

洽洽食品 (002557.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 业绩承压，静待成本改善

业绩简评

公司于4月25日发布一季报，23Q1实现营业收入13.4亿元，同比-6.7%；实现归母净利润1.8亿元，同比-14.4%；扣非净利润为1.4亿元，同比-21.7%，略低于预期。

经营分析

23Q1 动销不及预期，我们认为主要系 1) 备货节奏前移，今年春节集中在去年11-12月备货。2) 消费力尚未修复，提价略有扰动，或影响 Q1 补库情况。预计 Q1 瓜子、坚果销量均同比约下滑双位数。3) 今年2月公司已将10多款特供产品进场零食专营，元气坚果亦进驻山姆渠道，预计 Q2 逐步起量，助力收入恢复常态化增长。

成本高位+费投增加，扰动盈利水平。23Q1 毛利率/净利率分别为 28.5%/13.3%，同比-2.3pct/-1.2pct。主要系 1) 去年11月葵花籽采购价同比涨幅超10%，国葵成本压力较大。2) 渠道结构变化，低毛利的零食专营渠道占比逐渐提升。费用端，1) 公司加大对坚果等新品的营销投入，2) 销售、管理人员增加，3) 增加餐饮定制渠道的研发投入，23Q1 销售/管理/研发费率分别同比+1.4pct/0.8pct/0.9pct。4) 所得税费率、财务费率减少（系理财产品利息收入增加）。

短期基本面承压，期待 Q4 成本改善。预计随着消费力修复+多元渠道并行，收入增速有望修复。后续可通过产品结构优化、精细化费用管控对冲部分成本压力，且今年葵花籽种植面积略有增加，Q4 采购季成本具备下行可能性，后续仍需密切跟踪旺季动销、成本改善情况，期待收入和利润迎来拐点。

盈利预测、估值与评级

预计 23-25 年公司营业收入分别为 78.8/89.9/102.4 亿元，分别同比增长 14.4%/14.1%/13.9%；归母净利润分别为 10.7/13.2/16.1 亿元，分别同比增长 9.4%/23.6%/22.2%，对应 PE 分别为 21x/17x/14x，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

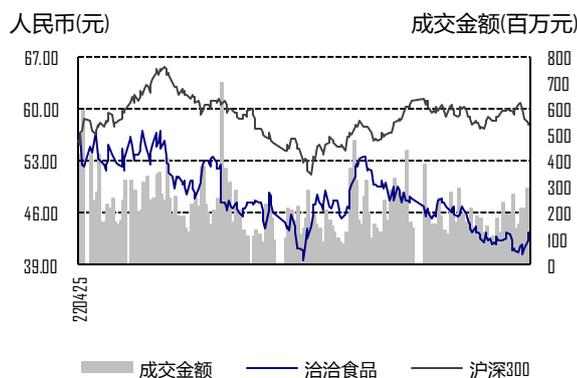
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：43.45 元

相关报告：

- 《洽洽食品公司点评：成本压力仍存，静待边际改善》，2023.4.21
- 《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



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	7,875	8,988	10,240
营业收入增长率	13.15%	15.01%	14.41%	14.13%	13.93%
归母净利润(百万元)	929	976	1,068	1,319	1,613
归母净利润增长率	15.35%	5.10%	9.38%	23.60%	22.22%
摊薄每股收益(元)	1.832	1.925	2.106	2.602	3.181
每股经营性现金流净额	2.65	3.02	1.80	2.69	3.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.37%	18.52%	18.07%	19.69%	21.03%
P/E	33.50	25.97	20.64	16.70	13.66
P/B	6.49	4.81	3.73	3.29	2.87

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	7,875	8,988	10,240	货币资金	1,267	1,746	3,075	3,144	3,624	4,412	
增长率	13.2%	15.0%	14.4%	14.1%	13.9%		应收款项	223	327	464	434	471	537	
主营业务成本	-3,603	-4,073	-4,683	-5,423	-6,095	-6,803	存货	1,687	1,462	985	1,337	1,503	1,640	
%销售收入	68.1%	68.0%	68.0%	68.9%	67.8%	66.4%	其他流动资产	1,914	2,317	1,746	2,042	2,149	2,256	
毛利	1,687	1,913	2,200	2,452	2,893	3,437	流动资产	5,091	5,853	6,269	6,957	7,747	8,845	
%销售收入	31.9%	32.0%	32.0%	31.1%	32.2%	33.6%	%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	-795	-881	-1,003	%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	-386	-413	-471	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%	4.9%	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	9,647	10,568	11,764	
%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	1,149	1,459	1,803	应付款项	676	887	787	929	1,010	1,128	
%销售收入	16.0%	15.8%	15.2%	14.6%	16.2%	17.6%	其他流动负债	692	748	839	995	1,040	1,149	
财务费用	25	31	12	-14	-15	-2	流动负债	1,456	1,924	1,861	1,930	2,057	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	3,733	3,859	4,085	
投资收益	42	34	54	60	60	60	普通股股东权益	4,207	4,794	5,269	5,909	6,701	7,669	
%税前利润	4.2%	3.1%	4.4%	4.6%	3.7%	3.0%	其中：股本	507	507	507	507	507	507	
营业利润	923	1,028	1,121	1,205	1,512	1,870	未分配利润	1,792	2,317	2,864	3,504	4,296	5,263	
营业利润率	17.5%	17.2%	16.3%	15.3%	16.8%	18.3%	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	9,647	10,568	11,764	
税前利润	997	1,127	1,221	1,305	1,612	1,970	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	18.9%	18.8%	17.7%	16.6%	17.9%	19.2%	每股指标							
所得税	-192	-197	-242	-235	-290	-355	每股收益	1.588	1.832	1.925	2.106	2.602	3.181	
所得税率	19.3%	17.5%	19.8%	18.0%	18.0%	18.0%	每股净资产	8.298	9.456	10.392	11.655	13.217	15.125	
净利润	805	930	978	1,070	1,322	1,615	每股经营现金净流	1.177	2.652	3.022	1.800	2.690	3.508	
少数股东损益	0	1	2	3	3	3	每股股利	0.700	0.800	0.850	0.842	1.041	1.272	
归属于母公司的净利润	805	929	976	1,068	1,319	1,613	回报率							
净利率	15.2%	15.5%	14.2%	13.6%	14.7%	15.7%	净资产收益率	19.14%	19.37%	18.52%	18.07%	19.69%	21.03%	
							总资产收益率	11.54%	11.50%	11.42%	11.07%	12.49%	13.71%	
							投入资本收益率	12.35%	12.27%	12.26%	12.36%	14.22%	15.76%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	9.35%	13.15%	15.01%	14.41%	14.13%	13.93%	
							EBIT增长率	36.84%	11.75%	10.71%	9.91%	26.96%	23.61%	
							净利润增长率	33.40%	15.35%	5.10%	9.38%	23.60%	22.22%	
							总资产增长率	29.03%	15.66%	5.89%	12.87%	9.54%	11.32%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	15.3	16.4	19.4	19.0	18.0	18.0	
							存货周转天数	155.9	141.1	95.4	90.0	90.0	88.0	
							应付账款周转天数	53.7	54.1	49.2	47.0	45.0	45.0	
							固定资产周转天数	77.1	80.8	72.0	69.2	60.9	52.9	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-38.57%	-46.93%	-59.30%	-52.83%	-55.22%	-59.81%	
							EBIT利息保障倍数	-33.4	-30.8	-90.0	80.8	98.5	1,086.4	
							资产负债率	39.71%	40.58%	38.33%	38.69%	36.52%	34.72%	

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