

短期经营承压，关注成本改善渠道拓展

2023 年 05 月 07 日

➤ **事件：**公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年实现营收 68.8 亿元，同比+15%；归母净利润 9.8 亿元，同比+5.1%；扣非归母净利润 8.5 亿元，同比+6.1%。单 Q4 实现营收 25 亿元，同比-18.9%；归母净利润 3.5 亿元，同比+4.5%；扣非归母净利润 3.2 亿元，同比+4.6%。23Q1 实现营收 13.4 亿元，同比-6.7%；归母净利润 1.8 亿元，同比-14.4%；扣非归母净利润 1.4 亿元，同比-21.7%。

➤ **22 年平稳收官，23Q1 受春节错期及备货谨慎因素致收入下滑。**22 年公司营收同比+15%，**分产品看**，22 年国葵/坚果/其他产品分别实现收入 45.1/16.2/7.1 亿元，同比+14.4%/18.8%/30.9%，受益提价及居家场景消费，瓜子增长提速；疫情背景下，送礼等需求减少，坚果增速放缓，其中小黄袋每日坚果全年含税销售额超过 12 亿元。**分渠道看**，22 年经销及其他渠道/直营（含电商）分别实现收入 57.9/10.9 亿元，同比+14.4%/18.5%，公司持续推进渠道精耕战略，22 年渠道数字化平台掌控终端网点数量近 20 万，通过专业组织以及产品创新在 TO-B 团购业务、餐饮渠道、O2O、会员店、营养配餐业务、零食量贩店等新场景新渠道进行突破。**23Q1** 营收同比-6.7%，主要系春节跨期影响 1 月份发货时间减少，此外 1 月份公司在坚果礼盒的备货较谨慎等。

➤ **23Q1 葵花籽成本高企，短期盈利承压。**22Q4 公司毛利率 34.6%，同比+1.2pct，预计主要受益于公司 22H2 对瓜子二轮提价及部分坚果 SKU 优化规格，期间费用总体平稳，22Q4 实现净利率 14%，同比-1.9pcts，主要系 22 年电商公司盈利改善下 Q4 所得税率同比较高。23Q1 公司毛利率 28.5%，同比-2.3pcts，环比-6.1pct，主要系葵花籽采购价格上涨。费用端，销售费用率 10.7%，同比+1.4pcts，主要系市场费用、品牌费用有所增加；管理费用率 5.2%，同比+0.8pcts。23Q1 实现净利率 13.3%，同比-1.2pcts。

➤ **推进全渠道精耕，23 年营收有望持续改善。**展望 23 年，公司持续聚焦瓜子、坚果两大核心品类，持续推进渠道精耕，增加覆盖网点及数字化平台终端数量，稳步向“百亿收入、百万终端”迈进；23 年积极拓展新渠，加快推进零食量贩渠道拓展，产品试销有序推进；目前坚果日记、风味瓜子、风味坚果等新品已上架会员超市，后续葵珍等产品有望进入该渠道。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 79/90/101 亿元，同比增长 14%/14%/12%；归母净利润分别为 11/13/15 亿元，同比增长 11%/20%/17%，当前股价对应 P/E 分别为 20/17/14X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格波动；渠道拓展不及预期；食品安全风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6883	7859	8993	10072
增长率 (%)	15.0	14.2	14.4	12.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	976	1079	1300	1518
增长率 (%)	5.1	10.6	20.4	16.8
每股收益 (元)	1.93	2.13	2.56	2.99
PE	23	20	17	14
PB	4.2	3.7	3.3	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

43.40 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

- 洽洽食品 (002557.SZ) 2022 年半年报点评：收入环比加速，毛利率阶段性承压-2022/08/19
- 洽洽食品 (002557.SZ) 调研报告：瓜子坚果同步发展，百万终端持续扩张-2022/06/16
- 洽洽食品 (002557.SZ) 2022 年一季报点评：春节错期短期影响 Q1 增速，Q2 环比提速可期-2022/04/28
- 洽洽食品 (002557.SZ) 2021 年年报点评：盈利能力突出，“双百战略”稳步推进-2022/04/12
- 洽洽食品 (002557.SZ)：瓜子品类龙头，产品渠道双轮驱动剑指“百亿”营收-2022/03/25

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6883	7859	8993	10072
营业成本	4683	5424	6116	6772
营业税金及附加	58	63	72	81
销售费用	701	786	899	1007
管理费用	342	354	405	453
研发费用	54	63	72	81
EBIT	1051	1201	1443	1694
财务费用	-12	-28	-30	-37
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	54	63	72	81
营业利润	1121	1293	1545	1811
营业外收支	99	40	40	40
利润总额	1221	1333	1585	1851
所得税	242	253	285	333
净利润	978	1079	1300	1518
归属于母公司净利润	976	1079	1300	1518
EBITDA	1220	1383	1645	1925

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3075	3209	3772	4414
应收账款及票据	456	454	498	557
预付款项	42	54	61	68
存货	985	1486	1676	1855
其他流动资产	1711	1722	1722	1722
流动资产合计	6269	6925	7729	8616
长期股权投资	163	226	298	378
固定资产	1359	1409	1445	1481
无形资产	268	266	263	259
非流动资产合计	2278	2462	2664	2865
资产合计	8547	9387	10393	11481
短期借款	230	230	230	230
应付账款及票据	630	847	955	1058
其他流动负债	1001	957	1049	1120
流动负债合计	1861	2034	2234	2407
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1415	1419	1424	1422
非流动负债合计	1415	1419	1424	1422
负债合计	3276	3454	3658	3829
股本	507	507	507	507
少数股东权益	3	3	3	3
股东权益合计	5271	5934	6734	7652
负债和股东权益合计	8547	9387	10393	11481

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.01	14.17	14.43	12.00
EBIT 增长率	10.86	14.36	20.12	17.39
净利润增长率	5.10	10.60	20.41	16.80
盈利能力 (%)				
毛利率	31.96	30.99	31.99	32.76
净利率	14.18	13.74	14.45	15.07
总资产收益率 ROA	11.42	11.50	12.51	13.22
净资产收益率 ROE	18.52	18.20	19.31	19.85
偿债能力				
流动比率	3.37	3.40	3.46	3.58
速动比率	2.75	2.58	2.62	2.72
现金比率	1.65	1.58	1.69	1.83
资产负债率 (%)	38.33	36.79	35.20	33.35
经营效率				
应收账款周转天数	21.84	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	76.74	100.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.83	0.88	0.91	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	1.93	2.13	2.56	2.99
每股净资产	10.39	11.70	13.28	15.09
每股经营现金流	3.02	1.66	2.69	3.09
每股股利	1.00	0.98	1.19	1.38
估值分析				
PE	23	20	17	14
PB	4.2	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	16.77	14.70	12.01	9.93
股息收益率 (%)	2.30	2.27	2.73	3.19

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	978	1079	1300	1518
折旧和摊销	170	182	202	231
营运资金变动	441	-324	-31	-67
经营活动现金流	1532	843	1362	1565
资本开支	-211	-274	-284	-309
投资	412	0	0	0
投资活动现金流	313	-272	-284	-309
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-58	-2	-4	0
筹资活动现金流	-533	-437	-515	-615
现金净流量	1307	134	564	641

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026