

洽洽食品 (002557)

公司研究/点评报告

Q2 业绩短期承压，业绩目标指引长期成长空间

—洽洽食品 (002557.SZ) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 08 月 20 日

一、事件概述

8 月 19 日，公司发布 2021 年半年报，报告期内公司实现营业收入 23.81 亿元，同比+3.76%；实现归母净利润 2.64 亿元，同比+11.04%；基本 EPS 为 0.65 元。

二、分析与判断

➤ 二季度受团购冲击收入稍有下滑，品牌深耕奠定长远发展基石

21H1 公司实现营收 23.81 亿元，同比+3.76%，折合 21Q2 单季度实现营收 10.02 亿元，同比-12.70%。二季度业绩下滑主因社区团购冲击商超客流，同时公司不准备以激烈价格竞争进驻团购市场，公司更加追求有粘性、可持久、有利润的高质量增长。对于社区团购，我们认为短期内其对传统渠道的压力仍存，但长期看团购高度依赖平台补贴，发展态势有待时间检验，而龙头厂商在产品、渠道等多方面的深耕打磨才是长远发展基石。**分产品看**，瓜子/坚果/其他品类分别实现收入 16.13/4.61/3.06 亿元，分别同比-4.29%/+50.52%/+1.25%。坚果品类作为公司成熟第二增长曲线，持续创造业绩增量，坚果品类的高速成长来自于益生菌每日坚果、坚果麦片等新品放量，从终端表现来看均具备大单品潜质。瓜子品类小幅下滑，短期渠道因素冲击明显。**分地区看**，南方/北方/东方/电商/海外分别实现收入 8.36/4.42/5.39/2.33/2.62 亿元，分别同比-8.14%/+9.74%/+9.19%/-12.41%/+30.39%。电商方面，疫情促使渠道去中心化，公司也在主流电商平台之外积极布局直播、社媒、团购渠道。海外市场方面，公司产品已出口到北美、欧洲、东南亚等 50 余个国家和地区，未来也将持续开拓海外市场，结合各国口味偏好推出对应特色产品。

➤ 全年毛利率有望维持稳定态势，盈利能力仍将保持

净利率：21H1 公司净利率 13.79%，同比+0.93ppt，单 Q2 净利率 13.06%，同比+0.30ppt。**毛利率**：21H1 公司调整后毛利率为 30.53%，同比+1.11ppt，单 Q2 毛利率 30.32%，同比+0.50ppt。今年葵花种植面积基本稳定，预计全年葵花籽采购价格将趋于平稳；海外受疫情影响需求稍有抑制，坚果进口价格稍有下滑，但海运成本相对上升，全年瓜子及坚果毛利率均有望维持平稳态势。

期间费用率：21H1 期间费用率为 14.89%，同比-2.22ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.22%/5.31%/0.81%/-0.45%，分别同比-2.57ppt/-0.22ppt/+0.34ppt/+0.22ppt。销售费用率大幅下滑主因会计准则变更运输费用移至成本端列示所致，调整后销售费用率+0.24ppt，各费用投放基本与收入同步。

➤ 三条产品曲线轨迹清晰，百万终端拓展在即

公司三条产品曲线轨迹已基本清晰，第一曲线瓜子品类作为公司传统产品，在全国袋装瓜子占据约 50% 市占率，红袋蓝袋各自成长逻辑明确，未来将沿着红袋品质提升、蓝袋持续口味创新、葵珍高端线产品升级的路线继续发展，保持基本盘稳固向好发展。第二曲线坚果作为最高增速品类，将重点打造每日坚果，沿着风味化创新路线持续扩充每日坚果产品矩阵，同时积极开拓坚果麦片、坚果乳等衍生产品，共同完善坚果版图。第三曲线休闲零食作为积极培育品类，已打造“喀吱脆”等大单品，未来将着力拓展产品系列，也积极寻求外延并购。公司于 2020 年确立未来三年达成百亿（含税）目标，其中瓜子/坚果/零食将分别实现 60/30/10 亿元（含税），在公司百亿目标指引下，收入端三年复合增速为 18%，增添未来业绩高增确定性。

推荐

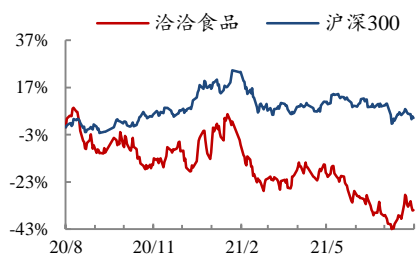
维持评级

当前价格： 41.46 元

交易数据 2021-8-19

近 12 个月最高/最低(元)	70.3/36.3
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)	210
流通市值(亿元)	210

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

- 1.洽洽食品 (002557.SZ) 深度报告：产品曲线清晰、成长路径稳健，估值底部反转可期
- 2.产品创新+渠道拓张，低位估值静待破局

目前公司在全国拥有 40 万以上终端，2020 年确立三年百万终端目标，可预期渠道端量增速度将大幅加快。公司二季度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，大幅提高公司对终端把控力。

➤ 组织变革+股权激励，激发内部组织活力

21H1 公司进行事业部改革，细分 20 余个品类 BU 经营单元及国葵、坚果两大销售铁军，将生产决策权充分下放，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。公司自 2015 年起持续进行员工持股计划，6 月发布第六期持股计划，长效激励将有效激发团队积极性，推动跨部门协作，助力公司达成长期目标。

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 29 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）	26.0	22.8	19.9	17.3
PB	5.0	4.1	3.4	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	4,127	4,644	5,165
营业税金及附加	46	53	60	67
销售费用	516	570	626	692
管理费用	243	293	309	333
研发费用	36	49	69	77
EBIT	845	1,013	1,168	1,359
财务费用	(25)	(6)	(18)	(25)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	42	53	49	49
营业利润	923	1,079	1,241	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	1,144	1,302	1,495
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1267	2460	3237	4570
应收账款及票据	218	264	296	329
预付款项	32	42	49	52
存货	1687	1725	2141	2167
其他流动资产	210	210	210	210
流动资产合计	5091	6381	7610	9012
长期股权投资	26	79	128	178
固定资产	1117	1143	1169	1189
无形资产	274	273	273	274
非流动资产合计	1888	1838	1781	1720
资产合计	6979	8219	9391	10732
短期借款	88	88	88	88
应付账款及票据	585	730	809	894
其他流动负债	330	330	330	330
流动负债合计	1456	1772	1886	2009
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	3087	3201	3324
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	8219	9391	10732

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%	19.9%	15.3%	16.3%
净利润增长率	33.4%	14.3%	14.8%	15.1%
盈利能力				
毛利率	31.9%	32.4%	32.4%	32.9%
净利润率	15.2%	15.1%	15.4%	15.8%
总资产收益率 ROA	11.5%	11.2%	11.2%	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	4.0	4.5
速动比率	2.3	2.6	2.9	3.4
现金比率	2.0	2.3	2.6	3.1
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	2.3	1.5	2.6
每股股利	0.8	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	26.0	22.8	19.9	17.3
PB	5.0	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	20.7	16.7	13.9	11.3
股息收益率	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	805	924	1,058	1,218
折旧和摊销	136	131	134	137
营运资金变动	(287)	219	(338)	56
经营活动现金流	597	1,162	742	1,299
资本开支	207	(38)	(42)	(42)
投资	(70)	0	0	0
投资活动现金流	(178)	38	42	42
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	(7)	(7)	(7)
现金净流量	936	1,193	777	1,334

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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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。