

## 23 年经营承压，24 年改善可期

2024 年 04 月 27 日

➤ **事件：**公司发布 2023 年年报，23 年实现营收 68.06 亿元，同比-1.13%；归母净利润 8.03 亿元，同比-17.77%；扣非净利润 7.10 亿元，同比-16.25%。单季度看，23Q4 实现营收 23.27 亿元，同比-6.90%；归母净利润 2.97 亿元，同比-15.06%；扣非净利润 2.86 亿元，同比-11.56%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金 10 元（含税），现金分红总额 5.02 亿元，占 23 年归母净利润的比例为 62.54%。

➤ **春节跨期、消费偏弱下瓜子收入增长乏力，坚果较为稳健。**23 年葵花子实现收入 42.70 亿元，同比-5.36%，瓜子同比下滑主因春节跨期、消费力偏弱、低价产品冲击、年货节对坚果投入更高等导致，细分看预计蓝袋下滑幅度更大；瓜子短期受消费信心、节后消费偏淡影响，后续在公司持续优化产品结构、提升产品力、县乡下沉精耕等有望实现稳健增长。23 年坚果实现收入 17.53 亿元，同比+8.0%，23 年公司持续延申口味化坚果，屋顶盒版每日坚果礼盒通过对三四线等下沉市场持续渗透，坚果礼产品通过不断丰富产品矩阵，同时加大风味坚果试销售力度；内部细分来看，预计屋顶盒增速快于整体，坚果礼盒受春节跨期影响预计增速有所放缓。23 年其他产品实现收入 7.16 亿元，同比+1.51%，薯片持续渗透量贩零食渠道、拓展抖音渠道，预计实现稳健增长。

➤ **成本压力下全年毛利率同比下行，盈利能力承压。**受主要原材料价格上涨影响，23 年公司毛利率同比-5.21pcts 至 26.75%，23Q4 毛利率同比-5.29pcts 至 29.30%。费用端，成本压力下精益费用投放，23 年销售费用率 9.06%，同比-1.12pcts；管理费用率 4.25%，同比-0.72pcts；研发费用率 0.95%，同比+0.17pcts；财务费用率-1.01%，同比-0.84pcts。23 年实现扣非净利率 10.43%，同比-1.88pcts。

➤ **渠道持续拓展精耕，24 年营收有望重回稳增长。**公司产品端持续聚焦瓜子、坚果两大核心品类，瓜子推出口味化新品、坚果聚焦每日坚果&坚果礼盒，渠道端持续推进渠道精耕，增加覆盖网点及数字化平台终端数量，展望 24 年在相对偏低基数下有望实现稳健增长，在瓜子价格回归正常区间、规模效应持续释放下贡献业绩弹性。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 77.1/86.7/96.6 亿元，同比增长 13.3%/12.5%/11.4%；归母净利润分别为 10.2/11.8/13.4 亿元，同比增长 26.6%/15.7%/14.0%，当前股价对应 P/E 分别为 18/15/13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**成本回落不及预期；渠道拓展不及预期；新品放量不及预期；食品安全风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,806	7,708	8,674	9,663
增长率 (%)	-1.1	13.3	12.5	11.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	803	1,016	1,176	1,340
增长率 (%)	-17.8	26.6	15.7	14.0
每股收益 (元)	1.58	2.00	2.32	2.64
PE	22	18	15	13
PB	3.2	3.0	2.7	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

35.30 元



**分析师 王言海**

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

**分析师 张玲玉**

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

### 相关研究

- 洽洽食品 (002557.SZ) 2023 年半年报点评：短期利润承压，期待成本改善-2023/08/28
- 洽洽食品 (002557.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：短期经营承压，关注成本改善渠道拓展-2023/05/06
- 洽洽食品 (002557.SZ) 2022 年半年报点评：收入环比加速，毛利率阶段性承压-2022/08/19
- 洽洽食品 (002557.SZ) 调研报告：瓜子坚果同步发展，百万终端持续扩张-2022/06/16
- 洽洽食品 (002557.SZ) 2022 年一季报点评：春节错期短期影响 Q1 增速，Q2 环比提速可期-2022/04/28

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,806	7,708	8,674	9,663
营业成本	4,985	5,389	6,053	6,714
营业税金及附加	52	62	69	77
销售费用	616	732	807	899
管理费用	289	331	364	416
研发费用	65	62	69	77
EBIT	807	1,145	1,325	1,500
财务费用	-69	13	10	-36
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	24	31	35	39
营业利润	896	1,163	1,350	1,575
营业外收支	98	100	110	90
利润总额	994	1,263	1,460	1,665
所得税	191	246	285	325
净利润	803	1,016	1,176	1,340
归属于母公司净利润	803	1,016	1,176	1,340
EBITDA	989	1,329	1,516	1,694

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,478	4,750	5,052	5,566
应收账款及票据	423	426	479	537
预付款项	55	54	61	67
存货	1,623	1,497	1,682	1,865
其他流动资产	653	643	643	643
流动资产合计	7,233	7,370	7,916	8,678
长期股权投资	157	157	157	157
固定资产	1,283	1,341	1,400	1,408
无形资产	291	291	291	291
非流动资产合计	2,166	2,317	2,467	2,467
资产合计	9,399	9,687	10,383	11,145
短期借款	539	539	539	539
应付账款及票据	857	853	958	1,063
其他流动负债	935	759	811	863
流动负债合计	2,331	2,151	2,308	2,465
长期借款	99	99	99	99
其他长期负债	1,436	1,436	1,436	1,436
非流动负债合计	1,535	1,535	1,535	1,535
负债合计	3,866	3,686	3,843	4,000
股本	507	507	507	507
少数股东权益	3	3	3	3
股东权益合计	5,533	6,001	6,541	7,146
负债和股东权益合计	9,399	9,687	10,383	11,145

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-1.13	13.26	12.53	11.41
EBIT 增长率	-23.18	41.86	15.78	13.17
净利润增长率	-17.77	26.62	15.66	14.02
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	26.75	30.08	30.21	30.52
净利润率	11.80	13.19	13.55	13.87
总资产收益率 ROA	8.54	10.49	11.32	12.03
净资产收益率 ROE	14.52	16.95	17.98	18.77
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.10	3.43	3.43	3.52
速动比率	2.31	2.63	2.60	2.67
现金比率	1.92	2.21	2.19	2.26
资产负债率 (%)	41.14	38.05	37.01	35.89
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	19.99	17.99	18.79	18.93
存货周转天数	94.17	104.22	94.52	95.08
总资产周转率	0.76	0.81	0.86	0.90
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.58	2.00	2.32	2.64
每股净资产	10.91	11.83	12.89	14.09
每股经营现金流	0.83	2.15	2.37	2.64
每股股利	1.00	1.25	1.45	1.65
<b>估值分析</b>				
PE	22	18	15	13
PB	3.2	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	15.56	11.58	10.16	9.09
股息收益率 (%)	2.83	3.55	4.11	4.68

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	803	1,016	1,176	1,340
折旧和摊销	182	184	190	194
营运资金变动	-484	-48	-90	-90
经营活动现金流	419	1,091	1,200	1,339
资本开支	-141	-232	-227	-101
投资	1,151	0	0	0
投资活动现金流	1,112	-201	-193	-62
股权募资	0	0	0	0
债务募资	408	0	0	0
筹资活动现金流	-203	-618	-705	-762
现金净流量	1,332	271	302	515

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026