

# 洽洽食品 (002557)

证券研究报告

2021年04月18日

## 营收增长态势稳健，利润端费控调整弹性释放

**事件：**公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业总收入 52.89 亿元，(+9.35%)；归母净利润为 8.05 亿元 (+30.73%)。其中，Q4 实现营业收入 16.38 亿元 (+1.25%)；实现归母净利润 2.75 亿元 (+35.58%)。

**收入整体保持较快增速，葵花子+坚果同步发展，海外市场迅猛增长。**2020 年公司实现营业收入 52.89 亿元 (+9.35%)。全年收入整体保持较快增速，前三季度营收同比增速均在 10% 以上，20Q4 营收增长 1.25%，增速放缓主要系今年春节较晚，春节是公司产品销售旺季，进货发货时间延后，部分销售收入由 20Q4 递延至下一季度体现。分产品来看，公司葵花子坚果两大主营产品类保持同步增长，葵花子/坚果类/其它品类实现收入 37.25/9.50/6.14 亿元，分别同比+12.80%/+15.14%/-13.48%。分地区看，收入占比最大的南方保持 4.16% 的稳步增长，东方/北方实现 8.31%/7.01% 的协同增长；海外市场迅猛增长，同比增速达 46.39%。线下销售方面，电商作为公司重要的销售渠道和营销窗口，2020 年增长平稳，同比增长 5.99%。

**毛利率持续改善，费用控制效果显著，净利率稳健提升。**2020 年公司毛利率 31.89% (-1.17pcts)。由于执行新收入准则将运费调整至成本端列报，原口径下全年毛利率应为 34.43% (+1.37pcts)，毛利水平持续改善。公司本年度受疫情影响，费用控制力度加强。20 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 9.76%/4.60%/0.69%/-0.48%，同比 -4.00/-0.54/+0.05/-0.15pcts。公司 20 年积极应对疫情影响，通过缩减产品宣传、营销推广活动等费用，保障公司利润空间。公司全年净利率 15.22% (+2.49pcts)。公司目前原材料端成本基本保持平稳，费用端适时控制，在营收部分承压的情况下，盈利弹性仍不断释放，保障净利率的稳健提升。

**葵花子+坚果战略产品聚焦，新品推出、渠道建设及产能扩张共同发力。**

1. 公司在稳固优势品类葵花子的基础上，积极进行产品创新。目前，公司包括小黄袋每日坚果、益生菌每日坚果、坚果燕麦片的“坚果+”产品矩阵持续丰富。在销售推广过程中，诸如公司益生菌每日坚果和坚果燕麦片均取得了不错的市场认可度和较高的重复购买率。公司推新能力持续得到验证，未来新产品、新业务稳健发展。2. 渠道市场积极扩张，店中店项目重点推进，强化终端消费者的沟通及教育，预计未来店效不断增长，全国陆续布局；海外市场近年来成长性高，未来潜在机会众多。3. 可转债成功发行，坚果炒货产能扩建，三大项目建成后年产葵花子 78000 吨、坚果+果仁 22800 吨，为产品推新解决后顾之忧。

**盈利预测：**由于公司新一期年报披露调整盈利预测，预计公司 2021-2022 年实现营收由 62.23/72.65 亿元调整至 62.47/72.89 亿元，同比增长 18.10%/16.69%；实现归母净利润由 9.43/10.89 亿元调整至 9.37/11.02 亿元，同比增长 16.32%/17.68%，EPS 为 1.85/2.17 元，维持增持评级。

**风险提示：**产能、新市场拓展不及预期、食品安全、原材料价格波动

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,837.25	5,289.30	6,246.60	7,289.25	8,454.95
增长率(%)	15.25	9.35	18.10	16.69	15.99
EBITDA(百万元)	829.35	1,058.93	1,189.34	1,375.15	1,599.57
净利润(百万元)	603.53	805.11	936.52	1,102.10	1,280.20
增长率(%)	39.44	33.40	16.32	17.68	16.16
EPS(元/股)	1.19	1.59	1.85	2.17	2.53
市盈率(P/E)	43.45	32.57	28.00	23.79	20.48
市净率(P/B)	7.18	6.23	5.63	4.85	4.11
市销率(P/S)	5.42	4.96	4.20	3.60	3.10
EV/EBITDA	19.27	23.91	19.90	17.25	13.84

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	51.72 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	507.00
流通 A 股股本(百万股)	507.00
A 股总市值(百万元)	26,222.04
流通 A 股市值(百万元)	26,222.04
每股净资产(元)	8.09
资产负债率(%)	39.71
一年内最高/最低(元)	71.17/46.17

### 作者

**刘畅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《洽洽食品-公司点评:盈利弹性稳健释放，产品渠道共振助推长期发展》2021-02-27
- 《洽洽食品-半年报点评:精准定位线下差异化竞争，扩品类再启新征程》2020-08-12
- 《洽洽食品-季报点评:疫情期间需求平稳，产品结构优化盈利能力加强》2020-04-23

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	254.32	1,267.07	1,114.59	1,170.08	2,895.44
应收票据及应收账款	224.56	217.54	314.01	299.01	413.39
预付账款	47.19	31.88	76.32	32.15	99.03
存货	1,389.52	1,687.30	1,654.76	2,290.91	2,238.64
其他	1,747.97	1,887.34	2,074.56	2,068.26	2,017.23
<b>流动资产合计</b>	<b>3,663.56</b>	<b>5,091.12</b>	<b>5,234.24</b>	<b>5,860.42</b>	<b>7,663.73</b>
长期股权投资	156.36	25.78	25.78	25.78	25.78
固定资产	1,132.85	1,116.66	1,123.97	1,132.73	1,129.37
在建工程	77.58	108.29	100.97	108.58	95.15
无形资产	261.57	274.32	265.93	257.55	249.16
其他	116.78	362.81	190.92	218.94	255.62
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,745.14</b>	<b>1,887.87</b>	<b>1,707.57</b>	<b>1,743.58</b>	<b>1,755.08</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,408.70</b>	<b>6,978.98</b>	<b>6,941.81</b>	<b>7,604.00</b>	<b>9,418.81</b>
短期借款	297.65	88.13	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	611.45	585.12	813.87	841.71	1,041.44
其他	779.39	783.05	986.65	732.92	1,185.19
<b>流动负债合计</b>	<b>1,688.49</b>	<b>1,456.30</b>	<b>1,800.53</b>	<b>1,574.64</b>	<b>2,226.63</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	1,228.27	409.42	545.90	727.87
其他	65.22	86.52	66.97	72.90	75.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>65.22</b>	<b>1,314.80</b>	<b>476.40</b>	<b>618.80</b>	<b>803.33</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,753.71</b>	<b>2,771.10</b>	<b>2,276.92</b>	<b>2,193.44</b>	<b>3,029.97</b>
少数股东权益	0.70	0.64	6.82	9.18	12.86
股本	507.00	507.00	507.00	507.00	507.00
资本公积	1,575.61	1,534.38	1,534.38	1,534.38	1,534.38
留存收益	3,154.13	3,580.35	4,151.07	4,894.38	5,868.98
其他	(1,582.45)	(1,414.48)	(1,534.38)	(1,534.38)	(1,534.38)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,654.99</b>	<b>4,207.88</b>	<b>4,664.89</b>	<b>5,410.56</b>	<b>6,388.84</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,408.70</b>	<b>6,978.98</b>	<b>6,941.81</b>	<b>7,604.00</b>	<b>9,418.81</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	603.48	805.05	936.52	1,102.10	1,280.20
折旧摊销	129.78	135.95	68.40	72.02	75.19
财务费用	(16.55)	(26.00)	(15.56)	(18.88)	(19.92)
投资损失	(53.69)	(41.52)	(60.80)	(52.00)	(51.44)
营运资金变动	1,205.92	57.75	287.32	(817.48)	539.73
其它	(1,222.65)	(334.38)	6.18	2.35	3.68
<b>经营活动现金流</b>	<b>646.28</b>	<b>596.85</b>	<b>1,222.05</b>	<b>288.10</b>	<b>1,827.44</b>
资本支出	144.70	6.88	79.55	74.07	47.44
长期投资	(0.20)	(130.58)	0.00	0.00	0.00
其他	(297.13)	(54.46)	(78.75)	(102.06)	(45.99)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(152.62)</b>	<b>(178.16)</b>	<b>0.80</b>	<b>(28.00)</b>	<b>1.44</b>
债权融资	297.65	1,316.41	411.20	546.49	728.65
股权融资	(6.10)	110.81	(104.34)	18.88	19.92
其他	(926.51)	(910.01)	(1,682.20)	(769.99)	(852.09)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(634.96)</b>	<b>517.21</b>	<b>(1,375.34)</b>	<b>(204.61)</b>	<b>(103.52)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(141.29)</b>	<b>935.90</b>	<b>(152.48)</b>	<b>55.49</b>	<b>1,725.36</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>4,837.25</b>	<b>5,289.30</b>	<b>6,246.60</b>	<b>7,289.25</b>	<b>8,454.95</b>
营业成本	3,228.47	3,602.52	4,096.65	4,783.02	5,539.87
营业税金及附加	46.21	45.86	60.74	67.90	78.09
营业费用	666.00	516.48	705.87	838.26	976.55
管理费用	248.35	243.09	287.34	306.15	338.20
研发费用	30.64	36.24	33.44	41.98	48.23
财务费用	(15.79)	(25.30)	(15.56)	(18.88)	(19.92)
资产减值损失	0.00	0.00	2.42	0.81	1.08
公允价值变动收益	4.22	4.55	0.00	0.00	0.00
投资净收益	53.69	41.52	60.80	52.00	51.44
其他	(119.40)	(99.06)	(121.61)	(104.01)	(102.89)
<b>营业利润</b>	<b>694.87</b>	<b>923.41</b>	<b>1,136.50</b>	<b>1,322.02</b>	<b>1,544.30</b>
营业外收入	86.36	90.11	72.90	83.12	82.04
营业外支出	15.26	16.37	14.30	15.31	15.33
<b>利润总额</b>	<b>765.97</b>	<b>997.15</b>	<b>1,195.10</b>	<b>1,389.83</b>	<b>1,611.02</b>
所得税	162.50	192.11	252.40	285.37	327.13
<b>净利润</b>	<b>603.48</b>	<b>805.05</b>	<b>942.70</b>	<b>1,104.45</b>	<b>1,283.88</b>
少数股东损益	(0.05)	(0.07)	6.18	2.35	3.68
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>603.53</b>	<b>805.11</b>	<b>936.52</b>	<b>1,102.10</b>	<b>1,280.20</b>
每股收益(元)	1.19	1.59	1.85	2.17	2.53

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	15.25%	9.35%	18.10%	16.69%	15.99%
营业利润	28.29%	32.89%	23.08%	16.32%	16.81%
归属于母公司净利润	39.44%	33.40%	16.32%	17.68%	16.16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.26%	31.89%	34.42%	34.38%	34.48%
净利率	12.48%	15.22%	14.99%	15.12%	15.14%
ROE	16.52%	19.14%	20.11%	20.40%	20.08%
ROIC	15.43%	30.07%	39.79%	49.35%	41.95%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	32.42%	39.71%	32.80%	28.85%	32.17%
净负债率	1.19%	1.17%	-15.08%	-11.53%	-33.92%
流动比率	2.17	3.50	2.91	3.72	3.44
速动比率	1.35	2.34	1.99	2.27	2.44
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	23.92	23.93	23.50	23.78	23.74
存货周转率	3.72	3.44	3.74	3.69	3.73
总资产周转率	0.92	0.85	0.90	1.00	0.99
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.19	1.59	1.85	2.17	2.53
每股经营现金流	1.27	1.18	2.41	0.57	3.60
每股净资产	7.21	8.30	9.19	10.65	12.58
<b>估值比率</b>					
市盈率	43.45	32.57	28.00	23.79	20.48
市净率	7.18	6.23	5.63	4.85	4.11
EV/EBITDA	19.27	23.91	19.90	17.25	13.84
EV/EBIT	22.63	27.30	21.11	18.20	14.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com