

Q2 营收表现亮眼，利润暂时性承压

——洽洽食品 2022 年半年报点评

核心观点

- **事件：公司发布半年报，22H1 公司实现营收 26.78 亿元/yoy+12.49%，归母净利润 3.51 亿元/yoy+7.25%，扣非归母净利润 2.73 亿元/yoy+3.30%；单 Q2 看，公司实现营收 12.46 亿元/yoy+24.38%，归母净利润 1.43 亿元/yoy+10.46%，扣非归母净利润 0.91 亿元/yoy+4.62%。**
- **Q2 增长表现亮眼，东方区快速放量。** 1) 公司 22H1 实现营收 26.78 亿元/yoy+12.49%。分产品看，葵花子实现营收 18.44 亿元/yoy+14.29%，坚果类实现营收 5.25 亿元/yoy+13.77%，其他实现营收 3.10 亿元/yoy+1.10%；分区域看，22H1 公司南方区营收 8.39 亿元/yoy+0.32%，北方区营收 5.46 亿元/yoy+23.52%，东方区营收 7.68 亿元/yoy+42.64%，电商营收 2.86 亿元/yoy+23.15%，海外营收 2.12 亿元/yoy-19.07%。公司东方区营收增长较快主要系上海、山东、安徽等地区收入增长较快。2) 公司单 Q2 营收 yoy+24.38%，表现亮眼，预计与疫情居家消费场景带动葵花子销售、提价红利显现、渠道持续下沉细化有关。
- **毛利率阶段性承压，费用率保持平稳。** 1) 公司 22H1 实现毛利率 29.29%/yoy-1.24pct；分产品看，22H1 葵花子毛利率 31.56%/yoy-0.42pct，坚果类毛利率 25.72%/yoy+0.24pct；分区域看，22H1 南方区毛利率 32.27%/yoy+2.21pct，北方区毛利率 30.05%/yoy-0.10pct，东方区毛利率 31.76%/yoy+2.18pct，电商毛利率 16.75%/yoy-1.57pct。2) 单 Q2 公司实现毛利率 27.48%，同比-2.85pct，环比-3.38pct。Q2 毛利率环比下滑预计与包材/能源成本上涨、局部地区运费上涨等有关。3) 费用率角度，公司 22H1 销售/管理/研发/财务费用分别同比变动-0.31%/+0.13/-0.08/+0.22pct，单 Q2 公司销售/管理/研发/财务费用分别同比变动-0.46/+0.08/-0.14/-0.13pct。4) 22H1 公司实现归母净利率 13.11%/yoy-0.64pct；单 22Q2 实现归母净利率 11.49%，同比-1.45pct，环比-3.01pct。
- **展望 22H2，公司收入增速有望保持稳健，因：1) 疫情逐步得到控制，叠加中秋旺季来临，需求端有望环比改善；2) 公司 22Q2 未有合同负债 1.44 亿元，同比增长 102%，环比 22Q1 末增长 129%，增长动力强劲；3) 公司上一财年任务完成度较好，6 月底做渠道控货，为新财年的增长蓄力。利润端看，渠道调研反馈公司对小品类直接提价、对坚果做规格优化变相提价，成本压力有望缓解。**

盈利预测与投资建议

- 因原材料成本上涨，我们调整公司 2022-24 年 EPS1.99/2.42/2.75 元（调整前为 2.18/2.59/3.03），使用可比公司估值法，给予 23 年 27 倍 PE 估值，对应目标价 65.34 元，维持“买入评级”。

风险提示

- 需求疲软，行业竞争加剧，原材料成本上涨。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,289	5,985	6,985	7,957	9,011
同比增长(%)	9.3%	13.2%	16.7%	13.9%	13.3%
营业利润(百万元)	923	1,028	1,129	1,392	1,595
同比增长(%)	30.6%	11.3%	9.9%	23.3%	14.6%
归属母公司净利润(百万元)	805	929	1,009	1,226	1,393
同比增长(%)	30.7%	15.3%	8.7%	21.5%	13.6%
每股收益(元)	1.59	1.83	1.99	2.42	2.75
毛利率(%)	31.9%	32.0%	30.7%	31.9%	31.9%
净利率(%)	15.2%	15.5%	14.5%	15.4%	15.5%
净资产收益率(%)	20.0%	20.6%	19.9%	20.5%	19.1%
市盈率	33.1	28.7	26.4	21.7	19.1
市净率	6.3	5.6	5.0	4.0	3.3

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。

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申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年08月19日）	47.5元
目标价格	65.34元
52周最高价/最低价	65.5/35.46元
总股本/流通A股（万股）	50,700/50,700
A股市值（百万元）	24,083
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022年08月20日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-11.52	-4.83	-10.4	16.37
相对表现	-9.52	-0.53	-8.67	38.27
沪深300	-2	-4.3	-1.73	-21.9



证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

相关报告

一季报符合预期，Q2 收入增速有望环比加快：——洽洽食品 2022 一季报点评	2022-04-28
21 年圆满收官，22 年增长可期：——洽洽食品 2021 年报点评	2022-04-14
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	2021-08-22

投资建议

因原材料成本上涨，我们调整公司 2022-24 年 EPS1.99/2.42/2.75 元（调整前为 2.18/2.59/3.03），使用可比公司估值法，给予 23 年 27 倍 PE 估值，对应目标价 65.34 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) 2022/8/19	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
良品铺子	603719	24.74	0.70	0.87	0.92	1.04	35.24	28.44	26.89	23.79
盐津铺子	002847	92.64	1.17	2.30	3.27	4.27	79.08	40.31	28.34	21.69
三只松鼠	300783	20.21	1.03	0.98	1.34	1.65	19.71	20.62	15.08	12.25
甘源食品	002991	58.51	1.65	1.96	2.58	3.42	35.50	29.82	22.68	17.12
来伊份	603777	13.81	0.09	0.13	0.13	0.13	149.95	107.47	107.47	107.47
劲仔食品	003000	11.06	0.21	0.30	0.39	0.50	52.49	37.01	28.73	22.34
妙可蓝多	600882	33.50	0.30	0.70	1.28	1.86	111.97	47.61	26.08	18.06
立高食品	300973	76.19	1.67	1.63	2.44	3.44	45.57	46.84	31.21	22.16
	调整后平均							38	27	21

数据来源：公司公告，朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

需求疲软，行业竞争加剧，原材料成本上涨。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,267	1,746	2,294	3,253	4,132	营业收入	5,289	5,985	6,985	7,957	9,011
应收票据及应收账款	218	320	328	375	443	营业成本	3,603	4,073	4,840	5,419	6,137
预付账款	32	56	65	75	84	营业税金及附加	46	53	62	70	80
存货	1,687	1,462	1,694	1,897	2,455	营业费用	516	604	629	716	811
其他	1,887	2,268	2,269	2,271	2,272	管理费用及研发费用	279	311	314	358	396
流动资产合计	5,091	5,853	6,651	7,870	9,387	财务费用	(25)	(31)	82	72	63
长期股权投资	26	142	142	142	142	资产减值损失	(0)	6	0	0	0
固定资产	1,117	1,325	1,380	1,478	1,598	公允价值变动收益	5	15	15	15	15
在建工程	108	7	54	75	88	投资净收益	42	34	47	47	47
无形资产	274	274	262	250	237	其他	7	9	9	9	9
其他	363	472	201	201	201	营业利润	923	1,028	1,129	1,392	1,595
非流动资产合计	1,888	2,220	2,039	2,145	2,266	营业外收入	90	108	108	108	108
资产总计	6,979	8,072	8,690	10,015	11,653	营业外支出	16	9	14	14	14
短期借款	88	288	225	200	238	利润总额	997	1,127	1,224	1,487	1,689
应付票据及应付账款	585	771	873	961	1,119	所得税	192	197	214	260	296
其他	783	865	872	906	955	净利润	805	930	1,010	1,227	1,394
流动负债合计	1,456	1,924	1,970	2,068	2,312	少数股东损益	(0)	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	805	929	1,009	1,226	1,393
应付债券	1,228	1,266	1,266	1,266	1,266	每股收益(元)	1.59	1.83	1.99	2.42	2.75
其他	87	86	80	80	80						
非流动负债合计	1,315	1,352	1,346	1,346	1,346	主要财务比率					
负债合计	2,771	3,276	3,315	3,414	3,658		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1	2	2	2	3	成长能力					
股本	507	507	507	507	507	营业收入	9.3%	13.2%	16.7%	13.9%	13.3%
资本公积	1,488	1,493	1,493	1,493	1,493	营业利润	30.6%	11.3%	9.9%	23.3%	14.6%
留存收益	2,046	2,570	3,149	4,375	5,768	归属于母公司净利润	30.7%	15.3%	8.7%	21.5%	13.6%
其他	166	225	225	225	225	获利能力					
股东权益合计	4,208	4,796	5,375	6,602	7,995	毛利率	31.9%	32.0%	30.7%	31.9%	31.9%
负债和股东权益总计	6,979	8,072	8,690	10,015	11,653	净利率	15.2%	15.5%	14.5%	15.4%	15.5%
						ROE	20.0%	20.6%	19.9%	20.5%	19.1%
						ROIC	15.0%	13.9%	15.1%	16.2%	15.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	39.7%	40.6%	38.1%	34.1%	31.4%
净利润	805	930	1,010	1,227	1,394	净负债率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	118	128	101	110	124	流动比率	3.50	3.04	3.38	3.81	4.06
财务费用	(25)	(31)	82	72	63	速动比率	2.34	2.28	2.52	2.89	3.00
投资损失	(42)	(34)	(47)	(47)	(47)	营运能力					
营运资金变动	61	372	(141)	(137)	(431)	应收账款周转率	23.9	22.3	21.6	22.6	22.0
其它	(320)	(20)	248	(15)	(15)	存货周转率	2.3	2.6	3.1	3.0	2.8
经营活动现金流	597	1,345	1,253	1,209	1,087	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8
资本支出	(129)	(219)	(190)	(216)	(245)	每股指标(元)					
长期投资	1	(116)	0	0	0	每股收益	1.59	1.83	1.99	2.42	2.75
其他	(50)	(261)	62	62	62	每股经营现金流	1.18	2.65	2.47	2.38	2.14
投资活动现金流	(178)	(596)	(128)	(154)	(183)	每股净资产	8.30	9.46	10.60	13.02	15.76
债权融资	1,228	38	(0)	0	0	估值比率					
股权融资	(153)	5	0	0	0	市盈率	33.1	28.7	26.4	21.7	19.1
其他	(558)	(266)	(577)	(96)	(26)	市净率	6.3	5.6	5.0	4.0	3.3
筹资活动现金流	517	(223)	(577)	(96)	(26)	EV/EBITDA	24.6	22.2	19.0	15.8	14.0
汇率变动影响	(3)	6	-0	-0	-0	EV/EBIT	27.8	25.0	20.6	17.0	15.0
现金净增加额	933	532	548	959	879						

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