



洽洽食品 (002557.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

需求+成本集中承压，24年有望改善

业绩简评

4月25日公司发布年报，2023年实现营业收入68.06亿元，同比-1.13%；实现归母净利润8.03亿元，同比-17.77%；实现扣非归母净利润7.10亿元，同比-16.25%。23Q4实现营业收入23.27亿元，同比-6.90%；实现归母净利润2.97亿元，同比-15.0%；实现扣非归母净利润2.86亿元，同比-11.5%。

经营分析

春节错期扰动叠加公司主动控制产品结构，23H2收入增长承压。

1) 分产品看，23H2 葵花子/坚果类/其他分别实现营收24.7/12.2/4.3亿元，同比-7.4%/+11.1%/-2.0%。分量价来看，休闲食品类目销量/吨价分别同比-4.58%/+2.25%，吨价提升主要系坚果品类占比提升。2) 分地区看，23H2 南方区/北方区/东方区/海外分别实现营收13.12/8.77/12.24/52.81亿元，同比-4.26%/-5.62%/+3.43%/+5.35%，东方区及海外市场受益于网点扩张及精耕下沉，需求疲软环境下仍实现个位数增长。

Q4 采购季成本下降，毛利率边际改善。23Q4 公司毛利率为16.11%，同比-0.36pct，环比+1.75pct。环比明显主要系1) 葵花籽新采购季于10月开始，采购价明显下降。2) 产品结构优化，坚果类毛利率较高且占比提升。分品类看葵花子/坚果类 23H2 毛利率分别为26.1%/33.6%，同比-0.1pct/+0.01pct。3) 23Q4 销售/管理/研发费率分别为8.9%/2.8%/0.9%，同比-2.9/-1.5/-0.01pct，费率端持续优化，系公司为对冲成本压力精细化费管控。综合来看，23Q4 净利率为12.8%，同比-1.2pct。展望24年，随着前期锁价低位原料逐步释放，毛利率有望持续改善。

受益于渠道扩张，收入有望企稳修复。公司线下重点推进渠道精耕，进行弱势市场突破，并尝试加大与零食量贩、会员商超合作力度，丰富收入增长来源。此外，公司抓住直播电商发展红利，并对海外市场持续深耕。我们认为随着公司渠道多元化调整，24年收入有望恢复双位数增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计24-26年公司归母净利润分别为10.2/12.3/14.4亿元，同比+28%/+20%/17%，对应PE分别为17x/14x/12x，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争风险，原材料价格波动，食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：34.33元

相关报告：

- 《洽洽食品公司点评：动销环比改善，期待利润修复》，2023.10.27
- 《洽洽食品公司点评：成本压力仍存，静待旺季改善》，2023.8.25
- 《洽洽食品公司点评：Q1业绩承压，静待成本改善》，2023.4.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,883	6,806	7,712	8,662	9,554
营业收入增长率	15.01%	-1.13%	13.32%	12.31%	10.30%
归母净利润(百万元)	976	803	1,024	1,233	1,442
归母净利润增长率	5.10%	-17.75%	27.60%	20.41%	16.92%
摊薄每股收益(元)	1.925	1.583	2.020	2.433	2.844
每股经营性现金流净额	3.02	0.83	3.18	2.74	3.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.52%	14.52%	17.23%	18.92%	19.88%
P/E	25.97	21.99	16.99	14.11	12.07
P/B	4.81	3.19	2.93	2.67	2.40

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	5,985	6,883	6,806	7,712	8,662	9,554
增长率	15.0%	-1.1%	13.3%	12.3%	10.3%	
主营业务成本	-4,073	-4,683	-4,985	-5,437	-6,054	-6,573
%销售收入	68.0%	68.0%	73.2%	70.5%	69.9%	68.8%
毛利	1,913	2,200	1,821	2,275	2,607	2,981
%销售收入	32.0%	32.0%	26.8%	29.5%	30.1%	31.2%
营业税金及附加	-53	-58	-52	-59	-66	-73
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-604	-701	-616	-686	-754	-831
%销售收入	10.1%	10.2%	9.1%	8.9%	8.7%	8.7%
管理费用	-266	-342	-289	-339	-364	-401
%销售收入	4.4%	5.0%	4.3%	4.4%	4.2%	4.2%
研发费用	-45	-54	-65	-62	-61	-67
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	944	1,046	798	1,129	1,363	1,609
%销售收入	15.8%	15.2%	11.7%	14.6%	15.7%	16.8%
财务费用	31	12	69	2	16	28
%销售收入	-0.5%	-0.2%	-1.0%	0.0%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-6	-6	-3	0	0	0
公允价值变动收益	15	5	-3	0	0	0
投资收益	34	54	24	30	35	35
%税前利润	3.1%	4.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.0%
营业利润	1,028	1,121	896	1,171	1,429	1,688
%营业收入	17.2%	16.3%	13.2%	15.2%	16.5%	17.7%
营业外收支	99	99	98	100	100	100
税前利润	1,127	1,221	994	1,271	1,529	1,788
利润率	18.8%	17.7%	14.6%	16.5%	17.7%	18.7%
所得税	-197	-242	-191	-244	-294	-343
所得税率	17.5%	19.8%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%
净利润	930	978	803	1,027	1,236	1,444
少数股东损益	1	2	0	3	3	3
归属于母公司的净利润	929	976	803	1,024	1,233	1,442
净利率	15.5%	14.2%	11.8%	13.3%	14.2%	15.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	930	978	803	1,027	1,236	1,444
少数股东损益	1	2	0	3	3	3
非现金支出	153	176	186	151	163	174
非经营收益	-75	-63	-86	-31	-40	-40
营运资金变动	337	441	-484	464	30	96
经营活动现金净流	1,345	1,532	419	1,610	1,388	1,674
资本开支	-173	-211	-141	-61	-59	-49
投资	-527	412	1,151	-170	-170	-170
其他	104	112	102	30	35	35
投资活动现金净流	-596	313	1,112	-201	-194	-184
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	200	-58	408	-121	0	0
其他	-423	-475	-611	-707	-754	-804
筹资活动现金净流	-223	-533	-203	-828	-754	-804
现金净流量	532	1,307	1,332	582	441	686

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,746	3,075	4,478	5,059	5,500	6,185
应收款项	327	464	433	446	478	501
存货	1,462	985	1,623	1,192	1,244	1,261
其他流动资产	2,317	1,746	698	787	913	1,039
流动资产	5,853	6,269	7,233	7,485	8,135	8,985
%总资产	72.5%	73.3%	77.0%	76.9%	77.9%	79.2%
长期投资	497	528	483	553	623	693
固定资产	1,331	1,384	1,297	1,301	1,293	1,264
%总资产	16.5%	16.2%	13.8%	13.4%	12.4%	11.1%
无形资产	276	269	291	298	302	306
非流动资产	2,220	2,278	2,166	2,246	2,312	2,357
%总资产	27.5%	26.7%	23.0%	23.1%	22.1%	20.8%
资产总计	8,072	8,547	9,399	9,731	10,447	11,342
短期借款	289	235	541	2	2	2
应付款项	887	787	972	910	996	1,081
其他流动负债	748	839	818	916	970	1,045
流动负债	1,924	1,861	2,331	1,828	1,968	2,128
长期贷款	0	0	99	499	499	499
其他长期负债	1,352	1,415	1,436	1,453	1,452	1,452
负债	3,276	3,276	3,866	3,780	3,919	4,080
普通股股东权益	4,794	5,269	5,529	5,945	6,519	7,252
其中：股本	507	507	507	507	507	507
未分配利润	2,317	2,864	3,186	3,602	4,177	4,909
少数股东权益	2	3	3	6	8	11
负债股东权益合计	8,072	8,547	9,399	9,731	10,447	11,342

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.832	1.925	1.583	2.020	2.433	2.844
每股净资产	9.456	10.392	10.906	11.726	12.859	14.303
每股经营现金净流	2.652	3.022	0.827	3.176	2.739	3.302
每股股利	0.700	1.000	1.000	1.200	1.300	1.400
回报率						
净资产收益率	19.37%	18.52%	14.52%	17.23%	18.92%	19.88%
总资产收益率	11.50%	11.42%	8.54%	10.53%	11.81%	12.71%
投入资本收益率	12.27%	12.26%	8.57%	11.69%	13.15%	14.26%
增长率						
主营业务收入增长率	13.15%	15.01%	-1.13%	13.32%	12.31%	10.30%
EBIT 增长率	11.75%	10.71%	-23.64%	41.43%	20.75%	18.01%
净利润增长率	15.35%	5.10%	-17.75%	27.60%	20.41%	16.92%
总资产增长率	15.66%	5.89%	9.96%	3.53%	7.36%	8.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.4	19.4	20.3	20.0	19.0	18.0
存货周转天数	141.1	95.4	95.5	80.0	75.0	70.0
应付账款周转天数	54.1	49.2	47.0	45.0	44.0	44.0
固定资产周转天数	80.8	72.0	68.8	58.5	49.7	42.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.93%	-59.30%	-53.86%	-63.85%	-66.48%	-70.57%
EBIT 利息保障倍数	-30.8	-90.0	-11.6	-664.5	-84.4	-57.8
资产负债率	40.58%	38.33%	41.14%	38.84%	37.52%	35.97%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	12	39	54	125
增持	1	3	7	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.20	1.15	1.14	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究