

25年筑底调整，26年修复可期

甘源食品(002991)

评级:	买入	股票代码:	002991
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	93.42/45.31
目标价格:		总市值(亿)	47.43
最新收盘价:	50.88	自由流通市值(亿)	25.41
		自由流通股数(百万)	49.93

事件概述

25年公司实现营收20.96亿元，同比-7.15%；归母净利润2.08亿元，同比-44.59%；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%；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%。

分析判断:

► 25年渠道与成本双重承压，26Q1迎恢复性增长

公司2025年收入受传统商超渠道客流下滑、渠道结构调整及原材料价格波动等因素影响同比有所调整，整体经营处于渠道优化、产品升级与成本管控的战略调整期，公司主动推进全渠道精耕、风味坚果等新品迭代及供应链效率提升，长期产品与渠道根基依然稳固。26Q1公司紧抓春节消费旺季与零食量贩、会员商超等高势能渠道发展机遇，营收实现恢复性增长，同增22.51%至6.18亿元。

分品类来看，公司青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁及豆果/其他产品分别实现营业收入5.30/2.82/2.78/5.74/4.09亿元，分别同比+1.09%/-6.46%/+0.31%/-18.62%/-6.76%，青豌豆、蚕豆等核心籽类产品基本盘稳健，综合果仁及豆果系列短期承压。青豌豆、瓜子仁、蚕豆系列持续推进口味创新与包装升级，巩固细分领域领先优势；综合果仁及豆果系列聚焦风味坚果、冻干坚果等新品方向，加快产品创新与市场推广；其他系列持续丰富产品矩阵。

分渠道来看，公司经销/电商/直营及其他模式分别实现营业收入15.85/3.25/1.63亿元，分别同比-17.74%/+35.77%/+101.94%；分区域来看，华东/华南/境外等区域分别实现营收6.50/1.93/1.15亿元，分别同比-1.25%/+20.78%/+38.54%。传统经销渠道受线下商超疲软影响有所承压，电商、直营等新渠道高速增长成为核心增量；境外市场快速拓展，渠道与产品本土化推进顺利，成为重要增长极。

Q1我们判断公司产品端青豌豆、蚕豆等核心品类稳健回暖，风味坚果等成长品类弹性释放；渠道端春节旺季带动线下传统渠道企稳回升，零食量贩、会员制超市、即时零售等新渠道延续较快增长趋势，带动Q1收入稳健高增22.51%至6.18亿元。

► 毛利小幅波动，费用优化+规模效应带动26Q1盈利改善

成本端来看，2025年公司毛利率同比下降0.71pct至34.75%，我们判断主要受棕榈油等核心原材料价格波动、综合果仁及豆果系列销量下滑导致规模效应减弱影响，叠加渠道结构调整对毛利形成一定压制。

费用端来看，2025年销售/管理/研发/财务费用率分别为17.68%/4.58%/1.45%/-0.35%，同比+5.01%/+0.83%/+0.03%/+0.15pct；为应对渠道变革与市场竞争，公司主动加大新品推广、品牌营销及线上线下的新渠道开拓投入，销售费用同比大幅增加；管理费用随团队优化、人才引进有所上升；整体费用端呈现短期刚性投入加大。综合来看，2025年公司经营受原料波动、渠道转型、费用投入增加多重因素叠加影响，盈利端承压明显，归母净利率同比下降6.76pct至9.91%，相应归母净利润同比下降44.59%至2.08亿元。

26Q1经营端拆分来看，公司毛利率33.91%，同比-0.41pct，整体保持稳健；销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.07%/-1.33%/-0.12%/+0.19pct至17.27%/3.54%/1.10%/-0.16%，管理费用率优化明显，费用使用效率持续改善，销售费用随旺季营销与渠道拓展合理投入。得益于收入稳健增长、毛利保持稳健与费用端优化共

振，26Q1 公司盈利弹性释放，归母净利润同比提升 25.73%至 0.66 亿元，扣非净利润增速快于归母净利润，主业盈利质量提升，相应归母净利率同比提升 0.21pct 至 10.68%，盈利质量与经营效率同步改善。

▶ 渠道调整见效 + 成本管控推进，经营持续修复可期

2025 年公司经历渠道转型与原料波动双重压力，经营主动调整、夯实根基，2026 年一季度已迎来营收稳健反弹、盈利持续改善，经营现金流同比大幅增长 101.29%，回款能力显著增强。

26 年看好公司产品创新、渠道变革、成本改善三重共振，业绩修复趋势明确。产品端看好公司持续深化风味技术创新，巩固青豌豆、瓜子仁、蚕豆等经典品类优势，加快风味坚果、膨化零食、健康谷物零食三大成长赛道布局，推动产品高端化、健康化、多元化升级；渠道端全场景发力，新渠道成为增长引擎，公司在巩固传统经销渠道基本盘同时，全力推进零食量贩、会员店、即时零售、O2O 等新渠道拓展，持续优化经销商体系，电商渠道保持高增，海外市场深耕东南亚等区域，全渠道协同助力收入稳健增长；成本端公司通过原材料战略采购、供应链精细化管理、南北生产基地协同提效，平抑原料价格波动，叠加产品结构升级与规模效应显现，毛利率与净利率有望持续修复，看好盈利能力稳步改善。

投资建议

参考最新业绩报告，我们调整公司 26-27 年 25.54/28.09 亿元的预测至 24.16/26.94 亿元，新增 28 年 29.41 亿元的预测；调整 26-27 年 EPS 3.25/3.79 元的预测至 3.03/3.51 元，新增 28 年 4.00 元的预测。对应 2026 年 4 月 22 日的收盘价 50.88 元的估值分别为 17/15/13 倍，维持买入评级。

风险提示

商超渠道扩张不及预期，原材料价格下降不及预期，行业竞争加剧

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2,257	2,096	2,416	2,694	2,941
YoY (%)	22.2%	-7.1%	15.3%	11.5%	9.2%
归母净利润 (百万元)	376	208	283	327	373
YoY (%)	14.3%	-44.6%	35.6%	15.7%	13.9%
毛利率 (%)	35.5%	34.8%	34.3%	34.7%	35.2%
每股收益 (元)	4.14	2.30	3.03	3.51	4.00
ROE	21.9%	12.2%	16.4%	18.3%	19.7%
市盈率	12.29	22.12	16.78	14.50	12.73

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SACNO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SACNO: S1120520100001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,096	2,416	2,694	2,941	净利润	208	283	327	373
YoY(%)	-7.1%	15.3%	11.5%	9.2%	折旧和摊销	78	88	98	109
营业成本	1,368	1,587	1,759	1,905	营运资金变动	-31	60	5	-16
营业税金及附加	21	22	24	26	经营活动现金流	259	429	428	464
销售费用	371	409	448	486	资本开支	-124	-218	-205	-211
管理费用	96	104	113	121	投资	58	50	20	0
财务费用	-7	-9	-9	-9	投资活动现金流	119	-163	-180	-205
研发费用	30	27	36	38	股权募资	1	0	0	0
资产减值损失	-6	0	0	0	债务募资	-40	28	25	28
投资收益	3	5	5	6	筹资活动现金流	-265	-244	-242	-242
营业利润	243	334	386	439	现金净流量	111	22	7	16
营业外收支	-2	-3	-3	-3	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	242	331	383	436	成长能力 (%)				
所得税	34	48	55	63	营业收入增长率	-7.1%	15.3%	11.5%	9.2%
净利润	208	283	327	373	净利润增长率	-44.6%	35.6%	15.7%	13.9%
归属于母公司净利润	208	283	327	373	盈利能力 (%)				
YoY(%)	-44.6%	35.6%	15.7%	13.9%	毛利率	34.8%	34.3%	34.7%	35.2%
每股收益	2.30	3.03	3.51	4.00	净利率	9.9%	11.7%	12.1%	12.7%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	9.6%	12.4%	13.6%	14.5%
货币资金	478	500	507	523	净资产收益率 ROE	12.2%	16.4%	18.3%	19.7%
预付款项	80	75	77	87	偿债能力 (%)				
存货	262	272	295	323	流动比率	3.67	2.70	2.36	2.22
其他流动资产	290	251	244	256	速动比率	2.50	1.81	1.55	1.42
流动资产合计	1,110	1,099	1,124	1,189	现金比率	1.58	1.23	1.07	0.97
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	20.9%	24.4%	26.0%	26.7%
固定资产	794	899	981	1,059	经营效率 (%)				
无形资产	116	131	142	155	总资产周转率	0.94	1.09	1.15	1.18
非流动资产合计	1,056	1,184	1,289	1,389	每股指标 (元)				
资产合计	2,167	2,283	2,413	2,578	每股收益	2.30	3.03	3.51	4.00
短期借款	0	30	55	83	每股净资产	18.38	18.51	19.16	20.28
应付账款及票据	139	153	169	183	每股经营现金流	2.78	4.60	4.59	4.98
其他流动负债	163	224	252	271	每股股利	1.59	2.88	2.88	2.88
流动负债合计	302	407	476	537	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	22.12	16.78	14.50	12.73
其他长期负债	152	151	151	151	PB	3.10	2.86	2.76	2.61
非流动负债合计	152	151	151	151					
负债合计	454	558	626	688					
股本	93	93	93	93					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,713	1,725	1,786	1,890					
负债和股东权益合计	2,167	2,283	2,413	2,578					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。