

## 基数效应下 Q2 营收短期承压，看好公司系列改革下的成果显现

## ——洽洽食品半年报解读

事件：1) 公司发布 21 年半年报，公司 21H1 实现营收 23.81 亿元/+3.76%，归母净利润 3.27 亿元/+10.86%，扣非归母净利润 2.64 亿元/+11.04%；2) 单 Q2 实现营收 10.02 亿元/-12.70%，归母净利润 1.30 亿元/-11.37%，扣非归母净利润 0.87 亿元/-20.50%。

## 核心观点

- 高基数下公司营收有所放缓，坚果销售有所恢复。**1) 公司 21H1 实现营收 23.81 亿元/+3.76%，单 Q2 实现营收 10.02 亿元/-12.70% (vs20Q2 营收 11.48 亿/+21.13%)，增速放缓系去年居家消费场景增加、需求旺盛带来的基数效应叠加商超客流下滑的负面影响；2) 分产品看，21H1 公司葵花子/坚果/其他业务分别实现营收 16.13/4.61/3.06 亿元，同比增长-4.29%/+50.52%/+1.25%，坚果营收增速有所恢复。3) 分区域看，公司南方/北方/东方/电商/海外分别实现营收 8.35/4.42/5.38/2.33/2.62 亿元，同比增长-8.14%/+9.74%/+9.19%/-12.41%/+30.39%，南方区营收下滑系该地区商超、KA 占比较高。
- 毛利率小幅上升，费用率保持平稳，利润率有所提升。**公司 21H1 毛利率 30.53%/+1.11pct，其中葵花子毛利率 31.98%/+1.68pct，坚果毛利率 25.48%/+1.60pct；单 Q2 毛利率 30.32%/+0.50pct，毛利率提升主要受益于成本端红利以及效率提升、规模效应显现；2) 公司费用率保持平稳，21H1 公司销售/管理/财务费用率 9.22%/5.31%/-0.45%，同比+0.24pct/-0.22/+0.22pct，单 Q2 公司销售/管理/财务费用率 9.01%/6.54%/-0.33%，同比+0.01pct/+0.19pct/+0.33pct；3) 受益于毛利率上升，公司 21H1 归母净利润率 13.75%/+0.88pct，单 Q2 归母净利率 12.94%/+0.19pct。
- 短看全年，我们认为公司 Q3、Q4 收入端的基数效应有望消退，利润端需关注下半年采购情况以及费用投放力度。看未来 3-5 年，我们认为公司的成长路径清晰，渠道壁垒不断加强，看好公司系列改革下的成果显现。**1) 各品类成长路径清晰：公司定调 23 年实现瓜子/坚果/休闲食品营收 60/30/10 亿：①瓜子品类受益于弱势渠道下沉、蓝袋&葵珍等产品放量，未来有望实现量价齐升；②坚果品类铺货率相较于瓜子仍有提升空间，未来借助公司广覆盖的线下渠道以及主动的营销投放，渗透率有望持续提升；③休闲食品的产品矩阵亦得到不断完善。2) 公司确定未来 3-5 年百万终端目标 (vs 目前 40 万终端)，并逐步搭建数字化平台，公司对终端的把控力、渠道的广度&深度均有望增加，渠道壁垒不断增强。3) 公司推进组织架构调整，把前期事业部调整为品类中心 ( 国葵品类中心、坚果品类中心、休闲品类中心等 )，将销售司令部调整为销售铁军 ( 国葵销售铁军、坚果销售铁军等 )，并适度下放权力，组织架构调整后，经营更加灵活、部门之间协同性更高。此外，公司单独成立海外事业部，加速海外市场的拓展。

## 财务预测与投资建议

- 由于公司 21Q2 营收增速有所放缓，且目前处于市场扩张期，我们下调营收增速预测，上调销售及费用率预测，给予公司 21-23 年 EPS 预测为 1.79/2.06/2.35 元 ( 调整前 1.92/2.33/2.75 元 )，给予 21 年 30 倍估值，对应目标价 53.70 元，维持“买入评级”。

## 风险提示

- 采购成本上涨，渠道拓展不及预期，行业竞争加剧

## 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,837	5,289	6,012	6,762	7,524
同比增长(%)	15.3%	9.3%	13.7%	12.5%	11.3%
营业利润(百万元)	707	923	1,073	1,233	1,420
同比增长(%)	30.6%	30.6%	16.1%	15.0%	15.2%
归属母公司净利润(百万元)	616	805	907	1,044	1,194
同比增长(%)	42.3%	30.7%	12.7%	15.2%	14.3%
每股收益 (元)	1.21	1.59	1.79	2.06	2.35
毛利率(%)	33.3%	31.9%	32.1%	32.2%	32.3%
净利率(%)	12.7%	15.2%	15.1%	15.4%	15.9%
净资产收益率(%)	17.2%	20.0%	20.2%	19.8%	18.7%
市盈率	42.3	32.4	28.8	25.0	21.8
市净率	6.8	6.2	5.5	4.5	3.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

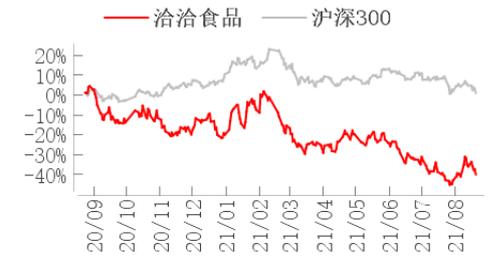


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月20日)	39.74 元
目标价格	53.70 元
52周最高价/最低价	70.01/35.8 元
总股本/流通A股(万股)	50,700/50,700
A股市值(百万元)	20,148
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年08月22日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.23	1.66	-21.26	-39.97
相对表现	-0.39	12.03	-8.58	-38.92
沪深300	-5.84	-10.37	-12.68	-1.05



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

联系人 张玉洁

zhangyujie@orientsec.com.cn

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn

联系人 朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 盈利预测与投资建议

### 投资建议

由于公司 21H1 营收有所放缓，且目前处于市场扩张期，我们下调营收增速预测，上调销售及管理费用率预测，给予公司 21-23 年 EPS 预测为 1.79/2.06/2.35 元（调整前 1.92/2.33/2.75 元），给予 21 年 30 倍估值，对应目标价 53.70 元，维持“买入评级”。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）					市盈率			
			2021/8/20	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
良品铺子	603719	33.49	0.86	1.06	1.30	1.56	39.09	31.48	25.75	21.43	
盐津铺子	002847	55.09	1.87	2.34	3.46	4.82	29.48	23.57	15.93	11.43	
桃李面包	603866	29.70	0.93	0.94	1.10	1.30	32.04	31.54	26.95	22.82	
三只松鼠	300783	38.76	0.75	1.19	1.47	1.83	51.58	32.51	26.40	21.14	
甘源食品	002991	45.74	1.92	1.77	2.41	3.00	23.78	25.87	18.96	15.25	
	调整后平均						33.53	29.63	23.71	19.27	

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

### 风险提示

采购成本上涨，渠道拓展不及预期，行业竞争加剧

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	261	1,267	1,315	1,329	2,309	营业收入	4,837	5,289	6,012	6,762	7,524
应收票据及应收账款	225	218	261	295	322	营业成本	3,228	3,603	4,081	4,583	5,093
预付账款	47	32	36	41	45	营业税金及附加	46	46	52	59	65
存货	1,390	1,687	1,792	2,012	2,236	营业费用	666	516	557	600	646
其他	1,760	1,887	1,888	1,889	1,890	管理费用及研发费用	279	279	294	332	352
<b>流动资产合计</b>	<b>3,682</b>	<b>5,091</b>	<b>5,293</b>	<b>5,567</b>	<b>6,803</b>	财务费用	(16)	(25)	(0)	1	(6)
长期股权投资	26	26	26	26	26	资产减值损失	2	(0)	3	3	2
固定资产	1,133	1,117	1,475	1,929	2,166	公允价值变动收益	4	5	0	0	0
在建工程	78	108	525	678	454	投资净收益	65	42	42	42	42
无形资产	262	274	261	248	235	其他	7	7	7	7	7
其他	405	363	200	200	200	<b>营业利润</b>	<b>707</b>	<b>923</b>	<b>1,073</b>	<b>1,233</b>	<b>1,420</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,903</b>	<b>1,888</b>	<b>2,487</b>	<b>3,081</b>	<b>3,081</b>	营业外收入	86	90	73	83	82
<b>资产总计</b>	<b>5,585</b>	<b>6,979</b>	<b>7,779</b>	<b>8,648</b>	<b>9,884</b>	营业外支出	15	16	16	16	16
短期借款	298	88	200	0	0	<b>利润总额</b>	<b>778</b>	<b>997</b>	<b>1,129</b>	<b>1,300</b>	<b>1,486</b>
应付票据及应付账款	611	585	745	816	888	所得税	162	192	218	250	286
其他	783	783	775	722	687	<b>净利润</b>	<b>616</b>	<b>805</b>	<b>912</b>	<b>1,050</b>	<b>1,200</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,692</b>	<b>1,456</b>	<b>1,720</b>	<b>1,538</b>	<b>1,575</b>	少数股东损益	(0)	(0)	5	5	6
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>616</b>	<b>805</b>	<b>907</b>	<b>1,044</b>	<b>1,194</b>
应付债券	0	1,228	1,228	1,228	1,228	每股收益(元)	1.21	1.59	1.79	2.06	2.35
其他	65	87	67	67	67						
<b>非流动负债合计</b>	<b>65</b>	<b>1,315</b>	<b>1,295</b>	<b>1,295</b>	<b>1,295</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,757</b>	<b>2,771</b>	<b>3,015</b>	<b>2,834</b>	<b>2,870</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1	1	5	10	16	成长能力					
股本	507	507	507	507	507	营业收入	15.3%	9.3%	13.7%	12.5%	11.3%
资本公积	1,641	1,488	1,488	1,488	1,488	营业利润	30.6%	30.6%	16.1%	15.0%	15.2%
留存收益	1,595	2,046	2,598	3,642	4,836	归属于母公司净利润	42.3%	30.7%	12.7%	15.2%	14.3%
其他	85	166	166	166	166	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,828</b>	<b>4,208</b>	<b>4,765</b>	<b>5,814</b>	<b>7,014</b>	毛利率	33.3%	31.9%	32.1%	32.2%	32.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,585</b>	<b>6,979</b>	<b>7,779</b>	<b>8,648</b>	<b>9,884</b>	净利率	12.7%	15.2%	15.1%	15.4%	15.9%
						ROE	17.2%	20.0%	20.2%	19.8%	18.7%
						ROIC	13.5%	15.0%	14.8%	15.1%	14.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	31.5%	39.7%	38.8%	32.8%	29.0%
净利润	616	805	912	1,050	1,200	净负债率	1.0%	1.2%	2.4%	0.0%	0.0%
折旧摊销	95	118	101	128	158	流动比率	2.18	3.50	3.08	3.62	4.32
财务费用	(16)	(25)	(0)	1	(6)	速动比率	1.36	2.34	2.04	2.31	2.90
投资损失	(65)	(42)	(42)	(42)	(42)	营运能力					
营运资金变动	1,077	57	(7)	(242)	(222)	应收账款周转率	22.7	22.7	23.9	23.1	23.2
其它	(1,060)	(316)	142	3	2	存货周转率	2.5	2.3	2.3	2.4	2.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>647</b>	<b>597</b>	<b>1,106</b>	<b>897</b>	<b>1,091</b>	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
资本支出	(115)	(129)	(858)	(723)	(158)	每股指标(元)					
长期投资	130	1	0	0	0	每股收益	1.21	1.59	1.79	2.06	2.35
其他	(163)	(50)	41	42	41	每股经营现金流	1.28	1.18	2.18	1.77	2.15
<b>投资活动现金流</b>	<b>(148)</b>	<b>(178)</b>	<b>(817)</b>	<b>(681)</b>	<b>(117)</b>	每股净资产	7.55	8.30	9.39	11.45	13.80
债权融资	(6)	1,228	2	(1)	0	估值比率					
股权融资	58	(153)	0	0	0	市盈率	42.3	32.4	28.8	25.0	21.8
其他	(692)	(558)	(243)	(201)	6	市净率	6.8	6.2	5.5	4.5	3.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(641)</b>	<b>517</b>	<b>(241)</b>	<b>(202)</b>	<b>6</b>	EV/EBITDA	31.1	24.1	20.8	18.0	15.6
汇率变动影响	18	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	35.4	27.2	22.8	19.8	17.3
<b>现金净增加额</b>	<b>(123)</b>	<b>933</b>	<b>48</b>	<b>14</b>	<b>980</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)