

## 甘源食品 (002991.SZ)

## 26Q1 经营动能明显改善，继续关注渠道调整成果

公司发布《2025年年度报告》与《2026年一季度报告》，26Q1 营收/归母净利润/扣非净利润 6.18 亿元/0.66 亿元/0.59 亿元，同比+22.5%/+25.7%/+29.0%。26Q1 公司经营动能明显改善，春节旺季带动下零食量贩、电商与传统渠道均实现同比增长。26 年各渠道打法仍然明确，电商渠道保持推广节奏；线下零食量贩提升新品渗透率、高端会员店推进产品上新、传统商超继续加强调改；海外市场立足越南、辐射东南亚。成本侧公司通过多元化采购、战略锁价、优化供应链等平滑原材料价格波动；费用审慎评估效率与产出比，盈利能力有望夯实。

□ 25 年净利润承压，26Q1 经营动能明显改善。25 年公司营收/归母净利润/扣非净利润 21.0 亿元/2.1 亿元/1.9 亿元，同比-7.1%/-44.6%/-44.3%，单季度来看，25Q4 营收/归母净利润/扣非净利润 5.6 亿元/0.5 亿元/0.5 亿元，同比-13.6%/-47.2%/-45.8%。25 年公司收入下滑主要系部分渠道业务收入下降、春节错期所致，利润侧由于原材料成本上涨、新品推广、海外市场拓展投入增加等进一步承压。26Q1 营收/归母净利润/扣非净利润 6.18 亿元/0.66 亿元/0.59 亿元，同比+22.5%/+25.7%/+29.0%，得益于春节旺季带动，零食量贩、电商与传统渠道均实现同比增长，经营动能明显改善。合并 25Q4+26Q1 两个季度看、收入同比+2.2%、归母净利同比-21.8%。25 年现金分红率约 70%，同比持平。

□ 产品表现分化、渠道多维拓展。1) 分产品来看，25 年综合果仁及豆果/青豌豆/瓜子仁/蚕豆/其他系列收入分别为 5.7 亿元/5.3 亿元/2.8 亿元/2.8 亿元/4.1 亿元，同比-18.6%/+1.1%/-6.5%/+0.3%/-6.8%，综合果仁及豆果由于春节错期及公司取消部分低价礼盒等因素短期承压，青豌豆、瓜子仁、蚕豆等传统品类表现相对平稳。2) 分渠道来看，25 年经销/电商/直营及其他模式收入分别为 15.8 亿元/3.2 亿元/1.6 亿元，同比-17.7%/+35.8%/+101.9%，零食量贩渠道 25 年持续扩品，26Q1 新品渗透率仍有提升空间；电商渠道 25 年公司调整产品结构与定价策略，26Q1 继续保持高速增长；传统渠道 25 年主动调整，聚焦资源服务优质客户；高端会员店渠道产品收入较为稳定，26Q1 推进产品上新。

□ 25 盈利能力承压、26Q1 费用率改善带动净利率修复。25 年公司毛利率/净利率水平分别为 34.8%/9.9%，同比-0.7pct/-6.8pct，原材料成本上升影响毛利率水平。26Q1 公司毛利率/净利率水平分别为 33.9%/10.7%，同比-0.4pct/+0.2pct，单季度产品与渠道结构调整及原材料成本波动影响毛利率，但规模效应下费用率略有下降带动净利率释放。费用方面，25 年公司销售/管理/财务费用率分别为 17.7%/4.6%/-0.4%，同比+5.0pct/+0.8pct/+0.1pct，海外市场拓展及新品广告投入加大带动销售费用率提升；26Q1 销售/管理/财务费用率分别为 17.3%/3.5%/-0.2%，同比-0.1pct/-1.3pct/+0.2pct，单季度核心费率逐步改善。

□ 投资建议：26Q1 经营动能明显改善，继续关注渠道调整成果。26Q1 公司经营动能明显改善，春节旺季带动下零食量贩、电商与传统渠道均实现同比增长。26 年各渠道打法仍然明确，电商渠道保持推广节奏；线下零食量贩提升新品渗透率、高端会员店推进产品上新、传统商超继续加强调改；海外市场

## 增持 (维持)

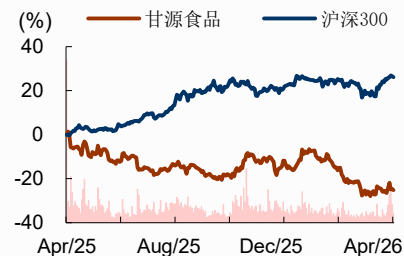
消费品/食品饮料  
目标估值: NA  
当前股价: 50.65 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	93
已上市流通股 (百万股)	50
总市值 (十亿元)	4.7
流通市值 (十亿元)	2.5
每股净资产 (MRQ)	19.1
ROE (TTM)	12.5
资产负债率	17.8%
主要股东	严斌生
主要股东持股比例	56.24%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-9	-26
相对表现	-3	-11	-52



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《甘源食品 (002991) —Q3 营收环比改善，产品、渠道调整成效逐步显现》2025-10-31
- 《甘源食品 (002991) —费用投入加大、成本上行，Q2 经营表现承压》2025-08-13
- 《甘源食品 (002991) —经营低点已过，关注新品类、海外进展》2025-05-05

陈书慧 S1090523010003  
 chenshuhui@cmschina.com.cn  
 朱彦霖 研究助理  
 zhuyanlin@cmschina.com.cn

立足越南、辐射东南亚。成本侧公司通过多元化采购、战略锁价、优化供应链等平滑原材料价格波动；费用侧审慎评估效率与产出比，盈利能力有望夯实。预计公司 26-28 年归母净利润分别为 2.73 亿元、3.22 亿元、3.70 亿元，对应 26 年 17.3 倍 PE，维持“增持”评级。

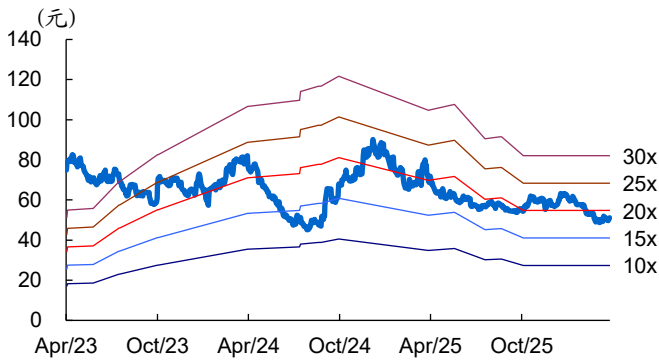
□ 风险提示：需求不及预期，品类推广不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2257	2096	2416	2726	2985
同比增长	22%	-7%	15%	13%	9%
营业利润(百万元)	441	243	313	369	424
同比增长	9%	-45%	29%	18%	15%
归母净利润(百万元)	376	208	273	322	370
同比增长	14%	-45%	31%	18%	15%
每股收益(元)	4.04	2.24	2.93	3.45	3.97
PE	12.6	22.7	17.3	14.7	12.8
PB	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2

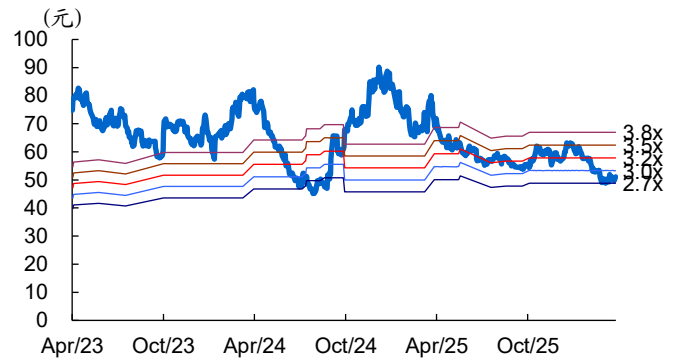
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 甘源食品历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 甘源食品历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《甘源食品（002991）—Q3 营收环比改善，产品、渠道调整成效逐步显现》  
2025-10-31
- 2、《甘源食品（002991）—费用投入加大、成本上行，Q2 经营表现承压》  
2025-08-13
- 3、《甘源食品（002991）—经营低点已过，关注新品类、海外进展》  
2025-05-05

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1248	1110	1159	1226	1308
现金	532	478	461	461	490
交易性投资	233	173	173	173	173
应收票据	0	2	2	2	3
应收款项	104	94	108	122	134
其它应收款	6	7	8	9	10
存货	260	262	299	336	367
其他	112	95	108	122	133
<b>非流动资产</b>	1023	1056	1152	1239	1318
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	673	794	904	1004	1095
无形资产商誉	118	116	105	94	85
其他	232	146	143	141	139
<b>资产总计</b>	<b>2270</b>	<b>2167</b>	<b>2311</b>	<b>2464</b>	<b>2626</b>
<b>流动负债</b>	417	302	323	349	371
短期借款	40	0	0	0	0
应付账款	171	139	159	179	195
预收账款	57	41	47	53	58
其他	149	121	116	117	118
<b>长期负债</b>	138	152	152	152	152
长期借款	0	0	0	0	0
其他	138	152	152	152	152
<b>负债合计</b>	<b>556</b>	<b>454</b>	<b>474</b>	<b>501</b>	<b>522</b>
股本	93	93	93	93	93
资本公积金	806	813	813	813	813
留存收益	815	807	932	1060	1201
少数股东权益	0	(0)	(1)	(2)	(4)
归属于母公司所有者权益	1715	1713	1838	1966	2107
<b>负债及权益合计</b>	<b>2270</b>	<b>2167</b>	<b>2311</b>	<b>2464</b>	<b>2626</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	327	259	286	343	405
净利润	376	208	272	321	369
折旧摊销	66	74	88	96	104
财务费用	(8)	(7)	(4)	(4)	(4)
投资收益	(6)	(3)	(31)	(31)	(31)
营运资金变动	(97)	(21)	(40)	(40)	(33)
其它	(4)	7	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(167)	119	(152)	(152)	(152)
资本支出	(269)	(124)	(183)	(183)	(183)
其他投资	101	243	31	31	31
<b>筹资活动现金流</b>	(321)	(265)	(151)	(190)	(225)
借款变动	(0)	35	(6)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(46)	7	0	0	0
股利分配	(305)	(322)	(148)	(194)	(229)
其他	31	15	4	4	4
<b>现金净增加额</b>	<b>(161)</b>	<b>112</b>	<b>(17)</b>	<b>0</b>	<b>28</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	2257	2096	2416	2726	2985
营业成本	1457	1368	1562	1757	1915
营业税金及附加	20	21	27	30	33
营业费用	286	371	421	461	490
管理费用	85	96	88	99	108
研发费用	32	30	35	39	43
财务费用	(11)	(7)	(4)	(4)	(4)
资产减值损失	(8)	(5)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	5	1	1	1	1
其他收益	49	27	27	27	27
投资收益	6	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	441	243	313	369	424
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	312	367	422
所得税	64	34	40	47	54
少数股东损益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>归属于母公司净利润</b>	376	208	273	322	370

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	22%	-7%	15%	13%	9%
营业利润	9%	-45%	29%	18%	15%
归母净利润	14%	-45%	31%	18%	15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.5%	34.8%	35.4%	35.6%	35.8%
净利率	16.7%	9.9%	11.3%	11.8%	12.4%
ROE	22.1%	12.2%	15.4%	16.9%	18.2%
ROIC	21.3%	11.6%	15.2%	16.8%	18.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.5%	20.9%	20.5%	20.3%	19.9%
净负债比率	2.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.0	3.7	3.6	3.5	3.5
速动比率	2.4	2.8	2.7	2.5	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.9	1.1	1.1	1.2
存货周转率	6.7	5.2	5.6	5.5	5.5
应收账款周转率	33.9	20.9	23.4	23.2	22.9
应付账款周转率	10.3	8.8	10.5	10.4	10.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	4.04	2.24	2.93	3.45	3.97
每股经营净现金	3.51	2.78	3.06	3.68	4.35
每股净资产	18.40	18.38	19.72	21.09	22.61
每股股利	2.88	1.59	2.08	2.45	2.82
<b>估值比率</b>					
PE	12.6	22.7	17.3	14.7	12.8
PB	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	9.9	16.0	12.0	10.3	9.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。