

## 洽洽食品 (002557.SZ) 买入 (维持评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 24.16 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	46.30
总市值 (百万元)	12,479.86
年内股价最高最低 (元)	32.50/13.36
沪深 300 指数	4120.61
上证指数	3270.80



## 相关报告

- 《业绩符合预期, 19 年继续享受改革红利-洽洽食品年报点评》, 2019.4.12
- 《传统产品大幅提价, H2 业绩弹性凸显-洽洽食品提价点评》, 2018.7.19
- 《18Q1 收入高增速, 毛利率下滑影响利润-洽洽食品公司点评》, 2018.4.24

寇星

联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 高基数下收入增长放缓, 待坚果放量提升盈利

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.630	0.854	1.053	1.222	1.406
每股净资产 (元)	6.04	6.56	7.11	7.84	8.74
每股经营性现金流 (元)	0.58	1.47	0.99	0.85	0.71
市盈率 (倍)	25.08	22.30	22.94	19.77	17.19
净利润增长率 (%)	-9.75%	35.58%	23.38%	16.03%	15.02%
净资产收益率 (%)	10.42%	13.01%	14.81%	15.60%	16.08%
总股本 (百万股)	507.00	507.00	507.00	507.00	507.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司 2019Q1 实现营业收入 10.4 亿, 同比+1.26%; 归母净利润 1.14 亿, 同比+35.75%; 扣非归母净利润 0.86 亿, 同比+38.53%; EPS 0.22 元/股。

## 经营分析

- **18Q1 高基数+春节提前, 营收增长低于预期:** 公司 Q1 收入净增 0.13 亿, 同比仅增长 1.26%, 略低于预期; 一方面由于去年 Q1 每日坚果收入为纯增量, 蓝袋处放量期, 收入同比增长 28.44%, 基数较大使得今年 Q1 增长承压; 另一方面今年春节提前, 部分收入在去年 Q4 确认, 去年 Q4 收入净增 2.52 亿, 高于往年同期增量, 所以今年收入确认相对减少。公司 Q1 实现毛利率 30.38%, 同比提升 1.45 个百分点, 每日坚果规模提升带来毛利率改善。
- **春节维持曝光费用投放增加, 资产管理能力优异:** 春节期间因公司需要广告、地推等维持销售和曝光, 费用端投放较多, 一季度销售费用率和管理费用率分别为 13.82% 和 5.25%, 分别较去年同期小幅升 0.21 和 0.58 个百分点。公司一季度提前收回财务投资, 利息收入确认较多, 财务费用较去年同期净增 919 万, 财务费用率提升 0.9 个百分点; 同时公司一季度相较于去年同期投资收益增加 225 万, 营业外收入增加 644 万, 增厚公司利润, 公司资产管理能力和资金运营能力优异。得益于毛利率的提升和资产管理收益增加, 公司一季度实现净利率 11.11%, 同比增加 2.72 个百分点, 盈利能力持续提升。
- **短期波动不改长期信心, 蓝袋、黄袋持续放量提升盈利能力:** 公司对业务重新梳理后坚果+瓜子双主业清晰, 前期内部机制改革和员工激励对经营的促进效应逐步显现。短期的业绩波动不改我们对公司经营持续向好、盈利能力改善的信心。19 年仍将是公司持续深化改革, 蓝袋、黄袋持续放量的一年, 特别是黄袋每日坚果行业竞争激烈, 规模相对于瓜子业务仍然较小, 毛利率和盈利水平仍有提升空间, 未来随着销量增长, 坚果业务盈利预计将持续优化和改善。

## 投资建议

- 我们预计公司 2019/2020/2021 实现营业收入 48.4/55.0/61.2 亿, 同比 +15.4%/13.6%/11.3%; 实现归母净利润 5.3/6.2/7.1 亿, 同比 +23.4%/16.0%/15.0%; 实现每股收益 1.1/1.2/1.4 元, 当前股价对应 PE 分别为 22X/20X/17X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 食品安全的风险, 线上销售不达预期的风险, 原材料价格上涨的风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,513</b>	<b>3,603</b>	<b>4,197</b>	<b>4,841</b>	<b>5,502</b>	<b>6,124</b>	货币资金	230	234	376	369	416	459
增长率		2.6%	16.5%	15.4%	13.6%	11.3%	应收账款	163	201	180	225	256	285
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,422</b>	<b>-2,526</b>	<b>-2,889</b>	<b>-3,292</b>	<b>-3,719</b>	<b>-4,109</b>	存货	1,086	1,069	1,209	1,353	1,529	1,689
%销售收入	68.9%	70.1%	68.8%	68.0%	67.6%	67.1%	其他流动资产	1,160	1,445	1,660	1,766	1,974	2,082
<b>毛利</b>	<b>1,091</b>	<b>1,077</b>	<b>1,308</b>	<b>1,549</b>	<b>1,783</b>	<b>2,015</b>	流动资产	2,639	2,949	3,425	3,713	4,175	4,515
%销售收入	31.1%	29.9%	31.2%	32.0%	32.4%	32.9%	%总资产	62.5%	63.1%	66.8%	68.5%	70.6%	72.1%
营业税金及附加	-41	-43	-46	-53	-61	-67	长期投资	58	178	157	157	157	157
%销售收入	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	1,150	1,181	1,178	1,116	1,070	1,030
营业费用	-451	-489	-570	-656	-743	-821	%总资产	27.3%	25.3%	23.0%	20.6%	18.1%	16.4%
%销售收入	12.8%	13.6%	13.6%	13.6%	13.5%	13.4%	无形资产	298	296	266	273	278	284
管理费用	-202	-210	-241	-277	-314	-349	非流动资产	1,581	1,725	1,703	1,710	1,740	1,745
%销售收入	5.8%	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	%总资产	37.5%	36.9%	33.2%	31.5%	29.4%	27.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>397</b>	<b>335</b>	<b>451</b>	<b>563</b>	<b>666</b>	<b>778</b>	<b>资产总计</b>	<b>4,220</b>	<b>4,674</b>	<b>5,128</b>	<b>5,423</b>	<b>5,915</b>	<b>6,260</b>
%销售收入	11.3%	9.3%	10.7%	11.6%	12.1%	12.7%	短期借款	363	707	595	419	341	312
财务费用	12	-10	6	10	11	12	应付款项	601	586	703	807	912	1,009
%销售收入	-0.3%	0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	182	204	422	548	636	444
资产减值损失	-4	-6	-7	0	0	0	流动负债	1,146	1,497	1,720	1,774	1,889	1,765
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	27	40	87	60	60	60	其他长期负债	42	45	49	0	0	0
%税前利润	5.8%	9.6%	15.2%	9.4%	8.1%	7.1%	<b>负债</b>	<b>1,189</b>	<b>1,542</b>	<b>1,769</b>	<b>1,774</b>	<b>1,889</b>	<b>1,765</b>
<b>营业利润</b>	<b>432</b>	<b>367</b>	<b>542</b>	<b>604</b>	<b>704</b>	<b>813</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,949</b>	<b>3,063</b>	<b>3,326</b>	<b>3,607</b>	<b>3,973</b>	<b>4,432</b>
营业利润率	12.3%	10.2%	12.9%	12.5%	12.8%	13.3%	少数股东权益	82	69	33	43	53	63
营业外收支	37	50	31	35	35	35	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,220</b>	<b>4,674</b>	<b>5,128</b>	<b>5,423</b>	<b>5,915</b>	<b>6,260</b>
<b>税前利润</b>	<b>470</b>	<b>417</b>	<b>573</b>	<b>639</b>	<b>739</b>	<b>848</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	13.4%	11.6%	13.6%	13.2%	13.4%	13.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-111	-95	-131	-94	-109	-126	<b>每股指标</b>						
所得税率	23.6%	22.9%	22.9%	14.8%	14.8%	14.8%	每股收益	0.698	0.630	0.854	1.053	1.222	1.406
净利润	359	322	442	544	630	723	每股净资产	5.817	6.041	6.560	7.114	7.836	8.741
少数股东损益	5	2	9	10	10	10	每股经营现金净流	0.932	0.578	1.473	0.989	0.854	0.714
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>354</b>	<b>319</b>	<b>433</b>	<b>534</b>	<b>620</b>	<b>713</b>	每股股利	0.400	0.350	0.500	0.500	0.500	0.500
净利率	10.1%	8.9%	10.3%	11.0%	11.3%	11.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	11.99%	10.42%	13.01%	14.81%	15.60%	16.08%
净利润	359	322	442	544	630	723	总资产收益率	8.38%	6.83%	8.44%	9.85%	10.47%	11.38%
少数股东损益	5	2	9	10	10	10	投入资本收益率	8.95%	6.74%	8.79%	11.17%	12.35%	13.13%
非现金支出	118	123	133	111	115	120	<b>增长率</b>						
非经营收益	-34	-31	-107	-89	-90	-89	主营业务收入增长率	6.09%	2.55%	16.50%	15.35%	13.65%	11.30%
营运资金变动	30	-120	279	-65	-221	-392	EBIT增长率	-1.89%	-15.62%	34.38%	18.37%	18.60%	17.10%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>472</b>	<b>293</b>	<b>747</b>	<b>501</b>	<b>433</b>	<b>362</b>	净利润增长率	-2.81%	-9.75%	35.58%	23.38%	16.03%	15.02%
资本开支	-110	-125	-238	-89	-90	-75	总资产增长率	-7.87%	10.75%	9.72%	5.75%	9.08%	5.83%
投资	245	-330	-145	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	206	92	91	60	60	60	应收账款周转天数	14.2	17.2	16.1	16.0	16.0	16.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>341</b>	<b>-364</b>	<b>-292</b>	<b>-29</b>	<b>-30</b>	<b>-15</b>	存货周转天数	171.0	155.7	143.9	150.0	150.0	150.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	47.1	44.9	53.2	55.0	55.0	55.0
债权募资	-425	344	-114	-54	-80	-30	固定资产周转天数	112.8	105.7	88.5	70.5	57.7	48.2
其他	-424	-259	-202	-254	-278	-275	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-849</b>	<b>85</b>	<b>-316</b>	<b>-308</b>	<b>-358</b>	<b>-305</b>	净负债/股东权益	4.39%	15.10%	6.52%	1.37%	-1.87%	-3.27%
<b>现金净流量</b>	<b>-36</b>	<b>15</b>	<b>139</b>	<b>164</b>	<b>45</b>	<b>42</b>	EBIT利息保障倍数	-34.2	34.0	-80.4	-53.4	-56.4	-60.6
							资产负债率	28.17%	33.00%	34.49%	32.70%	31.94%	28.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	12	22	26	39
增持	1	10	10	10	13
中性	0	3	5	5	10
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.64	1.54	1.49	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-18	增持	14.19	N/A
2	2018-02-25	增持	14.04	N/A
3	2018-04-21	买入	16.36	N/A
4	2018-04-24	买入	16.20	N/A
5	2018-07-19	买入	16.80	N/A
6	2019-04-12	买入	22.57	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH