

## 公司研究

## Q3 业绩环比改善，提价缓解成本压力

——洽洽食品（002557.SZ）2021年三季度报点评

## 要点

**事件：**洽洽食品发布2021年三季度报，前三季度营收38.82亿元，同比增加6.34%，归母净利润5.94亿元，同比增加12.17%，扣非归母净利润4.90亿元，同比增加7.89%。Q3单季营收15.02亿元，同比增加10.71%，归母净利润2.67亿元，同比增加13.81%，扣非归母净利润2.26亿元，同比增加4.42%。

**收入增速环比改善，坚果类延续较高增幅：**21Q3营收增速同比转正（21Q2营收同比-12.7%），估计葵花子类收入同比增长10%以内，由于消费需求疲软、线下渠道客流减少、休闲食品行业竞争较为激烈，瓜子类增速有所放缓，其中蓝袋对增长贡献相对较高，渠道布局空间充足、升级后产品在消费者中接受度较高，特别针对年轻消费群体，红袋作为发展相对成熟的产品，估计增长较为平稳。坚果类维持较高增速，估计销售规模增长可达到30%，其中每日坚果占比较高，坚果礼盒亦有不错表现，新品益生菌、燕麦片目前规模较小。

**原料成本上涨致毛利率承压，公司已经出台提价措施，后续有望缓解成本压力：**

1) 21Q3毛利率32.14%，同比下降3.64pct，主要因原材料成本上升（Q3营业成本同比提升68%）。10月22日公司发布公告，对葵花子系列以及南瓜子、小而香西瓜子产品进行出厂价格调整，各品类提价幅度8-18%。考虑到消费端对瓜子品类的价格敏感性不高、洽洽品牌力与产品力在瓜子品类竞争力较强，估计本轮提价对市场销售不会带来较大压力，后续有望缓解成本压力、推动盈利改善。2) 21Q3销售费用率8.22%，同比下滑1.66pct，公司对市场的费用投放有所收缩，管理及研发费用率4.94%，同比基本持平。综合来看销售净利率17.8%，同比小幅提升0.5pct，剔除投资收益等项目，扣非归母净利率15%，同比下滑0.96pct。

**改革稳步推进，经营边际改善：**公司改革步伐稳步推进，国葵、坚果划分类事业部后，内部经营效率有望提升。公司积极推动渠道数字化平台建设，发展终端数据可视化，加大精细化运营，并且持续推动渠道下沉，社区店、生鲜店、水果店等渠道铺设取得较好效果，同时采取严格的管控措施，渠道库存维持良性水平，利润空间较为充足。后续坚果类有望维持较高增速，叠加四季度作为休闲食品消费旺季，公司收入增长有望进一步提速。

**盈利预测、估值与评级：**考虑原料成本压力，下调2021-23年净利润预测为9.06/10.41/12.10亿元（较前次预测-6%/-7%/-7%），对应EPS分别为1.79/2.05/2.39元，当前股价对应P/E为31/27/23倍，经营边际改善，估值性价比显现，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	5,928	6,646	7,533
营业收入增长率	15.25%	9.35%	12.08%	12.10%	13.35%
净利润（百万元）	604	805	906	1,041	1,210
净利润增长率	39.44%	33.40%	12.53%	14.86%	16.32%
EPS（元）	1.19	1.59	1.79	2.05	2.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.52%	19.14%	19.24%	19.99%	20.90%
P/E	46	34	31	27	23
P/B	7.6	6.6	5.9	5.3	4.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-28

## 买入（维持）

当前价：54.70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)	277.33
一年最低/最高(元)	35.80/68.76
近3月换手率	78.10%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.81	49.58	-13.67
绝对	19.43	49.86	-10.29

资料来源：Wind

## 相关研报

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（2021-08-20）

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	5,928	6,646	7,533
营业成本	3,228	3,603	4,089	4,523	5,068
折旧和摊销	123	131	145	159	177
税金及附加	46	46	52	58	66
销售费用	666	516	534	598	678
管理费用	248	243	290	326	362
研发费用	31	36	30	33	38
财务费用	-16	-25	-33	-30	-27
投资收益	54	42	55	55	55
营业利润	695	923	1,047	1,208	1,420
利润总额	766	997	1,132	1,301	1,513
所得税	162	192	226	260	303
净利润	603	805	906	1,041	1,210
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	604	805	906	1,041	1,210
EPS(元)	1.19	1.59	1.79	2.05	2.39

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	646	597	1,229	1,199	1,350
净利润	604	805	906	1,041	1,210
折旧摊销	123	131	145	159	177
净营运资金增加	-1,012	-19	-205	-18	39
其他	932	-321	383	17	-76
投资活动产生现金流	-153	-178	-372	-370	-345
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	28	30	55
融资活动现金流	-635	517	-461	-514	-597
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	390	283	344
净现金流	-123	933	396	316	408

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.3%	31.9%	31.0%	31.9%	32.7%
EBITDA 率	15.6%	18.7%	18.3%	19.2%	20.0%
EBIT 率	12.9%	16.1%	15.9%	16.8%	17.7%
税前净利润率	15.8%	18.9%	19.1%	19.6%	20.1%
归母净利润率	12.5%	15.2%	15.3%	15.7%	16.1%
ROA	11.2%	11.5%	11.6%	12.2%	12.8%
ROE (摊薄)	16.5%	19.1%	19.2%	20.0%	20.9%
经营性 ROIC	17.2%	24.2%	25.9%	28.5%	31.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	32%	40%	39%	39%	39%
流动比率	2.17	3.50	3.19	3.00	2.86
速动比率	1.35	2.34	2.21	2.09	1.99
归母权益/有息债务	12.28	3.20	3.83	4.24	4.71
有形资产/有息债务	16.93	5.02	6.04	6.68	7.44

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	7,782	8,562	9,491
货币资金	254	1,267	1,663	1,979	2,387
交易性金融资产	1,170	1,672	1,672	1,677	1,682
应收账款	225	218	267	299	339
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	1,718	1,854	2,078
其他流动资产	573	210	226	244	266
流动资产合计	3,664	5,091	5,607	6,121	6,828
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	47	47	47
非流动资产合计	1,745	1,888	2,175	2,440	2,664
总负债	1,754	2,771	3,073	3,356	3,700
短期借款	298	88	0	0	0
应付账款	554	506	695	769	862
应付票据	58	79	82	90	101
预收账款	204	0	237	266	301
其他流动负债	303	330	458	601	778
流动负债合计	1,688	1,456	1,757	2,039	2,383
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	4,708	5,205	5,791
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	2,293	2,790	3,376
归属母公司权益	3,654	4,207	4,708	5,205	5,791
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%	9.00%	9.00%	9.00%
管理费用率	5.13%	4.60%	4.90%	4.90%	4.80%
财务费用率	-0.33%	-0.48%	-0.56%	-0.45%	-0.36%
研发费用率	0.63%	0.69%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	21%	19%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.70	0.80	1.07	1.23	1.43
每股经营现金流	1.27	1.18	2.42	2.37	2.66
每股净资产	7.21	8.30	9.29	10.27	11.42
每股销售收入	9.54	10.43	11.69	13.11	14.86

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	46	34	31	27	23
PB	7.6	6.6	5.9	5.3	4.8
EV/EBITDA	36.1	27.1	24.1	20.3	17.0
股息率	1.3%	1.5%	2.0%	2.3%	2.6%

## 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