

信义山证汇通天下

证券研究报告

休闲食品

甘源食品（002991.SZ）

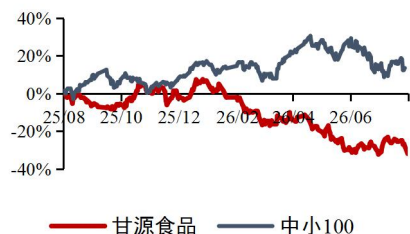
增持-A(首次)

渠道结构调整，多品类布局释放机会

2026 年 8 月 25 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 8 月 24 日

收盘价（元/股）：	39.15
年内最高/最低（元/股）：	64.70/38.00
流通 A 股/总股本（亿股）：	0.50/0.93
流通 A 股市值（亿元）：	19.55
总市值（亿元）：	36.49

基础数据：2026 年 6 月 30 日

基本每股收益(元/股)：	0.88
摊薄每股收益(元/股)：	0.88
每股净资产(元/股)：	18.23
净资产收益率(%)：	4.66

资料来源：常闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

刘清羽

执业登记编码：S0760525070001

邮箱：liuqingyu@sxzq.com

事件描述

➢ 甘源食品 2026H1 实现营业收入 10.70 亿元，同比增长 13.18%；归母净利润 0.80 亿元，同比增长 7.34%；扣非归母净利润 0.68 亿元，同比增长 6.79%；经营活动现金流净额 1.67 亿元，同比增长 49.57%。公司拟每 10 股派现 6.30 元，分红金额约 0.58 亿元，占 H1 归母净利润 72.07%。

事件点评

➢ 收入增长呈现多品类、多渠道驱动。青豌豆、瓜子仁、蚕豆及其他系列收入分别同比增长 11.34%、16.28%、16.80%和 45.37%，其中其他系列主要受花生产品放量带动；综合果仁及豆果系列收入同比下降 5.85%，仍是主要拖累。经销、电商和境外收入分别同比增长 15.06%、16.00%和 44.15%，线上及海外业务成为重要增量来源。

➢ 利润增速低于收入，主要系渠道结构和成本端压力。H1 综合毛利率 32.03%，同比下降 1.58 个百分点，公司直接材料成本同比增长 17.42%，物流成本同比增长 29.01%，主要系棕榈油等上有原材料涨价。公司开始向零食量贩、电商自营等低毛利高增长渠道增加投入，整体毛利率承压。与此同时，销售费用同比增长 7.29%，明显慢于收入增速，销售费用率同比下降约 0.96 个百分点，费用效率改善对毛利率压力形成了一定的缓冲。

➢ 海外渠道继续拓展，经销商销售承压。传统经销商进行一定程度的调改，经销模式收入 8.01 亿元，同比增长 15.06%，毛利率 29.46%，同比下降 2.39 个百分点；电商收入 1.77 亿元，同比增长 16.00%，毛利率 44.10%，同比提升 1.47 个百分点。经销商数量 2,841 家，同比减少 274 家、下降 8.80%，其中境外经销商由 38 家增至 109 家，渠道优化与海外拓展并行，海外增长具备韧性。

投资建议

➢ 公司花生类新品系列带动其他收入，同比增长 45.37%，零食量贩渠道红利显现，海外市场营收同比提升 44.15%，成为公司新增长点。以 8 月 24 日收盘价 39.15 元计算，对应 PE 为 15.9/13.3/12.1 倍，EPS 为 2.47/2.95/3.25。我们预计 2026—2028 年营业收入分别为 23.05/25.59/28.15 亿元，yoy 分别为 10.0%/11.0%/10.0%；归母净利润分别为 2.30/2.75/3.03 亿元，yoy 分别为 10.2%/19.8%/10.0%。首次覆盖，我们看重公司多渠道调整后的增长空间和多品类效应，给予“增持-A”评级。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

风险提示

- **终端需求及新品推广不及预期的风险。**休闲食品消费偏好变化较快，公司需要持续推出符合健康化、多元化趋势的新品。
- **渠道拓展及客户集中度风险。**公司对核心经销客户及线下渠道仍具有一定依赖，若主要客户采购策略发生变化，或零食量贩、会员店等新兴渠道拓展不及预期，可能对公司盈利能力产生不利影响。
- **原材料及物流成本上涨风险。**公司主要原材料包括坚果、棕榈油及包装材料等，价格易受气候和汇率等因素影响，关注公司锁价等行为。
- **市场费用投放效果不及预期的风险。**若品牌投入未能有效转化，或渠道竞争导致促销费用持续增加，可能造成费用率上升并影响利润释放节奏。
- **海外市场拓展不及预期的风险。**海外业务仍处于快速开拓阶段，若海外市场消费习惯、食品准入标准、关税政策等发生不利变化，可能影响海外业务增长，同时关注汇兑损益变动对公司利润的影响。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,257	2,096	2,305	2,559	2,815
YoY(%)	22.2	-7.1	10.0	11.0	10.0
净利润(百万元)	376	208	230	275	303
YoY(%)	14.3	-44.6	10.2	19.8	10.0
毛利率(%)	35.5	34.8	33.8	34.4	34.9
EPS(摊薄/元)	4.04	2.24	2.47	2.95	3.25
ROE(%)	21.9	12.1	12.4	13.8	14.0
P/E(倍)	9.7	17.5	15.9	13.3	12.1
P/B(倍)	2.1	2.1	2.0	1.8	1.7
净利率(%)	16.7	9.9	10.0	10.8	10.8

资料来源：常闻，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1248	1110	1346	1398	1673
现金	532	478	611	663	834
应收票据及应收账款	104	96	124	120	149
预付账款	79	80	95	100	
存货	260	262	320	320	379
其他流动资产	273	194	195	196	197
非流动资产	1023	1056	1071	1093	1114
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	673	794	822	854	879
无形资产	118	116	116	117	118
其他非流动资产	232	146	133	121	117
资产总计	2270	2167	2416	2491	2787
流动负债	417	302	417	353	475
短期借款	40	0	0	0	0
应付票据及应付账款	171	139	207	174	242
其他流动负债	206	163	210	180	233
非流动负债	138	152	152	152	152
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	138	152	152	152	152
负债合计	556	454	569	505	626
少数股东权益	0	-0	-1	-1	-2
股本	93	93	93	93	93
资本公积	948	952	952	952	952
留存收益	815	807	927	1075	1236
归属母公司股东权益	1715	1713	1849	1987	2163
负债和股东权益	2270	2167	2416	2491	2787

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	327	259	303	270	378
净利润	376	208	229	275	302
折旧摊销	66	74	73	80	81
财务费用	-11	-7	-11	-13	-16
投资损失	-6	-3	-5	-4	-4
营运资金变动	-105	-25	18	-64	18
其他经营现金流	7	12	-3	-3	-2
投资活动现金流	-167	119	-80	-95	-96
筹资活动现金流	-321	-265	-90	-123	-111
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.04	2.24	2.47	2.95	3.25
每股经营现金流(最新摊薄)	3.51	2.78	3.25	2.90	4.06
每股净资产(最新摊薄)	18.40	18.38	19.83	21.32	23.20

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2257	2096	2305	2559	2815
营业成本	1457	1368	1526	1678	1833
营业税金及附加	20	21	22	24	27
管理费用	85	96	98	109	122
研发费用	32	30	32	36	40
财务费用	-11	-7	-11	-13	-16
资产减值损失	-8	-5	-7	-8	-9
公允价值变动收益	5	1	3	2	2
投资净收益	6	3	5	4	4
营业利润	441	243	271	323	356
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	440	242	270	322	354
所得税	64	34	40	47	52
税后利润	376	208	229	275	302
少数股东损益	0	-1	-0	-1	-1
归属母公司净利润	376	208	230	275	303
EBITDA	493	301	326	383	413

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	22.2	-7.1	10.0	11.0	10.0
营业利润(%)	8.7	-44.8	11.5	19.1	10.0
归属于母公司净利润(%)	14.3	-44.6	10.2	19.8	10.0
获利能力					
毛利率(%)	35.5	34.8	33.8	34.4	34.9
净利率(%)	16.7	9.9	10.0	10.8	10.8
ROE(%)	21.9	12.1	12.4	13.8	14.0
ROIC(%)	19.4	10.6	10.9	12.2	12.4
偿债能力					
资产负债率(%)	24.5	20.9	23.5	20.3	22.5
流动比率	3.0	3.7	3.2	4.0	3.5
速动比率	2.1	2.5	2.2	2.7	2.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	33.9	20.9	20.9	20.9	20.9
应付账款周转率	10.3	8.8	8.8	8.8	8.8
估值比率					
P/E	9.7	17.5	15.9	13.3	12.1
P/B	2.1	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	6.2	10.4	9.2	7.7	6.7

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

