

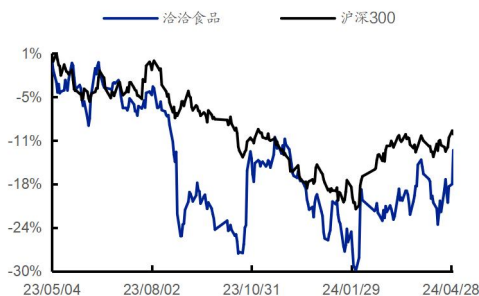
研究所：

 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
qinyf@ghzq.com.cn

一季度实现开门红，全年盈利改善可期

——洽洽食品(002557)2023年报和2024一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/04/30

表现	1M	3M	12M
洽洽食品	2.4%	19.0%	-11.3%
沪深300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据

2024/04/30

当前价格(元)	37.50
52周价格区间(元)	29.21-44.65
总市值(百万)	19,012.59
流通市值(百万)	19,012.45
总股本(万股)	50,700.23
流通股本(万股)	50,699.86
日均成交额(百万)	470.11
近一月换手(%)	0.89

相关报告

《洽洽食品(002557)2023年三季报点评：毛利率环比修复，静待瓜子成本改善(增持)*休闲食品*薛玉虎，刘浩铭》——2023-10-28

《洽洽食品(002557)2023年半年报点评：收入环比提速，成本进一步承压(增持)*休闲食品*薛玉虎，刘浩铭》——2023-08-28

《洽洽食品(002557)点评报告：2022年平稳收官，2023年修复在途(买入)*休闲食品*薛玉虎，刘浩铭》——2023-04-27

事件：

2024年4月25日和4月29日，洽洽食品分别发布2023年年报和2024年一季度报：2023年公司实现营业收入实现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%。2024年一季度公司实现营业收入18.22亿元，同比+36.39%；实现归母净利润2.40亿元，同比+35.15%；实现扣非归母净利润2.21亿元，同比+55.80%。

投资要点：

- 2023年收入承压，坚果表现优于瓜子。**2023年公司营业收入承压，同比微降1.13%，主要系受到2023年一季度和四季度收入同比下滑的拖累，其中2023Q1备货较为谨慎，导致收入不及预期，2023Q4则受到春节错期的影响。分产品来看，2023年葵花子/坚果/其他产品的营业收入分别为42.70/17.53/7.16亿元，同比-5.36%/+8.00%/+1.51%，坚果表现优于葵花子，预计主要得益于公司积极推进县乡网点和零食量贩等新型渠道的建设下，核心单品每日坚果渠道覆盖力提升。而瓜子收入承压预计主要系在消费者更加追求性价比下，低价产品对公司核心产品红袋、蓝袋带来一定的冲击。
- 2023年瓜子成本上行拖累盈利能力，2023Q4起已显著改善。**2023年公司毛利率为26.75%，同比-5.21pct，其中葵花子和坚果的毛利率分别为25.23%/31.56%，同比-7.92pct/+1.02pct，葵花子毛利率的回落主要系葵花子原材料采购成本上涨幅度较大。费用端来看，2023年公司的销售/管理/研发费用率分别为9.06%/4.25%/0.95%，同比-1.12pct/-0.72pct/+0.17pct，销售费用率下滑幅度较大，主要系广告促销费用下降，管理费用率下滑主要系业绩不达标下员工薪酬奖金减少。在成本承压背景下，公司2023年归母净利率同比下滑2.38pct至11.80%。值得注意的是，伴随着新采购季葵花籽采购价格的回落，2023Q4公司毛利率环比+2.5pct至29.3%，呈现较为显著的改善趋势。
- 2024年一季度迎来开门红，收入利润改善显著。**2024Q1公司实现

《洽洽食品（002557）2022 年业绩快报点评：收入端符合预期，成本端仍需观察（买入）*休闲食品*薛玉虎，刘洁铭》——2023-02-27

营收 18.22 亿元，同比+36.39%，剔除掉春节错期影响，2023Q4+2024Q1 合计营收 41.49 亿元，同比+8.16%，依旧保持正向增长，主要得益于公司年货节期间礼盒动销表现优异。2024Q1 毛利率为 30.43%，同比+1.91pct，环比+1.13pct，呈现持续改善趋势，预计主要系瓜子原材料成本下滑。费用端来看，销售/管理/研发费用率分别为 12.35%/3.74%/0.95%，同比+1.68pct/-1.48pct/-0.46pct，其中销售费用率的上涨主要系公司通过梯媒、高铁站、抖音等媒体对品牌持续投入，以及年货节下市场促销费用有所增加。此外，2024Q1 政府补助减少了 1913 万元。2024Q1 实现归母净利率 13.20%，同比-0.12pct；实现扣非归母净利率 12.15%，同比+1.51pct。

- **产品渠道双轮渠道，成本持续改善可期。产品端：1) 瓜子：**持续打造“葵珍”葵花籽高端品牌及“打手瓜子”品牌，不断进行风味化延伸；**2) 坚果：**推进每日坚果屋顶盒的渠道渗透，并持续研发推出高端坚果、风味坚果、坚果乳等新品。**渠道端：1) 线下：**加快推进三四线等城市以及县域市场的开拓，同时积极推进零食量贩渠道、会员店、餐饮、社区团购等渠道的发展；**2) 线上：**在抖音等渠道不断突破；**3) 海外：**将持续聚焦东南亚市场的深度发展。**成本端，**2024 年，随着葵花籽种植面积扩大，新采购季下葵花籽采购价格有望持续回落，带来盈利能力的改善。
- **盈利预测和投资评级：**公司是我国休闲零食的领军企业，在瓜子行业已经有很高的市占率，坚果第二增长曲线仍有较高成长性。同时公司注重股东分红，2023 年现金分红率提升至 63%，预计未来仍保持较高的分红比例。我们调整公司的盈利预测，预计 2024-2026 年公司的营业收入分别为 75.73/83.52/91.31 亿元，同比增长 11%/10%/9%；归母净利润分别为 10.23/11.86/13.26 亿元，同比增长 27%/16%/12%；EPS 分别为 2.02/2.34/2.62 元，对应 PE 为 19/16/14x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 食品安全风险；2) 新品推广不及预期；3) 费用投放超预期；4) 成本上涨超预期；5) 渠道开拓不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6806	7573	8352	9131
增长率(%)	-1	11	10	9
归母净利润（百万元）	803	1023	1186	1326
增长率(%)	-18	27	16	12
摊薄每股收益（元）	1.58	2.02	2.34	2.62
ROE(%)	15	17	18	19
P/E	21.98	18.59	16.03	14.34
P/B	3.19	3.20	2.96	2.74
P/S	2.59	2.51	2.28	2.08
EV/EBITDA	15.32	11.99	10.68	8.88

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：洽洽食品盈利预测表

证券代码:	002557				股价:	37.50		投资评级:	增持		日期:	2024/04/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	15%	17%	18%	19%	EPS	1.58	2.02	2.34	2.62				
毛利率	27%	32%	32%	33%	BVPS	10.91	11.71	12.65	13.69				
期间费率	12%	14%	14%	14%	估值								
销售净利率	12%	14%	14%	15%	P/E	21.98	18.59	16.03	14.34				
成长能力					P/B	3.19	3.20	2.96	2.74				
收入增长率	-1%	11%	10%	9%	P/S	2.59	2.51	2.28	2.08				
利润增长率	-18%	27%	16%	12%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.72	0.78	0.77	0.80	营业收入	6806	7573	8352	9131				
应收账款周转率	19.78	18.37	18.07	18.68	营业成本	4985	5173	5679	6155				
存货周转率	4.19	8.05	4.28	7.81	营业税金及附加	52	62	67	73				
偿债能力					销售费用	616	757	819	886				
资产负债率	41%	39%	41%	39%	管理费用	289	371	397	429				
流动比	3.10	3.17	2.78	2.97	财务费用	-69	-31	-42	-32				
速动比	2.31	2.66	2.04	2.48	其他费用/(-收入)	65	72	79	87				
					营业利润	896	1200	1402	1579				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	98	77	75	74				
现金及现金等价物	4951	5622	5464	6580	利润总额	994	1277	1477	1653				
应收款项	423	418	562	508	所得税费用	191	253	290	326				
存货净额	1623	940	1952	1169	净利润	803	1024	1188	1327				
其他流动资产	235	231	243	243	少数股东损益	0	1	1	2				
流动资产合计	7233	7212	8221	8501	归属于母公司净利润	803	1023	1186	1326				
固定资产	1283	1566	1656	1756									
在建工程	14	23	26	29	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	712	768	804	844	经营活动现金流	419	1692	715	2093				
长期股权投资	157	185	200	216	净利润	803	1023	1186	1326				
资产总计	9399	9754	10908	11345	少数股东权益	0	1	1	2				
短期借款	539	673	834	1011	折旧摊销	182	186	199	213				
应付款项	857	593	1051	722	公允价值变动	3	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-484	501	-650	566				
其他流动负债	935	1009	1069	1127	投资活动现金流	1112	-462	-235	-264				
流动负债合计	2331	2276	2954	2859	资本支出	-141	-457	-252	-281				
长期借款及应付债券	1431	1431	1431	1431	长期投资	1151	-28	-15	-16				
其他长期负债	104	104	104	104	其他	102	23	33	32				
长期负债合计	1535	1535	1535	1535	筹资活动现金流	-203	-559	-638	-712				
负债合计	3866	3811	4489	4394	债务融资	408	135	161	177				
股本	507	507	507	507	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	5533	5943	6419	6951	其它	-611	-694	-798	-889				
负债和股东权益总计	9399	9754	10908	11345	现金净增加额	1332	670	-158	1116				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。