

短期成本承压，静待经营恢复

洽洽食品(002557)

评级:	买入	股票代码:	002557
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	54.0/33.65
目标价格:		总市值(亿)	170.61
最新收盘价:	33.65	自由流通市值(亿)	170.61
		自由流通股数(百万)	507.00

事件概述

公司上半年实现营业总收入 26.86 亿元，同比+0.28%；归母净利润 2.67 亿元，同比-23.80%；扣非归母净利润 1.99 亿元，同比-26.93%；23Q2 实现营业总收入 13.50 亿元，同比+8.34%；归母净利润 0.90 亿元，同比-37.49%；扣非归母净利润 0.57 亿元，同比-37.25%。

分析判断:

► 收入稳健增长，拥抱行业渠道变革

公司上半年收入增长 0.28%，其中 Q1/Q2 增速分别为-6.73%/+8.34%，Q2 我们预计得益于新渠道放量和海外销量恢复性增长，实现收入增速环比提升。

分品类来看，公司上半年葵花子/坚果/其他品类收入 18.0/5.3/3.2 亿元，分别较去年同期-2.4%/1.6%/12.7%，瓜子因同期高基数及春节跨期，增长承压；坚果主要受公司节前坚果礼盒备货谨慎影响增速偏慢；其他品类因薯片产品通过量贩零食渠道的渗透和抖音渠道的拓展，上半年增长较好。**分区域来看**，公司上半年南方区/东方区/北方区/电商/海外市场收入同比+3.7%/-7.1%/-6.5%/+12.9%/+10.7%，公司电商通过抖音、拼多多等渠道，不断进行突破，海外得益于公司积极拓展海外销售网络，实现恢复性增长。**分渠道来看**，上半年公司积极拓展量贩零食、会员店、餐饮等渠道，其中量贩零食渠道合作了零食很忙、赵一鸣、零食有鸣、好想来等品牌，合作产品包括葵花籽品类、坚果品类和休闲食品品类；蔡珍在山姆渠道销售较好。

► 原料成本上涨使得短期利润端承压

成本端来看，H1 和 Q2 毛利率分别为 24.5%/20.6%，分别较去年同期-4.8/-6.9pct，葵花子/坚果/其他产品毛利率分别同比-7.5%/1.2%/+2.9%，瓜子毛利率下降较多主要受葵花籽原料成本上涨拖累，坚果和其他产品毛利率提升受益于成本同比回落。**费用端来看**，上半年销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.6%/5.4%/1.1%/-1.19%，分别较去年同期+0.68/-0.01/+0.40/-0.96pct，综合费用率提升 0.11pct，销售费用率提升主要系广告促销费用投放增加。所得税率从 25.5%降至 19.4%对利润有所提振。**综合来看**，公司上半年受成本上涨影响，净利率同比微降 3.2pct 至 10.0%，归母净利润同比下降 23.8%至 2.67 亿元，短期利润端承压。

单 Q2 来看，受成本压力影响毛利率下降 6.9pct 至 20.6%，但公司通过一系列内部增效，期间费用率下降 1.5pct。综合来看，受成本端拖累，Q2 净利润同比下降 37.5%至 0.9 亿元，对应的净利率同比下降 4.9pct 至 6.6%。

► 积极顺应行业变化，长期成长性不减

虽然短期成本端承压，但公司正积极应对成本波动，成本端影响有望进一步减弱。公司不断推进产品创新和拥抱渠道变化，有望维持稳健增长，产品端推出多味打手瓜子、醒磕西瓜子、坚果脆片以及元气坚果日记、榴莲腰果等新品，丰富产品矩阵；渠道端不断丰富，提升公司产品渠道渗透率。下半年随着中秋国庆旺季来临，公司收入增速有望持续修复，利润端静待成本改善。

投资建议

参考最新中报，我们下调公司 23-25 年营业收入 78.27/88.73/99.89 亿元的预测至 73.27/84.73/93.89 亿元；下调 23-24 年 EPS 2.17/2.54/2.93 元的预测至 1.74/2.16/2.50 元，对应 2023 年 8 月 25 日收盘价 33.65 元的估值分别为 19/16/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

成本改善不及预期，行业竞争加剧

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,985	6,883	7,327	8,473	9,389
YoY (%)	13.2%	15.0%	6.4%	15.6%	10.8%
归母净利润 (百万元)	929	976	881	1,095	1,269
YoY (%)	15.3%	5.1%	-9.8%	24.4%	15.9%
毛利率 (%)	32.0%	32.0%	28.5%	29.5%	30.3%
每股收益 (元)	1.84	1.93	1.74	2.16	2.50
ROE	19.4%	18.5%	14.3%	15.1%	14.9%
市盈率	18.30	17.42	19.37	15.58	13.45

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,883	7,327	8,473	9,389	净利润	978	883	1,098	1,272
YoY (%)	15.0%	6.4%	15.6%	10.8%	折旧和摊销	170	14	10	10
营业成本	4,683	5,239	5,973	6,544	营运资金变动	441	-1,163	1,211	-677
营业税金及附加	58	62	72	80	经营活动现金流	1,532	-425	2,155	439
销售费用	701	740	830	911	资本开支	-211	-55	-10	-15
管理费用	342	337	381	423	投资	412	-100	-100	-100
财务费用	-12	-16	-16	-17	投资活动现金流	313	-96	-42	-40
研发费用	54	56	65	72	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-58	0	0	0
投资收益	54	59	68	75	筹资活动现金流	-533	-5	-5	-5
营业利润	1,121	978	1,247	1,466	现金净流量	1,307	-526	2,108	394
营业外收支	99	105	100	95	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	1,221	1,083	1,347	1,561	成长能力 (%)				
所得税	242	200	249	289	营业收入增长率	15.0%	6.4%	15.6%	10.8%
净利润	978	883	1,098	1,272	净利润增长率	5.1%	-9.8%	24.4%	15.9%
归属于母公司净利润	976	881	1,095	1,269	盈利能力 (%)				
YoY (%)	5.1%	-9.8%	24.4%	15.9%	毛利率	32.0%	28.5%	29.5%	30.3%
每股收益	1.93	1.74	2.16	2.50	净利率	14.2%	12.0%	12.9%	13.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	11.4%	8.9%	10.0%	10.1%
货币资金	3,075	2,549	4,657	5,052	净资产收益率 ROE	18.5%	14.3%	15.1%	14.9%
预付款项	42	55	68	58	偿债能力 (%)				
存货	985	2,770	1,101	2,319	流动比率	3.37	3.19	3.71	3.74
其他流动资产	2,168	2,116	2,582	2,551	速动比率	2.75	1.93	3.12	2.77
流动资产合计	6,269	7,490	8,408	9,980	现金比率	1.65	1.09	2.06	1.90
长期股权投资	163	163	163	163	资产负债率	38.3%	37.9%	33.7%	32.4%
固定资产	1,359	1,494	1,585	1,675	经营效率 (%)				
无形资产	268	278	288	298	总资产周转率	0.83	0.79	0.81	0.80
非流动资产合计	2,278	2,424	2,525	2,625	每股指标 (元)				
资产合计	8,547	9,915	10,932	12,605	每股收益	1.93	1.74	2.16	2.50
短期借款	230	230	230	230	每股净资产	10.39	12.13	14.29	16.79
应付账款及票据	630	1,054	834	1,124	每股经营现金流	3.02	-0.84	4.25	0.87
其他流动负债	1,001	1,061	1,201	1,312	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,861	2,345	2,265	2,666	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	17.42	19.37	15.58	13.45
其他长期负债	1,415	1,415	1,415	1,415	PB	4.81	3.34	2.83	2.41
非流动负债合计	1,415	1,415	1,415	1,415					
负债合计	3,276	3,760	3,680	4,081					
股本	507	507	507	507					
少数股东权益	3	5	8	11					
股东权益合计	5,271	6,154	7,252	8,524					
负债和股东权益合计	8,547	9,915	10,932	12,605					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：10 年白酒产业从业经验，前就任某公募基金消费研究员，现负责白酒板块研究，具备产业、卖方、买方多方面工作经历，对产业趋势与资本市场均有深刻洞察。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。