

2020年10月30日

证券分析师 杨默曦

执业证号: S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

## 扣非业绩靓眼，坚果环比恢复 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,837	5,711	6,702	7,797
同比(%)	15.3%	18.1%	17.3%	16.3%
归母净利润(百万元)	604	764	899	1,054
同比(%)	39.4%	26.5%	17.7%	17.3%
每股收益(元/股)	1.19	1.51	1.77	2.08
P/E(倍)	52.08	41.15	34.97	29.82

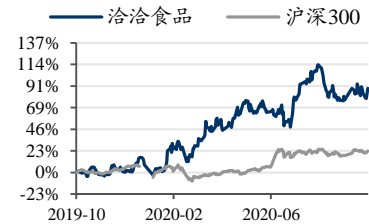
### 事件

公司发布2020年三季报，20Q1-Q3实现营收36.51亿元(+13.41%)，归母净利润5.3亿元(+32.3%)，扣非净利4.55亿元(+43.36%)。20Q3实现营收13.56亿元(+10.11%)，归母净利润2.35亿元(+30.26%)，扣非净利2.17亿元(+49.76%)。

### 投资要点

- 坚果+扩大客户群，展现新动力。**20Q1-Q3公司实现营收36.51亿元(+13.41%)，其中20Q3实现营收13.56亿元(+10.11%)。结合草根调研来看，预计红袋同比增长约8%，蓝袋增长约11-12%，黄袋环比H1恢复，预计同增20%。公司聚焦“坚果+”战略，7月推出益生菌/芝士味每日坚果、每日坚果燕麦片，新品投入后市场反馈良好，部分地区出现断货现象，预计Q3新品销售有望超过3000万元。
- 费效比提升，业绩释放动能。**20Q1-Q3毛利率33.55%(+0.19pct)，其中20Q3毛利率35.78%(-0.06pct)，主要是原香瓜子原料升级导致成本上涨；预计伴随产品结构优化+终端需求旺盛部分促销活动投放力度减弱，坚果毛利率Q3或提高1-2pct。展望Q4预计伴随坚果规模扩大，采购议价能力和规模效应提升，毛利率仍将稳步抬升；原乡瓜子从19Q4-20Q1逐步开始原料升级，预计20Q4成本增速将环比略有下降，且今年采购成本预计稳中略降，看好瓜子毛利率稳中抬升。20Q3销售费用率9.88%(-6.06pct)，预计主要是1)分众等新媒体渠道费效比较高，线下商超卖场等渠道促销活动费效相对较低，公司选择有的放矢，2)线上营销对于品牌拉动势能，20Q3管理费用率(含研发费用)5.06%(-0.04pct)，其中研发费用同比增长90%，公司对新品推广业绩挂钩带动研发积极性，预计这样的机制下，公司将释放长期创新势能。综上，20Q1-Q3净利率14.51%(+2.02pct)，实现归母净利润5.3亿元(+32.3%)；20Q3净利率17.29%(+2.67pct)，实现归母净利润2.35亿元(+30.26%)，扣非净利2.17亿元(+49.76%)。Q3扣非业绩较高，主要是因为去年同期政府补助等非经常项目高基数。
- 盈利预测与投资评级：**公司长期以来内部BU制的管理体系+优化的激励体系，一直在推动老品焕发新生。叠加蓝/黄袋产品矩阵丰富，不断占据消费者心智，公司长期动能充足。20年推出岛中岛模式试水，结合调研看，可推动单店收入提升约20-30%，预计21年将加大新销售模式探索，贡献增量。预计20-22年公司收入分别为57/67/78亿元，同比+18/17/16%；归母净利润分别为7.6/9.0/10.5亿元，同比+27/18/17%；对应PE为41/35/30X，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)	61.99
一年最低/最高价	30.58/71.17
市净率(倍)	8.20
流通A股市值(百万元)	31428.93

### 基础数据

每股净资产(元)	7.56
资产负债率(%)	26.91
总股本(百万股)	507.00
流通A股(百万股)	507.00

### 相关研究

- 《洽洽食品(002557): 业绩增长超预期, “坚果+”丰富产品矩阵》2020-08-11
- 《洽洽食品(002557): 逆势展现业绩弹性, 补库存效应延续》2020-04-22
- 《洽洽食品(002557): 一路领鲜, 打开空间》2020-04-09

洽洽食品三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>3,664</b>	<b>4,487</b>	<b>5,176</b>	<b>6,157</b>	<b>营业收入</b>	<b>4,837</b>	<b>5,711</b>	<b>6,702</b>	<b>7,797</b>
现金	254	746	1,297	2,039	减:营业成本	3,228	3,878	4,519	5,245
应收账款	225	253	307	344	营业税金及附加	46	55	64	74
存货	1,390	1,712	1,764	1,983	营业费用	666	685	838	959
其他流动资产	1,795	1,776	1,808	1,790	管理费用	248	286	322	374
<b>非流动资产</b>	<b>1,745</b>	<b>1,901</b>	<b>2,076</b>	<b>2,237</b>	财务费用	-16	-31	-51	-77
长期股权投资	156	156	156	155	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	1,133	1,290	1,454	1,615	加:投资净收益	54	52	58	63
在建工程	78	79	85	93	其他收益	4	1	1	2
无形资产	262	264	270	264	<b>营业利润</b>	<b>695</b>	<b>892</b>	<b>1,070</b>	<b>1,285</b>
其他非流动资产	117	112	111	110	加:营业外净收支	71	75	68	55
<b>资产总计</b>	<b>5,409</b>	<b>6,388</b>	<b>7,252</b>	<b>8,394</b>	<b>利润总额</b>	<b>766</b>	<b>967</b>	<b>1,137</b>	<b>1,340</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,688</b>	<b>1,904</b>	<b>2,028</b>	<b>2,259</b>	减:所得税费用	162	203	239	281
短期借款	298	321	336	334	少数股东损益	-0	-0	-0	5
应付账款	554	723	765	962	<b>归属母公司净利润</b>	<b>604</b>	<b>764</b>	<b>899</b>	<b>1,054</b>
其他流动负债	837	861	928	963	EBIT	776	970	1,127	1,311
<b>非流动负债</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	EBITDA	906	1,090	1,266	1,474
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	65	65	65	65	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,754</b>	<b>1,969</b>	<b>2,093</b>	<b>2,324</b>	每股收益(元)	1.19	1.51	1.77	2.08
少数股东权益	1	1	1	6	每股净资产(元)	7.21	8.71	10.17	11.96
					发行在外股份(百万 股)	507	507	507	507
归属母公司股东权益	3,654	4,418	5,158	6,065	ROIC(%)	15.2%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,409</b>	<b>6,388</b>	<b>7,252</b>	<b>8,394</b>	ROE(%)	16.5%	17.3%	17.4%	17.4%
					毛利率(%)	33.3%	32.1%	32.6%	32.7%
					销售净利率(%)	12.5%	13.4%	13.4%	13.5%
					资产负债率(%)	32.4%	30.8%	28.9%	27.7%
					收入增长率(%)	15.3%	18.1%	17.3%	16.3%
					净利润增长率(%)	39.4%	26.5%	17.7%	17.3%
					P/E	52.08	41.15	34.97	29.82
					P/B	8.60	7.11	6.09	5.18
					EV/EBITDA	33.51	27.42	23.20	19.42

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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>