

2019年04月24日

证券分析师 杨默曦

执业证号: S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

春节错峰略有承压，利润弹性继续释放 买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,197	4,888	5,556	6,297
同比(%)	16.5%	16.5%	13.7%	13.3%
归母净利润(百万元)	433	510	591	671
同比(%)	35.6%	17.8%	15.9%	13.5%
每股收益(元/股)	0.85	1.01	1.17	1.32
P/E(倍)	28.30	24.03	20.73	18.26

事件

公司发布2019年一季报，19年Q1实现营收10.4亿元(+1.26%)，归母净利润1.14亿元(+35.75%)，扣非净利0.86亿元(+38.53%)。

投资要点

- 春节错峰，收入略低预期：**19Q1实现营收10.4亿元(+1.26%)，收入端低预期主要是春节提前影响Q1销量，公司18Q4+19Q1累计收入同比增长9.8%，公司在18年6-7月分别调高每日坚果和红袋瓜子产品出厂价，剔除ASP提升预计整体销量持平略增。草根调研反馈，**分产品看**，红袋18Q1基数较高，叠加春节错峰影响，表现平稳；蓝袋Q1含税口径约1.8亿，同比约+20%；黄袋Q1含税口径约1.8亿，同比+35-40%，每日坚果品类扩容红利延续。预计Q2节庆因素消除后，收入环比有望提速。19Q1经营活动现金流净额0.89亿元，同比增长22%。
- 提价兑现，利润符合预期：**19Q1毛利率30.38%，提价推动毛利率提升+1.45pct，延续18Q4以来的提升趋势，提价红利如期兑现；展望2019年，提价+高毛利单品（蓝袋、山药脆片）放量+每日坚果自动化水平提升，各因素仍有望继续驱动毛利率上行。公司19Q1销售费用率13.82%，同增0.21pct，管理费用率（含研发）5.25%，同增0.58pct，自有销售团队在不断优化调整，预计费率有下行空间；财务费用显著下降，主要是短期借款同比减少4.4亿元，利息费用同比减少530万元，汇兑净损失减少亦有所贡献。19Q1政府补助增加，导致营业外收入增长73%，因坏账损失减少导致资产减值损失同降88%。综上推动19Q1归母净利率提高2.8pct至10.95%，提价对利润贡献较为直接。
- 管理优化，动力充足。**公司在15年事业部改革基础上，进一步划分业务单元（BU），权利下放，并展开内部竞争，激发员工活力。公司拟于2018-2022年的五年内，每年设立一批员工持股计划，共计五批，每批员工持股计划各自独立存续。目前第三期员工持股计划已经完成第一批购买，买入价17.99元/股，核心员工动力充足。
- 盈利预测与投资评级：**公司线下渠道管控有较高行业壁垒，且品牌优势显著。依托原有渠道，打造出每日坚果、山药脆片等爆款产品，有望成为休闲食品平台公司，叠加提价效益兑现，19年增长可期。预计19-21年公司收入分别为49/56/63亿元，同比+16/14/13%；归母净利润分别为5.1/5.9/6.7亿元，同比+18/16/14%；对应PE为24/21/18X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，坚果种植存在自然风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.16
一年最低/最高价	13.30/26.35
市净率(倍)	3.57
流通A股市值(百万元)	12249.12

基础数据

每股净资产(元)	6.77
资产负债率(%)	27.87
总股本(百万股)	507.00
流通A股(百万股)	507.00

相关研究

- 《洽洽食品(002557): 提价红利兑现, 19年成长可期》2019-04-12
- 《洽洽食品(002557): 提价顺利落地, 盈利拐点如期而至》2018-10-30
- 《洽洽食品(002557): Q3有望迎来盈利拐点, 员工持股持续推进》2018-08-08

表 1: 洽洽食品季度经营数据一览 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	801	910	1,093	1,027	848	1,035	1,287	1,040
yoy	0.7%	3.8%	11.4%	28.4%	5.9%	13.8%	17.8%	1.3%
归母净利润	71	88	83	84	88	131	130	114
yoy	-10.4%	-11.4%	1.6%	8.8%	23.4%	48.9%	56.9%	35.7%
毛利率 (%)	29.97	31.10	28.19	28.93	30.22	34.65	30.76	30.38
期间费用率 (%)	20.35	20.58	18.30	18.57	19.41	20.18	17.83	18.47
其中: 销售费用率 (%)	13.74	14.79	12.28	13.61	12.35	14.83	13.36	13.82
管理费用率 (%)	6.34	5.41	5.82	4.67	7.57	5.01	5.08	5.25
财务费用率 (%)	0.28	0.38	0.21	0.29	(0.51)	0.35	(0.61)	(0.60)
归母净利率 (%)	8.92	9.65	7.59	8.17	10.40	12.63	10.10	10.95
ROE	2.41	2.99	2.74	2.70	2.84	4.18	3.99	3.37
pct	-0.38	-0.52	-0.06	0.12	0.43	1.19	1.25	0.67
资产负债率 (%)	25.48	29.19	33.00	32.91	29.37	28.67	34.49	27.87
pct	-1.52	9.32	4.83	7.95	3.89	-0.51	1.50	-5.04
存货	664	427	1,069	929	757	517	1,209	953
较上年同比增减	-68	-69	-17	61	93	91	140	24
存货周转天数 (天)	141	117	154	123	124	107	142	134
较上年同比增减 (天)	-11	-13	-15	-36	-17	-10	-12	11
应付账款及应付票据	212	246	380	256	230	347	566	307
较上年同比增减	-67	-50	-12	-8	18	101	186	51
预收账款	51	89	143	73	58	112	136	34
较上年同比增减	10	55	-12	-2	8	23	-6	-39
经营性现金流净额	86	448	-402	73	426	579	-332	89
筹资性现金流净额	-128	140	-13	251	-422	-240	87	-74
资本开支	54	25	19	56	60	38	87	24

注: 管理费用率=新会计准则下管理费用率+研发费用率。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

洽洽食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,425	4,547	4,764	5,369	营业收入	4,197	4,888	5,556	6,297
现金	376	1,124	1,306	1,448	减:营业成本	2,889	3,316	3,736	4,258
应收账款	180	251	239	316	营业税金及附加	46	54	61	69
存货	1,209	1,405	1,540	1,817	营业费用	570	675	756	844
其他流动资产	1,660	1,766	1,679	1,788	管理费用	216	249	283	321
非流动资产	1,703	1,811	1,891	1,985	财务费用	-6	-2	14	2
长期股权投资	157	135	113	92	资产减值损失	7	10	11	13
固定资产	1,018	1,166	1,287	1,405	加:投资净收益	87	53	52	58
在建工程	161	147	132	124	其他收益	0	-0	-0	-0
无形资产	256	257	258	263	营业利润	542	639	747	848
其他非流动资产	112	106	101	101	加:营业外净收支	31	37	37	38
资产总计	5,128	6,358	6,655	7,354	利润总额	573	676	784	886
流动负债	1,720	2,683	2,599	2,830	减:所得税费用	131	156	181	204
短期借款	590	1,485	1,287	1,399	少数股东损益	9	10	12	11
应付账款	509	458	631	610	归属母公司净利润	433	510	591	671
其他流动负债	621	740	680	821	EBIT	597	717	832	926
非流动负债	49	49	49	49	EBITDA	723	823	957	1,065
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	49	49	49	49	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,769	2,732	2,648	2,879	每股收益(元)	0.85	1.01	1.17	1.32
少数股东权益	33	43	55	67	每股净资产(元)	6.56	7.07	7.79	8.70
归属母公司股东权益	3,326	3,582	3,952	4,409	发行在外股份(百万股)	507	507	507	507
负债和股东权益	5,128	6,358	6,655	7,354	ROIC(%)	11.6%	10.8%	12.1%	12.2%
					ROE(%)	13.1%	14.3%	15.0%	15.2%
					毛利率(%)	31.2%	32.2%	32.8%	32.4%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	10.3%	10.4%	10.6%	10.7%
经营活动现金流	747	272	769	423	资产负债率(%)	34.5%	43.0%	39.8%	39.1%
投资活动现金流	-292	-163	-153	-175	收入增长率(%)	16.5%	16.5%	13.7%	13.3%
筹资活动现金流	-324	638	-434	-105	净利润增长率(%)	35.6%	17.8%	15.9%	13.5%
现金净增加额	139	748	182	143	P/E	28.30	24.03	20.73	18.26
折旧和摊销	126	107	125	139	P/B	3.68	3.42	3.10	2.78
资本开支	241	130	101	116	EV/EBITDA	17.37	15.43	12.89	11.56
营运资本变动	283	-300	78	-343					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

