

洽洽食品 (002557.SZ)

受益提价，预计四季度公司收入有望加速增长

核心观点：

- **费用控制良好，公司盈利能力持续提升。**公司发布 2021 年三季报，公告前三季度收入 38.82 亿元，同比增长 6.34%；单三季度收入 15.02 亿元，同比增长 10.71%。公司单三季度收入增速较二季度负增长 (-12.70%) 环比改善明显，我们预计主要原因是随二季度公司调整库存叠加高基数影响消退。前三季度归母净利润 5.94 亿元，同比增长 12.17%；单三季度归母净利润 2.67 亿元，同比增长 13.81%，单三季度业绩符合预期。公司前三季度净利率同比增加 0.83pcts，公司盈利能力持续提升。前三季度销售费用率同比减少 2.25pcts；管理费用率同比减少 0.08pcts；财务费用率同比增加 0.12pcts。
- **受益提价，预计四季度公司收入有望加速增长。**(1) 公司于 10 月 22 日发布提价公告，计划对公司葵花子系列产品以及南瓜子、小而香西瓜子产品进行出厂价格调整，提价幅度为 8%-18% 不等，有望推动公司四季度瓜子业务收入高增长。公司瓜子业务成本占比占公司 48% 左右 (2020 年)，今年葵花籽采购预计成本提升幅度为中间位数，本轮提价可覆盖成本上行影响，预计毛利率有望环比提升，推动公司盈利能力持续提升。(2) 20 年四季度基数较低 (+1.25%)，且考虑四季度渠道或提前备货应对春节销售旺季，预计四季度收入增速有望加速增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计 21-23 年收入分别为 59.61/69.19/80.55 亿元；归母净利润分别为 9.22/10.77/12.61 亿元，EPS 分别为 1.82/2.12/2.49 元/股，对应 PE 为 31/27/23 倍。洽洽为袋装瓜子龙头企业，产品提价提升业绩预期，提高公司估值水平。参考可比公司估值，给予 22 年 30 倍 PE，对应合理价值 63.60 元/股，给予买入评级。
- **风险提示。**新品推广不及预期；坚果行业竞争加剧；食品安全风险。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,837	5,289	5,961	6,919	8,055
增长率 (%)	15.25%	9.35%	12.70%	16.08%	16.41%
EBITDA (百万元)	753	988	1,363	1,578	1,823
归母净利润 (百万元)	616	805	922	1,077	1,261
增长率 (%)	42.30%	30.73%	14.51%	16.77%	17.16%
EPS (元/股)	1.21	1.59	1.82	2.12	2.49
市盈率 (P/E)	27.96	33.91	31.01	26.56	22.67
ROE (%)	16.85%	19.14%	20.03%	21.29%	22.58%
EV/EBITDA	22.92	27.69	20.69	17.69	15.13

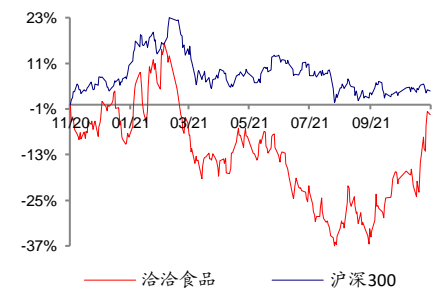
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	56.39 元
合理价值	63.60 元
前次评级	买入
报告日期	2021-11-02

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

相关研究：

- 洽洽食品 (002557.SZ) : 受高基数影响，Q2 业绩低于市场预期
2021-08-20
- 洽洽食品 (002557.SZ) : Q1 业绩符合预期，盈利能力有望持续提升
2021-04-22
- 洽洽食品 (002557.SZ) : 毛利率提升和费用率下降，推动业绩高速增长
2021-04-16

联系人：

张子健

zhangzijian@gf.com.cn

公司发布2021年三季报，公告前三季度收入38.82亿元，同比增长6.34%；单三季度收入15.02亿元，同比增长10.71%。前三季度归母净利润5.94亿元，同比增长12.17%；单三季度归母净利润2.67亿元，同比增长13.81%。单三季度收入和业绩符合市场预期。我们点评如下：

一、公司 Q3 收入改善，源于 Q2 库存整理及高基数影响的消退

公告前三季度收入38.82亿元，同比增长6.34%；单三季度收入15.02亿元，同比增长10.71%，单三季度收入复合预期。公司单三季度收入增速较二季度负增长(-12.70%)环比改善明显，我们预计主要原因是随二季度公司调整库存叠加高基数影响消退，公司瓜子业务实现恢复性稳健增长，回至8-10%左右合理增长区间，坚果业务延续高增长趋势。

二、费用控制良好，公司盈利能力持续提升。

公司前三季度销售商品提供劳务收到的现金43.00亿元，同比增长3.14%；经营活动现金净流量13.75亿元，同比增长29.35%。前三季度归母净利润5.94亿元，同比增长12.17%；单三季度归母净利润2.67亿元，同比增长13.81%，单三季度业绩符合预期。公司前三季度净利率同比增加0.83pcts，公司盈利能力持续提升。公司前三季度毛利率同比减少2.40pcts，主要系公司执行新收入准则影响所致；销售费用率同比减少2.25pcts；管理费用率同比减少0.08pcts；财务费用率同比增加0.12pcts，系本期利息净支出增加所致。

三、受益提价，预计四季度公司收入有望加速增长。

预计四季度公司收入有望加速增长：（1）公司于10月22日发布提价公告，计划对公司葵花子系列产品以及南瓜子、小而香西瓜子产品进行出厂价格调整，提价幅度为8%-18%不等，有望推动公司四季度瓜子业务收入高增长。公司瓜子业务成本占比占公司48%左右（2020年），今年葵花籽采购预计成本提升幅度为 Middle 位数，本轮提价可覆盖成本上行影响，预计毛利率有望环比提升，推动公司盈利能力持续提升。（2）20年四季度基数较低（+1.25%），且考虑四季度渠道或提前备货应对春节销售旺季，预计四季度收入增速有望加速增长。

四、盈利预测与投资建议

我们按照产品对洽洽食品的业务进行拆分，核心假设如下：

(1) 葵花子: 葵花子需求回暖, 产品提价有望带动营收和毛利率增长。①营收: 公司公告于10月22日对葵花子系列产品以及南瓜子、小而香西瓜子产品进行出厂价格调整, 各品类提价幅度为8%-18%不等, 将提升公司整体营收规模。目前葵花籽需求明显回暖, 产品提价不会对销售额产生实质性影响。预计21-23年营收增速分别为7.89%/12.53%/12.62%。②毛利率: 随着产品提价落地, 公司整体毛利率有望维稳, 预计21-23年毛利率分别为33.80%/34.00%/34.10%。

(2) 坚果类: 预计坚果有望保持高速增长。①营收: 预计21-23年营收增速分别为42.98%/35.64%/30.66%。②毛利率: 预计21-23年毛利率分别为29.00%/29.60%/30.00%。

表 1: 洽洽食品营业收入拆分 (亿元)

分产品	指标	2020	2021E	2022E	2023E
葵花籽	销售收入	37.25	40.19	45.23	50.94
	增长率 (YOY)	12.80%	7.89%	12.53%	12.62%
	毛利率	33.35%	33.80%	34.00%	34.10%
	销售成本	24.83	26.61	29.85	33.57
	增长率 (YOY)	16%	7%	12%	12%
	毛利	12.42	13.58	15.38	17.37
坚果类	销售收入	9.50	13.58	18.42	24.07
	增长率 (YOY)	15.15%	42.98%	35.64%	30.66%
	毛利率	28.29%	29.00%	29.60%	30.00%
	销售成本	6.81	9.64	12.97	16.85
	增长率 (YOY)	12%	42%	34%	30%
	毛利	2.69	3.94	5.45	7.22
其他主营业务	销售收入	6.14	5.83	5.54	5.54
	增长率 (YOY)	-13.49%	-5.00%	-5.00%	0.00%
	毛利率	28.60%	29.50%	30.00%	31.00%
	销售成本	4.39	4.11	3.88	3.82
	增长率 (YOY)	-8%	-6%	-6%	-1%
	毛利	1.76	1.72	1.66	1.72

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

预计21-23年收入分别为59.61/69.19/80.55亿元; 归母净利润分别为9.22/10.77/12.61亿元, EPS分别为1.82/2.12/2.49元/股, 对应PE为31/27/23倍。洽洽为袋装瓜子龙头企业, 产品提价提升业绩预期, 提高公司估值水平。参考可比公司估值, 给予22年30倍PE, 对应合理价值63.60元/股, 给予买入评级。

表 2: 可比公司估值对比 (截止2021年11月1日收盘价)

证券简称	证券代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
盐津铺子	002847.SZ	73.15	1.82	3.07	4.33	40.19	23.83	16.89
三只松鼠	300783.SZ	41.60	1.19	1.47	1.83	34.96	28.30	22.73
良品铺子	603719.SH	43.81	1.04	1.27	1.52	42.13	34.50	28.82
平均值	/	/	-	-	-	39.09	28.87	22.82

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 盈利预测为 Wind 一致预测

五、风险提示

新品推广不及预期; 坚果行业竞争加剧; 食品安全风险。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,664	5,091	6,193	7,338	7,946
货币资金	254	1,267	2,200	3,000	3,200
应收及预付	272	249	299	340	398
存货	1,390	1,687	1,806	2,109	2,457
其他流动资产	1,748	1,887	1,888	1,889	1,890
非流动资产	1,745	1,888	1,883	1,880	1,882
长期股权投资	156	26	26	26	26
固定资产	1,133	1,117	1,082	1,057	1,035
在建工程	78	108	133	151	170
无形资产	262	274	279	283	288
其他长期资产	117	363	363	363	363
资产总计	5,409	6,979	8,076	9,218	9,828
流动负债	1,688	1,456	2,157	2,846	2,927
短期借款	298	88	591	1,102	960
应付及预收	815	585	714	814	939
其他流动负债	576	783	851	931	1,028
非流动负债	65	1,315	1,315	1,315	1,315
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
负债合计	1,754	2,771	3,472	4,161	4,242
股本	507	507	507	507	507
资本公积	1,576	1,534	1,534	1,534	1,534
留存收益	1,579	2,046	2,442	2,895	3,424
归属母公司股东权	3,654	4,207	4,604	5,056	5,586
少数股东权益	1	1	1	1	1
负债和股东权益	5,409	6,979	8,076	9,218	9,828

利润表

单位: 百万

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,837	5,289	5,961	6,919	8,055
营业成本	3,228	3,603	4,036	4,670	5,424
营业税金及附加	46	46	52	60	70
销售费用	666	516	536	623	725
管理费用	249	243	250	277	322
研发费用	31	36	36	42	48
财务费用	-16	-25	66	80	83
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	5	0	0	0
投资净收益	65	42	60	64	77
营业利润	707	923	1,053	1,242	1,470
营业外收支	71	74	97	97	100
利润总额	778	997	1,150	1,339	1,570
所得税	162	192	228	263	309
净利润	616	805	922	1,077	1,261
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	616	805	922	1,077	1,261
EBITDA	753	988	1,363	1,578	1,823
EPS (元)	1.21	1.59	1.82	2.12	2.49

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	646	597	1,024	1,014	1,182
净利润	603	805	922	1,077	1,261
折旧摊销	130	136	148	159	170
营运资金变动	1	-287	28	-166	-185
其它	-88	-57	-74	-56	-63
投资活动现金流	-153	-178	14	6	5
资本支出	-168	-207	-45	-58	-71
投资变动	-75	-70	0	0	0
其他	90	99	60	64	77
筹资活动现金流	-635	517	-105	-220	-988
银行借款	345	639	503	510	-142
股权融资	0	1,340	0	0	0
其他	-980	-1,461	-608	-730	-845
现金净增加额	-123	933	933	800	200
期初现金余额	364	248	1,267	2,200	3,000
期末现金余额	241	1,180	2,200	3,000	3,200

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	15.3%	9.3%	12.7%	16.1%	16.4%
营业利润增长	30.6%	30.6%	14.0%	18.0%	18.3%
归母净利润增长	42.3%	30.7%	14.5%	16.8%	17.2%
获利能力					
毛利率	33.3%	31.9%	32.3%	32.5%	32.7%
净利率	12.7%	15.2%	15.5%	15.6%	15.7%
ROE	16.9%	19.1%	20.0%	21.3%	22.6%
ROIC	12.5%	12.4%	15.2%	15.4%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	32.4%	39.7%	43.0%	45.1%	43.2%
净负债比率	48.0%	65.9%	75.4%	82.3%	75.9%
流动比率	2.17	3.50	2.87	2.58	2.71
速动比率	1.32	2.32	2.01	1.82	1.86
营运能力					
总资产周转率	0.89	0.76	0.74	0.75	0.82
应收账款周转率	21.54	24.31	23.31	23.64	23.53
存货周转率	3.48	3.13	3.30	3.28	3.28
每股指标 (元)					
每股收益	1.21	1.59	1.82	2.12	2.49
每股经营现金流	1	1	2	2	2
每股净资产	7.21	8.30	9.08	9.97	11.02
估值比率					
P/E	27.96	33.91	31.01	26.56	22.67
P/B	4.71	6.49	6.21	5.65	5.12
EV/EBITDA	22.92	27.69	20.69	17.69	15.13

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。
- 王思洋：经济学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。