

Q2高基数下平稳增长，期待葵花籽采购价回落

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年半年报,上半年实现营业收入26.9亿元,同比增长0.3%,实现归母净利润2.7亿元,同比下降23.8%。其中2023Q2实现营业收入13.5亿元,同比增长8.3%,实现归母净利润8954万元,同比下降37.5%,表现低于市场预期。
- Q2收入提速,电商渠道增速领先。** 1、分品类看,上半年葵花子、坚果、其他产品分别实现营业收入18亿元(-2.4%)、5.3亿元(+1.6%)、3.2亿元(+12.7%)。受春节跨期及节前坚果礼盒备货较谨慎影响,坚果收入略有增长。去年同期由于居家场景,瓜子基数较高,上半年收入略有下滑。积极布局餐饮、会员店、零食量贩店等渠道,推出风味各异的瓜子新品以满足不同渠道消费者的需求。优化渠道精耕模式,2023H1末渠道数字化平台掌控终端网点数量约25万家。2、分区域看,上半年南方、东方、北方、电商分别实现营业收入8.7亿元(+3.7%)、7.1亿元(-7.1%)、5.1亿元(-6.5%)、3.2亿元(+12.9%),电商渠道增速领先,通过抖音、拼多多等渠道不断突破。
- 整体盈利能力仍具压力,期待下半年葵花籽成本改善。** 1、上半年整体毛利率24.5%,下滑4.8pp,主要由于受收货季节天气及规划种植面积影响,葵花籽价格上涨。2、费用率方面,销售费用率9.6%,同比增加0.7pp;管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为5.4%、1.1%、-1.2%,基本保持稳定。整体净利率10%,同比下降3.2pp。
- 连续实行员工持股计划,长期发展动力充足。** 1、全渠道共同发展,计划在未来3-5年将终端数量提升至100万个,并抓住社区团购等新渠道发展机会,巩固渠道优势。2、公司发布第七期、第八期员工持股计划,分别持有36.2万股、163.9万股。连续实行员工持股,且激励范围较广,有助于充分激发员工动力、完善公司激励制度,利于公司长期健康发展。3、公司控股股东合肥华泰集团计划以3000万-5000万元增持公司股份,充分彰显对未来的发展信心。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年归母净利润分别为9.2亿元、12.0亿元、14.0亿元,EPS分别为1.81元、2.37元、2.77元,对应动态PE分别为19倍、14倍、12倍。考虑到公司全渠道开拓、终端数量提升仍有较大空间,给予2024年18倍PE,对应目标价42.66元,维持“买入”评级。
- 风险提示:** 渠道拓展或不及预期;原材料价格或大幅波动;食品安全风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6883.37	7302.44	8359.72	9536.51
增长率	15.01%	6.09%	14.48%	14.08%
归属母公司净利润(百万元)	976.00	919.27	1200.10	1404.56
增长率	5.10%	-5.81%	30.55%	17.04%
每股收益EPS(元)	1.93	1.81	2.37	2.77
净资产收益率ROE	18.56%	17.29%	20.43%	21.81%
PE	17	19	14	12
PB	3.24	3.20	2.90	2.65

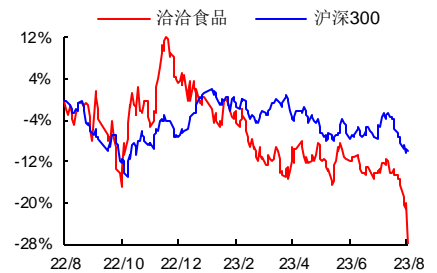
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 夏霖
执业证号: S1250523070006
电话: 021-68415380
邮箱: xialin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.07
流通A股(亿股)	5.07
52周内股价区间(元)	33.65-53.5
总市值(亿元)	170.61
总资产(亿元)	79.78
每股净资产(元)	9.79

相关研究

- 洽洽食品(002557): 一季度短期下滑,期待全年稳健增长 (2023-04-27)
- 洽洽食品(002557): 渠道精耕优化,延续稳健增长 (2023-04-25)
- 洽洽食品(002557): 盈利能力改善,四季度提价效应释放可期 (2022-10-30)

盈利预测与估值

关键假设：

1) 葵花子为公司业务基本盘，随着红袋产品渠道精耕下沉、蓝袋口味拓展持续放量、海外业务体量增长，预计 2023-2025 年葵花子收入增速分别为 3%、11%、10%；随着葵花子原材料采购价格下降，毛利率分别为 26.5%、32.0%、33.0%。

2) 坚果行业空间巨大，屋顶盒每日坚果向低线城市下沉、风味坚果新品不断推出，预计 2023-2025 年坚果收入增速分别为 12%、25%、25%；毛利率分别为 29.0%、30.0%、30.0%。

3) 同时随着渠道和市场扩张，公司将保持品牌建设，预计 2023-2025 年销售费用率 9.3%，基本保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
葵花子	收入	4512	4648	5159	5675
	增速	14.4%	3.0%	11.0%	10.0%
	成本	3016	3416	3508	3802
	毛利率	33.2%	26.5%	32.0%	33.0%
坚果	收入	1623	1818	2272	2840
	增速	18.8%	12.0%	25.0%	25.0%
	成本	1127	1291	1591	1988
	毛利率	30.5%	29.0%	30.0%	30.0%
其他主营业务	收入	705.2	789.8	876.7	964.3
	增速	30.9%	12.0%	11.0%	10.0%
	成本	516.0	568.6	631.2	694.3
	毛利率	26.8%	28.0%	28.0%	28.0%
其他业务	收入	43.0	47.3	52.0	57.2
	增速	-68.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	23.4	28.4	31.2	34.3
	毛利率	45.5%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	6883	7302	8360	9537
	增速	15.0%	6.1%	14.5%	14.1%
	成本	4683	5304	5761	6519
	毛利率	32.0%	27.4%	31.1%	31.6%

数据来源：西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 73.0 亿元 (+6.1%)、83.6 亿元 (+14.5%)、95.4 亿元 (+14.1%)，归母净利润分别为 9.2 亿元 (-5.8%)、12.0 亿元 (+30.6%)、14.0 亿元 (+17.0%)，EPS 分别为 1.81 元、2.37 元、2.77 元，对应 PE 分别为 19 倍、14 倍、12 倍。

洽洽食品为坚果炒货行业龙头，选取同样作为细分赛道龙头的伊利股份、安琪酵母、桃李面包作为可比估值对象，三家公司 2023-2025 年平均 PE 为 18 倍、15 倍、13 倍。考虑到公司全渠道开拓、终端数量提升仍有较大空间，给予 2024 年 18 倍 PE，对应目标价 42.66 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600887.SH	伊利股份	1703	26.75	1.38	1.72	2.01	2.32	22	16	13	12
600298.SH	安琪酵母	284	32.67	1.37	1.72	2.11	2.53	33	19	15	13
603866.SH	桃李面包	139	8.66	0.51	0.42	0.50	0.60	30	21	17	14
平均值								29	18	15	13
002557.SZ	洽洽食品	171	33.65	1.90	1.81	2.37	2.77	26	19	14	12

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6883.37	7302.44	8359.72	9536.51	净利润	978.44	921.57	1203.11	1408.07
营业成本	4683.24	5303.62	5760.96	6518.88	折旧与摊销	163.84	160.55	174.60	195.88
营业税金及附加	58.50	63.11	72.13	82.13	财务费用	-11.62	-172.66	-86.02	-93.82
销售费用	700.59	679.13	777.45	886.90	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	341.97	423.54	501.58	553.12	经营营运资本变动	426.25	-82.34	-52.50	-41.75
财务费用	-11.62	-172.66	-86.02	-93.82	其他	-24.67	-54.61	-48.86	-52.41
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1532.24	772.51	1190.33	1415.98
投资收益	53.89	45.35	46.38	47.29	资本支出	-54.88	-300.00	-400.00	-500.00
公允价值变动损益	5.16	8.39	8.44	7.88	其他	368.33	53.74	54.82	55.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	313.45	-246.26	-345.18	-444.83
营业利润	1121.19	1059.44	1388.44	1644.47	短期借款	-58.19	-230.02	0.00	0.00
其他非经营损益	99.44	94.98	97.12	96.80	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1220.63	1154.42	1485.56	1741.27	股权融资	1.03	0.00	0.00	0.00
所得税	242.19	218.94	282.45	333.20	支付股利	-429.29	-683.20	-643.49	-840.07
净利润	978.44	921.57	1203.11	1408.07	其他	-46.34	-13.76	86.02	93.82
少数股东损益	2.44	2.30	3.00	3.52	筹资活动现金流净额	-532.79	-926.98	-557.46	-746.25
归属母公司股东净利润	976.00	919.27	1200.10	1404.56	现金流量净额	1307.13	-400.73	287.69	224.89
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3074.87	2674.14	2961.82	3186.72	成长能力				
应收和预付款项	505.35	509.72	590.20	674.74	销售收入增长率	15.01%	6.09%	14.48%	14.08%
存货	984.70	1115.14	1209.30	1369.66	营业利润增长率	9.06%	-5.51%	31.05%	18.44%
其他流动资产	1703.94	1711.03	1728.90	1748.80	净利润增长率	5.24%	-5.81%	30.55%	17.04%
长期股权投资	162.84	162.84	162.84	162.84	EBITDA 增长率	11.29%	-17.75%	41.03%	18.25%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1383.80	1531.90	1765.95	2078.72	毛利率	31.96%	27.37%	31.09%	31.64%
无形资产和开发支出	267.91	259.32	250.73	242.14	三费率	14.98%	12.74%	14.27%	14.12%
其他非流动资产	463.90	463.84	463.78	463.71	净利率	14.21%	12.62%	14.39%	14.77%
资产总计	8547.31	8427.92	9133.52	9927.34	ROE	18.56%	17.29%	20.43%	21.81%
短期借款	230.02	0.00	0.00	0.00	ROA	11.45%	10.93%	13.17%	14.18%
应付和预收款项	896.38	1112.62	1209.32	1353.46	ROIC	43.43%	36.20%	46.48%	47.62%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.50%	14.34%	17.67%	18.31%
其他负债	2149.42	1986.59	2035.87	2117.54	营运能力				
负债合计	3275.81	3099.21	3245.19	3471.00	总资产周转率	0.83	0.86	0.95	1.00
股本	507.00	507.00	507.00	507.00	固定资产周转率	5.13	5.35	5.86	6.01
资本公积	1545.53	1545.53	1545.53	1545.53	应收账款周转率	17.88	17.12	18.30	18.02
留存收益	3117.04	3353.11	3909.72	4474.21	存货周转率	3.83	5.05	4.95	5.05
归属母公司股东权益	5268.72	5323.64	5880.25	6444.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.44%	—	—	—
少数股东权益	2.78	5.08	8.08	11.60	资本结构				
股东权益合计	5271.50	5328.72	5888.33	6456.34	资产负债率	38.33%	36.77%	35.53%	34.96%
负债和股东权益合计	8547.31	8427.92	9133.52	9927.34	带息债务/总负债	46.74%	41.98%	40.09%	37.48%
					流动比率	3.37	3.57	3.55	3.40
					速动比率	2.84	2.91	2.89	2.73
					股利支付率	43.98%	74.32%	53.62%	59.81%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1273.41	1047.32	1477.02	1746.54	每股收益	1.93	1.81	2.37	2.77
PE	17.48	18.56	14.22	12.15	每股净资产	10.39	10.50	11.60	12.71
PB	3.24	3.20	2.90	2.65	每股经营现金	3.02	1.52	2.35	2.79
PS	2.48	2.34	2.04	1.79	每股股利	0.85	1.35	1.27	1.66
EV/EBITDA	10.58	13.02	9.04	7.51					
股息率	2.52%	4.00%	3.77%	4.92%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
