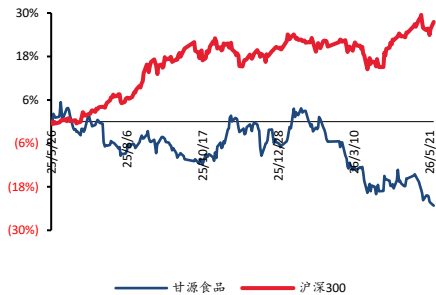


甘源食品：2025 业绩筑底，2026Q1 渠道调整成效显著

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|----------------|------------|
| 总股本/流通(亿股) | 0.93/0.5 |
| 总市值/流通(亿元) | 43.68/23.4 |
| 12个月内最高/最低价(元) | 67.8/46.76 |

相关研究报告

<<甘源食品：24 年零食量贩和出海表现亮眼，25Q1 业绩短期承压>>—2025-04-28

<<甘源食品：三季度业绩表现亮眼，多渠道协同共进>>—2024-10-24

<<甘源食品：业绩符合预期，一季度开门红表现亮眼>>—2024-04-25

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：梁帅奇

电话：

E-MAIL: liangsq@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190526030002

事件：公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年全年实现营收 20.96 亿元，同比-7.15%，实现归母净利润 2.08 亿元，同比-44.59%。25Q4 实现营收 5.63 亿元，同比-13.60%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比-47.19%。2026Q1 实现营收 6.18 亿元，同比+22.51%；实现归母净利润 0.66 亿元，同比+25.73%；实现归母扣非净利润 0.59 亿元，同比+28.98%。

渠道调整年，传统渠道承压，新兴渠道表现亮眼。分渠道看，2025 年经销/电商/直营及其他模式分别实现营收 15.85/3.25/1.63 亿，同比-17.74%/+35.77%/+101.94%。传统经销渠道承压，主要系公司主动调整，淘汰部分低效尾部经销商，并收缩了部分低效单品，推动部分核心 KA 系统（如沃尔玛、大润发）从经销转为直营。26Q1 传统渠道实现增速转正，优化策略成效初显。公司将电商渠道定位为新品首发和品牌营销的主阵地，产品结构和定价策略均有优化，大力推广新品，2025 至 26Q1 高增延续。直营及其他模式快速放量，高增长主要来自与商超客户的直营合作业务与零食量贩渠道放量。**分产品看，**2025 年经典产品青豌豆和蚕豆系列表现稳健，分别实现营收 5.30/2.78 亿元，同比+1.09%/+0.31%；综合果仁及豆果/瓜子仁/其他系列分别实现营收 5.74/2.82/4.09 亿元，同比-18.62%/-6.46%/-6.76%，主要受渠道结构调整影响。

毛利率阶段性承压，渠道开拓费用投放力度增大。2025/26Q1 公司主营业务毛利率分别为 34.4%/33.9%，同比-0.9pct/-0.4pct，主要受渠道结构调整和棕榈油等部分原材料成本上升共同影响。2025 年公司销售/管理/研发费用率分别为 17.68%/4.58%/1.45%，同比+5.01pct/+0.83pct/+0.03pct，其中销售费用同比增长 29.51%，主要系公司为推广新品及拓展新渠道、新市场，阶段性加大了促销推广费、品牌广告及销售人员方面的投入。

投资建议：2025 年为公司主动调整年，阵痛期后，26Q1 业绩迎来反弹。随着传统渠道改善、新兴渠道高增，业绩有望迎来持续改善。渠道端传统商超渠道重回增长轨道，稳固线下基本盘；零食量贩、高端会员店等高势能渠道持续渗透；海外市场多点开花，有望贡献显著增量。产品端青豌豆、蚕豆等经典产品需求韧性强，以翡翠豆、风味坚果为代表的创新产品矩阵已形成，有望接力成为新的增长引擎。展望未来，随着渠道改革红利持续释放、高毛利产品和渠道占比提升，公司盈利能力有望进一步修复。我们看好公司在渠道和产品双轮驱动下的长期发展，建议积极关注。我们预计 2026-2028 年实现收入 24.0/27.1/30.1 亿元，同比增长 14.6%/12.8%/11.0%，实现归母净利润 2.8/3.3/3.7 亿元，同比增长 36.1%/16.9%/12.6%，对应 PE 为 15x/13x/12x，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；新品推广不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 2,096 | 2,402 | 2,708 | 3,006 |
| 营业收入增长率(%) | -7.15% | 14.59% | 12.75% | 11.01% |
| 归母净利润（百万元） | 208 | 284 | 331 | 373 |
| 净利润增长率(%) | -44.59% | 36.05% | 16.89% | 12.62% |
| 摊薄每股收益（元） | 2.24 | 3.04 | 3.56 | 4.00 |
| 市盈率（PE） | 20.96 | 15.40 | 13.18 | 11.70 |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 532 | 478 | 427 | 457 | 497 |
| 应收和预付款项 | 184 | 176 | 167 | 171 | 199 |
| 存货 | 260 | 262 | 267 | 293 | 327 |
| 其他流动资产 | 273 | 194 | 348 | 360 | 361 |
| 流动资产合计 | 1,248 | 1,110 | 1,209 | 1,282 | 1,384 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 673 | 794 | 855 | 910 | 951 |
| 在建工程 | 169 | 90 | 119 | 145 | 172 |
| 无形资产开发支出 | 118 | 116 | 127 | 139 | 151 |
| 长期待摊费用 | 15 | 15 | 19 | 19 | 19 |
| 其他非流动资产 | 1,296 | 1,151 | 1,254 | 1,331 | 1,437 |
| 资产总计 | 2,270 | 2,167 | 2,374 | 2,544 | 2,730 |
| 短期借款 | 40 | 0 | 30 | 55 | 83 |
| 应付和预收款项 | 171 | 139 | 174 | 190 | 213 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 345 | 315 | 372 | 402 | 426 |
| 负债合计 | 556 | 454 | 576 | 647 | 721 |
| 股本 | 93 | 93 | 93 | 93 | 93 |
| 资本公积 | 948 | 952 | 952 | 952 | 952 |
| 留存收益 | 815 | 807 | 892 | 992 | 1,104 |
| 归母公司股东权益 | 1,715 | 1,713 | 1,798 | 1,897 | 2,009 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 1,715 | 1,713 | 1,798 | 1,897 | 2,009 |
| 负债和股东权益 | 2,270 | 2,167 | 2,374 | 2,544 | 2,730 |

现金流量表 (百万)

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 327 | 259 | 458 | 447 | 465 |
| 投资性现金流 | -167 | 119 | -336 | -208 | -192 |
| 融资性现金流 | -321 | -265 | -173 | -209 | -234 |
| 现金增加额 | -161 | 111 | -51 | 30 | 40 |

利润表 (百万)

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2,257 | 2,096 | 2,402 | 2,708 | 3,006 |
| 营业成本 | 1,457 | 1,368 | 1,560 | 1,746 | 1,930 |
| 营业税金及附加 | 20 | 21 | 24 | 27 | 30 |
| 销售费用 | 286 | 371 | 408 | 433 | 451 |
| 管理费用 | 85 | 96 | 101 | 108 | 114 |
| 财务费用 | -11 | -7 | -13 | -12 | -13 |
| 资产减值损失 | -3 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 6 | 3 | 16 | 0 | 0 |
| 公允价值变动 | 5 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 441 | 243 | 334 | 391 | 452 |
| 其他非经营损益 | -1 | -2 | -1 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 440 | 242 | 333 | 391 | 452 |
| 所得税 | 64 | 34 | 49 | 60 | 79 |
| 净利润 | 376 | 208 | 284 | 331 | 373 |
| 少数股东损益 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 归母股东净利润 | 376 | 208 | 284 | 331 | 373 |

预测指标

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 35.46% | 34.75% | 35.02% | 35.54% | 35.79% |
| 销售净利率 | 16.67% | 9.95% | 11.81% | 12.24% | 12.42% |
| 销售收入增长率 | 22.18% | -7.15% | 14.59% | 12.75% | 11.01% |
| EBIT 增长率 | 10.69% | -44.62% | 37.98% | 18.39% | 15.81% |
| 净利润增长率 | 14.32% | -44.59% | 36.05% | 16.89% | 12.62% |
| ROE | 21.94% | 12.17% | 15.77% | 17.47% | 18.58% |
| ROA | 16.57% | 9.62% | 11.95% | 13.03% | 13.67% |
| ROIC | 20.27% | 11.59% | 14.89% | 16.41% | 17.29% |
| EPS (X) | 4.04 | 2.24 | 3.04 | 3.56 | 4.00 |
| PE (X) | 11.61 | 20.96 | 15.40 | 13.18 | 11.70 |
| PB (X) | 2.55 | 2.55 | 2.43 | 2.30 | 2.17 |
| PS (X) | 1.94 | 2.08 | 1.82 | 1.61 | 1.45 |
| EV/EBITDA (X) | 16.81 | 15.57 | 9.72 | 8.30 | 7.23 |

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。