

2024年05月10日

洽洽食品 (002557.SZ)

公司快报

食品饮料 | 休闲食品III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2024-05-09)

36.90 元

交易数据

总市值(百万元)	18,708.39
流通市值(百万元)	18,708.25
总股本(百万股)	507.00
流通股本(百万股)	507.00
12个月价格区间	43.25/31.20

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.06	-1.89	-0.98
绝对收益	3.65	7.02	-10.0

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号: S0910523120001

lixinxin@huajinsec.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.cn

相关报告

坚果势能较好, 成本改善可期

投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 68.06 亿元, 同比下降 1.13%, 实现归母净利润 8.03 亿元, 同比下降 17.77%, 实现扣非后归母净利润 7.10 亿元, 同比下降 16.25%;

23Q4 公司实现营业收入 23.27 亿元, 同比下降 6.90%, 实现归母净利润 2.97 亿元, 同比下降 15.06%, 实现扣非后归母净利润 2.86 亿元, 同比下降 11.51%;

24Q1 公司实现营业收入 18.22 亿元, 同比增长 36.39%, 实现归母净利润 2.40 亿元, 同比增长 35.15%, 实现扣非后归母净利润 2.21 亿元, 同比增长 55.80%。

◆ **年报分析:** 坚果类稳健增长, 葵花子需求下滑, 成本上涨拖累短期盈利能力

坚果类稳健增长, 葵花子需求下滑。2023 年公司实现营收 68.06 亿元, 同比下降 1.13% (Q1: -6.73%; Q2: +8.34%; Q3: +5.12%; Q4: -6.90%)。分产品来看, 2023 年葵花子实现营收 42.7 亿元/同比-5.36%, 主要系高基数及春节备货错期影响, 其中高端瓜子产品“葵珍”通过产品优化调整和圈层渗透、渠道拓展实现销售额持续增长, 除此之外, 公司还通过喜瓜子和定制瓜子不断培育茶饮、餐饮等新场景, 有望推动后续需求迎来改善; 坚果类实现营收 17.5 亿元/同比+8.00%, 其中礼盒产品实现较快增长, 公司持续聚集小黄袋每日坚果, 不断进行风味化、功能化延伸, 同时屋顶盒版每日坚果持续推进三四线等下沉市场渗透, 坚果礼产品不断丰富产品结构, 共同驱动坚果收入实现稳健增长, 此外公司加强试销风味坚果并不断优化, 有望打造新增长点; 其他产品实现营收 7.16 亿元/同比+1.51%, 表现较为平稳。渠道端, 公司持续优化精耕模式、拓展新场景新渠道, 海外渠道亦取得恢复性增长。截止 23 年年底, 公司渠道数字化平台掌控终端网点数量超 32 万家, 抖音业务持续突破, 运营私域全会员体系、收入持续提升, 海外持续深耕东南亚市场, 渠道产品营销不断优化、收入实现恢复性增长, 此外公司积极探索发展零食量贩店、会员店、O2O 等新渠道, 其中零食量贩渠道 2023 年含税收入近 2 亿元, 发展速度较快, 未来公司将继续增加适配渠道的产品并加速渗透, 有望进一步推动该渠道收入实现提升。

成本上涨拖累短期盈利能力。2023 年公司毛利率为 26.75%, 同比-5.21pct, 其中葵花子/坚果类毛利率同比-7.92pct/+1.02pct, 公司毛利率下降主要系葵花子原材料采购成本上涨所致。费用端, 2023 年公司销售/管理费用率为 9.06%/4.25%, 同比-1.12pct/-0.72pct, 其中职工薪酬有所下滑, 主要系公司目标未完成, 员工薪酬奖金等受到影响, 研发费用率为 0.95%, 同比+0.17pct, 财务费用率为-1.01%, 同比-0.84pct, 主要得益于 2023 年大额存单增加, 相应计提的利息收入增加, 整体看 2023 年期间费用率为 13.25%, 同比-2.51pct。最终 2023 年公司净利率为 11.80%, 同比-2.41pct。

◆ **一季报分析:** 春节旺季销售亮眼, 坚果品类势能较好, 盈利能力边际改善

春节旺季销售亮眼, 坚果品类势能较好。由于春节错期渠道备货后置, 24Q1 公司



收入同比快增 36.39%，剔除春节错期影响，23Q4+24Q1 营收同比+8%，整体经营较为稳健，其中预计瓜子实现小个位数增长，坚果实现超 20%增长，春节礼赠场景催化下，坚果礼盒或实现较高增长。

成本改善费率优化，盈利能力边际改善。2024Q1 公司毛利率为 30.43%，同比+1.92pct，预计得益于原材料采购成本有所下降。费用端，2024Q1 公司销售费用率为 12.35%，同比+1.68pct，主要源于年货节期间加强品牌投入，包括梯媒、高铁站、抖音等媒体的广告投放，以及 Q1 市场促销费用增加；管理/研发/财务费用率为 3.74%/0.95%/-1.94%，同比-1.47pct/-0.45pct/-0.31pct，期间费用率为 15.10%，同比-0.56pct。随着后续原料成本下降、销售增长规模效应增强以及运营效率提升等，公司盈利能力有望进一步提升。

- ◆ **未来展望：持续提升品牌力、产品力，加强渠道、供应链和组织建设。**具体来看，**品牌方面**，加大内容营销，整合、统筹营销资源，不断提升品牌认知度和美誉度；**产品方面**，聚集品类创新发展，持续提升产品力，24 年公司将持续打造葵珍葵花籽高端第一品牌和打手瓜子第一品牌，不断延伸红蓝袋系列产品风味，海外亦加强产品口味、形态等创新，坚果品类持续进行产品创新，每日坚果屋顶盒持续渗透、洽洽坚果礼产品矩阵持续丰富等；**渠道方面**，全面开展渠道精耕，拓展下沉市场，线上渠道、新渠道等同步发展；**供应链方面**，加大供应链上游拓展，持续推动供应链升级，打造增值、高效、柔性、安全的供应链服务和有竞争力的供应链体系；**组织方面**，持续完善匹配公司战略与业务运作的组织架构和人才发展计划，提升人岗匹配，同时加大优秀人才引进，优化人才发展通道，形成更有驱动力的组织。
- ◆ **投资建议：**公司深耕瓜子和坚果两大战略核心品类，不断推进产品创新和渠道拓展精耕，叠加成本逐渐进入下行期，利润弹性有望逐步释放。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 77.62/86.24/95.12 亿元，同比增长 14.1%/11.1%/10.3%，归母净利润 10.50/12.24/14.01 亿元，同比增长 30.8%/16.6%/14.4%，对应 EPS 分别为 2.07/2.41/2.76 元，首次覆盖，给予“增持-A”评级。
- ◆ **风险提示：**食品质量及安全风险，市场需求疲软，新品销售不及预期，销售渠道管理风险，原材料价格波动风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,883	6,806	7,762	8,624	9,512
YoY(%)	15.0	-1.1	14.1	11.1	10.3
归母净利润(百万元)	976	803	1,050	1,224	1,401
YoY(%)	5.1	-17.8	30.8	16.6	14.4
毛利率(%)	32.0	26.8	29.4	30.2	31.0
EPS(摊薄/元)	1.93	1.58	2.07	2.41	2.76
ROE(%)	18.6	14.5	16.0	16.4	16.4
P/E(倍)	19.2	23.3	17.8	15.3	13.4
P/B(倍)	3.6	3.4	2.9	2.5	2.2
净利率(%)	14.2	11.8	13.5	14.2	14.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

2024-2026 年公司收入预计同比增长 14.06%/11.10%/10.29%，毛利率为 29.37%/30.22%/31.04%，预计受益于原料采购成本下降和产品结构优化：

- (1) **葵花子：**公司将不断优化产品，持续打造葵珍葵花子高端第一品牌和打手瓜子第一品牌，持续推出经典红袋和蓝袋系列新产品，不断进行风味延伸，海外亦借助产品口味、形态创新等持续丰富产品矩阵，伴随着下沉渠道拓展、终端网点开拓及新渠道发展等，葵花子有望实现稳健增长，预计 2024-2026 年葵花子收入增速为 10%/8%/7%，毛利率为 29.0%/30%/31%。
- (2) **坚果类：**伴随着渠道开拓精耕及产品优化推新，坚果品类每日坚果屋顶盒有望持续渗透、洽洽坚果礼较快增长，同时风味坚果等逐步发力，有望培育成为新的增长点。预计 2024-2026 年坚果类收入增速为 25%/18%/16%，毛利率为 32.0%/32.5%/33.0%。
- (3) **其他产品：**预计稳健增长，2024-2026 年收入增速为 10%/10%/12%，毛利率为 25.5%/26.0%/26.5%。

表 1：公司业务拆分

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
葵花子					
营业收入（百万元）	4512.27	4270.45	4697.50	5073.30	5428.43
yoy%	14.42%	-5.36%	10.00%	8.00%	7.00%
毛利率	33.15%	25.23%	29.00%	30.00%	31.00%
坚果类					
营业收入（百万元）	1622.96	1752.87	2191.09	2585.49	2999.16
yoy%	18.78%	8.00%	25.00%	18.00%	16.00%
毛利率	30.54%	31.56%	32.00%	32.50%	33.00%
其他产品					
营业收入（百万元）	705.17	715.83	787.41	866.15	970.09
yoy%	30.92%	1.51%	10.00%	10.00%	12.00%
毛利率	26.82%	24.92%	25.50%	26.00%	26.50%
其他业务					
营业收入（百万元）	42.97	66.47	86.42	99.38	114.29
yoy%	-68.55%	54.71%	30%	15%	15%
毛利率	45.45%	17.38%	18.00%	19.00%	20.00%
公司整体					
总收入（百万元）	6883.37	6805.63	7762.42	8624.32	9511.97
yoy%	15.01%	-1.13%	14.06%	11.10%	10.29%
综合毛利率	31.96%	26.75%	29.37%	30.22%	31.04%

资料来源：wind，华金证券研究所

二、可比公司估值

公司主要生产销售坚果炒货类休闲食品。为便于对比分析，我们选取业务内容相似的休闲零食上市公司甘源食品、盐津铺子、劲仔食品、三只松鼠、良品铺子作为可比公司，进行估值对比。公司深耕瓜子和坚果两大战略核心品类，不断推进产品创新和渠道拓展精耕，叠加成本逐渐进入下行期，利润弹性有望逐步释放。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E
002991	甘源食品	80.17	4.08	5.09	19.64	15.75
002847	盐津铺子	147.05	6.79	8.73	21.67	16.85
003000	劲仔食品	66.40	2.98	3.84	22.27	17.31
300783	三只松鼠	106.59	3.56	4.88	29.98	21.84
603719	良品铺子	62.96	2.11	2.53	29.89	24.84
平均		-	4.62	5.88	21.19	16.63
002557	洽洽食品	187.08	10.50	12.24	17.81	15.28

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2024 年 5 月 9 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6269	7233	8240	9068	9826	营业收入	6883	6806	7762	8624	9512
现金	3075	4478	5707	5908	6880	营业成本	4683	4985	5483	6018	6560
应收票据及应收账款	456	423	580	534	695	营业税金及附加	58	52	65	72	78
预付账款	42	55	55	67	68	营业费用	701	616	714	802	885
存货	985	1623	1245	1903	1528	管理费用	342	289	318	345	371
其他流动资产	1711	653	653	655	655	研发费用	54	65	78	78	95
非流动资产	2278	2166	2275	2339	2377	财务费用	-12	-69	-53	-67	-76
长期投资	163	157	149	140	132	资产减值损失	-6	-3	-4	-6	-6
固定资产	1359	1283	1365	1409	1441	公允价值变动收益	5	-3	1	-1	-0
无形资产	268	291	289	295	296	投资净收益	54	24	39	32	36
其他非流动资产	489	435	472	496	509	营业利润	1121	896	1205	1414	1640
资产总计	8547	9399	10515	11407	12203	营业外收入	105	106	102	105	105
流动负债	1861	2331	2619	2884	2881	营业外支出	5	8	10	8	8
短期借款	230	539	539	539	539	利润总额	1221	994	1297	1511	1737
应付票据及应付账款	630	857	779	1017	940	所得税	242	191	246	285	334
其他流动负债	1001	935	1302	1328	1403	税后利润	978	803	1051	1226	1403
非流动负债	1415	1535	1312	1050	764	少数股东损益	2	0	1	2	2
长期借款	1301	1431	1207	946	660	归属母公司净利润	976	803	1050	1224	1401
其他非流动负债	114	104	104	104	104	EBITDA	1392	1166	1363	1565	1781
负债合计	3276	3866	3931	3933	3645						
少数股东权益	3	3	4	6	8	主要财务比率					
股本	507	507	507	507	507	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1546	1558	1558	1558	1558	成长能力					
留存收益	3117	3440	4100	4911	5882	营业收入(%)	15.0	-1.1	14.1	11.1	10.3
归属母公司股东权益	5269	5529	6580	7468	8551	营业利润(%)	9.1	-20.1	34.4	17.4	16.0
负债和股东权益	8547	9399	10515	11407	12203	归属于母公司净利润(%)	5.1	-17.8	30.8	16.6	14.4
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	32.0	26.8	29.4	30.2	31.0
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率(%)	14.2	11.8	13.5	14.2	14.7
经营活动现金流	1532	419	1310	915	1673	ROE(%)	18.6	14.5	16.0	16.4	16.4
净利润	978	803	1051	1226	1403	ROIC(%)	14.3	10.5	11.4	12.2	12.8
折旧摊销	164	179	143	160	176	偿债能力					
财务费用	-12	-69	-53	-67	-76	资产负债率(%)	38.3	41.1	37.4	34.5	29.9
投资损失	-54	-24	-39	-32	-36	流动比率	3.4	3.1	3.1	3.1	3.4
营运资金变动	440	-493	209	-373	205	速动比率	2.8	2.3	2.6	2.4	2.8
其他经营现金流	15	22	-1	1	-0	营运能力					
投资活动现金流	313	1112	-211	-193	-179	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
筹资活动现金流	-533	-203	130	-521	-522	应收账款周转率	17.7	15.5	15.5	15.5	15.5
						应付账款周转率	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	1.93	1.58	2.07	2.41	2.76	P/E	19.2	23.3	17.8	15.3	13.4
每股经营现金流(最新摊薄)	3.02	0.83	2.58	1.80	3.30	P/B	3.6	3.4	2.9	2.5	2.2
每股净资产(最新摊薄)	10.18	10.70	12.77	14.52	16.66	EV/EBITDA	11.3	13.6	10.8	9.1	7.3

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn