

洽洽食品 (002557.SZ)

第二季度收入同比下滑，成本回落助盈利能力改善

优于大市

核心观点

洽洽食品发布2024年半年度业绩，2024年上半年公司实现营业总收入28.98亿元，同比+7.92%；实现归母净利润3.37亿元，同比+25.92%；实现扣非归母净利润2.83亿元，同比+41.80%。第二季度实现营业总收入10.77亿元，同比-20.25%；实现归母净利润0.96亿元，同比+7.58%；实现扣非归母净利润0.61亿元，同比+7.14%。

第二季度需求淡季，公司控制发货节奏、促进库存消化。分产品看，上半年瓜子/坚果业务实现收入18.5/6.6亿元，同比+3.0%/+23.9%，瓜子业务受到需求偏弱、低价白牌产品竞争的影响，坚果业务受益于公司持续进行坚果礼盒的渠道下沉，收入保持较高增速。分季度看，第一季度/第二季度营业收入18.2/10.8亿元，同比+36.4%/-20.2%。因春节旺季休闲食品需求旺盛，而春节后需求明显走弱，第二季度公司主动控制发货节奏，以促进终端库存消化，故第二季度公司收入同比-20.2%，其中礼盒类产品占比较高的坚果业务下滑幅度超过平均水平。

成本回落助力毛利率回升，费用率提升拖累净利率改善幅度。2024年上半年公司毛利率28.4%，同比+3.9pct，主因葵花籽采购价格同比回落约10%。在葵花籽采购成本下行的帮助下，上半年瓜子业务毛利率同比提升4.5pct至28.6%。但第二季度毛利率环比第一季度有所回落，主要系收入下滑致固定成本分摊减少所致。上半年公司销售费用率11.5%，同比+1.9pct，主因上半年公司对于渠道、终端及广告宣传的费用投入增加。上半年公司归母净利润率同比小幅提升1.7pct至11.6%。

渠道拓展护航收入增长，成本回落促进利润弹性释放。瓜子业务方面，应对需求环境及下游渠道结构变化，公司持续推动渠道下沉与弱势市场渠道精耕，并积极开拓新渠道，如与量贩零食系统、茶饮品牌、餐饮品牌、特通渠道等合作，以挖掘更多需求增量。坚果业务方面，洽洽在坚果市场的品牌影响力持续提升，公司亦持续进行渠道下沉与终端开拓，每日坚果屋顶盒及坚果礼盒有望维持较快增速。展望下半年，在第二季度公司积极去化渠道及终端库存后，下半年收入增速有望改善，叠加成本下行红利贯穿全年，预计全年利润端仍可录得快于收入端的增速。

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。

盈利预测与投资建议：考虑到经济弱复苏背景下，包装瓜子及坚果的消费需求仍偏弱，我们下调盈利预测：预计2024-2026年公司实现营业总收入74.7/81.9/89.7亿元（前预测值76.2/85.6/95.8亿元）；实现归母净利润9.3/10.4/11.7亿元（前预测值10.2/11.9/13.5亿元）；当前股价对应PE分别为14/12/11倍。公司经营策略稳健，产品力及品牌力突出，对于渠道和产业链具有较强的把控能力，维持“优于大市”评级。

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	7,469	8,189	8,972
(+/-%)	15.0%	-1.1%	9.7%	9.7%	9.6%
归母净利润(百万元)	976	803	931	1044	1168
(+/-%)	5.1%	-17.8%	15.9%	12.2%	11.8%
每股收益(元)	1.93	1.58	1.84	2.06	2.30
EBIT Margin	15.2%	11.7%	13.2%	13.7%	14.1%
净资产收益率 (ROE)	18.5%	14.5%	15.6%	16.2%	16.7%
市盈率 (PE)	13.0	15.8	13.7	12.2	10.9
EV/EBITDA	13.2	17.0	14.8	13.3	12.0
市净率 (PB)	2.41	2.30	2.13	1.97	1.81

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	25.06元
总市值/流通市值	12705/12705百万元
52周最高价/最低价	38.72/23.67元
近3个月日均成交额	119.31百万元

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) - 春节动销旺盛，成本压力缓解》——2024-05-05
- 《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》——2024-04-29
- 《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

洽洽食品公布 2024 年半年度业绩，2024 年上半年公司实现营业总收入 28.98 亿元，同比+7.92%；实现归母净利润 3.37 亿元，同比+25.92%；实现扣非归母净利润 2.83 亿元，同比+41.80%。第二季度实现营业总收入 10.77 亿元，同比-20.25%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比+7.58%；实现扣非归母净利润 0.61 亿元，同比+7.14%。

第二季度需求淡季，公司控制发货节奏、促进库存消化。分产品看，上半年瓜子/坚果业务实现收入 18.5/6.6 亿元，同比+3.0%/+23.9%，瓜子业务受到需求偏弱、低价白牌产品竞争的影响，坚果业务受益于公司持续进行坚果礼盒的渠道下沉，收入保持较高增速。分季度看，第一季度/第二季度营业收入 18.2/10.8 亿元，同比+36.4%/-20.2%。因春节旺季休闲食品需求旺盛（尤其是礼盒类产品需求旺盛），而春节后需求明显走弱，第二季度公司主动控制发货节奏，以促进终端库存消化，故第二季度公司收入同比-20.2%，其中礼盒类产品占比较高的坚果业务下滑幅度超过平均水平。分地区看，上半年东方区/南方区/北方区实现收入 8.7/8.6/5.3 亿元，同比+21.9%/-0.7%/+3.3%，东方区收入大幅增长主因坚果团购渠道扩张、好想来等量贩零食渠道的加快渗透。此外，公司亦在稳步拓展线上渠道及海外市场，上半年电商/海外渠道实现收入 3.6/2.5 亿元，同比+11.6%/+4.5%。

成本回落助力毛利率回升，费用率提升拖累净利率改善幅度。2024 年上半年公司毛利率 28.4%，同比+3.9pct，主因葵花籽采购价格同比回落约 10%。在葵花籽采购成本下行的帮助下，上半年瓜子业务毛利率同比提升 4.5pct 至 28.6%。但第二季度毛利率环比第一季度有所回落，主要系收入下滑致固定成本分摊减少所致。上半年公司销售费用率 11.5%，同比+1.9pct，主因上半年公司对于渠道、终端及广告宣传的费用投入增加。上半年公司归母净利率同比小幅提升 1.7pct 至 11.6%。

渠道拓展护航收入增长，成本回落促进利润弹性释放。瓜子业务方面，应对需求环境及下游渠道结构变化，公司持续推动渠道下沉与弱势市场渠道精耕，并积极开拓新渠道，如与量贩零食系统、茶饮品牌、餐饮品牌、特通渠道等合作，以挖掘更多需求增量。坚果业务方面，洽洽在坚果市场的品牌影响力持续提升，公司亦持续进行渠道下沉与终端开拓，每日坚果屋顶盒及坚果礼盒有望维持较快增速。展望下半年，在第二季度公司积极去化渠道及终端库存后，下半年收入增速有望改善，叠加成本下行红利贯穿全年，预计全年利润端仍可录得快于收入端的增速。

盈利预测与投资建议：考虑到经济弱复苏背景下，包装瓜子及坚果的消费需求仍偏弱，我们下调盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 74.7/81.9/89.7 亿元（前预测值 76.2/85.6/95.8 亿元），同比+9.7%/+9.7%/+9.6%；实现归母净利润 9.3/10.4/11.7 亿元（前预测值 10.2/11.9/13.5 亿元），同比+15.9%/+12.2%/+11.8%；EPS 分别为 1.84/2.06/2.30 元；当前股价对应 PE 分别为 14/12/11 倍。公司经营策略稳健，产品力及品牌力突出，对于渠道和产业链具有较强的把控能力，维持“优于大市”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	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,623	8,559	9,580	7,469	8,189	8,972	-155	-370	-608
收入同比增速%	12.0%	12.3%	11.9%	9.7%	9.7%	9.6%	-2.3%	-2.6%	-2.4%
毛利率%	30.0%	30.5%	30.8%	29.5%	29.5%	29.6%	-0.6%	-1.0%	-1.2%
销售费用率%	9.5%	9.3%	9.3%	10.1%	9.8%	9.6%	0.6%	0.4%	0.3%
归母净利率%	13.4%	13.9%	14.1%	12.5%	12.8%	13.0%	-0.9%	-1.1%	-1.1%
归母净利润（百万元）	1,021	1,188	1,353	931	1,044	1,168	-91	-144	-186
归母净利润同比增速%	27.2%	16.3%	13.9%	15.9%	12.2%	11.8%	-11.3%	-4.1%	-2.1%
EPS（元）	2.01	2.34	2.67	1.84	2.06	2.30	-0.18	-0.28	-0.37

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8月29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	14.6	25.06	1.84	2.06	13.7	12.2	127	优于大市
002847.SZ	盐津铺子	18.2	38.45	2.41	3.10	16.0	12.4	96	优于大市
002991.SZ	甘源食品	12.8	51.60	4.13	4.90	12.5	10.5	48	优于大市

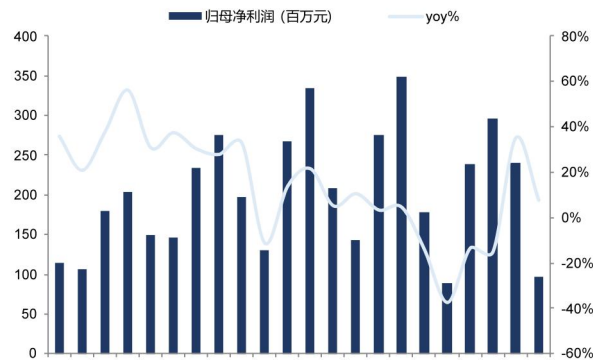
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



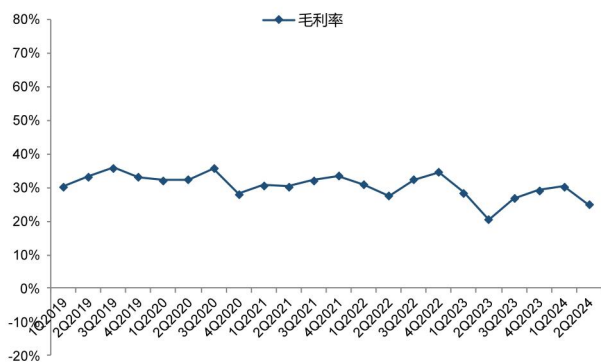
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



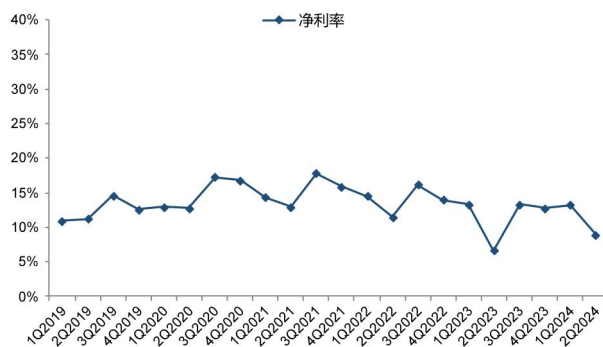
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 单季度归母净利润率变化



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	4835	5250	5893	营业收入	6883	6806	7469	8189	8972
应收款项	464	433	462	507	555	营业成本	4683	4985	5269	5770	6314
存货净额	985	1623	1732	1897	1903	营业税金及附加	58	52	57	63	69
其他流动资产	158	225	247	271	297	销售费用	701	616	752	800	859
流动资产合计	6269	7233	7749	8398	9121	管理费用	342	289	336	359	383
固定资产	1384	1297	1303	1288	1264	研发费用	54	65	71	78	85
无形资产及其他	268	291	285	280	275	财务费用	(12)	(69)	(35)	(43)	(54)
投资性房地产	464	421	469	523	582	投资收益	1	(6)	0	0	0
长期股权投资	163	157	157	157	157	资产减值及公允价值变动	(6)	(3)	(5)	(5)	(5)
资产总计	8547	9399	9964	10645	11398	其他收入	15	(26)	(25)	(32)	(39)
短期借款及交易性金融负债	235	541	541	541	541	营业利润	1121	896	1059	1204	1358
应付款项	630	857	906	992	1086	营业外净收支	99	98	99	99	99
其他流动负债	995	933	1006	1096	1196	利润总额	1221	994	1158	1303	1457
流动负债合计	1861	2331	2453	2629	2822	所得税费用	242	191	226	257	288
长期借款及应付债券	1301	1431	1431	1431	1431	少数股东损益	2	0	1	1	2
其他长期负债	114	104	112	122	133	归属于母公司净利润	976	803	931	1044	1168
非流动负债合计	1415	1535	1543	1553	1564	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	3276	3866	3995	4182	4386	净利润	976	803	931	1044	1168
少数股东权益	3	3	4	4	5	资产减值准备	0	(3)	3	(0)	(0)
股东权益	5269	5529	5965	6459	7007	折旧摊销	163	179	142	150	159
负债和股东权益总计	8547	9399	9964	10645	11398	公允价值变动损失	6	3	5	5	5
						财务费用	(12)	(69)	(35)	(43)	(54)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	467	(479)	(31)	(46)	124
每股收益	1.93	1.58	1.84	2.06	2.30	其它	(80)	(84)	(36)	(41)	(52)
每股红利	0.89	1.06	1.19	1.34	1.61	经营活动现金流	1532	419	1013	1112	1403
每股净资产	10.39	10.91	11.77	12.74	13.82	资本开支	(211)	(144)	(154)	(134)	(134)
ROIC	18.57%	11.89%	17%	32%	35%	其它投资现金流	525	1255	0	0	0
ROE	18.52%	14.52%	16%	16%	17%	投资活动现金流	313	1112	(154)	(134)	(134)
毛利率	32%	27%	29%	30%	30%	权益性融资	(6)	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	12%	13%	14%	14%	长期贷款增加	0	99	0	0	0
EBITDA Margin	18%	14%	15%	16%	16%	支付股利、利息	(450)	(537)	(537)	(606)	(680)
收入增长	15%	-1%	10%	10%	10%	其它融资现金流	(77)	235	35	43	54
净利润增长率	5%	-18%	16%	12%	12%	融资活动现金流	(533)	(203)	(503)	(563)	(626)
资产负债率	38%	41%	40%	39%	39%	现金净变动	1328	1403	356	415	643
股息率	3.5%	4.2%	4.8%	5.3%	6.4%	货币资金的期初余额	1746	3075	4478	4835	5250
P/E	13.0	15.8	13.7	12.2	10.9	货币资金的期末余额	3075	4478	4835	5250	5893
P/B	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8	企业自由现金流	1257	201	749	869	1162
EV/EBITDA	13.2	17.0	14.8	13.3	12.0	权益自由现金流	1257	363	776	904	1205

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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