短期借款	40	0	0	0	0	利润总额	440	242	315	363	411
应付票据及应付账款	171	139	155	169	187	所得税	64	34	47	54	62
其他	206	163	178	182	187	净利润	376	208	268	308	349
流动负债合计	417	302	333	351	374	少数股东损益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	376	208	269	309	351
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	4.04	2.24	2.88	3.32	3.76
其他	138	152	132	132	132						
非流动负债合计	138	152	132	132	132	主要财务比率					
负债合计	556	454	464	483	506		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	0	(0)	(1)	(2)	(3)	成长能力					
实收资本(或股本)	93	93	93	93	93	营业收入	22.2%	-7.1%	8.2%	9.2%	10.2%
资本公积	806	813	829	829	829	营业利润	8.7%	-44.8%	30.2%	15.0%	13.3%
留存收益	815	807	1,076	1,244	1,431	归属于母公司净利润	14.3%	-44.6%	29.0%	15.1%	13.3%
其他	0	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,715	1,713	1,997	2,164	2,350	毛利率	35.5%	34.8%	34.8%	34.7%	34.4%
负债和股东权益总计	2,270	2,167	2,461	2,647	2,856	净利率	16.7%	9.9%	11.8%	12.5%	12.8%
						ROE	22.1%	12.2%	14.5%	14.9%	15.5%
						ROIC	21.3%	11.7%	14.2%	14.5%	15.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	24.5%	20.9%	18.9%	18.3%	17.7%
净利润	376	208	268	308	349	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	64	63	79	82	77	流动比率	2.99	3.67	4.43	4.92	5.35
财务费用	(11)	(7)	(6)	(10)	(12)	速动比率	2.37	2.81	3.66	4.13	4.52
投资损失	(6)	(3)	(6)	(6)	(6)	营运能力					
营运资金变动	(144)	(52)	58	(20)	(24)	应收账款周转率	34.0	21.2	26.0	29.4	29.5
其它	48	49	(20)	(3)	(3)	存货周转率	6.6	5.2	5.7	6.0	6.1
经营活动现金流	327	259	371	352	381	总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
资本支出	(224)	(92)	(11)	(12)	(14)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	4.04	2.24	2.88	3.32	3.76
其他	57	211	9	9	9	每股经营现金流	3.51	2.78	3.98	3.78	4.09
投资活动现金流	(167)	119	(2)	(3)	(5)	每股净资产	18.40	18.38	21.44	23.23	25.25
债权融资	4	0	(1)	0	0	估值比率					
股权融资	(46)	7	16	0	0	市盈率	12.6	22.8	17.6	15.3	13.5
其他	(278)	(273)	6	(132)	(151)	市净率	2.8	2.8	2.4	2.2	2.0
筹资活动现金流	(321)	(265)	21	(132)	(151)	EV/EBITDA	8.1	13.3	10.3	9.1	8.3
汇率变动影响	(0)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	9.3	16.9	12.8	11.2	9.9
现金净增加额	(161)	111	390	217	225						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。