

甘源食品 (002991.SZ)

2025 年渠道深刻调整, 2026Q1 收入恢复增长

优于大市

核心观点

公司公布 2025 年及 2026Q1 业绩: 2025 年实现营业总收入 21.0 亿元, 同比-7.1%; 实现归母净利润 2.1 亿元, 同比-44.6%; 实现扣非归母净利润 1.9 亿元, 同比-44.3%。2026Q1 实现营业总收入 6.2 亿元, 同比+22.5%; 实现归母净利润 0.7 亿元, 同比+25.7%; 实现扣非归母净利润 0.6 亿元, 同比+29.0%。

2025 年收入受传统经销渠道下滑拖累, 电商、直营渠道高速增长。分产品看, 综合果仁及豆果/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他系列收入分别-18.6%/+1.0%/-6.5%/+0.3%/-6.8%。分渠道看, 经销模式收入同比-17.7%, 收入占比从 2024 年的 85.4%大幅降至 75.6%, 主因公司对部分 KA 渠道由经销商模式转为直营模式, 并优化部分经销商。电商/直营及其他模式收入分别同比+35.8%/+101.9%, 得益于公司在电商渠道扩充品类及加大投入。

2025 年成本高位、费用投入增多, 盈利能力受损。2025 年毛利率同比-0.7pp, 主要系棕榈油成本维持高位。2025 年销售/管理/财务费用率分别同比+5.0/+0.8/+0.1pp, 销售费用率增幅明显主要系公司为推广新品、线上线下渠道开拓、加强品牌营销而增大投放, 管理费用率提升与团队扩张有关, 研发费用率同比持平。2025 年归母净利率 9.9%, 同比-6.7pp。

2025Q4 及 2026Q1 合并收入小幅增长, 2026Q1 费率有所优化。2025Q4 收入同比-13.6%, 主因春节错期导致部分备货后移, 合并看 2025Q4+2026Q1 收入同比+2.2%。利润端, 2025Q4 单季净利率为 9.3%, 同比-5.9pp, 盈利能力继续承压。2026Q1 净利率 10.7%, 同比+0.3pp, 毛利率同比-0.4pp, 棕榈油原料成本仍承压, 但费用率开始优化, 销售/管理费用率分别同比-0.1/-1.3pp。

盈利预测与投资建议:公司在 2025 年积极推进渠道变革, 并辅以产品创新和海外拓展, 为未来重回增长轨道奠定基础。预计费率优化、新兴渠道快速成长、海外市场突破将帮助 2026 年业绩实现改善。考虑到公司传统经销渠道改革进程慢于我们此前的预期, 我们小幅下调 2026-2027 年盈利预测, 并新增 2028 年盈利预测: 预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 23.6/26.5/29.5 亿元 (2026-2027 年前预测值 25.3/28.8 亿元), 同比+12.6%/+12.4%/+11.1%; 实现归母净利润 2.7/3.2/3.6 亿元 (2026-2027 年前预测值 3.3/4.1 亿元), 同比+30.4%/+16.9%/+13.3%; EPS 分别为 2.92/3.41/3.86 元; 当前股价对应 PE 分别为 17/15/13 倍, 综合考虑公司业绩改善潜力、公司的分红能力及分红意愿, 维持“优于大市”评级。

风险提示:消费者购物习惯变化导致传统渠道流量大幅下滑; 行业竞争加剧; 原材料价格大幅上涨; 海外市场开拓遭遇较大阻力; 食品安全风险。

| 盈利预测和财务指标 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,257 | 2,096 | 2,361 | 2,654 | 2,948 |
| (+/-%) | 22.2% | -7.1% | 12.6% | 12.4% | 11.1% |
| 归母净利润(百万元) | 376 | 208 | 272 | 318 | 360 |
| (+/-%) | 14.3% | -44.6% | 30.4% | 16.9% | 13.3% |
| 每股收益(元) | 4.04 | 2.24 | 2.92 | 3.41 | 3.86 |
| EBIT Margin | 16.7% | 10.0% | 11.5% | 12.0% | 12.2% |
| 净资产收益率 (ROE) | 21.9% | 12.2% | 14.9% | 16.3% | 17.5% |
| 市盈率 (PE) | 12.6 | 22.8 | 17.4 | 14.9 | 13.2 |
| EV/EBITDA | 12.2 | 18.8 | 14.8 | 13.1 | 11.8 |
| 市净率 (PB) | 2.77 | 2.77 | 2.59 | 2.43 | 2.30 |

资料来源: Choice、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 休闲食品

证券分析师: 张向伟

证券分析师: 杨苑

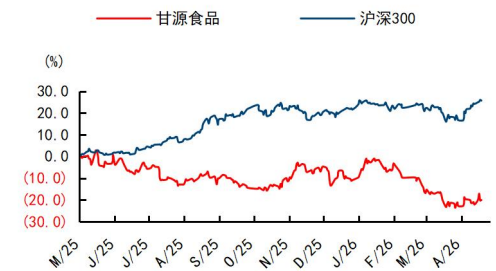
021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn
S0980523090001 S0980523090003

基础数据

| | |
|-------------|---------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 51.05 元 |
| 总市值/流通市值 | 4759/2549 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 78.33/48.21 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 45.77 百万元 |

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《甘源食品 (002991.SZ) - 2025 年三季度收入增速转正, 盈利能力环比改善》——2025-10-30
- 《甘源食品 (002991.SZ) - 经销渠道持续承压, 费用率大幅提升致盈利能力受损》——2025-08-13
- 《甘源食品 (002991.SZ) - 2025 年第一季度收入同比下滑, 盈利能力有所弱化》——2025-04-27
- 《甘源食品 (002991.SZ) - 第三季度收入增速环比改善, 传统渠道调整见效》——2024-10-29
- 《甘源食品 (002991.SZ) - 第二季度收入增速有所放缓, 未来三年股东回报保障增强》——2024-08-05

公司公布 2025 年和 2026Q1 业绩：2025 年实现营业总收入 21.0 亿元，同比-7.1%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比-44.6%；实现扣非归母净利润 1.9 亿元，同比-44.3%。2026Q1 实现营业总收入 6.2 亿元，同比+22.5%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比+25.7%；实现扣非归母净利润 0.6 亿元，同比+29.0%。

2025 年收入受传统经销渠道下滑拖累，电商、直营渠道高速增长。分产品看，综合果仁及豆果/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他系列收入分别-18.6%/+1.0%/-6.5%/+0.3%/-6.8%。分渠道看，经销模式收入同比-17.7%，收入占比从 2024 年的 85.4%大幅降至 75.6%，主因公司主动对部分 KA 渠道由经销商模式转为直营模式，并优化部分经销商。电商/直营及其他模式收入分别同比+35.8%/+101.9%，得益于公司在电商渠道扩充品类及加大投入。

2025 年成本高位、费用投入增多，盈利能力受损。2025 年毛利率同比-0.7pp，主要系棕榈油成本维持高位。2025 年销售/管理/研发/财务费用率分别同比+5.0/+0.8/+0.1pp，销售费用率增幅明显主要系公司为推广新品、线上线下渠道开拓、加强品牌营销而增大了投放，管理费用率提升主因公司为国内渠道结构调整及海外市场拓展相应进行了团队扩张，研发费用率同比持平。2025 年归母净利润率 9.9%，同比-6.7pp。

2025 年维持 70%高比例现金分红。公司提出 2025 年末期分红方案，拟每 10 股派发现金红利 10.13 元（含税），分红总额约 0.93 亿元，叠加中期分红，2025 年度累计分红 1.46 亿元，现金分红比例 70%，同比持平。

2025Q4 及 2026Q1 合并收入小幅增长，2026Q1 费率有所优化。2025Q4 收入同比-13.6%，主因春节错期导致部分备货后移，2025Q4 及 2026Q1 合并收入同比+2.2%。利润端，2025Q4 单季净利率为 9.3%，同比-5.9pp，降幅较 2025Q3 变化不大，盈利能力继续承压。2026Q1 净利率 10.7%，同比+0.3pp，毛利率同比-0.4pp，棕榈油原料成本仍承压，但费用率开始优化，销售/管理费用率分别同比-0.1/-1.3pp。

盈利预测与投资建议：公司在 2025 年积极推进渠道变革，并辅以产品创新和海外拓展，为未来重回增长轨道奠定基础。预计费率优化、新兴渠道快速成长、海外市场突破将帮助 2026 年业绩实现改善。考虑到公司传统经销渠道改革进程慢于我们此前的预期，我们小幅下调 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 23.6/26.5/29.5 亿元（2026-2027 年前预测值 25.3/28.8 亿元），同比+12.6%/+12.4%/+11.1%；实现归母净利润 2.7/3.2/3.6 亿元（2026-2027 年前预测值 3.3/4.1 亿元），同比+30.4%/+16.9%/+13.3%；EPS 分别为 2.92/3.41/3.86 元；当前股价对应 PE 分别为 17/15/13 倍，综合考虑公司的业绩改善潜力、公司的分红能力及分红意愿，维持“优于大市”评级。

风险提示

消费者购物习惯变化导致传统渠道流量大幅下滑；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；海外市场开拓遭遇较大阻力；食品安全风险。

表1: 盈利预测调整表

| 项目 | 原预测（调整前） | | | 现预测（调整后） | | | 调整幅度 | | |
|-----------|----------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 营业收入（百万元） | 2,525 | 2,885 | - | 2,361 | 2,654 | 2,948 | -164 | -231 | - |
| 收入同比增速% | 12.8% | 14.2% | - | 12.6% | 12.4% | 11.1% | -0.1% | -1.8% | - |
| 毛利率% | 35.3% | 35.6% | - | 35.2% | 35.4% | 35.6% | -0.1% | -0.2% | - |
| 销售费用率% | 16.1% | 15.2% | - | 17.2% | 17.1% | 17.0% | 1.1% | 1.9% | - |

| | | | | | | | | | |
|------------|-------|-------|---|-------|-------|-------|-------|-------|---|
| 归母净利润率% | 12.9% | 14.2% | - | 11.5% | 12.0% | 12.2% | -1.4% | -2.2% | - |
| 归母净利润(百万元) | 326 | 410 | - | 272 | 318 | 360 | -54 | -92 | - |
| 归母净利润同比增速% | 31.0% | 25.8% | - | 30.4% | 16.9% | 13.3% | -0.6% | -8.9% | - |
| EPS(元) | 3.50 | 4.40 | - | 2.92 | 3.41 | 3.86 | -0.58 | -0.99 | - |

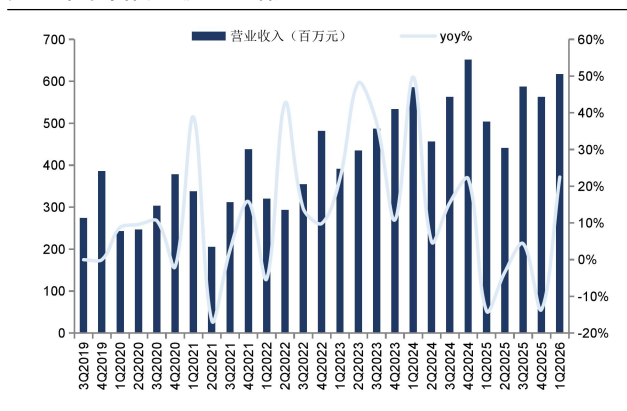
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表(2026年4月23日)

| 代码 | 公司简称 | PE-TTM | 股价(元) | EPS | | PE | | 总市值(亿元) | 投资评级 |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|------|
| | | | | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | | |
| 002991.SZ | 甘源食品 | 21.4 | 50.88 | 2.92 | 3.41 | 17.4 | 14.9 | 47 | 优于大市 |
| 002557.SZ | 洽洽食品 | 29.2 | 23.65 | 1.33 | 1.54 | 17.8 | 15.3 | 120 | 优于大市 |
| 002956.SZ | 西麦食品 | 36.3 | 27.90 | 1.10 | 1.33 | 25.4 | 20.9 | 62 | 优于大市 |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 19.7 | 54.12 | 3.22 | 3.92 | 16.8 | 13.8 | 148 | 优于大市 |
| 003000.SZ | 劲仔食品 | 19.2 | 10.61 | 0.61 | 0.73 | 17.3 | 14.6 | 48 | 优于大市 |
| 9985.HK | 卫龙美味 | 14.1 | 8.05 | 0.68 | 0.79 | 11.7 | 10.2 | 196 | 优于大市 |

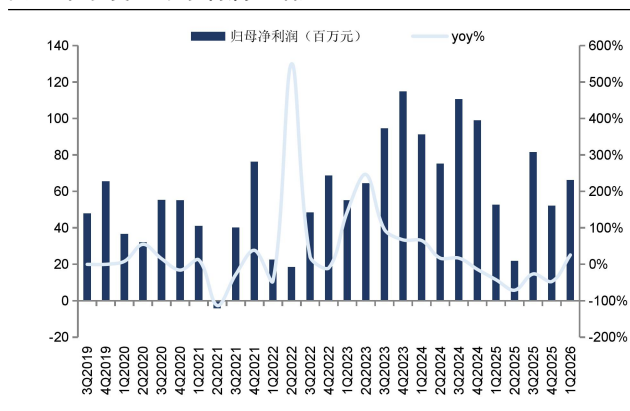
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



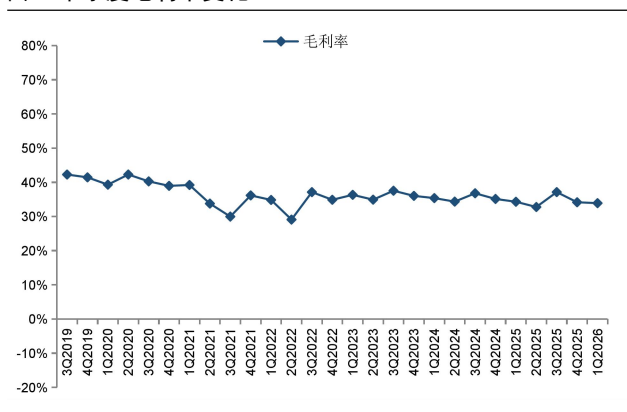
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



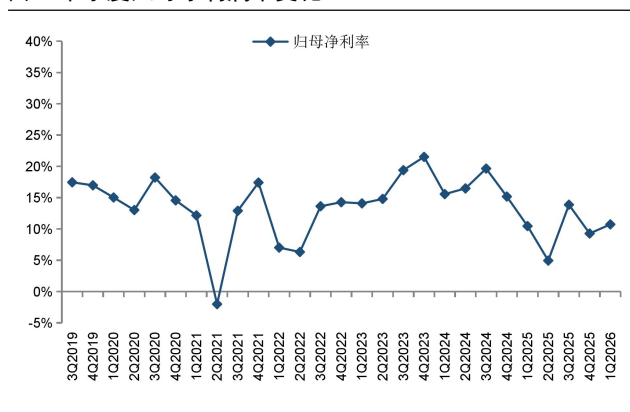
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利润率变化



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 现金及现金等价物 | 532 | 478 | 599 | 715 | 799 | 营业收入 | 2257 | 2096 | 2361 | 2654 | 2948 |
| 应收款项 | 111 | 103 | 116 | 130 | 144 | 营业成本 | 1457 | 1368 | 1530 | 1714 | 1900 |
| 存货净额 | 260 | 262 | 293 | 328 | 364 | 营业税金及附加 | 20 | 21 | 24 | 27 | 29 |
| 其他流动资产 | 112 | 95 | 107 | 119 | 131 | 销售费用 | 286 | 371 | 406 | 454 | 501 |
| 流动资产合计 | 1248 | 1110 | 1287 | 1465 | 1611 | 管理费用 | 85 | 96 | 103 | 113 | 125 |
| 固定资产 | 842 | 884 | 894 | 903 | 906 | 研发费用 | 32 | 30 | 30 | 32 | 36 |
| 无形资产及其他 | 118 | 116 | 117 | 118 | 120 | 财务费用 | (11) | (7) | (10) | (12) | (14) |
| 投资性房地产 | 63 | 56 | 63 | 70 | 78 | 投资收益 | 5 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | (3) | (6) | (4) | (4) | (4) |
| 资产总计 | 2270 | 2167 | 2362 | 2557 | 2714 | 其他收入 | 18 | (0) | 11 | 15 | 16 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 40 | 0 | 30 | 50 | 40 | 营业利润 | 441 | 243 | 318 | 371 | 420 |
| 应付款项 | 229 | 184 | 205 | 228 | 250 | 营业外净收支 | (1) | (2) | (1) | (1) | (1) |
| 其他流动负债 | 148 | 119 | 130 | 143 | 156 | 利润总额 | 440 | 242 | 317 | 370 | 419 |
| 流动负债合计 | 417 | 302 | 365 | 420 | 445 | 所得税费用 | 64 | 34 | 46 | 54 | 61 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 其他长期负债 | 138 | 152 | 168 | 188 | 207 | 归属于母公司净利润 | 376 | 208 | 272 | 318 | 360 |
| 非流动负债合计 | 138 | 152 | 168 | 188 | 207 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 556 | 454 | 533 | 608 | 653 | 净利润 | 376 | 208 | 272 | 318 | 360 |
| 少数股东权益 | 0 | (0) | (1) | (1) | (1) | 资产减值准备 | 2 | (3) | (1) | (0) | 0 |
| 股东权益 | 1715 | 1713 | 1830 | 1950 | 2062 | 折旧摊销 | 56 | 66 | 86 | 91 | 98 |
| 负债和股东权益总计 | 2270 | 2167 | 2362 | 2557 | 2714 | 公允价值变动损失 | 3 | 6 | 3 | 3 | 3 |
| | | | | | | 财务费用 | (11) | (7) | (10) | (12) | (14) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 营运资本变动 | (130) | (34) | (7) | (7) | (8) |
| 每股收益 | 4.04 | 2.24 | 2.92 | 3.41 | 3.86 | 其它 | 19 | 15 | (10) | (14) | (16) |
| 每股红利 | 2.83 | 1.57 | 2.04 | 2.56 | 3.09 | 经营活动现金流 | 327 | 259 | 342 | 391 | 437 |
| 每股净资产 | 18.40 | 18.38 | 19.63 | 20.92 | 22.12 | 资本开支 | (269) | (124) | (105) | (105) | (105) |
| ROIC | 23.55% | 12.46% | 16% | 19% | 21% | 其它投资现金流 | 101 | 243 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 21.94% | 12.17% | 15% | 16% | 17% | 投资活动现金流 | (167) | 119 | (105) | (105) | (105) |
| 毛利率 | 35% | 35% | 35% | 35% | 36% | 权益性融资 | (0) | 1 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 17% | 10% | 12% | 12% | 12% | 长期贷款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 19% | 13% | 15% | 15% | 16% | 支付股利、利息 | (297) | (217) | (145) | (190) | (237) |
| 收入增长 | 22% | -7% | 13% | 12% | 11% | 其它融资现金流 | (24) | (49) | (10) | (11) | (11) |
| 净利润增长率 | 14% | -45% | 30% | 17% | 13% | 融资活动现金流 | (321) | (265) | (156) | (200) | (248) |
| 资产负债率 | 24% | 21% | 23% | 24% | 24% | 现金净变动 | (161) | 111 | 81 | 86 | 84 |
| 股息率 | 5.6% | 3.1% | 4.0% | 5.0% | 6.1% | 货币资金的期初余额 | 246 | 85 | 196 | 278 | 363 |
| P/E | 12.6 | 22.8 | 17.4 | 14.9 | 13.2 | 货币资金的期末余额 | 85 | 196 | 278 | 363 | 447 |
| P/B | 2.8 | 2.8 | 2.6 | 2.4 | 2.3 | 企业自由现金流 | (19) | 89 | 206 | 251 | 293 |
| EV/EBITDA | 12.2 | 18.8 | 14.8 | 13.1 | 11.8 | 权益自由现金流 | (19) | 89 | 245 | 282 | 296 |

资料来源: Choice、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032