

洽洽食品 (002557.SZ)

葵花子需求承压拖累收入增长，成本压力有待释放

买入

核心观点

公司公布 2023 年年报，2023 年公司实现营业总收入 68.06 亿元，同比-1.13%；实现归母净利润 8.03 亿元，同比-17.75%。2023 年第四季度公司实现营业总收入 23.27 亿元，同比-6.90%；实现归母净利润 2.97 亿元，同比-15.01%。

葵花子需求承压，坚果韧性增长。2023 年公司休闲食品业务收入同比-1.5%。分品类看，葵花子类产品收入同比-5.4%，主要系消费需求较弱、低价竞品冲击所致。其中高端产品葵珍收入预计实现较高的双位数增长，新品打手瓜子亦取得较快增长，原香瓜子收入同比小幅下滑，香瓜子下滑幅度相对较大。坚果类产品收入同比+8.0%，主要得益于渠道持续扩张。其中每日坚果屋顶盒产品在三四线城市渠道渗透效果好，预计收入实现较高的双位数增长。第四季度，受到春节错期导致旺季备货时间延后、社会消费意愿偏弱的影响，公司收入同比-6.9%。

成本承压，盈利能力受损。2023 年公司毛利率 26.8%，同比-5.2pct，其中葵花子/坚果毛利率分别为 25.2%/31.6%，同比-7.9/+1.0pct。葵花子业务毛利率大幅下降主要系原材料采购成本大幅上升所致；坚果业务毛利率同比提升主因原材料综合采购成本下降及产品结构有所优化。费用方面，销售费用率/管理费用率同比-1.1/-0.7pct，主要系职工激励奖金发放减少、广宣促销费用节省。全年归母净利率 11.8%，同比-2.4pct。第四季度，公司实现归母净利率 12.8%，同比-1.2pct，葵花子成本承压仍是盈利能力受损的主要愿意，但第四季度归母净利率降幅已环比收窄，主要系公司精益费效所致。

渠道持续拓展护航收入增长，成本回落助力利润弹性释放。葵花子业务方面，公司正推动渠道下沉与弱势市场渠道精耕，并积极开拓新渠道，如量贩零食、茶饮餐饮等渠道。坚果业务方面，公司以每日坚果屋顶盒及坚果礼盒为两大抓手，持续拓宽渠道，坚果业务维持较好增势。2024 年第一季度，春节旺季公司产品销售旺盛，预计收入增速回升，且葵花子原材料成本已从前期高点回落约 10%，预计 2024 年盈利能力将得到较为明显的改善，有助于利润弹性释放。

盈利预测与投资建议：考虑到主要原材料成本显著回落、公司费用控制能力提升，盈利能力正逐步修复，我们维持收入预测、小幅上调 2024-2024 年利润预测：预计 2024-2025 年公司实现营业总收入 76.2/85.6 亿元，归母净利润 10.2/11.9 亿元（前预测值为 9.7/10.9 亿元）。当前股价对应 2024/2025 年 PE 分别为 17.5/15.1 倍，维持“买入”评级。

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。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,883	6,806	7,623	8,559	9,580
(+/-%)	15.0%	-1.1%	12.0%	12.3%	11.9%
净利润(百万元)	976	803	1021	1188	1353
(+/-%)	5.1%	-17.8%	27.2%	16.3%	13.9%
每股收益(元)	1.93	1.58	2.01	2.34	2.67
EBIT Margin	15.2%	11.7%	14.3%	15.1%	15.5%
净资产收益率 (ROE)	18.5%	14.5%	17.4%	19.0%	20.2%
市盈率 (PE)	18.3	22.3	17.5	15.1	13.2
EV/EBITDA	17.5	22.3	17.9	15.3	13.5
市净率 (PB)	3.40	3.24	3.05	2.86	2.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn

yangyuan4@guosen.com.cn

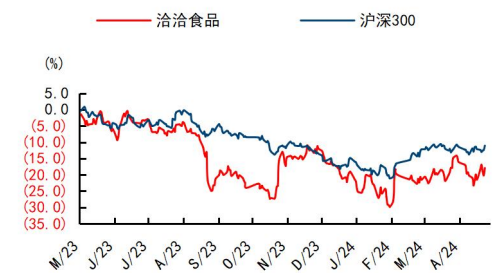
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	35.30 元
总市值/流通市值	17897/17897 百万元
52 周最高价/最低价	44.65/29.21 元
近 3 个月日均成交额	136.40 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《洽洽食品 (002557.SZ) - 2023 年收入增长承压，盈利能力受损》——2024-02-29
- 《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

公司公布 2023 年年报，2023 年公司实现营业总收入 68.06 亿元，同比-1.13%；实现归母净利润 8.03 亿元，同比-17.75%。2023 年第四季度公司实现营业总收入 23.27 亿元，同比-6.90%；实现归母净利润 2.97 亿元，同比-15.01%。

葵花子需求承压，坚果韧性增长。2023 年公司休闲食品业务收入 67.4 亿元，同比-1.5%。分品类看，葵花子类产品收入同比-5.4%，主要系消费需求较弱、低价竞品冲击所致。其中高端产品葵珍在山姆会员超市等渠道推出，凭借突出的产品品质获得消费者高度认可，全年收入实现较高的双位数增长；新品打手瓜子亦取得较快增长；原香瓜子收入同比小幅下滑，香瓜子下滑幅度相对较大。坚果类产品收入同比+8.0%，主要得益于坚果类产品的渠道持续扩张。其中每日坚果屋顶盒产品在三四线城市渠道渗透效果好，预计收入实现较高的双位数增长。第四季度，受到春节错期导致旺季备货时间延后、社会消费意愿偏弱的影响，公司收入同比-6.9%。

成本承压，盈利能力受损。2023 年公司毛利率 26.8%，同比-5.2pct，其中葵花子/坚果毛利率分别为 25.2%/31.6%，同比-7.9/+1.0pct。葵花子业务毛利率大幅下降主要系原材料采购成本大幅上升所致；坚果业务毛利率同比提升主因原材料综合采购成本下降及产品结构有所优化。费用方面，销售费用率/管理费用率同比-1.1/-0.7pct，主要系职工激励奖金发放减少、广宣促销费用节省。全年归母净利润率 11.8%，同比-2.4pct。第四季度，公司实现归母净利率 12.8%，同比-1.2pct，葵花子成本承压仍是盈利能力受损的主要愿意，但第四季度归母净利率降幅已环比收窄，主要系公司精益费效所致。

渠道持续拓展护航收入增长，成本回落助力利润弹性释放。葵花子业务方面，应对需求环境及下游渠道结构变化，公司正推动渠道下沉与弱势市场渠道精耕，并积极开拓新渠道，如量贩零食渠道、茶饮渠道、餐饮渠道、特通渠道等，以挖掘更多需求增量。坚果业务方面，公司以每日坚果屋顶盒及坚果礼盒为两大抓手，持续拓宽渠道，坚果业务维持较好增势。2024 年第一季度，春节旺季公司产品销售旺盛，预计收入增速回升，且葵花子原材料成本已从前期高点回落约 10%，预计 2024 年盈利能力将得到较为明显的改善，有助于利润弹性释放。

盈利预测与投资建议：考虑到主要原材料成本显著回落、公司费用控制能力提升，盈利能力正逐步修复，我们维持收入预测、小幅上调 2024-2024 年利润预测：预计 2024-2025 年公司实现营业总收入 76.2/85.6 亿元，同比 12.0%/12.3%；归母净利润 10.2/11.9 亿元（前预测值为 9.7/10.9 亿元），同比 27.2%/16.3%；EPS 分别为 2.0/2.3 元；当前股价对应 2024/2025 年 PE 分别为 17.5/15.1 倍。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，维持“买入”评级。

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。

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	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7625	8562	7623	8559	-2	-3
收入同比增速%	12.03%	12.30%	12.01%	12.28%	0.0pct	0.0pct
毛利率%	30.45%	30.52%	30.02%	30.54%	-0.4pct	0.0pct
销售费用率%	10.08%	10.08%	9.47%	9.32%	-0.6pct	-0.8pct
净利率%	12.76%	12.76%	13.40%	13.88%	0.6pct	1.1pct
归母净利润 (百万元)	973	1092	1021	1188	48	96
归母净利润同比增速%	20.78%	12.30%	27.23%	16.34%	6.5pct	4.0pct
EPS (元)	1.92	2.15	2.01	2.34	0.09	0.19

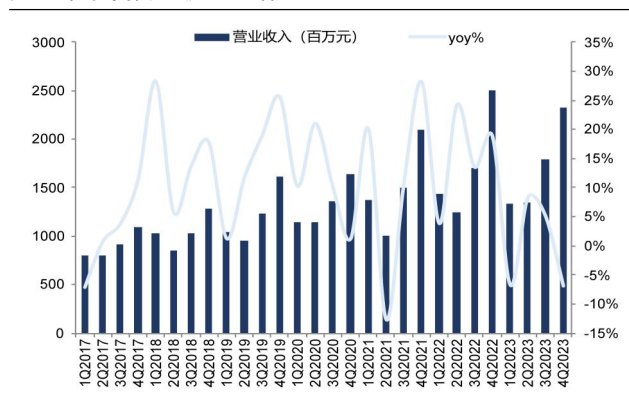
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2024年4月27日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
002557.SZ	洽洽食品	22.3	35.3	2.0	2.3	17.5	15.1	179.0	买入
002847.SZ	盐津铺子	26.1	73.7	3.4	4.5	21.6	16.3	144.6	买入
002991.SZ	甘源食品	21.2	82.9	4.4	5.5	19.0	15.0	77.3	买入

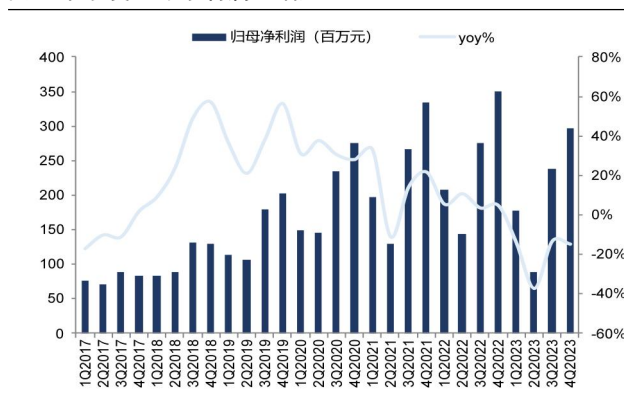
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



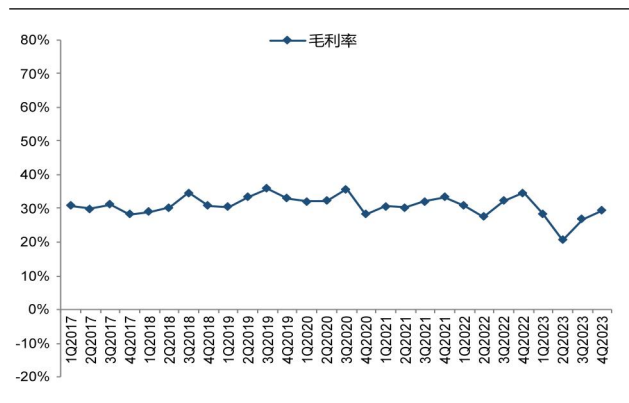
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



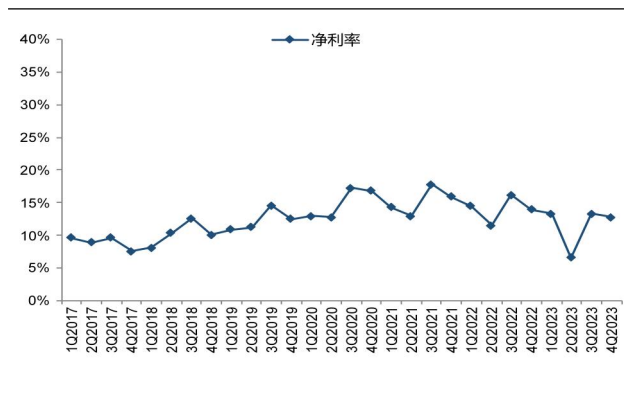
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3075	4478	4922	4970	5379	营业收入	6883	6806	7623	8559	9580
应收款项	464	433	484	544	609	营业成本	4683	4985	5335	5945	6629
存货净额	985	1623	1753	1955	2181	营业税金及附加	58	52	58	65	73
其他流动资产	158	225	253	284	317	销售费用	701	616	722	798	888
流动资产合计	6269	7233	7885	8225	8960	管理费用	342	289	345	377	411
固定资产	1384	1297	1368	1426	1472	研发费用	54	65	72	81	91
无形资产及其他	268	291	280	268	256	财务费用	(12)	(69)	(21)	(26)	(33)
投资性房地产	464	421	421	421	421	投资收益	54	24	45	45	45
长期股权投资	163	157	157	157	157	资产减值及公允价值变动	5	(3)	5	5	5
资产总计	8547	9399	10111	10497	11266	其他收入	(49)	(56)	(72)	(81)	(91)
短期借款及交易性金融负债	235	541	500	200	200	营业利润	1121	896	1163	1368	1572
应付款项	630	857	926	1033	1152	营业外净收支	99	98	95	95	95
其他流动负债	995	933	1022	1138	1268	利润总额	1221	994	1258	1463	1666
流动负债合计	1861	2331	2448	2370	2620	所得税费用	242	191	233	271	308
长期借款及应付债券	1301	1431	1657	1707	1757	少数股东损益	2	0	4	4	5
其他长期负债	114	104	134	154	174	归属于母公司净利润	976	803	1021	1188	1353
长期负债合计	1415	1535	1791	1861	1931	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	3276	3866	4239	4231	4551	净利润	976	803	1021	1188	1353
少数股东权益	3	3	4	6	7	资产减值准备	0	(3)	0	0	0
股东权益	5269	5529	5867	6260	6708	折旧摊销	163	179	146	158	170
负债和股东权益总计	8547	9399	10111	10497	11266	公允价值变动损失	(5)	3	(5)	(5)	(5)
						财务费用	(12)	(69)	(21)	(26)	(33)
						营运资本变动	467	(479)	(21)	(50)	(55)
						其它	1	3	1	1	2
						经营活动现金流	1602	506	1142	1293	1465
						资本开支	0	(75)	(200)	(200)	(200)
						其它投资现金流	472	1115	0	0	0
						投资活动现金流	451	1045	(200)	(200)	(200)
						权益性融资	(6)	0	0	0	0
						负债净变化	0	99	100	0	0
						支付股利、利息	(450)	(537)	(683)	(795)	(906)
						其它融资现金流	181	729	(41)	(300)	0
						融资活动现金流	(724)	(147)	(498)	(1045)	(856)
						现金净变动	1328	1403	444	48	409
						货币资金的期初余额	1746	3075	4478	4922	4970
						货币资金的期末余额	3075	4478	4922	4970	5379
						企业自由现金流	0	269	814	962	1128
						权益自由现金流	0	1097	891	683	1155

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