



## 增持（维持）

所属行业：食品饮料/食品加工  
当前价格(元)：52.60

### 证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

董广达

资格编号：S0120522070002

邮箱：donggd@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.84	-5.54	0.09
相对涨幅(%)	7.46	-2.54	-4.62

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《洽洽食品(002557.SZ)一季报点评：业绩表现稳健，动销提速 Q2 可期》，2022.5.2
- 《洽洽食品(002557.SZ)公告点评：业绩超预期，提价红利释放》，2022.3.2
- 《洽洽食品(002557.SZ)三季报点评：修复拐点启，长期价值优》，2021.10.31
- 《洽洽食品(002557.SZ)深度报告：瓜子王者稳，坚果曲线靓》，2021.9.16

# 洽洽食品半年报点评： 低基数下2季度收入快速增长，成本上涨导致利润增长承压

### 投资要点

- 事件：**洽洽食品披露2022年半年报，公司上半年实现营收26.8亿元，同比+12.5%，实现归母净利润3.5亿元，同比+7.3%，实现扣非归母净利润2.7亿元，同比增长+3.3%。22Q2单季度公司实现营收12.5亿元，同比+24.4%，实现归母净利润1.4亿元，同比+10.5%，实现扣非归母净利润0.91亿元，同比增长4.6%；
- 葵花子实现较快增长，坚果受疫情影响增速放缓。**（1）上半年公司葵花子营收同比+14.3%达18.44亿元，增速同比去年提升18.6pct，我们判断原因有三：去年同期低基数、今年上半年疫情影响下居家消费场景增多、葵花子品类提价效应显现。（2）上半年公司坚果营收同比+13.8%达5.25亿元，增速较去年同期大幅放缓。公司坚果产品以每日坚果以及坚果礼盒为主，具备一定礼赠属性，疫情影响下消费场景受损，对坚果产生较大影响，此外2022年春节相对前移，部分年货节收入确认体现在了21Q4。
- 原材料及能源价格上涨带来成本压力，期间费用率小幅下降。**（1）22H1公司毛利率同比-1.3pct至29.3%，其中葵花子毛利率同比-0.4pct至31.6%，坚果毛利率同比+0.2pct至25.7%。我们判断毛利率下降主要系原材料价格上涨所致，22H1公司营业成本中的直接材料成本同比+14.5%达15.3亿元，增速快于整体营收增速。此外，上半年直接人工、折旧、能源及其他成本同比增加5200万元，增加幅度达到23.9%。（2）22Q2销售/管理/财务费用率分别为8.6%/6.6%/-0.5%，分别同比-0.5pct/+0.1pct/-0.1pct，整体期间费用率小幅下降。
- 展望下半年，坚果品类增速有望回升，成本压力趋缓将带来更大利润弹性。**（1）我们判断疫情影响将有所减弱，同时今年中秋、国庆双节相隔时间较远，利好坚果产品消费场景恢复，预计坚果品类下半年收入增速将环比提升；瓜子品类则将继续围绕品类细分和渠道深耕进行推动，有望维持两位数增速。（2）成本方面，6月以来部分大宗原材料价格有所回落，预计公司成本压力将得到缓解，下半年利润有望展现出更大弹性。
- 看好公司瓜子龙头地位和坚果第二曲线，维持“增持”评级。**短期来看，疫情期间公司瓜子动销顺畅，保障整体收入稳健增长，2022年有望充分享受提价红利，业绩确定性更高，弹性有望兑现。长期来看，公司瓜子基本盘夯实，产品升级和渠道拓展空间足，“坚果+”第二曲线成长佳。根据最新财报，我们对盈利预测进行调整，预计公司2022-2024年营业收入为69.3/79.2/89.2亿元，同比分别增长15.8%/14.2%/12.6%；归母净利润为10.6/12.6/14.8亿元，同比分别增长14.1%/18.7%/17.8%；EPS分别为2.09/2.48/2.92元，对应PE分别为25.2x/21.2x/18.0x，维持“增持”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动，市场竞争加剧，渠道拓展不及预期

**股票数据**

总股本(百万股):	507.00
流通 A 股(百万股):	507.00
52 周内股价区间(元):	36.04-64.29
总市值(百万元):	26,668.32
总资产(百万元):	7,366.72
每股净资产(元):	9.20

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,289	5,985	6,933	7,921	8,922
(+/-)YOY(%)	9.3%	13.2%	15.8%	14.2%	12.6%
净利润(百万元)	805	929	1,060	1,259	1,483
(+/-)YOY(%)	30.7%	15.3%	14.1%	18.7%	17.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.59	1.83	2.09	2.48	2.92
毛利率(%)	31.9%	32.0%	31.1%	31.6%	32.1%
净资产收益率(%)	19.1%	19.4%	20.0%	19.2%	18.4%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.84	2.09	2.48	2.92
每股净资产	9.46	10.46	12.95	15.87
每股经营现金流	2.65	0.61	3.58	2.01
每股股利	0.85	0.85	0.85	0.85
价值评估(倍)				
P/E	33.37	25.16	21.19	17.99
P/B	6.49	5.03	4.06	3.31
P/S	4.46	3.83	3.35	2.98
EV/EBITDA	28.24	20.46	16.17	13.39
股息率%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	32.0%	31.1%	31.6%	32.1%
净利润率	15.5%	15.3%	15.9%	16.6%
净资产收益率	19.4%	20.0%	19.2%	18.4%
资产回报率	11.5%	12.1%	12.2%	12.3%
投资回报率	12.3%	14.3%	14.4%	14.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.2%	15.8%	14.2%	12.6%
EBIT 增长率	11.2%	17.8%	20.1%	17.8%
净利润增长率	15.3%	14.1%	18.7%	17.8%
偿债能力指标				
资产负债率	40.6%	39.6%	36.6%	33.0%
流动比率	3.0	3.1	3.3	3.7
速动比率	2.1	1.9	2.4	2.5
现金比率	0.9	1.1	1.7	1.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	16.2	16.2	16.2	16.2
存货周转天数	139.2	139.2	139.2	139.2
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.7
固定资产周转率	4.5	5.1	5.7	6.3

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	929	1,060	1,259	1,483
少数股东损益	1	2	2	2
非现金支出	153	160	173	186
非经营收益	-75	-25	-25	-29
营运资金变动	337	-890	409	-624
经营活动现金流	1,345	307	1,817	1,017
资产	-173	-205	-205	-205
投资	-527	800	0	0
其他	104	40	46	51
投资活动现金流	-596	635	-159	-153
债权募资	200	220	50	50
股权募资	0	-120	0	0
其他	-423	-445	-21	-23
融资活动现金流	-223	-345	29	27
现金净流量	532	597	1,687	891

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 18 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,985	6,933	7,921	8,922
营业成本	4,073	4,775	5,416	6,054
毛利率%	32.0%	31.1%	31.6%	32.1%
营业税金及附加	53	61	70	79
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	604	637	702	772
营业费用率%	10.1%	9.2%	8.9%	8.7%
管理费用	266	306	348	388
管理费用率%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用	45	52	60	67
研发费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
EBIT	948	1,116	1,340	1,579
财务费用	-31	-11	-15	-38
财务费用率%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	34	40	46	51
营业利润	1,028	1,167	1,401	1,668
营业外收支	99	0	0	0
利润总额	1,127	1,167	1,401	1,668
EBITDA	1,095	1,276	1,513	1,764
所得税	197	105	140	184
有效所得税率%	17.5%	9.0%	10.0%	11.0%
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司所有者净利润	929	1,060	1,259	1,483

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,746	2,344	4,031	4,922
应收账款及应收票据	320	303	408	392
存货	1,462	2,231	1,958	2,724
其它流动资产	2,324	1,654	1,665	1,673
流动资产合计	5,853	6,531	8,062	9,712
长期股权投资	142	142	142	142
固定资产	1,325	1,370	1,402	1,421
在建工程	7	7	7	7
无形资产	274	274	274	274
非流动资产合计	2,220	2,265	2,297	2,316
资产总计	8,072	8,795	10,359	12,028
短期借款	288	488	538	588
应付票据及应付账款	771	819	985	1,031
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	865	807	895	982
流动负债合计	1,924	2,114	2,418	2,602
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1,352	1,372	1,372	1,372
非流动负债合计	1,352	1,372	1,372	1,372
负债总计	3,276	3,487	3,790	3,974
实收资本	507	505	505	505
普通股股东权益	4,794	5,305	6,564	8,047
少数股东权益	2	3	5	7
负债和所有者权益合计	8,072	8,795	10,359	12,028

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

**花小伟**，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

**董广达**，德邦证券食品饮料行业分析师。毕业于伦敦政治经济学院，拥有零售咨询经验，曾任职于中银国际证券，2 年食品饮料行业卖方研究经验，主要覆盖啤酒、休闲食品、肉制品等板块。2021 年卖方分析师水晶球奖入围团队成员。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。