

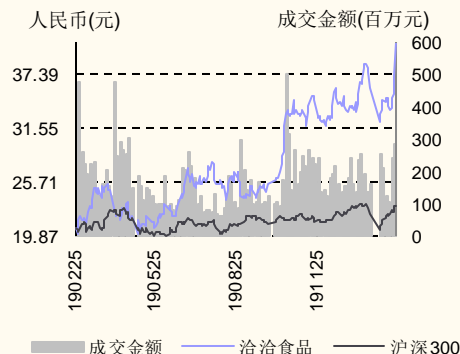
洽洽食品 (002557.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 40.90元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.07
已上市流通A股(亿股)	5.07
总市值(亿元)	207.36
年内股价最高最低(元)	40.90/32.31
沪深300指数	4149
中小板综	10850



相关报告

- 1.《业绩超预期，利润率水平创新高-洽洽三季报点评》，2019.10.18
- 2.《聚焦核心品类，利润弹性持续释放-洽洽食品中报点评》，2019.8.16
- 3.《高基数下收入增长放缓，待坚果放量提升盈利-洽洽食品一季度点评》，2019.4.25
- 4.《业绩符合预期，19年继续享受改革红利-洽洽食品年报点评》，2019.4.12

卢周伟 联系人
luzhouwei@gjzq.com.cn

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

业绩超预期，聚焦核心业务效果显著

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.63	0.85	1.19	1.38	1.65
每股净资产(元)	6.04	6.56	7.25	8.02	8.87
每股经营性现金流(元)	0.58	1.47	1.73	1.40	1.14
市盈率(倍)	25	22	34	30	25
净利润增长率(%)	-9.75%	35.58%	39.17%	15.82%	19.94%
净资产收益率(%)	10.42%	13.01%	16.39%	17.15%	18.59%
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

- 洽洽食品发布业绩快报，公司2019年实现营业收入48.37亿元，同比增长15.25%；实现归母净利润6.02亿元，同比增长39.13%；每股收益1.19元。

经营分析

- Q4增速持续环比提升，全年收入超预期：**公司Q4单季度实现营业收入16.18亿元，同比增长25.68%，增速逐季提升。公司Q4业绩高速增长一方面得益于2020年春节提前，经销商提前备货，春节旺季收入大部分确认在Q4；另一方面公司通过渠道下沉、营销创新等方式确保各项主要产品持续增长。公司全年收入增长15.25%，超预期完成业绩规划，其中红袋增长10%以上，传统业务受益于渠道下沉、稳中有升；蓝袋增长30%以上，山核桃、焦糖等产品目标消费者不断增长；黄袋每日坚果预计增速在60%以上，洽洽引领着每日坚果行业的发展，下半年与分众传媒的合作加速了每日坚果的产品推广和品牌塑造。
- 规模和效率提升助力每日坚果毛利率提升，优化公司净利率水平：**公司Q4单季度实现归母净利润2.01亿，同比增长55.08%；同时2019年全年归母净利润同比增长39.13%，对应的净利率为12.4%，同比提升1.93pct。公司净利率提升主要得益于毛利率的优化，核心由规模和效率提升助力每日坚果毛利率改善贡献，预计每日坚果毛利率已稳定在30%以上；另外公司销售费用投放效率也有所提升，预计三大费用率与去年同期持平。
- 疫情影响有限，核心业务持续增长：**公司聚焦核心业务后规模加速扩张，19年持续深化改革，三大业务全面开花。此次疫情预计主要影响Q1和礼盒类产品，随着公司逐步复工，产业链各环节陆续恢复正常，影响进一步弱化，拉长全年来看预计对整体业务影响有限。我们长期看好公司瓜子业务稳健增长、每日坚果为代表的坚果业务快速放量，生产经营效率不断提升，盈利持续增长。

盈利预测

- 我们预计公司19-21年实现营业收入48.4/54.8/61.7亿元，同比+15.3%/+13.3%/+12.6%；实现归母净利润6.0/7.0/8.4亿元，同比+39.2%/+15.8%/+19.9%，由于公司19年利润增长超预期，我们调整了盈利预测，调整后归母净利润分别较上次提升了6.9%/2.6%/6.8%；实现每股收益1.19/1.38/1.65元，当前股价对应PE分别为34X/30X/25X，维持“买入”评级。

风险提示

- 食品安全的风险，线上销售不达预期的风险，原材料价格上涨的风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,513	3,603	4,197	4,837	5,479	6,171
增长率		2.6%	16.5%	15.3%	13.3%	12.6%
主营业务成本	-2,422	-2,526	-2,889	-3,193	-3,633	-4,048
%销售收入	68.9%	70.1%	68.8%	66.0%	66.3%	65.6%
毛利	1,091	1,077	1,308	1,645	1,846	2,123
%销售收入	31.1%	29.9%	31.2%	34.0%	33.7%	34.4%
营业税金及附加	-41	-43	-46	-47	-55	-62
%销售收入	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-451	-489	-570	-684	-729	-790
%销售收入	12.8%	13.6%	13.6%	14.2%	13.3%	12.8%
管理费用	-202	-210	-241	-252	-279	-309
%销售收入	5.8%	5.8%	5.7%	5.2%	5.1%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	397	335	451	661	783	963
%销售收入	11.3%	9.3%	10.7%	13.7%	14.3%	15.6%
财务费用	12	-10	6	10	11	12
%销售收入	-0.3%	0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-4	-6	-7	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	27	40	87	60	60	60
%税前利润	5.8%	9.6%	15.2%	7.8%	6.8%	5.6%
营业利润	432	367	542	706	827	1,003
营业利润率	12.3%	10.2%	12.9%	14.6%	15.1%	16.3%
营业外收支	37	50	31	60	60	60
税前利润	470	417	573	766	887	1,063
利润率	13.4%	11.6%	13.6%	15.8%	16.2%	17.2%
所得税	-111	-95	-131	-161	-186	-223
所得税率	23.6%	22.9%	22.9%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	359	322	442	605	701	840
少数股东损益	5	2	9	3	3	3
归属于母公司的净利润	354	319	433	602	698	837
净利率	10.1%	8.9%	10.3%	12.5%	12.7%	13.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	359	322	442	605	701	840
少数股东损益	5	2	9	3	3	3
非现金支出	118	123	133	119	132	145
非经营收益	-34	-31	-107	-114	-107	-114
营运资金变动	30	-120	279	266	-14	-295
经营活动现金净流	472	293	747	876	712	576
资本开支	-110	-125	-238	-194	-155	-120
投资	245	-330	-145	0	0	0
其他	206	92	91	60	60	60
投资活动现金净流	341	-364	-292	-134	-95	-60
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-425	344	-114	-54	164	293
其他	-424	-259	-202	-254	-337	-427
筹资活动现金净流	-849	85	-316	-308	-173	-134
现金净流量	-36	15	139	434	444	382

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	230	234	376	369	416	459
应收账款	163	201	180	225	255	287
存货	1,086	1,069	1,209	1,225	1,393	1,553
其他流动资产	1,160	1,445	1,660	1,833	1,996	2,022
流动资产	2,639	2,949	3,425	3,652	4,060	4,321
%总资产	62.5%	63.1%	66.8%	66.6%	67.7%	68.5%
长期投资	58	178	157	157	157	157
固定资产	1,150	1,181	1,178	1,239	1,266	1,270
%总资产	27.3%	25.3%	23.0%	22.6%	21.1%	20.1%
无形资产	298	296	266	273	279	284
非流动资产	1,581	1,725	1,703	1,833	1,936	1,985
%总资产	37.5%	36.9%	33.2%	33.4%	32.3%	31.5%
资产总计	4,220	4,674	5,128	5,485	5,997	6,307
短期借款	363	707	595	419	341	312
应付款项	601	586	703	807	912	1,009
其他流动负债	182	204	422	548	636	444
流动负债	1,146	1,497	1,720	1,774	1,889	1,765
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	42	45	49	0	0	0
负债	1,189	1,542	1,769	1,774	1,889	1,765
普通股股东权益	2,949	3,063	3,326	3,675	4,068	4,499
少数股东权益	82	69	33	36	39	42
负债股东权益合计	4,220	4,674	5,128	5,485	5,997	6,307

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.698	0.630	0.854	1.188	1.376	1.650
每股净资产	5.817	6.041	6.560	7.248	8.024	8.875
每股经营现金净流	0.932	0.578	1.473	1.727	1.404	1.137
每股股利	0.400	0.350	0.500	0.500	0.600	0.800
回报率						
净资产收益率	11.99%	10.42%	13.01%	16.39%	17.15%	18.59%
总资产收益率	8.38%	6.83%	8.44%	10.98%	11.63%	13.27%
投入资本收益率	8.95%	6.74%	8.79%	12.09%	13.33%	15.07%
增长率						
主营业务收入增长率	6.09%	2.55%	16.50%	15.25%	13.27%	12.63%
EBIT增长率	-1.89%	-15.62%	34.38%	40.27%	18.73%	23.32%
净利润增长率	-2.81%	-9.75%	35.58%	39.17%	15.82%	19.94%
总资产增长率	-7.87%	10.75%	9.72%	1.71%	6.85%	5.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.2	17.2	16.1	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	171.0	155.7	143.9	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	47.1	44.9	53.2	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	112.8	105.7	88.5	79.9	71.0	62.1
偿债能力						
净负债/股东权益	4.39%	15.10%	6.52%	1.35%	-1.83%	-3.24%
EBIT利息保障倍数	-34.2	34.0	-80.4	-63.2	-67.0	-75.7
资产负债率	28.17%	33.00%	34.49%	32.34%	31.51%	27.99%

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
买入	0	1	2	3	17
增持	0	2	3	4	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.60	1.57	1.48

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-02-25	增持	14.04	N/A
2	2018-04-21	买入	16.36	N/A
3	2018-04-24	买入	16.20	N/A
4	2018-07-19	买入	16.80	N/A
5	2019-04-12	买入	22.57	N/A
6	2019-04-25	买入	24.16	28.00~28.00
7	2019-08-16	买入	24.84	N/A
8	2019-10-18	买入	28.99	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。

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,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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,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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH