

洽洽食品(002557)

# 全年业绩增长 30%，店中店布局加速

## ——洽洽食品点评报告

点评报告

行业公司研究——食品加工行业

证券研究报告

✉：邓晖 执业证书编号：S1230520040002  
☎：021-80106029  
✉：denghui@stocke.com.cn

### 投资要点

#### □ 事件

2月25日，公司公告2020年业绩快报，实现营收52.89亿元（同比+9.35%），营业利润9.08亿元（同比+30.74%），归母净利润7.90亿元（同比+30.89%）。

#### □ 2020年业绩增长30%，加速店中店布局打开增长空间

1) 全年业绩增长30%：公司实现营收52.89亿元（同比+9.35%），营业利润9.08亿元（同比+30.74%），归母净利润7.90亿元（同比+30.89%），归母净利率约14.94%（同比+2.46pct）；2020Q4，经测算，公司实现营收约16.38亿元（同比+1.24%），营业利润约2.53亿元（同比+4.98%），归母净利润约2.60亿元（同比+27.45%），归母净利率约15.87%（同比+3.43pct）；2) 加速市场布局助增长：公司积极谋划新市场和新业务的布局，销售规模持续增长，销售结构优化，2020年下半年加速布局店中店，Q4新增超200家，预计2021年将稳步推进店中店的拓展，有望进一步打开增长空间。此外，公司可转债发行顺利完成，持续支撑产能扩张。

#### □ 瓜子坚果双赛道驱动增长，规划产能约17万吨支撑成长

1) 瓜子坚果双赛道驱动增长：a) 瓜子赛道优势持续+品类升级：传统红袋瓜子畅销二十年，下沉县乡+拓展海外助力2019年销售额+10%以上；蓝袋系列瓜子以焕新包装+全新口味吸引年轻消费群体，已成为拳头产品，2020H1实现含税销售额约4.2亿（同比+20%）；结合公司未来主推中高端新品类计划，瓜子系列毛利率有望稳中有升；b) 坚果赛道单品聚焦+新品迭出：2019年公司聚焦坚果业务，主打产品小黄袋每日坚果2020H1含税销售额2.7亿；2020年7月公司推出益生菌每日坚果/坚果燕麦片两大新品，截至9月已分别在10/5个城市试销，前者在沿海/华东/华南地区销售情况良好，后者或将助力公司跨界烘焙/早餐大赛道，拓展增长空间；2) 线上线下同步发展，逐步拓展海外市场：a) 公司业务版图覆盖全国31个省级市场，通过“一县一店”下沉渠道，2020H1南/东/北区营收9.10/4.93/4.03亿（占比40%/22%/18%），同比+11.28%/+10.07%/+11.61%；b) 公司以经销模式为主，2019年终端网点数量达60万；发展“店中店”、特通、电商等渠道，截至2021年1月，约300家店中店（较20年9月新增约200余家），预计2023年在北上广深等主要城市卖场布局坚果店中店将达1,345个；c) 积极开拓海外市场，产品远销43个国家和地区；2019年7月泰国工厂正式投产，建立东南亚市场桥头堡；2020H1海外地区营收2.01亿（占比8.85%），同比+52.67%；3) 规划产能约17万吨支撑成长：公司运营年产能约27万吨，产能利用率达70%，在建坚果分厂（3.4万吨）/重庆二期（3.3万吨）/滁州项目（6.6万吨）/合肥项目（1.38万吨）/长沙二期（2.1万吨），合计年产能16.78万吨支撑成长。

#### □ 品牌宣传强势，核心技术突围品类竞争

1) 品牌宣传强势：公司2019年与分众传媒合作，每日坚果广告霸屏15个重点城市，精准渗透主流消费群体；2020年开展透明工厂全球直播活动，累计观看人次超513万，全渠道曝光量达6,000万；2020年与薇娅、罗永浩、专业营养师等携手直播，并打造“小洽”新IP，持续提高品牌辨识度；2019年广告促销费3.67亿元，同比+23.61%，占销售费用比例55.08%；2) 打造创业平台激发活力：公司推行事业部改制、BU制、“阿米巴经营”模式运营，推行内部市场化运作，划小经营单元，提升管理效率；公司自2018年以来已实施三期员工持股计划，构建长效激励机制；3) 核心技术突围品类竞争：公司不断推进工艺创新，掌握关键充氮保鲜技术，首创“变炒为煮”生产工艺，凭借“海外当季直采+自主生产+保鲜技术”保障坚果质量，提升生产效率、打造精品瓜子。

#### □ 投资建议

公司是坚果炒货行业龙头，持续加速店中店布局，瓜子坚果双赛道驱动增长，规划产能约17万吨支撑成长，核心技术突围品类竞争。预计2020-2022年归母净利润7.86/8.97/10.52亿，增速30.18%/14.17%/17.29%，对应2月25日估值35.10/30.75/26.21倍（市值276亿）。

#### □ 风险提示

食品安全风险；原材料价格上涨风险；产能建设不及预期风险

### 评级

### 买入

上次评级

买入

当前价格

¥54.40

### 季度业绩

### 元/股

Q3/2020

0.46

Q2/2020

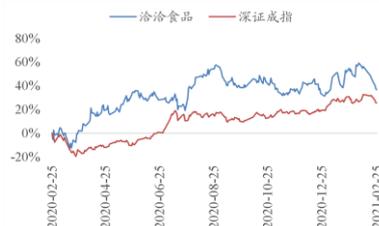
0.29

Q1/2020

0.29

Q4/2019

0.40



### 公司简介

公司是一家以炒货、坚果为主营业务，集自主研发、规模生产、市场营销为一体的现代休闲食品企业，引领国内坚果炒货行业技术发展和工艺创新，参与制订国内多个炒货行业标准，作为坚果炒货行业领军企业，综合实力强、规模优势明显，远超同行业其他企业。

### 相关报告

- 1 《洽洽食品：Q3业绩增长30%，推出新品拓展空间》2020.10.30
- 2 《洽洽食品点评报告：中报业绩增长34%，持续打造爆款新品》2020.08.11
- 3 《洽洽食品：Q1业绩增长31%，核心技术突围品类竞争》2020.04.23

分析师 邓晖

联系人 邓晖、杨骥

**财务摘要**

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	4837	5317	6438	7425
(+/-)	15.25%	9.92%	21.09%	15.33%
归母净利润	604	786	897	1052
(+/-)	39.44%	30.18%	14.17%	17.29%
每股收益(元)	1.19	1.55	1.77	2.08
P/E	45.70	35.10	30.75	26.21

**表 1：洽洽食品分季度财务数据一览表**

单位：百万元	2020Q1-Q3	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
<b>利润表摘要</b>								
营业总收入	3,650.94	1,356.45	1,147.60	1,146.88	1,618.08	1,231.95	947.38	1,039.85
YOY	13.41%	10.11%	21.13%	10.29%	25.68%	19.01%	11.78%	1.26%
毛利率	33.55%	35.78%	32.34%	32.12%	33.06%	35.84%	33.40%	30.38%
毛利	1,224.84	485.40	371.08	368.36	534.87	441.55	316.46	315.90
YOY	14.05%	9.93%	17.26%	16.61%	35.08%	23.09%	23.57%	6.32%
期间费用率	16.04%	14.25%	17.47%	16.74%	17.98%	20.60%	20.31%	18.47%
其中：销售费用	404.49	134.06	132.04	138.39	200.87	196.38	125.03	143.73
销售费用率	11.08%	9.88%	11.51%	12.07%	12.41%	15.94%	13.20%	13.82%
其中：管理费用	183.27	56.48	72.85	53.94	82.82	57.45	57.36	50.72
管理费用率	5.02%	4.16%	6.35%	4.70%	5.12%	4.66%	6.05%	4.88%
其中：研发费用	22.84	12.18	3.16	7.49	12.24	5.42	9.13	3.85
研发费用率	0.63%	0.90%	0.28%	0.65%	0.76%	0.44%	0.96%	0.37%
其中：财务费用	-24.87	-9.50	-7.56	-7.81	-5.05	-5.41	0.92	-6.24
财务费用率	-0.68%	-0.70%	-0.66%	-0.68%	-0.31%	-0.44%	0.10%	-0.60%
归母净利润	529.83	234.62	146.33	148.88	203.04	180.12	106.52	113.84
YOY	32.30%	30.26%	37.38%	30.78%	56.14%	37.79%	20.79%	35.75%
归母净利率	14.51%	17.30%	12.75%	12.98%	12.55%	14.62%	11.24%	10.95%
扣非归母净利润	454.52	216.51	109.95	128.06	165.21	144.57	86.22	86.25
YOY	43.36%	49.76%	27.52%	48.48%	62.90%	36.37%	44.21%	38.53%
扣非归母净利率	12.45%	15.96%	9.58%	11.17%	10.21%	11.74%	9.10%	8.29%
<b>资产负债表摘要</b>								
货币资金	968.27	968.27	661.59	572.90	254.32	355.94	411.65	313.83
交易性金融资产	1,276.47	1,276.47	922.26	1,359.06	1,170.22	-	-	-
应收票据及应收账款	137.94	137.94	90.88	126.51	224.56	148.03	133.81	181.89
YOY	-6.82%	-6.82%	-32.08%	-30.45%	24.81%	4.22%	9.30%	3.07%
存货	666.06	666.06	1,023.85	1,231.40	1,389.52	432.96	639.30	952.90
YOY	53.84%	53.84%	60.15%	29.23%	14.92%	-16.31%	-15.59%	2.60%
预付账款	91.30	91.30	63.20	49.01	47.19	81.81	49.67	22.82
YOY	11.60%	11.60%	27.23%	114.76%	188.64%	-40.07%	-12.51%	-73.53%
应付账款及应付票据	362.05	362.05	325.14	403.24	611.45	283.14	284.29	307.37
YOY	27.87%	27.87%	14.37%	31.19%	7.99%	-18.45%	23.45%	20.10%
其它应付款	94.13	94.13	93.92	88.65	94.01	78.19	78.98	71.60
<b>现金流量表摘要</b>								
经营活动现金净流量	1,063.44	708.25	119.37	235.82	-241.99	420.68	378.81	88.78
筹资活动现金净流量	-464.95	-146.45	-581.00	262.50	-108.27	-100.56	-352.39	-73.74
投资活动现金净流量	124.78	-245.11	537.35	-167.46	242.40	-381.23	4.18	-17.98
ROE	14.15%	6.31%	3.97%	4.01%	5.71%	5.34%	3.17%	3.37%
YOY(+/-)	2.34%	0.97%	0.80%	0.64%	1.72%	1.16%	0.33%	0.67%
资产负债率	26.91%	26.91%	28.51%	32.61%	32.42%	27.50%	27.20%	27.87%
YOY(+/-)	-0.59%	-0.59%	1.31%	4.74%	-2.07%	-1.17%	-2.17%	-5.04%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3664	4000	4461	4975	<b>营业收入</b>	4837	5317	6438	7425
现金	254	431	503	679	营业成本	3228	3532	4285	4939
交易性金融资产	1170	1170	1170	1170	营业税金及附加	46	51	62	71
应收账款	225	248	301	348	营业费用	666	578	766	867
其它应收款	5	5	7	8	管理费用	248	266	324	374
预付账款	47	52	63	72	研发费用	31	34	41	47
存货	1390	1520	1844	2126	财务费用	(16)	8	7	5
其他	573	573	573	573	资产减值损失	2	3	3	4
<b>非流动资产</b>	1745	1857	1993	2112	公允价值变动损益	4	4	4	4
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	54	59	71	82
长期投资	156	156	156	156	其他经营收益	6	7	8	9
固定资产	1133	1232	1320	1399	<b>营业利润</b>	695	915	1036	1214
无形资产	262	279	332	377	营业外收支	71	80	100	117
在建工程	78	78	78	79	<b>利润总额</b>	766	994	1135	1332
其他	117	111	106	101	所得税	162	209	238	280
<b>资产总计</b>	5409	5856	6454	7087	<b>净利润</b>	603	786	897	1052
<b>流动负债</b>	1688	1782	2011	2210	少数股东损益	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)
短期借款	298	298	298	298	<b>归属母公司净利润</b>	604	786	897	1052
应付款项	611	669	812	935	EBITDA	907	1139	1289	1494
预收账款	204	224	271	313	EPS (最新摊薄)	1.19	1.55	1.77	2.08
其他	576	592	631	665	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	65	65	65	65		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	65	65	65	65	营业收入	15.25%	9.92%	21.09%	15.33%
<b>负债合计</b>	1754	1848	2076	2276	营业利润	28.29%	31.65%	13.21%	17.26%
少数股东权益	1	1	1	1	归属母公司净利润	39.44%	30.18%	14.17%	17.29%
归属母公司股东权益	3654	4008	4377	4811	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	5409	5856	6454	7087	毛利率	33.26%	33.57%	33.45%	33.48%
					净利率	12.48%	14.78%	13.93%	14.17%
					ROE	17.21%	20.50%	21.39%	22.90%
					ROIC	15.49%	18.43%	19.32%	20.69%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	32.42%	31.55%	32.17%	32.11%
					净负债比率	16.97%	16.11%	14.34%	13.08%
					流动比率	2.17	2.24	2.22	2.25
					速动比率	1.35	1.39	1.30	1.29
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.92	0.94	1.05	1.10
					应收帐款周转率	23.93	22.56	23.60	23.07
					应付帐款周转率	6.08	6.09	6.39	6.25
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.19	1.55	1.77	2.08
					每股经营现金	1.27	1.80	1.82	2.16
					每股净资产	7.21	7.91	8.63	9.49
					<b>估值比率</b>				
					P/E	45.70	35.10	30.75	26.21
					P/B	7.55	6.88	6.30	5.73
					EV/EBITDA	17.75	23.06	20.33	17.42

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>