

洽洽食品 (002557.SZ)

2023 年收入增长承压，盈利能力受损

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 休闲食品

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 张向伟	021-60933131	zhangxiangwei@guosen.com.cn	执证编码: S0980523090001
证券分析师: 杨苑	021-60933124	yangyuan4@guosen.com.cn	执证编码: S0980523090003

事项:

公司发布业绩快报, 2023 年度公司实现营业总收入 68.06 亿元, 同比下降 1.13%; 实现归母净利润 8.05 亿元, 同比下降 17.50%, 扣非归母净利润 7.09 亿元, 同比下降 16.27%。其中第四季度公司实现营业总收入 23.33 亿元, 同比下降 6.90%; 实现归母净利润 2.99 亿元, 同比下降 14.31%, 扣非归母净利润 2.85 亿元, 同比下降 11.60%。

国信食品饮料观点: 2023 年公司收入增长承压, 盈利能力受损。(1) 瓜子品类动销承压, 2023 年第四季度收入增长乏力; (2) 全年利润率受到成本端冲击, 下半年盈利能力已有恢复; (3) 年货节礼盒动销良好, 成本下行有望贡献利润弹性。我们认为公司经营策略稳健, 作为零食行业龙头对于渠道和产业链具有较强的把控能力, 伴随 2024 年消费环境复苏, 收入增速有望恢复, 利润率在成本下行趋势下也有望修复。根据业绩快报, 我们修正 2023 年盈利预测, 并下调 2024-2025 年盈利预测: 我们预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 68.1/76.2/85.6 亿元(前预测值为 72.5/81.7/92.4 亿元), 同比 -1.1%/12.0%/12.3%; 2023-2025 年公司实现归母净利润 8.1/9.7/10.9 亿元(前预测值为 8.3/10.9/12.3 亿元), 同比 -17.5%/20.8%/12.3%, 当前股价对应 PE 分别为 21.0/17.4/15.5 倍, 维持“买入”评级。

评论:

◆ 瓜子品类动销承压, 2023 年第四季度收入增长乏力

公司 2023 年收入同比下降 1.1%, 其中第四季度收入同比下降 6.9%, 我们预计主因: (1) 2022 年疫情反复导致瓜子、坚果等居家消费品类产生高基数; (2) 2023 年经济环境弱复苏, 11-12 月瓜子动销表现稍弱, 对于第四季度收入表现产生拖累; (3) 2023 年第三季度公司为减少前期高价原材料影响, 采取了一定降产量、控库存措施; (4) 2023 年第一季度和第四季度均受到春节错期的影响, 第一季度备货偏谨慎, 第四季度发货相对偏晚。

◆ 全年利润率受到成本端冲击, 下半年盈利能力已有恢复

2023 年公司瓜子品类的原材料葵花籽价格出现大幅上涨现象, 2023 年第二季度毛利率达到历史低位。2023 年第三季度进入新采购季后公司毛利率已出现改善, 与此同时, 公司还通过控货、费用管控等措施对冲成本压力。我们预计全年毛利率同比下滑, 进入 2023 年四季度后费用投放略有恢复, 全年费用端保持平稳态势。2023 年第四季度公司净利率 12.8%, 已恢复至较为正常的水平。

◆ 年货节礼盒动销良好, 成本下行有望贡献利润弹性

龙年春节礼品、团聚场景恢复明显, 休闲零食整体动销较旺。公司礼盒产品销售情况良好, 坚果礼盒在渠道不断渗透背景下表现较好。新品方面, 公司加大风味坚果产品试销力度, 24 年计划稳步推广榴莲腰果、蜂蜜黄油巴旦木等潜力单品。2023 年 10 月葵花籽新采购季开始, 采购价格已经自高点降低, 叠加公司资金、资源优势, 利润弹性有望在 2024 年进一步体现。

◆ 盈利预测与投资建议

考虑到当前消费力依然偏弱，公司瓜子品类动销受到压制，根据业绩快报，我们修正 2023 年盈利预测，并下调 2024-2025 年盈利预测：我们预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 68.1/76.2/85.6 亿元（前预测值为 72.5/81.7/92.4 亿元），同比-1.1%/12.0%/12.3%；2023-2025 年公司实现归母净利润 8.1/9.7/10.9 亿元（前预测值为 8.3/10.9/12.3 亿元），同比-17.5%/20.8%/12.3%；实现 EPS1.6/1.9/2.2 元；当前股价对应 PE 分别为 21.0/17.4/15.5 倍。我们认为公司经营策略稳健，作为零食行业龙头对于渠道和产业链具有较强的把控能力，伴随 2024 年消费环境复苏，收入增速有望恢复，利润率在成本下行趋势下也有望修复，维持“买入”评级。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7247	8169	9240	6806	7625	8562	-442	-544	-678
收入同比增速%	5.29%	12.72%	13.11%	-1.13%	12.03%	12.30%	-6.41pct	-0.69pct	-0.81pct
毛利率%	27.90%	30.77%	30.86%	28.25%	30.45%	30.52%	0.34pct	-0.33pct	-0.34pct
销售费用率%	9.38%	9.58%	9.58%	9.38%	10.08%	10.08%	0.00pct	0.50pct	0.50pct
净利率%	11.44%	13.32%	13.30%	11.83%	12.76%	12.76%	0.39pct	-0.56pct	-0.55pct
归母净利润（百万元）	829	1088	1229	805	973	1092	-24	-115	-137
归母净利润同比增速%	-15.04%	31.20%	12.97%	-17.50%	20.78%	12.30%	-2.46pct	-10.42pct	-0.67pct
EPS（元）	1.64	2.15	2.42	1.59	1.92	2.15	-0.05	-0.23	-0.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表（2024 年 2 月 28 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (元)	EPS（元）		PE		总市值 (亿元)	投资评级
				2023E	2024E	2023E	2024E		
002557	洽洽食品	19.8	33.4	1.59	1.92	21.0	17.4	169.3	买入
002991	甘源食品	24.0	73.0	3.48	4.43	21.0	16.5	68.0	买入
002847	盐津铺子	27.6	67.5	2.60	3.43	25.9	19.7	132.3	买入
003000	劲仔食品	36.5	13.5	0.43	0.59	31.2	23.1	61.1	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（注：劲仔食品 EPS 使用 Wind 一致预期）

◆ 风险提示

消费复苏环境放缓；瓜子品类动销情况不佳；坚果品类增长不及预期；行业竞争加剧；原材料成本价格大幅上涨。

相关研究报告：

- 《洽洽食品（002557.SZ）-第三季度营收同比增长 5.1%，毛利率环比改善》——2023-10-30
- 《洽洽食品（002557.SZ）-2022 年三季报业绩点评：提价红利显现 盈利能力有望逐步改善》——2022-11-01
- 《洽洽食品（002557.SZ）-2022 年半年报点评：营收表现亮眼，利润短期承压》——2022-08-23
- 《洽洽食品（002557.SZ）-2022 年一季报点评：春节提前致增速放缓，2022 年增长预期不变》——2022-05-06

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1746	3075	3946	4204	4843	营业收入	5985	6883	6806	7625	8562
应收款项	327	464	458	514	577	营业成本	4073	4683	4883	5303	5949
存货净额	1462	985	1030	1119	1256	营业税金及附加	53	58	58	65	73
其他流动资产	257	158	156	175	197	销售费用	604	701	638	768	863
流动资产合计	5853	6269	7178	7599	8460	管理费用	266	342	335	390	436
固定资产	1331	1384	1446	1496	1534	研发费用	45	54	53	59	67
无形资产及其他	274	268	307	296	286	财务费用	(31)	(12)	(9)	(15)	(26)
投资性房地产	472	464	464	464	464	投资收益	34	54	45	45	45
长期股权投资	142	163	163	163	163	资产减值及公允价值变动	15	5	5	5	5
资产总计	8072	8547	9558	10018	10906	其他收入	(42)	(49)	(52)	(59)	(67)
短期借款及交易性金融负债	289	235	500	200	200	营业利润	1028	1121	898	1104	1251
应付款项	771	630	659	716	804	营业外净收支	99	99	95	95	95
其他流动负债	864	995	1020	1126	1265	利润总额	1127	1221	992	1199	1346
流动负债合计	1924	1861	2179	2042	2269	所得税费用	197	242	184	222	249
长期借款及应付债券	1266	1301	1527	1577	1627	少数股东损益	1	2	4	4	5
其他长期负债	86	114	144	164	184	归属于母公司净利润	929	976	805	973	1092
长期负债合计	1352	1415	1671	1741	1811	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3276	3276	3850	3783	4080	净利润	929	976	805	973	1092
少数股东权益	2	3	5	7	10	资产减值准备	6	0	0	0	0
股东权益	4794	5269	5703	6228	6817	折旧摊销	144	163	153	166	178
负债和股东权益总计	8072	8547	9558	10018	10906	公允价值变动损失	(15)	(5)	(5)	(5)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	(31)	(12)	(9)	(15)	(26)
每股收益	1.83	1.93	1.59	1.92	2.15	营运资本变动	268	467	46	20	24
每股红利	0.91	0.89	0.73	0.88	0.99	其它	(5)	1	2	2	3
每股净资产	9.46	10.39	11.25	12.28	13.45	经营活动现金流	1326	1602	1001	1156	1292
ROIC	20.37%	18.57%	17%	28%	32%	资本开支	0	(211)	(250)	(200)	(200)
ROE	19.37%	18.52%	14%	16%	16%	其它投资现金流	(387)	472	0	0	0
毛利率	32%	32%	28%	30%	31%	投资活动现金流	(503)	240	(250)	(200)	(200)
EBIT Margin	16%	15%	12%	14%	14%	权益性融资	6	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	15%	16%	16%	负债净变化	0	0	100	0	0
收入增长	13%	15%	-1%	12%	12%	支付股利、利息	(462)	(450)	(371)	(448)	(503)
净利润增长率	15%	5%	-17%	21%	12%	其它融资现金流	575	386	265	(300)	0
资产负债率	41%	38%	40%	38%	37%	融资活动现金流	(343)	(513)	120	(698)	(453)
股息率	2.7%	2.7%	2.2%	2.6%	3.0%	现金净变动	479	1328	871	258	639
P/E	18.2	17.4	21.0	17.4	15.5	货币资金的期初余额	1267	1746	3075	3946	4204
P/B	3.5	3.2	3.0	2.7	2.5	货币资金的期末余额	1746	3075	3946	4204	4843
EV/EBITDA	18.6	16.7	21.0	17.2	15.5	企业自由现金流	0	1257	632	833	960
						权益自由现金流	0	1643	1004	545	982

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032