

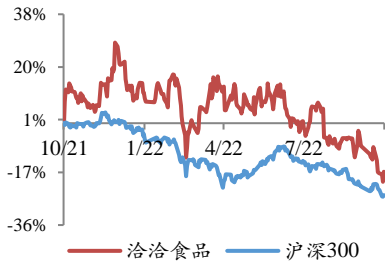
Q3 毛利修复费用增投，盈利能力仍有所承压

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-27

收盘价(元)	41.50
近12个月最高/最低(元)	64.29/39.70
总股本(百万股)	507
流通股本(百万股)	507
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	210
流通市值(亿元)	210

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

相关报告

1.洽洽食品 2022 年半年报点评：Q2 收入表现亮眼，盈利能力承压
2022-08-21

主要观点：

● 事件：公司发布 2022 年第三季度报告

2022Q1-Q3 公司实现营业收入 43.84 亿元，同比+12.91%；实现归母净利润 6.27 亿元，同比+5.45%；实现扣非归母净利润 5.25 亿元，同比+6.99%；其中 Q3 单季度实现营业收入 17.05 亿元，同比+13.56%；实现归母净利润 2.76 亿元，同比+3.24%；实现扣非归母净利润 2.52 亿元，同比+11.31%。

● Q3 收入增速放缓，瓜子回归正常增速区间，坚果旺季高增长

Q3 单季度收入同比+13.56%，环比 Q2 收入增速放缓，主因 Q2 瓜子受益于疫情居家消费需求旺盛。拆分来看，预计 Q3 瓜子增速回归至正常 12-15% 增速水平，坚果则有更高的双位数增长，主因受益于疫后礼赠场景复苏、节假日消费需求旺盛，以及公司通过坚果贴奶销售等渠道策略加速渠道扩张进程。

● Q3 毛利率改善明显，提价效果显现

毛利率方面，上半年公司毛利率受制于原辅料价格上涨及运输能源费用增加，Q2 开始公司陆续对小品类及瓜子进行提价，并通过缩小规格的方式对坚果屋顶盒进行间接提价，Q3 单季度毛利率为 32.32%，环比 Q2 提升 4.84pct，提价效果显现，毛利率环比改善明显，且同比提升 0.18pct。

● 费用投放力度增大，盈利能力仍有所承压但环比改善

费用方面，其中 Q3 单季度销售费用同比+34.6%，销售费用率同比提升 1.52pct 至 9.75%，预计与坚果扩渠道加大促销费用投入、瓜子开展营销活动、销售人员薪酬激励有所增加有关；Q3 管理/研发/财务费用率为 5.08%/0.63%/-0.63%，同比+0.72%/+0.04%/+0.10pct。费用率同比提升明显导致净利率承压，Q3 单季度净利率为 16.17%，同比下降 1.61pct，故 Q3 归母净利润同比增速慢于收入增速。环比来看，受益于 Q3 毛利率环比改善，Q3 净利率环比 Q2 提升 4.59pct。

● 盈利预测与投资建议

短期来看，成本上涨对公司业绩的压力被提价较好对冲，后续随油脂、糖、包材及运费价格进一步回落，公司毛利率有望继续改善。短期费用投入阶段性增多对盈利能力修复程度造成一定制约，但随着品牌势能进一步强化、坚果渠道网络趋于完善，未来收入规模增长有望摊薄费用率，规模效应显现带动盈利能力逐步提升。长期来看，葵花籽业务通过渠道下沉以及结构升级继续实现稳健增长，公司基本盘坚固，同时第二增长曲线坚果业务继续开拓渠道、丰富产品矩阵，有望延续较高成长性，随着行业竞争格局优化，坚果盈利能力有望进一步增强。预计 2022-2024 年公司实现营业总收入 69.0/79.0/88.9 亿元，同比 +15.3%/+14.5%/+12.5%；实现归母净利润 9.8/11.5/12.9 亿元，同比 +5.7%/+16.9%/+12.3%；EPS 分别为 1.94/2.26/2.54 元；当前股价对

应 PE 分别为 21/18/16 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

渠道拓展不及预期；原辅料价格上涨超预期；宏观经济下行压力增大影响消费能力；食品安全问题。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5985	6900	7898	8888
收入同比	13.2%	15.3%	14.5%	12.5%
归属母公司净利润	929	981	1147	1288
净利润同比	15.3%	5.7%	16.9%	12.3%
毛利率	32.0%	31.3%	32.1%	33.0%
ROE	19.4%	18.6%	19.3%	19.2%
每股收益 (元)	1.84	1.94	2.26	2.54
P/E	33.37	21.44	18.34	16.33
P/B	6.49	4.00	3.54	3.13
EV/EBITDA	28.24	17.88	14.31	11.94

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5853	6296	7056	7843	营业收入	5985	6900	7898	8888
现金	1746	2291	2748	3272	营业成本	4073	4742	5365	5955
应收账款	320	332	379	426	营业税金及附加	53	61	70	78
其他应收款	7	8	10	10	销售费用	604	747	869	1013
预付账款	56	43	48	54	管理费用	266	333	336	364
存货	1462	1962	2211	2421	财务费用	-31	-10	-22	-32
其他流动资产	2261	1661	1661	1661	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2220	2393	2528	2622	公允价值变动收益	15	0	0	0
长期投资	142	142	142	142	投资净收益	34	50	40	20
固定资产	1325	1479	1595	1674	营业利润	1028	1039	1274	1478
无形资产	274	275	275	275	营业外收入	108	120	100	100
其他非流动资产	479	497	517	531	营业外支出	9	10	15	15
资产总计	8072	8689	9585	10465	利润总额	1127	1149	1359	1563
流动负债	1924	2051	2257	2363	所得税	197	167	211	274
短期借款	288	288	288	288	净利润	930	982	1148	1290
应付账款	700	722	857	896	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	935	1040	1111	1179	归属母公司净利润	929	981	1147	1288
非流动负债	1352	1373	1373	1373	EBITDA	1095	1137	1389	1620
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.84	1.94	2.26	2.54
其他非流动负债	1352	1373	1373	1373					
负债合计	3276	3423	3629	3735					
少数股东权益	2	3	4	5					
股本	507	505	505	505					
资本公积	1545	1427	1427	1427					
留存收益	2743	3332	4020	4793					
归属母公司股东权益	4794	5263	5951	6724					
负债和股东权益	8072	8689	9585	10465					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	1345	637	1131	1250	成长能力				
净利润	930	982	1148	1290	营业收入	13.2%	15.3%	14.5%	12.5%
折旧摊销	147	158	177	194	营业利润	11.3%	1.1%	22.6%	16.0%
财务费用	-31	28	28	28	归属于母公司净利	15.3%	5.7%	16.9%	12.3%
投资损失	-34	-50	-40	-20	获利能力				
营运资金变动	337	-372	-97	-157	毛利率 (%)	32.0%	31.3%	32.1%	33.0%
其他经营现金流	590	1245	1160	1361	净利率 (%)	15.5%	14.2%	14.5%	14.5%
投资活动现金流	-596	428	-187	-182	ROE (%)	19.4%	18.6%	19.3%	19.2%
资本支出	-173	-213	-218	-193	ROIC (%)	12.3%	12.2%	13.6%	14.2%
长期投资	-527	590	-10	-10	偿债能力				
其他投资现金流	104	51	40	20	资产负债率 (%)	40.6%	39.4%	37.9%	35.7%
筹资活动现金流	-223	-520	-487	-544	净负债比率 (%)	68.3%	65.0%	60.9%	55.5%
短期借款	200	0	0	0	流动比率	3.04	3.07	3.13	3.32
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.15	1.99	2.04	2.19
普通股增加	0	-2	0	0	营运能力				
资本公积增加	10	-118	0	0	总资产周转率	0.80	0.82	0.86	0.89
其他筹资现金流	-433	-400	-487	-544	应收账款周转率	22.28	21.18	22.22	22.09
现金净增加额	532	545	457	524	应付账款周转率	6.75	6.67	6.79	6.79

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 刘略天, 华安证券食品饮料首席分析师, 英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验, 曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师: 杨苑, 剑桥大学经济学硕士, 1年食品饮料行业研究经验, 1年宏观利率研究经验

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 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。