

公司研究

提价传导相对顺畅，渠道积极应对旺季来临

——洽洽食品（002557.SZ）动态跟踪报告

要点

事件：近期我们对公司渠道进行跟踪，更新观点如下：

在提价及渠道拓展的推动下，公司下半年有望增长良好。（1）今年食糖与葵花籽价格上涨明显，出于平滑成本压力以及梳理渠道价盘体系，公司于 10 月宣布国葵涨价 8%-18%；（2）坚果在社区店的推广模式初获成效，经销商让利换量，产品流转速度提升。

提价未损伤终端接受度，有望提升公司 2022 年业绩弹性。从目前的调研反馈上看，洽洽提价后消费者依然愿意买单，我们认为核心原因有：（1）洽洽在袋装瓜子市场份额绝对领先，话语权较强，经销商配合度高，提价落实顺畅；（2）瓜子单袋价格低，提价幅度难以被消费者感知。参考 2018 年公司提价（主要针对红袋、原香等提价 6%-14.5%），2018-19 年国葵出厂价同比增长 2%/10%，在 2019 年葵花籽成本明显上涨的情况下维持了 35% 的毛利。我们判断这次提价对 2022 年带来的业绩弹性或将高于 2019 年，主因：（1）提价范围更广（包含红袋、蓝袋）；（2）本轮提价在 11 月全面落实，受益时长可涵盖明年全年，而 2018 年提价于 7-8 月份落实；（3）葵花籽成本自 2021 年 6 月开始呈现下滑趋势。

库存可控&经销商充分激励，增长动能充足。当前经销商库存天数 20 天左右，处于正常水平，年货节前仍有压库空间。经销商给予充分激励，年销售额达一定门槛即可获得现金返利，坚果业务也对大体量的客户销售予以可观的市场费用支持。当前经销商信心充足，尤其在年下半年坚果社区店模式得到验证后，年货节的表现值得期待。

组织变革叠加渠道精耕，为品类放量提供制度支撑。一方面，今年 5 月公司将事业部变革为品类中心，打造国葵铁军与坚果铁军，下放权利至每个品类 BU 单元，进一步激活渠道灵活性；另一方面，公司完善的线下经销体系保障了渠道精耕细作，重点门店按周度多次拜访跟踪，有望在未来加深对渠道动销的掌握度，为作为第二成长曲线的坚果打好基础。

盈利预测、估值与评级：综合考虑（1）公司终端提价初步得到市场认可，有望提升 2022 年业绩弹性；（2）公司坚果社区店场景逐步跑通，在洽洽成熟的经销商管理体系下有望持续攻城略地。我们维持 21-23 年净利润预测 9.06/10.41/12.10 亿元，当前股价对应 21-23 年 PE 为 30/26/23 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复影响终端需求，坚果竞争加剧。

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	45	34	30	26	23
P/B	7	6	6	5	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-06

买入（维持）

当前价：53.89 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：杨哲

yangz@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)	273
一年最低/最高(元)	35.80/68.76
近 3 月换手率	70.44%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.25	35.24	-5.52
绝对	-4.16	34.58	-6.40

资料来源：Wind

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	45	34	30	26	23
PB	7	6	6	5	5
EV/EBITDA	36	27	24	20	17
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会与，不与，也将不会与本报告中的具体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所载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