利润短期承压，期待全年稳健增长

——洽洽食品 2023 一季报点评

核心观点

- **事件：公司发布 23 年一季报，公司 23Q1 实现营收 13.36 亿元/yoy-6.73%，归母净利润 1.78 亿元/yoy-14.35%，扣非归母净利润 1.42 亿元/yoy-21.73%。**
- **23Q1 营收增速短期承压，但 22Q4+23Q1 仍实现稳健增速。**公司 23Q1 营收 yoy-6.73%，一方面因今年春节提前、备货主要集中在 22 年底，另一方面因今年 1 月公司对坚果备货较为谨慎；但 22Q4+23Q1 公司营收 yoy+8.51%，仍实现稳健增长。
- **毛利率短期承压，人员薪酬等费用加强控制。**1）公司 23Q1 毛利率 28.52%/yoy-2.34pct，其中预计瓜子毛利率有所承压，坚果和其他小品类毛利率有所提升，瓜子毛利率承压与 22-23 年采购季葵花籽原料价格仍较高有关，坚果和小品类毛利率提升与公司去年对坚果及小品类间接/直接提价、坚果及其他原辅料成本呈现边际下降有关。2）公司 23Q1 销售费用率 10.67%/yoy+1.44pct，管理费用率 5.22%/yoy+0.79pct，财务费用率-1.63%/yoy-1.62pct，23Q1 春节期间公司市场费用、品牌费用略有增加，但销售费用和管理费用中的工资薪酬费用均略有下降；财务费用率下降预计主因利息收入增加。3）公司 23Q1 净利率 13.32%/yoy-1.19pct。
- **23 年展望，收入端看，**我们预计公司仍有望实现稳健增长，行业层面消费力、送礼需求等预计有望持续改善，公司亦将持续推动渠道下沉及渠道精耕、瓜子端加强对弱势区域的覆盖、坚果端加强低线级城市终端覆盖；此外零食量贩、会员店、餐饮等渠道的拓展亦有望为公司贡献新的营收增量。**利润端看，**23 年因葵花籽成本仍处于高位预计公司毛利率仍有压力，但公司预计会通过加强人员费用控制、部分品类变相提价等来对冲成本压力，后续若 23-24 年采购季葵花籽成本下降则公司利润弹性可期。当前公司估值处于历史低位，建议积极关注，用时间换空间。

盈利预测与投资建议

- 我们下调公司毛利率、上调费用率预测，调整公司 23-25 年 EPS 为 2.06/2.48/2.94 元（调整前 23/24 年为 2.34/2.79 元），维持此前 23 年 27 倍估值，对应目标价 55.62 元，维持"买入"评级。

风险提示

- 产品推广不及预期，渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，成本压力高于预期

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,985	6,883	7,950	9,102	10,344
同比增长(%)	*13.2%*	*15.0%*	*15.5%*	*14.5%*	*13.7%*
营业利润(百万元)	1,028	1,121	1,216	1,483	1,771
同比增长(%)	*11.3%*	*9.1%*	*8.4%*	*22.0%*	*19.4%*
归属母公司净利润(百万元)	929	976	1,046	1,260	1,490
同比增长(%)	*15.3%*	*5.1%*	*7.2%*	*20.4%*	*18.3%*
每股收益（元）	1.83	1.93	2.06	2.48	2.94
毛利率(%)	32.0%	32.0%	30.8%	31.4%	31.7%
净利率(%)	15.5%	14.2%	13.2%	13.8%	14.4%
净资产收益率(%)	20.6%	19.4%	18.1%	18.1%	17.9%
市盈率	23.2	22.1	20.6	17.1	14.5
市净率	4.5	4.1	3.4	2.8	2.4

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入（维持）
股价（2023年05月10日）	42.5 元
目标价格	55.62 元
52 周最高价/最低价	58.86/39.52 元
总股本/流通 A 股（万股）	50,700/50,700
A 股市值（百万元）	21,548
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 05 月 12 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.85	-1.51	-11.01	-24.5
相对表现	-1.05	1.12	-8.34	-26.46
沪深 300	-0.8	-2.63	-2.67	1.96

证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001
彭博 pengbo3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860522100001

联系人

张玉洁 zhangyujie@orientsec.com.cn
朱雨涵 zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

盈利能力修复显著，员工持股计划助力长期发展：——洽洽食品 2022 年三季报点评 2022-10-30
Q2 营收表现亮眼，利润暂时性承压：————洽洽食品 2022 年半年报点评 2022-08-20
一季报符合预期，Q2 收入增速有望环比加快：——洽洽食品 2022 一季报点评 2022-04-28

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,746	3,075	3,387	4,387	5,121
应收票据及应收账款	320	456	460	559	640
预付账款	56	42	48	55	63
存货	1,462	985	1,925	2,184	2,825
其他	2,268	1,711	1,712	1,714	1,715
流动资产合计	**5,853**	**6,269**	**7,533**	**8,898**	**10,363**
长期股权投资	142	163	163	163	163
固定资产	1,325	1,359	1,439	1,552	1,686
在建工程	7	25	57	72	84
无形资产	274	268	256	245	233
其他	472	464	311	311	311
非流动资产合计	**2,220**	**2,278**	**2,225**	**2,343**	**2,476**
资产总计	**8,072**	**8,547**	**9,759**	**11,241**	**12,840**
短期借款	288	230	202	240	224
应付票据及应付账款	771	630	891	1,011	1,079
其他	865	1,001	949	1,012	1,066
流动负债合计	**1,924**	**1,861**	**2,042**	**2,263**	**2,370**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	1,266	1,301	1,301	1,301	1,301
其他	86	114	97	97	97
非流动负债合计	**1,352**	**1,415**	**1,398**	**1,398**	**1,398**
负债合计	**3,276**	**3,276**	**3,440**	**3,661**	**3,768**
少数股东权益	2	3	4	6	7
股本	507	507	507	507	507
资本公积	1,493	1,464	1,464	1,464	1,464
留存收益	2,570	3,117	4,163	5,423	6,913
其他	225	181	181	181	181
股东权益合计	**4,796**	**5,271**	**6,319**	**7,580**	**9,072**
负债和股东权益总计	**8,072**	**8,547**	**9,759**	**11,241**	**12,840**

现金流量表

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	930	978	1,047	1,261	1,492
折旧摊销	128	151	109	121	138
财务费用	(31)	(12)	51	45	36
投资损失	(34)	(54)	(43)	(43)	(43)
营运资金变动	354	425	(739)	(188)	(613)
其它	(2)	43	127	(3)	(4)
经营活动现金流	**1,345**	**1,532**	**552**	**1,193**	**1,005**
资本支出	(219)	(185)	(208)	(239)	(271)
长期投资	(116)	(21)	0	0	0
其他	(261)	519	52	52	52
投资活动现金流	**(596)**	**313**	**(157)**	**(187)**	**(220)**
债权融资	38	40	(3)	1	1
股权融资	5	(29)	0	0	0
其他	(266)	(543)	(79)	(7)	(52)
筹资活动现金流	**(223)**	**(533)**	**(82)**	**(6)**	**(52)**
汇率变动影响	6	(6)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**532**	**1,307**	**312**	**1,000**	**734**

利润表

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	**5,985**	**6,883**	**7,950**	**9,102**	**10,344**
营业成本	4,073	4,683	5,500	6,239	7,062
营业税金及附加	53	58	68	77	88
营业费用	604	701	754	822	896
管理费用及研发费用	311	396	423	493	551
财务费用	(31)	(12)	51	45	36
资产减值损失	6	6	0	5	4
公允价值变动收益	15	5	8	8	8
投资净收益	34	54	43	43	43
其他	9	11	11	11	11
营业利润	**1,028**	**1,121**	**1,216**	**1,483**	**1,771**
营业外收入	108	105	101	101	101
营业外支出	9	5	10	10	10
利润总额	**1,127**	**1,221**	**1,306**	**1,573**	**1,861**
所得税	197	242	259	312	369
净利润	**930**	**978**	**1,047**	**1,261**	**1,492**
少数股东损益	1	2	1	1	2
归属于母公司净利润	**929**	**976**	**1,046**	**1,260**	**1,490**
每股收益（元）	1.83	1.93	2.06	2.48	2.94

主要财务比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	13.2%	15.0%	15.5%	14.5%	13.7%
营业利润	11.3%	9.1%	8.4%	22.0%	19.4%
归属于母公司净利润	15.3%	5.1%	7.2%	20.4%	18.3%
获利能力					
毛利率	32.0%	32.0%	30.8%	31.4%	31.7%
净利率	15.5%	14.2%	13.2%	13.8%	14.4%
ROE	20.6%	19.4%	18.1%	18.1%	17.9%
ROIC	13.9%	13.5%	13.9%	14.4%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	40.6%	38.3%	35.3%	32.6%	29.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.04	3.37	3.69	3.93	4.37
速动比率	2.28	2.84	2.75	2.97	3.18
营运能力					
应收账款周转率	21.6	17.9	18.4	19.0	18.3
存货周转率	2.6	3.8	3.8	3.0	2.8
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
每股指标（元）					
每股收益	1.83	1.93	2.06	2.48	2.94
每股经营现金流	2.65	3.02	1.09	2.35	1.98
每股净资产	9.46	10.39	12.45	14.94	17.88
估值比率					
市盈率	23.2	22.1	20.6	17.1	14.5
市净率	4.5	4.1	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	16.6	14.8	13.6	11.3	9.6
EV/EBIT	18.7	16.8	14.7	12.2	10.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：　上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：　021-63325888

传真：　021-63326786

网址：　www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。