

# 洽洽食品 (002557) \ 食品饮料

## ——葵花籽增速放缓，树坚果带动新品放量

### 事件：

洽洽食品发布 2016 年年报：报告期内，公司实现营收 35.13 亿元，同比增长 6.09%；实现归母净利润 3.54 亿元，同比下降 2.81%；扣非后净利润为 2.85 亿元，同比增长 2.19%；EPS 为 0.7 元/股。分红预案：每 10 股派发现金股利 4 元（含税）。

### 投资要点：

#### ➢ 传统产品增速放缓，树坚果带动其他产品快速增长。

葵花籽是公司的核心大单品，占比 72%，但由于近几年葵花子市场趋于饱和，增速放缓，较 2016 年 24.86 亿元的营收同比仅增 1.99%。薯片营收亿元，同比增长 3.82%。其他产品实现营收 6.69 亿元，同比增长 19.26%，其中坚果类产品呈现大幅增长，增长率高达 421%。我们认为其他产品的快速增长主要因为坚果类产品线上引流带动了其他产品的销售量。

#### ➢ 原材料优化促使毛利率略降，期间费用支出保持平稳。

2016 年公司毛利率相比 2015 年略有下降，录得 31.07%。毛利率的减少主要因为公司加大了优质原材料的采购比例从而导致占比较大的葵花籽毛利率下降 1.75% 至 33.43%；另一方面，由于葵花籽销量出现天花板，公司对产品结构做出了调整，减少了毛利较高的葵花籽产品的占比，提升了毛利相对较低的其他品类。期间费用率为 18.26%，其中销售费用同比上升了 4.13%，主要由于广告促销费用同比增加 9.18%；管理费用率同比减少 0.72% 至 5.8%，主要因为部分税费从“管理费用”项重新划分至“税金及附加”项目；财务费用同比减少 62.09%，主要因为贷款减少从而使利息支出下降。

➢ **盈利预测及投资建议：**预计公司 2017-2019 年营收分别为 37 亿元/40 亿元/44 亿元，同比增长 6.46%/7.82%/9.78%，EPS 分别为 0.68/0.83/1.05 元，对应 PE 为 25/20/16 倍，给予推荐评级。

➢ **风险提示：**原材料价格波动、食品安全问题。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,311.37	3,513.01	3,739.95	4,032.42	4,426.79
增长率（%）	6.36%	6.09%	6.46%	7.82%	9.78%
EBITDA（百万元）	568.23	575.43	636.06	731.26	864.38
净利润（百万元）	363.94	353.71	342.46	421.17	532.58
增长率（%）	24.02%	-2.81%	-3.18%	22.99%	26.45%
EPS（元/股）	0.72	0.70	0.68	0.83	1.05
市盈率（P/E）	23.67	24.35	25.15	20.45	16.17
市净率（P/B）	3.02	2.92	2.62	2.32	2.03
EV/EBITDA	16.68	15.74	13.99	11.30	8.98

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：

推荐  
首次覆盖

当前价格：

16.99 元

目标价格：

元

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	507/507
流通 A 股市值（百万元）	8,487
每股净资产（元）	5.82
资产负债率（%）	28.17
一年内最高/最低（元）	20.68/15.01

### 一年内股价相对走势



王承 分析师

执业证书编号：S0590513090004

电话：0510-85630532

邮箱：wangc@glsc.com.cn

### 相关报告

**图表 1: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	272.13	146.47	374.00	838.44	1,379.6	营业收入	3,311.3	3,513.0	3,739.9	4,032.4	4,426.7
应收账款+票据	171.51	163.32	142.93	187.27	175.22	营业成本	2,233.9	2,421.6	2,565.2	2,713.0	2,905.7
预付账款	93.87	24.98	129.90	33.90	141.53	营业税金及附加	24.84	40.76	33.81	36.45	40.02
存货	1,183.0	1,085.8	1,232.4	1,219.4	1,406.6	营业费用	432.89	450.75	486.19	524.21	575.48
其他	1,305.6	1,134.4	1,134.4	1,134.4	1,134.4	管理费用	214.57	202.36	205.70	214.52	221.34
<b>流动资产合计</b>	<b>3,026.1</b>	<b>2,555.0</b>	<b>3,013.7</b>	<b>3,413.4</b>	<b>4,237.4</b>	财务费用	-7.16	-11.61	5.76	-4.00	-12.54
长期股权投资	139.92	57.78	57.78	57.78	57.78	资产减值损失	27.84	4.02	18.56	18.56	18.56
固定资产	1,002.4	1,085.8	978.20	806.16	634.12	公允价值变动收	-0.37	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	38.47	64.42	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	-1.37	0.00	0.00	0.00
无形资产	176.54	257.58	245.69	233.81	221.92	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	65.07	68.85	61.98	55.12	55.12	<b>营业利润</b>	<b>384.11</b>	<b>403.72</b>	<b>424.70</b>	<b>529.66</b>	<b>678.19</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,422.4</b>	<b>1,534.4</b>	<b>1,343.6</b>	<b>1,152.8</b>	<b>968.93</b>	营业外净收益	90.14	66.15	31.91	31.91	31.91
<b>资产总计</b>	<b>4,448.6</b>	<b>4,089.5</b>	<b>4,357.3</b>	<b>4,566.3</b>	<b>5,206.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>474.25</b>	<b>469.87</b>	<b>456.61</b>	<b>561.56</b>	<b>710.10</b>
短期借款	785.00	360.00	201.07	0.00	0.00	所得税	109.09	110.83	114.15	140.39	177.53
应付账款+票据	488.98	392.24	529.45	445.34	598.69	<b>净利润</b>	<b>365.15</b>	<b>359.04</b>	<b>342.46</b>	<b>421.17</b>	<b>532.58</b>
其他	243.37	305.80	252.93	325.88	280.01	少数股东损益	1.21	5.33	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>1,517.3</b>	<b>1,058.0</b>	<b>983.45</b>	<b>771.22</b>	<b>878.71</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>363.94</b>	<b>353.71</b>	<b>342.46</b>	<b>421.17</b>	<b>532.58</b>
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	营业收入	6.36%	6.09%	6.46%	7.82%	9.78%
<b>负债合计</b>	<b>1,517.3</b>	<b>1,058.0</b>	<b>983.45</b>	<b>771.22</b>	<b>878.71</b>	EBIT	28.46%	-1.54%	0.49%	20.52%	25.04%
少数股东权益	77.23	82.25	82.25	82.25	82.25	EBITDA	26.07%	1.27%	10.54%	14.97%	18.20%
股本	507.00	507.00	507.00	507.00	507.00	归属于母公司净	15.00%	-2.81%	-3.18%	22.99%	26.45%
资本公积	1,587.9	1,582.3	1,582.3	1,582.3	1,582.3	<b>获利能力</b>					
留存收益	759.08	859.93	1,202.3	1,623.5	2,156.1	毛利率	32.54%	31.07%	31.41%	32.72%	34.36%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,931.2</b>	<b>3,031.4</b>	<b>3,373.9</b>	<b>3,795.1</b>	<b>4,327.6</b>	净利率	11.03%	10.22%	9.16%	10.44%	12.03%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,448.6</b>	<b>4,089.5</b>	<b>4,357.3</b>	<b>4,566.3</b>	<b>5,206.4</b>	ROE	12.75%	11.99%	10.40%	11.34%	12.54%
<b>现金流量表</b>						ROIC	10.70%	8.74%	9.55%	11.06%	14.89%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>偿债能力</b>					
净利润	313.66	333.17	318.53	397.24	508.64	资产负债率	34.11%	25.87%	22.57%	16.89%	16.88%
折旧摊销	99.43	113.87	172.24	172.24	165.37	流动比率	1.99	2.41	3.06	4.43	4.82
财务费用	-7.90	-12.22	7.22	-2.54	-11.09	速动比率	0.35	0.32	0.66	1.37	1.93
存货减少	-235.14	97.19	-146.61	13.06	-187.24	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	85.56	-64.44	-0.18	40.49	11.91	应收账款周转率	26.85	23.43	35.76	23.74	33.68
其它	9.39	1.49	18.56	18.56	18.56	存货周转率	1.89	2.23	2.08	2.22	2.07
<b>经营活动现金流</b>	<b>265.01</b>	<b>469.05</b>	<b>369.74</b>	<b>639.04</b>	<b>506.15</b>	总资产周转率	0.74	0.86	0.86	0.88	0.85
资本支出	128.19	110.16	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	437.69	22.64	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.72	0.70	0.68	0.83	1.05
其他	430.13	473.88	23.93	23.93	23.93	每股经营现金流	0.52	0.93	0.73	1.26	1.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-135.75</b>	<b>341.08</b>	<b>23.93</b>	<b>23.93</b>	<b>23.93</b>	每股净资产	5.63	5.82	6.49	7.32	8.37
债权融资	205.00	-425.00	-158.93	-201.07	0.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	23.67	24.35	25.15	20.45	16.17
其他	-459.79	-429.94	-7.22	2.54	11.09	市净率	3.02	2.92	2.62	2.32	2.03
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-254.79</b>	<b>-854.94</b>	<b>-166.15</b>	<b>-198.53</b>	<b>11.09</b>	EV/EBITDA	16.68	15.74	13.99	11.30	8.98
<b>现金净增加额</b>	<b>-124.05</b>	<b>-39.33</b>	<b>227.53</b>	<b>464.45</b>	<b>541.17</b>	EV/EBIT	20.21	19.62	19.18	14.78	11.10

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

