



# 洽洽食品 (002557.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 淡季需求承压，成本弹性充足

### 业绩简评

8月28日公司发布24年半年报，24H1实现营收28.98亿元，同比+7.92%；实现归母净利润3.37亿元，同比+25.92%；扣非归母净利润2.83亿元，同比+41.8%。其中，24Q2实现营收10.77亿元，同比-20.25%；实现归母净利润0.96亿元，同比+7.58%；扣非归母净利润0.61亿元，同比+7.14%。

### 经营分析

**季节性需求波动，Q2收入增长承压。**1) 受消费淡季影响，叠加成本下行致行业竞争加剧，瓜子和坚果Q2收入增长均承压。结合Q1消费旺季来看，24H1葵花子/坚果类/其他收入分别为18.54/6.60/3.84亿元，同比+3.01%/+23.90%/+8.96%。拆分量价来看，24H1休闲食品吨价/销量分别+1.5%/+6.5%，产品结构变化带动吨价持续提升，但预计细分品类来看单价提升具备压力。2) 公司加大与会员店、零食专营合作力度，加强数字化建设对终端精细化管理，弥补大盘销量下滑影响，24H1南方/东方/北方/电商/海外分别实现营收8.63/8.70/5.27/3.61/2.46亿元，同比-0.7%/+21.9%/+3.3%/+11.6%/+4.5%。3) 截至6月末，公司渠道数字化平台掌控终端网点数量超过37万家，同比+48%。

**成本压力缓解，低基数下凸显利润弹性。**从存货端看，公司24H1末存货同比+15.68%，预计系低价原料储备充足。1) Q2毛利率同比+4.42pct实现24.98%，主要系花籽价格在去年Q4新采购季得到改善，葵花子/坚果24H1毛利率分别+4.5pct/1.8pct。2) 需求端承压背景下品牌推广投放增加，24Q2销售/管理/研发费率同比+1.52%/+2.03pct/+0.47pct，其中24H1广告促销费为2.15亿元，同比+59.03%。3) 最终24Q2净利率为8.95%，同比+2.32pct。

**短期基本面承压，期待旺季需求改善。**公司在瓜子和坚果品类具备较强的品牌和渠道优势，短期需求受外部压力影响较大，我们仍看好旺季送礼需求恢复，叠加新渠道铺货率提升后日常消费企稳。利润端预计新采购季瓜子成本基本平稳，坚果规模效应持续释放，全年仍将贡献较大的利润弹性。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到淡季需求承压，我们分别下调24-26年归母净利润13%/14%/18%。预计24-26年公司归母净利润为9.2/10.7/11.9亿元，分别同比+15%/+16%/+11%，对应PE分别为14x/12x/11x，维持“买入”评级。

### 风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

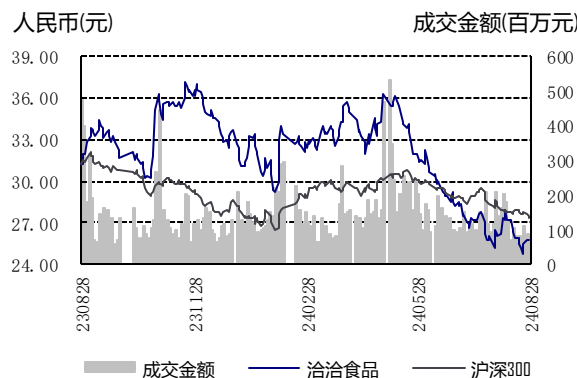
分析师：陈宇君 (执业S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.70元

### 相关报告：

- 《洽洽食品公司点评：Q1全渠道发力，业绩超预期》，2024.4.30
- 《洽洽食品公司点评：需求+成本集中承压，24年有望改善》，2024.4.26
- 《洽洽食品公司点评：动销环比改善，期待利润修复》，2023.10.27



### 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	7,421	8,174	9,009
营业收入增长率	15.01%	-1.13%	9.05%	10.14%	10.22%
归母净利润(百万元)	976	803	921	1,067	1,185
归母净利润增长率	5.10%	-17.75%	14.71%	15.88%	11.00%
摊薄每股收益(元)	1.925	1.583	1.816	2.105	2.336
每股经营性现金流净额	3.02	0.83	2.63	2.27	2.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.52%	14.52%	15.14%	15.87%	15.94%
P/E	25.97	21.99	14.15	12.21	11.00
P/B	4.81	3.19	2.14	1.94	1.75

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	7,421	8,174	9,009
增长率		15.0%	-1.1%	9.0%	10.1%	10.2%
主营业务成本	-4,073	-4,683	-4,985	-5,267	-5,746	-6,317
%销售收入	68.0%	68.0%	73.2%	71.0%	70.3%	70.1%
毛利	1,913	2,200	1,821	2,154	2,429	2,693
%销售收入	32.0%	32.0%	26.8%	29.0%	29.7%	29.9%
营业税金及附加	-53	-58	-52	-63	-69	-77
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-604	-701	-616	-683	-752	-829
%销售收入	10.1%	10.2%	9.1%	9.2%	9.2%	9.2%
管理费用	-266	-342	-289	-319	-343	-378
%销售收入	4.4%	5.0%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%
研发费用	-45	-54	-65	-74	-82	-90
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	944	1,046	798	1,015	1,182	1,319
%销售收入	15.8%	15.2%	11.7%	13.7%	14.5%	14.6%
财务费用	31	12	69	-2	7	15
%销售收入	-0.5%	-0.2%	-1.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%
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	20	25	25
%税前利润	3.1%	4.4%	2.4%	1.8%	1.9%	1.7%
营业利润	1,028	1,121	896	1,043	1,224	1,369
营业利润率	17.2%	16.3%	13.2%	14.1%	15.0%	15.2%
营业外收支	99	99	98	100	100	100
税前利润	1,127	1,221	994	1,143	1,324	1,469
利润率	18.8%	17.7%	14.6%	15.4%	16.2%	16.3%
所得税	-197	-242	-191	-219	-254	-282
所得税率	17.5%	19.8%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%
净利润	930	978	803	923	1,070	1,187
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	921	1,067	1,185
净利率	15.5%	14.2%	11.8%	12.4%	13.1%	13.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	930	978	803	923	1,070	1,187
少数股东损益	1	2	0	3	3	3
非现金支出	153	176	186	162	190	213
非经营收益	-75	-63	-86	-44	-30	-30
营运资金变动	337	441	-484	291	-78	4
经营活动现金净流	1,345	1,532	419	1,333	1,151	1,373
资本开支	-173	-211	-141	-411	-159	-149
投资	-527	412	1,151	-170	-170	-170
其他	104	112	102	20	25	25
投资活动现金净流	-596	313	1,112	-561	-304	-294
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	200	-58	408	-117	0	0
其他	-423	-475	-611	-467	-521	-568
筹资活动现金净流	-223	-533	-203	-584	-521	-568
现金净流量	532	1,307	1,332	188	326	510

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	4,665	4,990	5,500
应收款项	327	464	433	409	428	472
存货	1,462	985	1,623	1,299	1,417	1,523
其他流动资产	2,317	1,746	698	926	1,030	1,136
流动资产	5,853	6,269	7,233	7,299	7,866	8,632
%总资产	72.5%	73.3%	77.0%	73.8%	74.3%	75.3%
长期投资	497	528	483	553	623	693
固定资产	1,331	1,384	1,297	1,620	1,685	1,717
%总资产	16.5%	16.2%	13.8%	16.4%	15.9%	15.0%
无形资产	276	269	291	298	302	306
非流动资产	2,220	2,278	2,166	2,588	2,727	2,834
%总资产	27.5%	26.7%	23.0%	26.2%	25.7%	24.7%
资产总计	8,072	8,547	9,399	9,887	10,593	11,465
短期借款	289	235	541	6	6	6
应付款项	887	787	972	900	950	1,045
其他流动负债	748	839	818	961	974	1,039
流动负债	1,924	1,861	2,331	1,867	1,930	2,090
长期贷款	0	0	99	499	499	499
其他长期负债	1,352	1,415	1,436	1,434	1,433	1,433
负债	3,276	3,276	3,866	3,800	3,863	4,022
普通股股东权益	4,794	5,269	5,529	6,082	6,722	7,433
其中：股本	507	507	507	507	507	507
未分配利润	2,317	2,864	3,186	3,739	4,379	5,090
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	9,887	10,593	11,465

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.832	1.925	1.583	1.816	2.105	2.336
每股净资产	9.456	10.392	10.906	11.996	13.259	14.660
每股经营现金净流	2.652	3.022	0.827	2.628	2.271	2.707
每股股利	0.700	0.800	0.850	0.727	0.842	0.935
回报率						
净资产收益率	19.37%	18.52%	14.52%	15.14%	15.87%	15.94%
总资产收益率	11.50%	11.42%	8.54%	9.31%	10.07%	10.33%
投入资本收益率	12.27%	12.26%	8.57%	10.35%	11.15%	11.48%
增长率						
主营业务收入增长率	13.15%	15.01%	-1.13%	9.05%	10.14%	10.22%
EBIT增长率	11.75%	10.71%	-23.64%	27.16%	16.43%	11.56%
净利润增长率	15.35%	5.10%	-17.75%	14.71%	15.88%	11.00%
总资产增长率	15.66%	5.89%	9.96%	5.20%	7.14%	8.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.4	19.4	20.3	19.0	18.0	18.0
存货周转天数	141.1	95.4	95.5	90.0	90.0	88.0
应付账款周转天数	54.1	49.2	47.0	47.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	80.8	72.0	68.8	70.1	64.3	58.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.93%	-59.30%	-53.86%	-55.87%	-56.86%	-59.60%
EBIT利息保障倍数	-30.8	-90.0	-11.6	426.1	-173.9	-85.2
资产负债率	40.58%	38.33%	41.14%	38.43%	36.47%	35.08%

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	5	15	29	117
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.06	1.03	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-27	买入	41.50	N/A
2	2023-02-26	买入	45.66	N/A
3	2023-04-21	买入	40.45	N/A
4	2023-04-26	买入	43.45	N/A
5	2023-08-25	买入	37.39	N/A
6	2023-10-27	买入	32.96	N/A
7	2024-04-26	买入	34.33	N/A
8	2024-04-30	买入	35.45	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

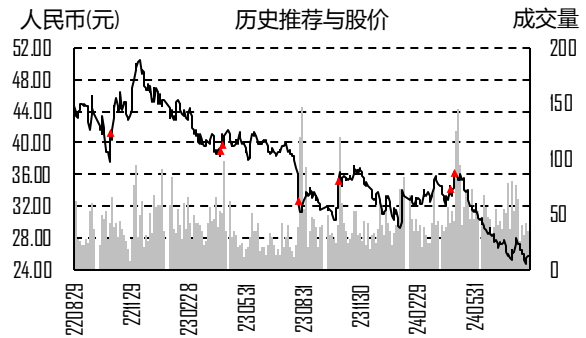
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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





**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