

洽洽食品 (002557.SZ) 成本拖累利润，经营稳健恢复

2023年04月28日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

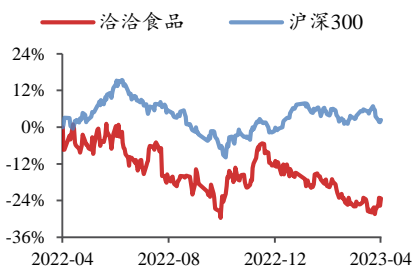
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2023/4/27
当前股价(元)	43.35
一年最高最低(元)	59.79/39.52
总市值(亿元)	219.79
流通市值(亿元)	219.78
总股本(亿股)	5.07
流通股本(亿股)	5.07
近3个月换手率(%)	49.66

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《短期利润承压，估值低位值得关注——公司信息更新报告》-2022.10.28
- 《聚焦瓜子坚果主业，渠道扩张稳步成长——公司首次覆盖报告》-2022.10.11

● 收入增长平稳，成本上升影响利润，维持“增持”评级

公司发布2022年报、2023年一季报，2022年实现收入68.8亿元，同增15.0%；归母净利润9.8亿元，同增5.1%。2022Q4实现收入25.0亿元，同增18.9%；归母净利润3.5亿元，同增4.5%。2023Q1实现收入13.4亿元，同降6.7%，归母净利润1.8亿元，同降14.4%。公司短期受到原材料价格影响利润，我们下调2023、2024年，新增2025年盈利预测，预计公司2023-2025年收入分别为79.1 (-2.0)、91.0 (-1.6)、104.9亿元，同比增长14.9%、15.0%和15.3%；归母净利润分别为10.8 (-1.2)、13.1 (-0.6)、15.0亿元，同比增长10.7%、21.3%和14.3%，当前股价对应PE分别为20.3、16.8、14.7倍，维持“增持”评级。

● 收入稳步增长，布局新兴渠道

分产品看，2022年国葵类、坚果类、其他产品分别实现收入45.12、16.23、7.05亿元，分别增长14.42%、18.78%、30.92%。分渠道看，2022年公司经销及其他渠道、直营(含电商)分别实现收入57.93、10.91亿元，分别增长14.38%、18.48%。2023Q1春节错峰叠加经销商备货较弱，导致收入有所下滑，预计后续公司瓜子产品持续精耕下沉市场，坚果产品配合端午礼品需求恢复和终端持续渗透，渠道端在特通渠道、零食连锁店、会员店、茶饮渠道等新场景发力下，公司全年有望恢复稳步增长。

● 原材料侵蚀拖累利润，毛利率改善可期

公司2022年毛利率为32.0%，同比持平；其中瓜子产品毛利率为33.15%，同比下滑0.98pct；坚果产品毛利率达30.54%，同比增加1.28pct。2023Q1毛利率28.5%，同降2.3pct，主要受到葵花籽价格上涨影响，预计随着公司产品提价和葵花籽种植面积提升，毛利率未来有望改善。公司2022年销售费用率为10.2%，同增0.1pct，管理费用率为5.0%，同增0.5pct，整体保持平稳；2023Q1销售费用率、管理费用率分别增长1.4pct、0.8pct，主因旺季拓展市场支出所致，未来有望缓解。

● **风险提示：**食品安全风险，原材料涨价风险，疫情反复影响终端需求风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,985	6,883	7,909	9,098	10,493
YOY(%)	13.2	15.0	14.9	15.0	15.3
归母净利润(百万元)	929	976	1,080	1,310	1,498
YOY(%)	15.3	5.1	10.7	21.3	14.3
毛利率(%)	32.0	32.0	32.2	32.2	32.8
净利率(%)	15.5	14.2	13.7	14.4	14.3
ROE(%)	19.4	18.6	17.0	17.8	17.5
EPS(摊薄/元)	1.83	1.93	2.13	2.58	2.95
P/E(倍)	23.7	22.5	20.3	16.8	14.7
P/B(倍)	4.7	4.3	3.5	3.0	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5853	6269	7584	8179	9399
现金	1746	3075	3548	4411	4722
应收票据及应收账款	320	456	435	590	593
其他应收款	7	7	10	10	13
预付账款	56	42	71	59	90
存货	1462	985	1816	1405	2278
其他流动资产	2261	1704	1704	1704	1704
非流动资产	2220	2278	2436	2593	2758
长期投资	142	163	183	203	223
固定资产	1325	1359	1466	1586	1722
无形资产	274	268	261	254	247
其他非流动资产	479	489	526	550	567
资产总计	8072	8547	10020	10772	12158
流动负债	1924	1861	2469	2427	2814
短期借款	288	230	230	230	230
应付票据及应付账款	771	630	974	871	1238
其他流动负债	865	1001	1265	1326	1346
非流动负债	1352	1415	1198	979	761
长期借款	1266	1301	1084	865	647
其他非流动负债	86	114	114	114	114
负债合计	3276	3276	3667	3406	3575
少数股东权益	2	3	4	5	7
股本	507	507	507	507	507
资本公积	1545	1546	1546	1546	1546
留存收益	2570	3117	3778	4644	5697
归属母公司股东权益	4794	5269	6349	7361	8575
负债和股东权益	8072	8547	10020	10772	12158

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1345	1532	561	1486	902
净利润	930	978	1081	1312	1500
折旧摊销	147	164	145	167	192
财务费用	-31	-12	-113	-153	-197
投资损失	-34	-54	-46	-44	-45
营运资金变动	337	440	-499	213	-539
其他经营现金流	-3	15	-7	-8	-9
投资活动现金流	-596	313	-250	-272	-304
资本支出	178	211	137	137	145
长期投资	-527	412	-20	-21	-20
其他投资现金流	-945	937	-133	-156	-179
筹资活动现金流	-223	-533	162	-351	-288
短期借款	200	-58	0	0	0
长期借款	38	35	-217	-219	-218
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	10	1	0	0	0
其他筹资现金流	-471	-511	379	-132	-70
现金净增加额	532	1307	473	863	310

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5985	6883	7909	9098	10493
营业成本	4073	4683	5361	6164	7048
营业税金及附加	53	58	70	79	92
营业费用	604	701	960	1015	1248
管理费用	266	342	380	428	496
研发费用	45	54	56	67	78
财务费用	-31	-12	-113	-153	-197
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	9	11	0	0	0
公允价值变动收益	15	5	7	8	9
投资净收益	34	54	46	44	45
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1028	1121	1249	1550	1781
营业外收入	108	105	97	100	103
营业外支出	9	5	12	11	9
利润总额	1127	1221	1335	1639	1875
所得税	197	242	254	328	375
净利润	930	978	1081	1312	1500
少数股东损益	1	2	1	1	2
归属母公司净利润	929	976	1080	1310	1498
EBITDA	1322	1392	1434	1733	1969
EPS(元)	1.83	1.93	2.13	2.58	2.95

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	13.2	15.0	14.9	15.0	15.3
营业利润(%)	11.3	9.1	11.4	24.1	14.9
归属于母公司净利润(%)	15.3	5.1	10.7	21.3	14.3
获利能力					
毛利率(%)	32.0	32.0	32.2	32.2	32.8
净利率(%)	15.5	14.2	13.7	14.4	14.3
ROE(%)	19.4	18.6	17.0	17.8	17.5
ROIC(%)	15.1	14.3	13.0	14.2	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	40.6	38.3	36.6	31.6	29.4
净负债比率(%)	-2.2	-27.6	-29.5	-40.0	-40.3
流动比率	3.0	3.4	3.1	3.4	3.3
速动比率	2.1	2.8	2.3	2.7	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	22.3	17.7	17.7	17.7	17.7
应付账款周转率	6.0	6.7	6.7	6.7	6.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.83	1.93	2.13	2.58	2.95
每股经营现金流(最新摊薄)	2.65	3.02	1.11	2.93	1.78
每股净资产(最新摊薄)	9.25	10.18	12.32	14.31	16.71
估值比率					
P/E	23.7	22.5	20.3	16.8	14.7
P/B	4.7	4.3	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	15.0	13.6	12.9	10.1	8.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn