

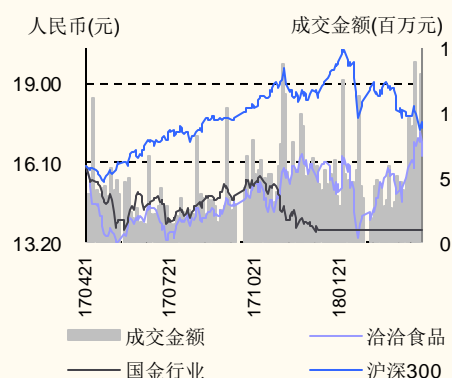
## 洽洽食品 (002557.SZ) 买入 (上调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 16.36 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	507.00
总市值 (百万元)	8,294.52
年内股价最高最低 (元)	17.24/13.20
沪深 300 指数	3760.85
深证成指	10408.91



## 业绩逐季改善, 蓝袋+坚果将成为 18 年主旋律

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.698	0.630	0.704	0.801	0.928
每股净资产 (元)	5.82	6.04	6.83	7.28	7.86
每股经营性现金流 (元)	0.92	0.57	0.54	0.73	1.05
市盈率 (倍)	23.02	25.08	23.25	20.43	17.64
行业优化市盈率 (倍)	38.09	38.09	38.09	38.09	38.09
净利润增长率 (%)	-2.81%	-9.75%	11.77%	13.79%	15.82%
净资产收益率 (%)	11.99%	10.42%	10.31%	11.00%	11.80%
总股本 (百万股)	507.00	507.00	507.00	507.00	507.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 洽洽食品 2017 年共录得收入 36 亿元, 同比+2.55%, 实现归母净利 3.2 亿元, 同比-9.75%。公司拟每股派发现金红利 0.35 元 (含税)。

## 经营分析

- **业绩逐季改善明显, 春节错峰预计 Q1 继续高增速:** 2017 年随着传统红袋瓜子原料、包装以及配方升级完毕, 17Q3 收入开始止跌回升, 以及蓝袋+每日坚果的增速贡献, 洽洽的业绩逐季改善明显, Q1/Q2/Q3/Q4 单季收入增速分别为-7.1%/0.7%/3.8%/11.4%, 单季利润增速分别为-17.3%/-10.4%/-11.4%/1.6%。预计 18Q1 得益于低基数以及春节错峰的影响, 收入有望维持双位数增速, 而受新品费用投放影响, 利润增速稍低。
- **传统企稳、蓝袋下沉、坚果放量将成为 18 年业绩的主旋律:** 2017 年, 洽洽山核桃焦糖蓝袋系列瓜子实现稳步推广, 终端覆盖率进一步提升, 实现含税收入 5.3 亿元, 2018 年目标超 7 亿元 (含税), 增速>35%。而每日坚果自 17 年 5 月投放市场以来借助公司强大的线下渠道, 选取重点突破的 20 多个城市, 共销售 1.6 亿元 (含税), 2018 年目标收入超 4 亿元。2018 年预计在传统产品企稳回升的情况下, 蓝袋和坚果将成为业绩的主要增长点。
- **毛利率略下滑, 期间费用受广告推广及汇兑影响上升:** 虽然 2016 年年底的瓜子收购成本受品质升级影响略有上升, 但在高毛利蓝袋占比提高的情况下, 葵瓜子毛利率基本稳定, 但受坚果产品毛利较低以及其他产品毛利下滑的影响, 整体毛利率同比-1.3ppt。销售费用率同比+0.8ppt, 主要是由于新品广告营销费用率同比+0.7ppt, 而财务费用率由于汇兑损失的影响 (17 年损失 954 万元, 16 年收益 391 万元,) 同比+0.6ppt。2018 年预计受新品费用继续投放的影响, 利润的增速略逊于收入的增速。

## 投资建议

- 我们预计 2018-2020 年收入分别为 41.8 亿元/47.1 亿元/51.4 亿元, 同比+16%/13%/9%, 利润分别为 3.57 亿元/4.06 亿元/4.70 亿元, 同比+12%/14%/16%。目前股价对应 18/19 年 PE 分别为 23X/20X, 考虑到 Q1 业绩高增速的大概率以及 18 年收入的恢复, 上调评级至“买入”。

## 风险提示

- 新品投入不达预期, 然而销售费用高企, 影响利润水平。受中美贸易战的影响, 坚果进口的成本走高, 影响毛利率。

## 相关报告

1. 《老品新品齐发力, Q4 收入增速超预期-洽洽食品公司点评》, 2018.2.25
2. 《Q2 业绩下滑幅度较 Q1 缩窄, 电商策略调整影响线上收入-洽洽食...》, 2017.8.18

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003  
(8621)60230204  
shensheng@gjzq.com.cn

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001  
yujie@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,311	3,513	3,603	4,179	4,707	5,143
增长率		6.1%	2.6%	16.0%	12.6%	9.3%
主营业务成本	-2,234	-2,422	-2,526	-2,901	-3,250	-3,513
%销售收入	67.5%	68.9%	70.1%	69.4%	69.0%	68.3%
毛利	1,077	1,091	1,077	1,278	1,457	1,630
%销售收入	32.5%	31.1%	29.9%	30.6%	31.0%	31.7%
营业税金及附加	-25	-41	-43	-49	-56	-61
%销售收入	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-433	-451	-489	-591	-687	-762
%销售收入	13.1%	12.8%	13.6%	14.1%	14.6%	14.8%
管理费用	-215	-202	-210	-246	-277	-303
%销售收入	6.5%	5.8%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	405	397	335	392	437	504
%销售收入	12.2%	11.3%	9.3%	9.4%	9.3%	9.8%
财务费用	7	12	-10	-22	-16	-8
%销售收入	-0.2%	-0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-28	-4	-6	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	57	27	40	45	50	55
%税前利润	12.1%	5.8%	9.6%	9.6%	9.4%	8.9%
营业利润	441	432	367	412	472	551
营业利润率	13.3%	12.3%	10.2%	9.9%	10.0%	10.7%
营业外收支	33	37	50	55	60	65
税前利润	474	470	417	467	532	616
利润率	14.3%	13.4%	11.6%	11.2%	11.3%	12.0%
所得税	-109	-111	-95	-107	-122	-142
所得税率	23.0%	23.6%	22.9%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	365	359	322	360	409	474
少数股东损益	1	5	2	3	3	4
归属于母公司的净利润	364	354	319	357	406	470
净利率	11.0%	10.1%	8.9%	8.5%	8.6%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	365	359	322	360	409	474
少数股东损益	1	5	2	3	3	4
非现金支出	122	113	117	111	118	128
非经营收益	-66	-34	-31	-77	-93	-111
营运资金变动	-160	30	-120	-118	-66	40
经营活动现金净流	262	467	287	276	368	532
资本开支	-119	-110	-125	-78	-97	-93
投资	-288	245	-330	-1	0	0
其他	272	206	92	45	50	55
投资活动现金净流	-136	341	-364	-34	-47	-38
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	205	-425	344	-241	-93	-271
其他	-458	-424	-259	19	-194	-187
筹资活动现金净流	-253	-849	85	-222	-287	-458
现金净流量	-127	-41	9	20	34	35

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	352	230	234	254	288	323
应收款项	172	163	201	218	248	275
存货	1,183	1,086	1,069	1,272	1,469	1,636
其他流动资产	1,401	1,160	1,445	1,490	1,554	1,614
流动资产	3,108	2,639	2,949	3,233	3,559	3,849
%总资产	67.8%	62.5%	63.1%	64.9%	66.6%	67.9%
长期投资	140	58	178	179	178	178
固定资产	1,041	1,150	1,181	1,228	1,266	1,295
%总资产	22.7%	27.3%	25.3%	24.7%	23.7%	22.8%
无形资产	214	298	296	272	274	276
非流动资产	1,473	1,581	1,725	1,749	1,788	1,819
%总资产	32.2%	37.5%	36.9%	35.1%	33.4%	32.1%
资产总计	4,581	4,220	4,674	4,983	5,347	5,668
短期借款	788	363	707	466	370	95
应付款项	624	601	586	699	879	1,055
其他流动负债	196	182	204	238	284	403
流动负债	1,609	1,146	1,497	1,403	1,533	1,553
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	41	42	45	45	48	51
负债	1,650	1,189	1,542	1,449	1,581	1,605
普通股股东权益	2,854	2,949	3,063	3,462	3,691	3,984
少数股东权益	77	82	69	72	75	79
负债股东权益合计	4,581	4,220	4,674	4,983	5,347	5,668

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.718	0.698	0.630	0.704	0.801	0.928
每股净资产	5.629	5.817	6.041	6.829	7.280	7.857
每股经营现金净流	0.517	0.922	0.566	0.544	0.726	1.049
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.350	0.350	0.350
回报率						
净资产收益率	12.75%	11.99%	10.42%	10.31%	11.00%	11.80%
总资产收益率	7.94%	8.38%	6.83%	7.16%	7.59%	8.30%
投入资本收益率	8.39%	8.95%	6.74%	7.54%	8.14%	9.33%
增长率						
主营业务收入增长率	6.36%	6.09%	2.55%	15.99%	12.64%	9.26%
EBIT 增长率	25.28%	-1.89%	-15.62%	16.75%	11.71%	15.21%
净利润增长率	24.02%	-2.81%	-9.75%	11.77%	13.79%	15.82%
总资产增长率	7.01%	-7.87%	10.75%	6.60%	7.32%	5.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.1	14.2	17.2	18.0	18.2	18.5
存货周转天数	174.3	171.0	155.7	160.0	165.0	170.0
应付账款周转天数	51.0	47.1	44.9	45.0	46.0	47.0
固定资产周转天数	110.5	112.8	105.7	90.9	79.7	71.4
偿债能力						
净负债/股东权益	14.87%	4.39%	15.10%	6.00%	2.18%	-5.60%
EBIT 利息保障倍数	-56.6	-34.2	34.0	17.5	28.0	62.2
资产负债率	36.01%	28.17%	33.00%	29.07%	29.58%	28.33%

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
买入	1	2	11	12	23
增持	0	0	4	7	13
中性	1	2	2	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.47	1.52	1.49

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-31	买入	20.24	23.00~23.00
2	2017-03-31	买入	16.65	N/A
3	2017-08-18	增持	14.19	N/A
4	2018-02-25	增持	14.04	N/A

来源：国金证券研究所



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH