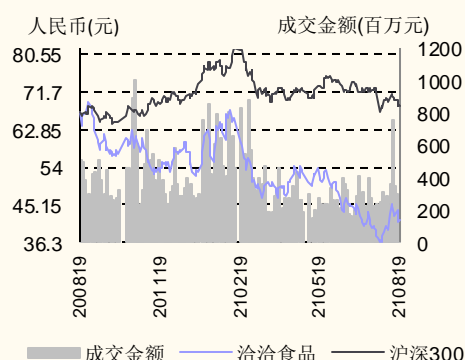


市场价格 (人民币): 41.46 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.07
已上市流通 A 股(亿股)	5.07
总市值(亿元)	210.20
年内股价最高最低(元)	69.15/36.30
沪深 300 指数	4862
深证成指	14487



## 相关报告

- 1.《旺季动销良好,渠道+营销持续发力-洽洽 21 年 1 季报点评》, 2021.4.22
- 2.《瓜子稳健增长,坚果强化消费者教育-洽洽 20 年报点评》, 2021.4.16
- 3.《春节延迟影响 Q4 业绩,店中店续航坚果增长-春节延迟影响 Q4 业...》, 2021.2.26
- 4.《每日坚果上新,下半年推广力度加大-洽洽食品公司研究》, 2020.10.14

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人  
liyinqi@gjzq.com.cn

## 高基数影响 Q2 业绩,看好下半年边际改善

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,837	5,289	6,098	7,010	7,920
营业收入增长率	15.25%	9.35%	15.29%	14.96%	12.98%
归母净利润(百万元)	604	805	907	1,052	1,215
归母净利润增长率	39.44%	33.40%	12.65%	15.97%	15.53%
摊薄每股收益(元)	1.190	1.588	1.789	2.075	2.397
每股经营性现金流净额	1.27	1.18	1.49	1.90	2.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.52%	19.14%	19.09%	19.54%	19.88%
P/E	28.54	33.91	23.18	19.98	17.30
P/B	4.71	6.49	4.42	3.91	3.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 8月19日,公司发布2021年中期业绩,1H21实现营收23.81亿元,同比+3.76%;归母净利润3.27亿元,同比+10.86%;扣非归母净利润2.64亿元,同比+11.04%。其中2Q21实现营收10.02亿元,同比-12.70%;归母净利润1.30亿元,同比-11.37%;扣非归母净利润0.87亿元,同比-20.50%。

## 经营分析

- 高基数影响瓜子增速,坚果恢复向好。分品类来看,1H21公司葵花子/坚果类/其他业务分别同比-4.29%/+50.52%/+1.25%,分地区来看,1H21公司南方区/北方区/东方区/电商/海外/其他分别同比-8.14%/+9.74%/+9.19%/-12.41%/+30.39%/+224.38%。葵花子增速放缓,主要是去年Q2瓜子基数较高;坚果类实现高增,预计Q1实现翻倍增长,Q2增速放缓。1H21葵花子/坚果类分别占比67.77%/19.37%,坚果类占比同比提升6.0pct。
- 毛利率小幅提升,费用端稳定。1H21毛利率同比上升1.11pct至30.53%,2Q21毛利率同比上升0.50pct至30.32%,我们预计主要受益于原材料价格。费用端来看,21H1销售/管理/研发/财务费用分别同比+0.24/-0.22/+0.34/+0.22pct,21Q2销售/管理/研发/财务费用分别同比+0.01/+0.19/+0.87/+0.33pct。传导至净利率,1H21同比上升0.93pct至13.79%,2Q21同比上升0.30pct至13.06%。
- 下半年高基数影响消退,公司经营层面存在边际改善。公司基本面稳健,下半年不存在高基数问题,增速有望恢复。经营方面,公司上半年进行组织架构调整,将更多主导权下放到品类BU负责人,旨在调动负责人的积极性、增强内部协同、提升效率;此外线下渠道数字化持续推进,旨在加强对渠道和终端的掌控力,预计效果将在下半年逐步显现。

## 投资建议

- 预计公司2021-23年归母净利润分别为9.07/10.52/12.15亿元,分别同比+13%/16%/16%,对应EPS分别为1.79/2.08/2.40元,对应PE分别为23/20/17X,维持“买入”评级。

## 风险提示

- 行业竞争加剧;食品安全问题;原材料价格变动;新品推广不及预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,197	4,837	5,289	6,098	7,010	7,920	货币资金	376	254	1,267	1,047	896	1,478
增长率		15.3%	9.3%	15.3%	15.0%	13.0%	应收款项	184	230	223	257	296	334
主营业务成本	-2,889	-3,228	-3,603	-4,189	-4,781	-5,362	存货	1,209	1,390	1,687	1,722	1,965	2,203
%销售收入	68.8%	66.7%	68.1%	68.7%	68.2%	67.7%	其他流动资产	1,656	1,790	1,914	2,014	2,020	2,026
毛利	1,308	1,609	1,687	1,909	2,229	2,558	流动资产	3,425	3,664	5,091	5,040	5,177	6,041
%销售收入	31.2%	33.3%	31.9%	31.3%	31.8%	32.3%	%总资产	66.8%	67.7%	72.9%	72.2%	71.2%	73.2%
营业税金及附加	-46	-46	-46	-49	-56	-63	长期投资	157	156	278	328	378	428
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,178	1,210	1,225	1,323	1,412	1,470
销售费用	-570	-666	-516	-592	-673	-760	%总资产	23.0%	22.4%	17.6%	19.0%	19.4%	17.8%
%销售收入	13.6%	13.8%	9.8%	9.7%	9.6%	9.6%	无形资产	266	269	279	289	300	310
管理费用	-216	-248	-243	-274	-314	-355	非流动资产	1,703	1,745	1,888	1,940	2,089	2,208
%销售收入	5.1%	5.1%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	%总资产	33.2%	32.3%	27.1%	27.8%	28.8%	26.8%
研发费用	-25	-31	-36	-30	-35	-40	<b>资产总计</b>	<b>5,128</b>	<b>5,409</b>	<b>6,979</b>	<b>6,980</b>	<b>7,266</b>	<b>8,249</b>
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	595	298	88	306	373	439
息税前利润 (EBIT)	451	618	845	963	1,151	1,340	应付款项	636	705	676	808	923	1,035
%销售收入	10.7%	12.8%	16.0%	15.8%	16.4%	16.9%	其他流动负债	489	685	692	486	559	634
财务费用	6	16	25	15	1	14	流动负债	1,720	1,688	1,456	1,600	1,854	2,108
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.3%	0.0%	-0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-7	2	0	0	0	0	其他长期负债	49	65	1,315	628	28	28
公允价值变动收益	0	4	5	0	0	0	<b>负债</b>	<b>1,769</b>	<b>1,754</b>	<b>2,771</b>	<b>2,228</b>	<b>1,882</b>	<b>2,136</b>
投资收益	87	54	42	75	83	85	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,326</b>	<b>3,654</b>	<b>4,207</b>	<b>4,751</b>	<b>5,383</b>	<b>6,112</b>
%税前利润	15.2%	7.0%	4.2%	6.6%	6.3%	5.6%	其中：股本	507	507	507	507	507	507
营业利润	542	695	923	1,054	1,235	1,439	未分配利润	975	1,325	1,792	2,337	2,968	3,697
营业利润率	12.9%	14.4%	17.5%	17.3%	17.6%	18.2%	少数股东权益	33	1	1	1	1	1
营业外收支	31	71	74	80	80	80	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,128</b>	<b>5,409</b>	<b>6,979</b>	<b>6,980</b>	<b>7,266</b>	<b>8,249</b>
税前利润	573	766	997	1,134	1,315	1,519	<b>比率分析</b>						
利润率	13.6%	15.8%	18.9%	18.6%	18.8%	19.2%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-131	-162	-192	-227	-263	-304	<b>每股指标</b>						
所得税率	22.9%	21.2%	19.3%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.854	1.190	1.588	1.789	2.075	2.397
净利润	442	603	805	907	1,052	1,215	每股净资产	6.560	7.208	8.298	9.372	10.616	12.055
少数股东损益	9	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.473	1.270	1.177	1.495	1.902	2.255
归属于母公司的净利润	433	604	805	907	1,052	1,215	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.716	0.830	0.959
净利率	10.3%	12.5%	15.2%	14.9%	15.0%	15.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	13.01%	16.52%	19.14%	19.09%	19.54%	19.88%
净利润	442	603	805	907	1,052	1,215	总资产收益率	8.44%	11.16%	11.54%	12.99%	14.48%	14.73%
少数股东损益	9	0	0	0	0	0	投入资本收益率	8.79%	12.31%	12.35%	13.56%	15.92%	16.29%
非现金支出	133	130	136	127	147	167	<b>增长率</b>						
非经营收益	-107	-91	-57	-33	-135	-144	主营业务收入增长率	16.50%	15.25%	9.35%	15.29%	14.96%	12.98%
营运资金变动	279	1	-287	-243	-100	-95	EBIT增长率	34.38%	37.02%	36.84%	14.01%	19.47%	16.42%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>747</b>	<b>644</b>	<b>597</b>	<b>758</b>	<b>964</b>	<b>1,143</b>	净利润增长率	35.58%	39.44%	33.40%	12.65%	15.97%	15.53%
资本开支	-238	-168	-207	-141	-166	-156	总资产增长率	9.72%	5.47%	29.03%	0.02%	4.09%	13.53%
投资	-145	-75	-70	-50	-50	-50	<b>资产管理能力</b>						
其他	91	90	99	75	83	85	应收账款周转天数	16.1	15.3	15.3	15.0	15.0	15.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-292</b>	<b>-153</b>	<b>-178</b>	<b>-116</b>	<b>-133</b>	<b>-121</b>	存货周转天数	143.9	146.9	155.9	150.0	150.0	150.0
股权募资	0	0	1,340	0	0	0	应付账款周转天数	53.2	60.1	53.7	55.0	55.0	55.0
债权募资	-114	-295	-207	-469	-533	66	固定资产周转天数	88.5	85.5	77.1	71.5	65.3	59.5
其他	-202	-322	-619	-393	-449	-507	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-316</b>	<b>-617</b>	<b>514</b>	<b>-862</b>	<b>-982</b>	<b>-441</b>	净负债/股东权益	6.52%	-30.83%	-38.57%	-37.56%	-40.26%	-43.89%
<b>现金净流量</b>	<b>139</b>	<b>-125</b>	<b>933</b>	<b>-220</b>	<b>-151</b>	<b>581</b>	EBIT利息保障倍数	-80.4	-39.1	-33.4	-63.1	-1,438.7	-95.7
							资产负债率	34.49%	32.42%	39.71%	31.92%	25.91%	25.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	15	19	97
增持	0	2	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.21	1.21	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

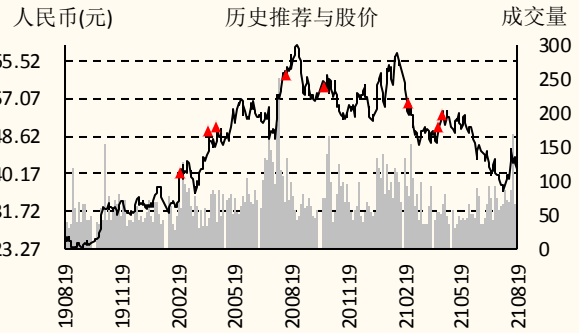
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-24	买入	40.90	N/A
2	2020-04-09	买入	46.53	N/A
3	2020-04-23	买入	51.88	N/A
4	2020-08-13	买入	64.10	N/A
5	2020-10-14	买入	60.00	70.00 ~ 75.00
6	2021-02-26	买入	54.40	N/A
7	2021-04-16	买入	51.44	N/A
8	2021-04-22	买入	55.23	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402