

逆势展现业绩弹性，补库存效应延续  
买入（维持）

2020年04月22日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001  
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,837	5,670	6,569	7,460
同比（%）	15.3%	17.2%	15.9%	13.6%
归母净利润（百万元）	604	730	881	1,040
同比（%）	39.4%	20.9%	20.6%	18.1%
每股收益（元/股）	1.19	1.44	1.74	2.05
P/E（倍）	43.58	36.04	29.87	25.29

事件

公司发布 20 年一季报，20Q1 实现营业收入 11.47 亿元，同比增长 10.3%，归母净利润 1.49 亿元，同比增长 30.8%；扣非净利润 1.28 亿元，同比增长 48.5%。20Q1 经营活动现金流 2.36 亿元，同比增长 165.63%。

投资要点

■ **Q1 疫情催生消费需求，Q2 渠道补库存将延续。**20Q1 实现营业收入 11.47 亿元，同比增长 10.3%，考虑到春节提前及疫情影响，增速亮眼。**分产品看**，疫情期，居家休闲强化瓜子消费，预计 **1) 红袋瓜子** 同增 15%+，公司自 19H2 开始优化费用投放结构，老系列红袋产品焕发新生，预计全年也将保持 10%+ 增长。**2) 蓝袋瓜子** 预计同增约 18-22%；储备新品藤椒、芝士瓜子试销情况良好，预计 20 年将在线下进一步铺开。**3) 送礼属性相对较强的坚果产品** 则略有逊色，部分礼盒装产品滞销后公司积极采取拆卖等方式帮助经销商去库存。预计复工复产后走访型送礼逐步恢复，且坚果健康属性将进一步得到重视。公司已开发 2 日/7 日/15 日/30 日装每日坚果，营养健康宣传同步推进，培养消费者日常食用场景；用“新鲜”定义“品质”、抢占消费者心智，预计 20 年将进一步线下深耕，继续引领行业、保持高速增长。此外 20Q1 辣烤腰果、腰果零食罐、黑糖碧根果等新品在线上试销陆续上线，坚果产品矩阵逐步打开。**分渠道看**，线上渠道 Q1 明显受益预计同比增长 20%+，线下渠道商超渠道高增，总体线下保持 8-10% 稳健增长。目前渠道库存仍处于低位，20Q1 合同负债（原预收账款）2.52 亿元，环比增加 0.48 亿元，创历史新高，预计 Q2 补库存效应将延续。

■ **降本增效，业绩超预期。**20Q1 毛利率 32.1% (+1.7pct)，目前黄袋尚未完全实现自动化，预计仍有毛利率提升空间。销售费用率 12.1% (-1.8pct)，预计受疫情影响 1) 终端动销积极，促销费用减少；2) 部分广告费用投入节奏调整。展望 20 年，预计品牌年轻化、健康化、时尚化的打造仍将积极推进，但营销效率、规模效应将提高费效比。管理费用 4.7% (-0.2pct)，效率提升；研发费用几近翻倍，公司设立增长委员会加快新品研发，优化新品推广机制，加快优化行业竞争格局。 综上，20Q1 实现净利率 13% (+2.0pct)，归母净利润 1.49 亿元 (+30.8%)。

■ **盈利预测与投资评级：**行业层面，预计千亿坚果市场持续 11%+ 增长，其中每日坚果营养复合、口味丰富、更方便，预计每年可保持 20%+ 增长。公司层面长期以来内部 BU 制的管理体系+优化的激励体系，一直在推动老品牌焕发新生。叠加蓝/黄袋及小品类，公司通过产品层面聚焦+丰富，打造坚果版图，不断占据消费者心智。预计 20-22 年公司收入分别为 57/66/75 亿元，同比+17/16/14%；归母净利润分别为 7.3/8.8/10.4 亿元，同比+21/21/18%；对应 PE 为 36/30/25X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，食品安全风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	51.88
一年最低/最高价	19.85/51.18
市净率(倍)	6.84
流通 A 股市值(百万元)	43880.88

基础数据

每股净资产(元)	7.21
资产负债率(%)	32.42
总股本(百万股)	507.00
流通 A 股(百万股)	507.00

相关研究

- 1、《洽洽食品 (002557)：业绩持续超预期，改革活力不断释放》2020-02-23
- 2、《洽洽食品 (002557)：小黄袋助力业绩超预期，线上渠道表现亮眼》2019-10-18
- 3、《洽洽食品 (002557)：提价助力盈利，扩品驱动收入》2019-08-15



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

