

洽洽食品 (002557.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

成本压力仍存，静待边际改善

业绩简评

公司于4月20日发布年报,22年营业收入68.8亿元,同比+15.0%;归母净利润9.8亿元,同比+5.1%,扣非净利润为8.5亿元,同比+6.1%。单22Q4来看,营业收入为25.0亿元,同比+18.9%;归母净利润为3.5亿元,同比+4.5%;扣非净利润为3.2亿元,同比+4.6%。

经营分析

国葵提价顺利传导, Q4 环比提速。拆分量价来看,休闲食品22H2量+11.0%/价+5.4%。1)葵花籽22H2收入同比+14.5%,凸显经营韧性,8月提价3.8%后销量受影响较小。2)坚果22H2收入同比+21.3%,其中小黄袋含税收入超12亿元,同比约+20%。预计价增5%以上,主要来自部分包装规格收缩变相提价;量增不及预期系消费场景以送礼和团购为主,疫情冲击下消费力尚未完全修复。

Q4 新采购季成本再承压, 期待23年结构优化对冲。22H2葵花籽/坚果毛利率分别同比-1.3pct/+1.6pct,主要系新采购季葵瓜子价格涨幅(预计+10%)远超提价幅度(+3.8%),或对23年盈利能力造成一定压制。22Q4净利率13%,同比-2pct。

我们认为后续通过内部结构对冲、精细化费用管控,23年净利率有望企稳。1)坚果销量有望重回高速增长,规模效应不断增强。2)蓝袋新口味、珍葵等高毛利品类占比提升,利润结构得到改善。3)能源、包辅材价格Q1同比明显回落,原材料内部结构对冲。4)精细化费用管控,22Q4销售费率-0.6pct,趋势有望延续。

公司作为瓜子龙头,通过精耕渠道+推广新品,有望冲刺“百万终端”,市占率预计稳步提升。随着疫后送礼场景恢复+消费力修复,第二曲线坚果仍具备增长潜力。短期动销不及预期+葵花籽成本高位,基本面承压较为明显。后续仍需密切跟踪动销、成本情况,期待公司逐步走出底部,收入和利润共振向上。

盈利预测、估值与评级

考虑到新采购季葵花籽成本涨幅超预期,我们小幅下调23-24年净利润6%/4%。预计23-25年公司归母净利润分别为10.7/13.3/15.8亿元,分别同比增长9.8%/24.4%/18.5%,对应PE分别为19x/15x/13x,维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险;新品放量不及预期;市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

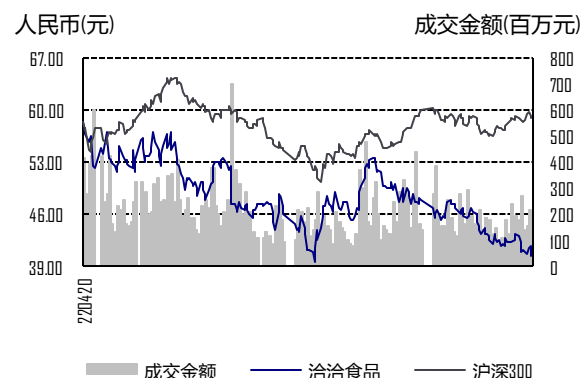
联系人:陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价(人民币):40.45元

相关报告:

- 《洽洽食品公司点评:收入符合预期,看好提价后利润修复》,2023.2.26
- 《提价顺利传导,Q4旺季弹性可期-洽洽三季报点评》,2022.10.27
- 《利润短期承压,新财年稳健增长可期-洽洽22年中报点评》,2022.8.19



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,985	6,883	7,881	8,986	10,224
营业收入增长率	13.15%	15.01%	14.50%	14.01%	13.78%
归母净利润(百万元)	929	976	1,071	1,333	1,579
归母净利润增长率	15.35%	5.10%	9.78%	24.43%	18.46%
摊薄每股收益(元)	1.832	1.925	2.113	2.630	3.115
每股经营性现金流净额	2.65	3.02	1.81	2.72	3.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.37%	18.52%	18.13%	19.87%	20.62%
P/E	33.50	25.97	19.14	15.38	12.98
P/B	6.49	4.81	3.47	3.06	2.68

来源:公司年报、国金证券研究所

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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,289	5,985	6,883	7,881	8,986	10,224	货币资金	1,267	1,746	3,075	3,146	3,638	4,396
增长率		13.2%	15.0%	14.5%	14.0%	13.8%	应收款项	223	327	464	435	471	536
主营业务成本	-3,603	-4,073	-4,683	-5,431	-6,077	-6,830	存货	1,687	1,462	985	1,339	1,498	1,647
%销售收入	68.1%	68.0%	68.0%	68.9%	67.6%	66.8%	其他流动资产	1,914	2,317	1,746	2,042	2,148	2,256
毛利	1,687	1,913	2,200	2,450	2,909	3,394	流动资产	5,091	5,853	6,269	6,962	7,756	8,835
%销售收入	31.9%	32.0%	32.0%	31.1%	32.4%	33.2%	%总资产	72.9%	72.5%	73.3%	72.1%	73.3%	75.2%
营业税金及附加	-46	-53	-58	-67	-76	-87	长期投资	278	497	528	598	668	738
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	1,225	1,331	1,384	1,698	1,754	1,779
销售费用	-516	-604	-701	-796	-881	-1,002	%总资产	17.6%	16.5%	16.2%	17.6%	16.6%	15.1%
%销售收入	9.8%	10.1%	10.2%	10.1%	9.8%	9.8%	无形资产	279	276	269	275	279	284
管理费用	-243	-266	-342	-378	-413	-470	非流动资产	1,888	2,220	2,278	2,690	2,821	2,919
%销售收入	4.6%	4.4%	5.0%	4.8%	4.6%	4.6%	%总资产	27.1%	27.5%	26.7%	27.9%	26.7%	24.8%
研发费用	-36	-45	-54	-55	-63	-72	资产总计	6,979	8,072	8,547	9,652	10,577	11,754
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	短期借款	88	289	235	6	6	6
息税前利润 (EBIT)	845	944	1,046	1,154	1,476	1,763	应付款项	676	887	787	930	1,007	1,133
%销售收入	16.0%	15.8%	15.2%	14.6%	16.4%	17.2%	其他流动负债	692	748	839	996	1,042	1,144
财务费用	25	31	12	-14	-15	-2	流动负债	1,456	1,924	1,861	1,932	2,055	2,283
%销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	长期贷款	0	0	0	400	400	400
资产减值损失	0	-6	-6	0	0	0	其他长期负债	1,315	1,352	1,415	1,403	1,402	1,402
公允价值变动收益	5	15	5	0	0	0	负债	2,771	3,276	3,276	3,735	3,857	4,084
投资收益	42	34	54	60	60	60	普通股股东权益	4,207	4,794	5,269	5,912	6,712	7,659
%税前利润	4.2%	3.1%	4.4%	4.6%	3.7%	3.1%	其中：股本	507	507	507	507	507	507
营业利润	923	1,028	1,121	1,210	1,529	1,829	未分配利润	1,792	2,317	2,864	3,506	4,306	5,254
营业利润率	17.5%	17.2%	16.3%	15.3%	17.0%	17.9%	少数股东权益	1	2	3	5	8	10
营业外收支	74	99	99	100	100	100	负债股东权益合计	6,979	8,072	8,547	9,652	10,577	11,754
税前利润	997	1,127	1,221	1,310	1,629	1,929	比率分析						
利润率	18.9%	18.8%	17.7%	16.6%	18.1%	18.9%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-192	-197	-242	-236	-293	-347	每股指标						
所得税率	19.3%	17.5%	19.8%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	1.588	1.832	1.925	2.113	2.630	3.115
净利润	805	930	978	1,074	1,336	1,582	每股净资产	8.298	9.456	10.392	11.660	13.238	15.107
少数股东损益	0	1	2	3	3	3	每股经营现金净流	1.177	2.652	3.022	1.807	2.725	3.423
归属于母公司的净利润	805	929	976	1,071	1,333	1,579	每股股利	0.700	0.800	0.850	0.845	1.052	1.246
净利率	15.2%	15.5%	14.2%	13.6%	14.8%	15.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.14%	19.37%	18.52%	18.13%	19.87%	20.62%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	11.54%	11.50%	11.42%	11.10%	12.61%	13.44%
净利润	805	930	978	1,074	1,336	1,582	投入资本收益率	12.35%	12.27%	12.26%	12.41%	14.36%	15.42%
少数股东损益	0	1	2	3	3	3	增长率						
非现金支出	136	153	176	171	198	221	主营业务收入增长率	9.35%	13.15%	15.01%	14.50%	14.01%	13.78%
非经营收益	-57	-75	-63	-108	-74	-74	EBIT 增长率	36.84%	11.75%	10.71%	10.37%	27.88%	19.46%
营运资金变动	-287	337	441	-221	-79	7	净利润增长率	33.40%	15.35%	5.10%	9.78%	24.43%	18.46%
经营活动现金净流	597	1,345	1,532	916	1,381	1,736	总资产增长率	29.03%	15.66%	5.89%	12.92%	9.58%	11.13%
资本开支	-207	-173	-211	-413	-159	-149	资产管理能力						
投资	-70	-527	412	-170	-170	-170	应收账款周转天数	15.3	16.4	19.4	19.0	18.0	18.0
其他	99	104	112	60	60	60	存货周转天数	155.9	141.1	95.4	90.0	90.0	88.0
投资活动现金净流	-178	-596	313	-523	-269	-259	应付账款周转天数	53.7	54.1	49.2	47.0	45.0	45.0
股权募资	1,340	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	77.1	80.8	72.0	69.1	60.9	53.0
债权募资	-207	200	-58	187	0	0	偿债能力						
其他	-616	-423	-475	-509	-620	-718	净负债/股东权益	-38.57%	-46.93%	-59.30%	-52.84%	-55.34%	-59.68%
筹资活动现金净流	517	-223	-533	-322	-620	-718	EBIT 利息保障倍数	-33.4	-30.8	-90.0	81.2	100.8	1,050.8
现金净流量	933	532	1,307	72	493	758	资产负债率	39.71%	40.58%	38.33%	38.70%	36.47%	34.75%

来源：公司年报、国金证券研究所

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402