

洽洽食品 (002557)

公司研究/调研简报

产品创新+渠道拓张，低位估值静待破局

—洽洽食品调研简报

调研简报/食品饮料

2021年07月12日

一、事件概述

近期我们对公司进行调研，与管理层探讨经营情况。

二、分析与判断

三年百亿目标(含税)确立，三条增长曲线轨迹清晰

2020年公司实现营收52.89亿元，其中瓜子/坚果/其他品类分别实现37.25/9.50/6.14亿元。公司确立未来三年将达成百亿(含税)营收目标，其中瓜子/坚果/休闲零食品类将分别实现60/30/10亿元(含税)。**坚果**作为最高增速品类，是公司第一大战略产品，公司拟在每日坚果目前优势基础上继续进行风味拓展，通过每日坚果口味层次丰富以及坚果麦片、坚果乳等衍生产品创新，持续完善坚果版图，配合渠道拓张达成三年目标。**瓜子**作为公司传统优势产品，在国内包装瓜子市场已占约50%市占率，未来将沿着红袋品质提升、蓝袋持续口味创新、葵珍高端产品升级的路线持续发展。**休闲零食**作为积极培育板块，将在“喀吱脆”薯片等单品带领下全面拓展产品矩阵，也将积极寻求外延并购，共同达成三年目标。

短期看，藤椒瓜子、益生菌每日坚果、坚果麦片等新品终端反馈良好，具备大单品潜质，预估全年将分别贡献2亿元收入，预计蓝袋瓜子、黄袋坚果今年全年将达成10%以上收入增速。瓜子种植面积稳定、海外受疫情影响坚果需求稍有抑制，整体看全年毛利率趋于平稳。

试点数字系统，拓展百万终端

洽洽2020年确立渠道端百万终端目标，目前在全国已有40万以上终端。公司正与经销商合力铺设终端网点，并上线试运营数字系统，实现对终端业务员访销、终端维护等毛细监管，提高对终端市场把控力。线上部分，公司追求高质量增长，主动放弃过度低价促销，关注会员增长、复购率提升、美誉度提升及毛利率提升。

组织变革+股权激励，激发内部组织活力

21H1公司进行事业部制改革，销售层面划分国葵及坚果两大团队，品类层面细分20余个BU经营单元，品类BU负责人具备从采购到定价全渠道全链条经营自主权，此次改革将促进组织、激励、部门协同等多方面提升。公司于近日发布第六期员工持股计划，拟向9位公司高管及不超过204位中层管理人员及骨干员工受让约80.7万股股票，受让价格不超过37.92元/股，资金总额不超过3060万元。此次员工持股计划将有效激励团队积极性，助力公司未来目标更好达成。

复盘历史看，产品横向创新+渠道拓张有望推动估值反转

公司目前股价对应2021年Wind一致预期PE为22X，已处估值的历史低位水平。复盘历史上公司估值底部反转时期，我们发现其与产品生命周期高度相关。2014年5月-2015年6月公司PE由21X增长至38X，是在公司推出果冻、调味品及葵珍高端瓜子之际；2015年9月-2016年2月PE由19X增长至27X，洽洽推出蓝袋瓜子系列；2018年9月-2020年8月公司PE由21X增长至52X，估值走高来自于蓝袋及黄袋持续放量，第二曲线有力支撑公司业绩，此外疫情下居家消费场景增加，利好瓜子及坚果消费。

我们认为2020年是公司的缓冲年，经过前两年业绩高增阶段，公司推进事业部制改革及数字终端计划，为后续发力奠定基础。看未来，公司持续风味化拓展，实现产品横向创新，渠道端空白区域拓张，推进百万终端计划，支撑公司整体三年百亿目标达成，目前估值处于历史低位，着眼未来三年具备反转基础。

推荐

维持评级

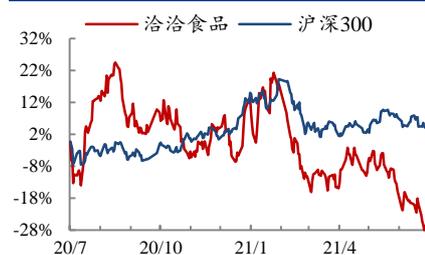
当前价格：40.75元

交易数据

2021-7-9

| | |
|---------------|------------|
| 近12个月最高/最低(元) | 70.3/40.06 |
| 总股本(百万股) | 507 |
| 流通股本(百万股) | 507 |
| 流通股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 207 |
| 流通市值(亿元) | 207 |

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

相关研究

- 洽洽食品(002557)2021年一季报点评：收入实现快速增长，毛销差改善释放利润空间
- 洽洽食品(002557)2020年报点评：收入稳定增长，控费释放利润弹性

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现收入 61.05/68.75/76.93 亿元，同比+15.4%/+12.6%/+11.9%；实现归母净利润 9.20/10.56/12.15 亿元，同比+14.3%/+14.8%/+15.1%，EPS 分别为 1.81/2.08/2.40 元，对应 PE 分别为 23X/20X/17X。目前休闲食品板块 2021 年预期估值约为 34 倍（Wind 一致预期，算数平均法），公司估值显著低于休闲零食板块平均水平，在产品创新及渠道拓张背景下，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

上游成本大幅波动、小黄袋推广不及预期、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 5,289 | 6,105 | 6,875 | 7,693 |
| 增长率（%） | 9.3% | 15.4% | 12.6% | 11.9% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 805 | 920 | 1,056 | 1,215 |
| 增长率（%） | 33.4% | 14.3% | 14.8% | 15.1% |
| 每股收益（元） | 1.60 | 1.81 | 2.08 | 2.40 |
| PE（现价） | 25.5 | 22.5 | 19.6 | 17.0 |
| PB | 4.9 | 4.0 | 3.3 | 2.8 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 5,289 | 6,105 | 6,875 | 7,693 |
| 营业成本 | 3,603 | 4,121 | 4,607 | 5,117 |
| 营业税金及附加 | 46 | 53 | 60 | 67 |
| 销售费用 | 516 | 560 | 667 | 756 |
| 管理费用 | 243 | 269 | 289 | 308 |
| 研发费用 | 36 | 43 | 50 | 57 |
| EBIT | 845 | 1,059 | 1,203 | 1,389 |
| 财务费用 | (25) | (13) | (32) | (45) |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 42 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 923 | 1,079 | 1,242 | 1,440 |
| 营业外收支 | 74 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 997 | 1,144 | 1,311 | 1,509 |
| 所得税 | 192 | 220 | 253 | 291 |
| 净利润 | 805 | 924 | 1,058 | 1,218 |
| 归属于母公司净利润 | 805 | 920 | 1,056 | 1,215 |
| EBITDA | 981 | 1,180 | 1,324 | 1,510 |
| 资产负债表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 1267 | 2537 | 3395 | 4774 |
| 应收账款及票据 | 218 | 264 | 296 | 329 |
| 预付款项 | 32 | 42 | 48 | 52 |
| 存货 | 1687 | 1720 | 2114 | 2154 |
| 其他流动资产 | 210 | 210 | 210 | 210 |
| 流动资产合计 | 5091 | 6454 | 7741 | 9202 |
| 长期股权投资 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 固定资产 | 1117 | 1117 | 1117 | 1117 |
| 无形资产 | 274 | 274 | 274 | 274 |
| 非流动资产合计 | 1888 | 1763 | 1642 | 1521 |
| 资产合计 | 6979 | 8217 | 9383 | 10723 |
| 短期借款 | 88 | 88 | 88 | 88 |
| 应付账款及票据 | 585 | 730 | 803 | 886 |
| 其他流动负债 | 330 | 330 | 330 | 330 |
| 流动负债合计 | 1456 | 1770 | 1878 | 2000 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 1315 | 1315 | 1315 | 1315 |
| 非流动负债合计 | 1315 | 1315 | 1315 | 1315 |
| 负债合计 | 2771 | 3085 | 3193 | 3315 |
| 股本 | 507 | 507 | 507 | 507 |
| 少数股东权益 | 1 | 4 | 6 | 9 |
| 股东权益合计 | 4208 | 5132 | 6190 | 7408 |
| 负债和股东权益合计 | 6979 | 8217 | 9383 | 10723 |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 9.3% | 15.4% | 12.6% | 11.9% |
| EBIT 增长率 | 36.8% | 25.4% | 13.6% | 15.4% |
| 净利润增长率 | 33.4% | 14.3% | 14.8% | 15.1% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 31.9% | 32.5% | 33.0% | 33.5% |
| 净利率 | 15.2% | 15.1% | 15.4% | 15.8% |
| 总资产收益率 ROA | 11.5% | 11.2% | 11.3% | 11.3% |
| 净资产收益率 ROE | 19.1% | 17.9% | 17.1% | 16.4% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 3.5 | 3.6 | 4.1 | 4.6 |
| 速动比率 | 2.3 | 2.7 | 3.0 | 3.5 |
| 现金比率 | 2.0 | 2.4 | 2.7 | 3.2 |
| 资产负债率 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 15.0 | 15.2 | 15.1 | 15.1 |
| 存货周转天数 | 153.7 | 148.8 | 149.8 | 150.1 |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.6 | 1.8 | 2.1 | 2.4 |
| 每股净资产 | 8.3 | 10.1 | 12.2 | 14.6 |
| 每股经营现金流 | 1.2 | 2.4 | 1.6 | 2.6 |
| 每股股利 | 0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 25.5 | 22.5 | 19.6 | 17.0 |
| PB | 4.9 | 4.0 | 3.3 | 2.8 |
| EV/EBITDA | 20.4 | 15.9 | 13.5 | 11.0 |
| 股息收益率 | 2.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润 | 805 | 924 | 1,058 | 1,218 |
| 折旧和摊销 | 136 | 120 | 121 | 121 |
| 营运资金变动 | (287) | 222 | (322) | 41 |
| 经营活动现金流 | 597 | 1,206 | 795 | 1,317 |
| 资本开支 | 207 | (70) | (69) | (69) |
| 投资 | (70) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (178) | 70 | 69 | 69 |
| 股权募资 | 1,340 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | (207) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 517 | (6) | (6) | (6) |
| 现金净流量 | 936 | 1,270 | 858 | 1,380 |

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。