



# 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，静待旺季改善

### 业绩简评

8月24日公司发布23年半年报，23H1实现营收26.86亿元，同比+0.3%；实现归母净利润2.67亿元，同比-23.8%；扣非归母净利润1.99亿元，同比-26.9%。其中，23Q2实现营收13.5亿元，同比+8.3%；实现归母净利润0.89亿元，同比-37.5%；扣非归母净利润0.57亿元，同比-37.8%，业绩低于此前预期。

### 经营分析

**Q2 收入恢复增长，渠道建设持续推进。**1) 瓜子高基数下仍有压力，坚果需求逐步修复。23H1 葵花子/坚果类/其他收入分别为18.0/5.3/3.2亿元，同比-2.4%/+1.6%/+12.7%。拆分量价来看，23H1 休闲食品吨价/销量分别+5.2%/-4.7%，系坚果占比提升。2) 传统优势渠道表现承压，一方面是商超人流下滑，另一方面是消费力呈现分级和降级趋势。但公司通过加大与会员店、零食专营等新兴渠道合作，弥补大盘销量下滑影响，23H1 南方/东方/北方/电商/海外分别实现营收 8.69/7.14/5.11/3.24/2.35 亿元，同比+3.6%/-7.0%/-6.4%/+12.9%/+10.8%。截至6月末，公司渠道数字化平台掌控终端网点数量超过25万家，同比+47%。

**成本持续承压，新采购季有望改善。**23Q2 毛利率/净利率分别为20.6%/6.7%；同比-6.9pct/-4.9pct。1) 虽然包材、油脂等价格逐步下行，但葵花籽价格23H1 同比上涨双位数，压制短期利润，直接材料吨成本+12.3%。据前瞻性指标种子销售量、预估种植面积来看，毛利率有望在Q4 新采购季得到改善。2) 期间费率持续优化，23Q2 销售/管理/研发费率同比持平/-1.0pct/-0.2pct。其中23H1 广告促销费用同比+11.6%。

**上半年需求和成本压力较大，下半年销售旺季有望逐步改善。**公司聚焦瓜子和坚果核心品类，持续丰富口味和包装规格，提升产品与各渠道适配度。在需求恢复、渠道扩张背景下，下半年收入端有望恢复双位数增长。利润端随着瓜子成本回归正常区间，坚果规模效应持续释放，后续或将贡献较大业绩弹性。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到需求恢复不及预期、葵花籽成本上涨幅度超预期，我们分别下调23-25年归母净利润26%/22%/20%。预计23-25年公司归母净利润为7.9/10.3/12.9亿元，分别同比-19%/+30%/+26%，对应PE分别为24x/18x/15x，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

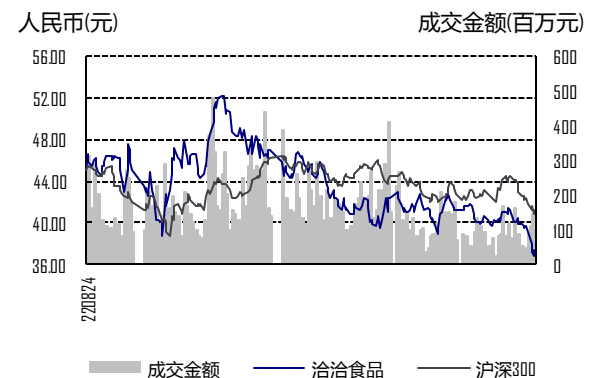
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：37.39 元

### 相关报告：

- 《洽洽食品公司点评：Q1 业绩承压，静待成本改善》，2023.4.26
- 《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



### 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	7,360	8,353	9,472
营业收入增长率	13.15%	15.01%	6.92%	13.50%	13.39%
归母净利润(百万元)	929	976	788	1,027	1,292
归母净利润增长率	15.35%	5.10%	-19.29%	30.35%	25.81%
摊薄每股收益(元)	1.832	1.925	1.554	2.025	2.548
每股经营性现金流净额	2.65	3.02	1.12	2.09	2.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.37%	18.52%	13.72%	16.15%	18.11%
P/E	33.50	25.97	24.07	18.46	14.68
P/B	6.49	4.81	3.30	2.98	2.66

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,289</b>	<b>5,985</b>	<b>6,883</b>	<b>7,360</b>	<b>8,353</b>	<b>9,472</b>
增长率	13.2%	15.0%	15.0%	6.9%	13.5%	13.4%
主营业务成本	-3,603	-4,073	-4,683	-5,407	-5,928	-6,575
%销售收入	68.1%	68.0%	68.0%	73.5%	71.0%	69.4%
毛利	1,687	1,913	2,200	1,953	2,425	2,896
%销售收入	31.9%	32.0%	32.0%	26.5%	29.0%	30.6%
营业税金及附加	-46	-53	-58	-63	-71	-81
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-516	-604	-701	-699	-794	-900
%销售收入	9.8%	10.1%	10.2%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用	-243	-266	-342	-353	-401	-436
%销售收入	4.6%	4.4%	5.0%	4.8%	4.8%	4.6%
研发费用	-36	-45	-54	-52	-58	-66
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	845	944	1,046	787	1,101	1,414
%销售收入	16.0%	15.8%	15.2%	10.7%	13.2%	14.9%
财务费用	25	31	12	-13	-14	-3
%销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.0%
资产减值损失	0	-6	-6	0	0	0
公允价值变动收益	5	15	5	0	0	0
投资收益	42	34	54	60	60	60
%税前利润	4.2%	3.1%	4.4%	6.2%	4.8%	3.8%
营业利润	923	1,028	1,121	844	1,155	1,478
营业利润率	17.5%	17.2%	16.3%	11.5%	13.8%	15.6%
营业外收支	74	99	99	120	100	100
税前利润	997	1,127	1,221	964	1,255	1,578
利润率	18.9%	18.8%	17.7%	13.1%	15.0%	16.7%
所得税	-192	-197	-242	-173	-226	-284
所得税率	19.3%	17.5%	19.8%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	805	930	978	790	1,029	1,294
少数股东损益	0	1	2	3	3	3
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>805</b>	<b>929</b>	<b>976</b>	<b>788</b>	<b>1,027</b>	<b>1,292</b>
净利率	15.2%	15.5%	14.2%	10.7%	12.3%	13.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	805	930	978	790	1,029	1,294
少数股东损益	0	1	2	3	3	3
非现金支出	136	153	176	160	174	188
非经营收益	-57	-75	-63	-128	-74	-74
营运资金变动	-287	337	441	-255	-72	16
<b>经营活动现金净流</b>	<b>597</b>	<b>1,345</b>	<b>1,532</b>	<b>567</b>	<b>1,057</b>	<b>1,424</b>
资本开支	-207	-173	-211	-63	-109	-49
投资	-70	-527	412	-170	-170	-170
其他	99	104	112	60	60	60
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-178</b>	<b>-596</b>	<b>313</b>	<b>-173</b>	<b>-219</b>	<b>-159</b>
股权募资	1,340	0	0	0	0	0
债权募资	-207	200	-58	187	0	0
其他	-616	-423	-475	-395	-497	-603
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>517</b>	<b>-223</b>	<b>-533</b>	<b>-208</b>	<b>-497</b>	<b>-603</b>
<b>现金净流量</b>	<b>933</b>	<b>532</b>	<b>1,307</b>	<b>186</b>	<b>341</b>	<b>662</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,267	1,746	3,075	3,260	3,601	4,263
应收款项	223	327	464	406	438	496
存货	1,687	1,462	985	1,333	1,462	1,585
其他流动资产	1,914	2,317	1,746	2,042	2,147	2,253
流动资产	5,091	5,853	6,269	7,041	7,647	8,598
%总资产	72.9%	72.5%	73.3%	74.8%	75.5%	77.4%
长期投资	278	497	528	598	668	738
固定资产	1,225	1,331	1,384	1,379	1,410	1,368
%总资产	17.6%	16.5%	16.2%	14.6%	13.9%	12.3%
无形资产	279	276	269	275	279	284
非流动资产	1,888	2,220	2,278	2,371	2,476	2,508
%总资产	27.1%	27.5%	26.7%	25.2%	24.5%	22.6%
<b>资产总计</b>	<b>6,979</b>	<b>8,072</b>	<b>8,547</b>	<b>9,412</b>	<b>10,124</b>	<b>11,105</b>
短期借款	88	289	235	6	6	6
应付款项	676	887	787	924	981	1,089
其他流动负债	692	748	839	933	969	1,066
流动负债	1,456	1,924	1,861	1,863	1,956	2,161
长期贷款	0	0	0	400	400	400
其他长期负债	1,315	1,352	1,415	1,403	1,402	1,402
负债	2,771	3,276	3,276	3,665	3,759	3,963
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,207</b>	<b>4,794</b>	<b>5,269</b>	<b>5,741</b>	<b>6,357</b>	<b>7,132</b>
其中：股本	507	507	507	507	507	507
未分配利润	1,792	2,317	2,864	3,336	3,952	4,727
少数股东权益	1	2	3	5	8	10
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,979</b>	<b>8,072</b>	<b>8,547</b>	<b>9,412</b>	<b>10,124</b>	<b>11,105</b>

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.588	1.832	1.925	1.554	2.025	2.548
每股净资产	8.298	9.456	10.392	11.324	12.539	14.068
每股经营现金净流	1.177	2.652	3.022	1.118	2.085	2.809
每股股利	0.700	0.800	0.850	0.621	0.810	1.019
<b>回报率</b>						
净资产收益率	19.14%	19.37%	18.52%	13.72%	16.15%	18.11%
总资产收益率	11.54%	11.50%	11.42%	8.37%	10.14%	11.63%
投入资本收益率	12.35%	12.27%	12.26%	8.65%	11.18%	13.10%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	9.35%	13.15%	15.01%	6.92%	13.50%	13.39%
EBIT增长率	36.84%	11.75%	10.71%	-24.76%	39.96%	28.41%
净利润增长率	33.40%	15.35%	5.10%	-19.29%	30.35%	25.81%
总资产增长率	29.03%	15.66%	5.89%	10.12%	7.56%	9.70%
<b>资产管理能力</b>						
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	64.7	56.1	46.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-38.57%	-46.93%	-59.30%	-56.39%	-57.84%	-62.21%
EBIT利息保障倍数	-33.4	-30.8	-90.0	60.4	79.5	409.9
资产负债率	39.71%	40.58%	38.33%	38.94%	37.13%	35.68%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-29	买入	54.70	N/A
2	2022-04-12	买入	56.63	N/A
3	2022-04-28	买入	57.39	N/A
4	2022-08-19	买入	52.60	N/A
5	2022-10-27	买入	41.50	N/A
6	2023-02-26	买入	45.66	N/A
7	2023-04-21	买入	40.45	N/A
8	2023-04-26	买入	43.45	N/A

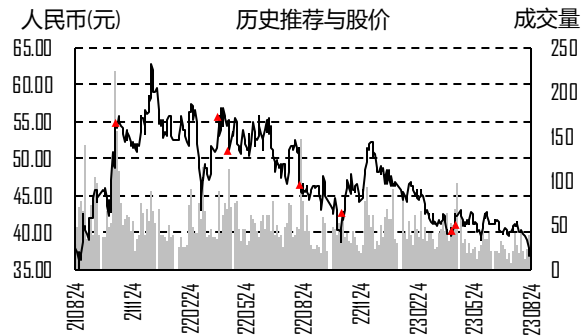
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究