

公司研究

Q2 收入短期承压，盈利能力持续改善

——洽洽食品（002557.SZ）2021年半年报点评

要点

事件：公司2021年上半年实现营收23.81亿元，同比增加3.76%，归母净利润3.27亿元，同比增加10.86%，扣非归母净利润2.64亿元，同比增加11.04%。Q2单季营收10.02亿元，同比下滑12.7%，归母净利润1.30亿元，同比下滑1.37%，扣非归母净利润0.87亿元，同比下滑20.5%。

瓜子类收入下滑拖累整体表现，海外收入增长显著：1) **分产品来看**，21H1葵花子、坚果类收入分别为16.13/4.61亿元，同比-4.29%/+50.52%，占收入比重为67.77%/19.37%。瓜子收入同比下滑主要因去年同期疫情影响下基数较高。单二季度来看，估计瓜子类收入同比双位数下滑，从而拖累公司整体表现。坚果类目前规模较小、增长显著，其中坚果小黄袋贡献主要收入，益生菌、燕麦片目前基数较低，仍在持续发展中。2) **分地区来看**，21H1南方区/北方区/东方区/电商/海外收入8.36/4.42/5.39/2.33/2.62亿，同比-8.1%/+9.7%/+9.2%/-12.4%/+30.4%，占比分别为35.1%/18.6%/22.6%/9.8%/11.0%。电商业务收入有所下滑，估计主要因去年线上渠道高基数、叠加传统电商平台红利减弱。海外收入显著增长，占比提升（同比+2.25pct），已拓展至亚洲、美国、欧洲等近50个国家和地区。国内线下渠道中，传统卖场因客流量减少受到一定冲击，社区店表现良好，新兴渠道布局稳步推进。

Q2销售费用率相对稳定，利润率同比提升：1) 21Q2毛利率30.32%，按照还原口径同比提升0.5pct。21H1葵花子/坚果类毛利率分别为31.98%/25.48%，同比+1.68/+1.60pct，估计主要与生产效率提升、原料成本下降有关。2) Q2销售费用率9.01%，按照还原口径同比提升0.01pct，基本持平，广告促销投放继续增加，21H1广告促销费同比提升13.09%。管理费用率6.54%，同比提升0.1pct。3) Q2毛销差21.31%，同比提升0.49pct，销售净利率13.06%，同比提升0.29pct，利润率得以持续改善。

盈利预测、估值与评级：由于二季度为休闲零食传统淡季，叠加去年高基数，公司Q2收入短期承压，三季度进入消费旺季市场表现有所好转，7月份以来估计瓜子类产品恢复正增长，下半年收入增长预计环比改善，系列改革成果有望逐步兑现。维持2021-23年净利润预测为9.61/11.26/13.04亿元，对应EPS分别为1.89/2.22/2.57元，当前股价对应P/E分别为22/19/16倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本波动，线上线下渠道竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,837	5,289	6,190	7,194	8,290
营业收入增长率	15.25%	9.35%	17.03%	16.22%	15.23%
净利润(百万元)	604	805	961	1,126	1,304
净利润增长率	39.44%	33.40%	19.30%	17.23%	15.80%
EPS(元)	1.19	1.59	1.89	2.22	2.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.52%	19.14%	20.17%	21.20%	21.95%
P/E	35	26	22	19	16
P/B	5.8	5.0	4.4	4.0	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-19

买入（维持）

当前价：41.46元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

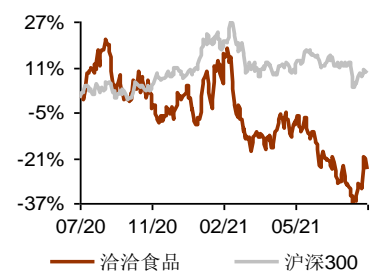
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.07
总市值(亿元)	210.20
一年最低/最高(元)	36.40/71.17
近3月换手率	72.20%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.42	2.50	-6.05
绝对	-3.49	-3.49	-3.49

资料来源：Wind

相关研报

21Q1 营收稳健增长，净利率持续提升——洽洽食品（002557.SZ）2021年一季报点评（2021-04-22）

业绩符合预期，期待新品持续发力——洽洽食品（002557.SZ）2020年年报点评（2021-04-18）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,837	5,289	6,190	7,194	8,290
营业成本	3,228	3,603	4,216	4,879	5,606
折旧和摊销	123	131	145	159	177
税金及附加	46	46	62	72	83
销售费用	666	516	632	709	796
管理费用	248	243	248	289	326
研发费用	31	36	0	0	0
财务费用	-16	-25	-33	-30	-27
投资收益	54	42	55	50	50
营业利润	695	923	1,145	1,341	1,573
利润总额	766	997	1,216	1,425	1,651
所得税	162	192	255	299	347
净利润	603	805	961	1,126	1,304
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	604	805	961	1,126	1,304
EPS(按最新股本计)	1.19	1.59	1.89	2.22	2.57

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	646	597	1,304	1,296	1,449
净利润	604	805	961	1,126	1,304
折旧摊销	123	131	145	159	177
净营运资金增加	-1,012	-19	-200	5	59
其他	932	-321	399	6	-90
投资活动产生现金流	-153	-178	-385	-375	-350
净资本支出	-168	-207	-400	-400	-400
长期投资变化	156	26	0	0	0
其他资产变化	-141	3	15	25	50
融资活动现金流	-635	517	-461	-546	-649
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-298	1,019	-88	0	0
无息负债变化	282	-1	485	406	436
净现金流	-123	933	459	375	451

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.3%	31.9%	31.9%	32.2%	32.4%
EBITDA 率	15.6%	18.7%	19.2%	19.7%	20.1%
EBIT 率	12.9%	16.1%	16.8%	17.5%	18.0%
税前净利润率	15.8%	18.9%	19.6%	19.8%	19.9%
归母净利润率	12.5%	15.2%	15.5%	15.7%	15.7%
ROA	11.2%	11.5%	12.1%	12.7%	13.1%
ROE (摊薄)	16.5%	19.1%	20.2%	21.2%	22.0%
经营性 ROIC	17.2%	24.2%	28.0%	31.2%	34.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	32%	40%	40%	40%	40%
流动比率	2.17	3.50	3.10	2.85	2.70
速动比率	1.35	2.34	2.15	1.96	1.85
归母权益/有息债务	12.28	3.20	3.88	4.32	4.84
有形资产/有息债务	16.93	5.02	6.16	6.94	7.81

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,409	6,979	7,931	8,886	9,951
货币资金	254	1,267	1,726	2,101	2,551
交易性金融资产	1,170	1,672	1,672	1,677	1,682
应收帐款	225	218	279	324	373
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	5	5	0	0	0
存货	1,390	1,687	1,771	2,000	2,298
其他流动资产	573	210	232	257	285
流动资产合计	3,664	5,091	5,743	6,433	7,274
其他权益工具	0	252	252	252	252
长期股权投资	156	26	26	26	26
固定资产	1,133	1,117	1,154	1,223	1,309
在建工程	78	108	291	428	531
无形资产	262	274	269	263	258
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	8	15	60	60	60
非流动资产合计	1,745	1,888	2,188	2,454	2,677
总负债	1,754	2,771	3,168	3,574	4,010
短期借款	298	88	0	0	0
应付账款	554	506	717	829	953
应付票据	58	79	84	98	112
预收账款	204	0	248	288	332
其他流动负债	303	330	510	711	930
流动负债合计	1,688	1,456	1,851	2,257	2,693
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	1,228	1,228	1,228	1,228
其他非流动负债	65	87	87	87	87
非流动负债合计	65	1,315	1,317	1,317	1,317
股东权益	3,655	4,208	4,763	5,312	5,941
股本	507	507	507	507	507
公积金	1,829	1,788	1,788	1,788	1,788
未分配利润	1,325	1,792	2,347	2,897	3,525
归属母公司权益	3,654	4,207	4,762	5,312	5,940
少数股东权益	1	1	1	1	1

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	13.77%	9.76%	10.22%	9.86%	9.60%
管理费用率	5.13%	4.60%	4.01%	4.01%	3.93%
财务费用率	-0.33%	-0.48%	-0.53%	-0.42%	-0.33%
研发费用率	0.63%	0.69%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	21%	19%	21%	21%	21%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.70	0.80	1.14	1.33	1.54
每股经营现金流	1.27	1.18	2.57	2.56	2.86
每股净资产	7.21	8.30	9.39	10.48	11.72
每股销售收入	9.54	10.43	12.21	14.19	16.35

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	35	26	22	19	16
PB	5.8	5.0	4.4	4.0	3.5
EV/EBITDA	27.1	20.2	16.4	13.5	11.3
股息率	1.7%	1.9%	2.7%	3.2%	3.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE