

# 洽洽食品（002557.SZ）：高分红低估值，稳扎稳打龙头企业

2024年10月29日

推荐/首次

洽洽食品

公司报告

**瓜子业务仍具备增长空间。**公司目前主要产品为包装瓜子和坚果，公司前几年得益于蓝袋瓜子的创新获得不错增速，随着蓝袋瓜子增速下降，公司通过推打手、毛嗑、葵珍等瓜子新品，拓宽价格带来获得量增长，通过重点推中高端瓜子来获得吨价增长。包装瓜子行业目前有小个位数的增长，长期来看，公司未来瓜子增速略高于行业整体，维持 5-6%左右的复合增速，中短期业绩波动主要来自于葵花籽原材料价格的变化，24 年葵花籽种植面积仍在增加，食葵价格逐步回落，我们判断葵花籽原材料价格仍有下降空间，公司未来一年仍有望继续受益于食葵原料价格的下降，推测公司 24 年全年葵花籽毛利率有望较上半年及去年同期有进一步的回升。

**长期来看，坚果销量具备较大提升空间，成本具备下降空间。**坚果方面，自 2017 年公司开始聚焦每日坚果品类，除 23 年受春节错期影响增速降至 8%外，其他年份均保持两位数增速。我国人均坚果消费量不足，除核桃外，杏仁、腰果、榛子等主要坚果消费量远低于美国及全球平均水平，美国是中国人均坚果消费量的 2.67 倍，而在我国，坚果礼盒已经开始成为春节送礼新风尚，取代了部分乳制品送礼需求。若对标国内乳制品消费，坚果仍有 65%的空间，对标欧洲乳制品，坚果有 17.6 倍的提升空间。如今，我国坚果自产率逐步提升，尤其是我国云南已经成为了夏威夷果的主要产地之一，我们认为，随着自产率的提升，长期来看坚果成本也将下降，使得坚果消费进一步普及。公司在全球拥有 10 大工厂，产品自主制造，随着销量的增加，公司坚果规模效应持续释放，有望进一步带来毛利率的提升。

**高分红低估值业绩稳健，股权激励释放积极信号。**公司估值处于休闲食品中较低水平，尽管经历了一波反弹，公司估值依然处于历史估值极低区间，加上分红相对较高，属于休闲食品赛道龙头公司，盈利能力较稳定，我们认为在利率逐步降低的大环境下，高分红低估值业绩稳定的龙头公司值得关注。此外，公司经销渠道基础扎实，品类创新和市场推广能力在坚果和蓝袋瓜子上已经得到验证，期待第三增长曲线打开公司成长天花板。公司股权激励目标较高，彰显管理层信心。

**投资建议：**我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 75.03/83.25/91.14 亿元，分别同比增长 10.25%/10.96%/9.48%；归母净利润分别为 9.88/11.39/12.71 亿元，分别同比增长 23.15%/15.26%/11.60%；2024-2026 年对应 PE 分别为 17/15/13 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**消费复苏不及预期；消费降级，中低端产品占比提升；行业竞争加剧带来价格战；公司创新不及预期，第三曲线不及预期；食品安全风险。

## 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,883.37	6,805.63	7,503.19	8,325.25	9,114.07
增长率(%)	15.01%	-1.13%	10.25%	10.96%	9.48%
归母净利润(百万元)	976.00	802.74	987.64	1,139.05	1,271.08

## 公司简介：

洽洽食品股份有限公司主要生产坚果炒货类、焙烤类休闲食品；公司的主要产品有洽洽红袋香瓜子、洽洽蓝袋风味瓜子、洽洽小黄袋每日坚果、洽洽小蓝袋益生菌每日坚果、每日坚果燕麦片、坚果礼盒等。

资料来源：iFinD、公司公告

## 未来 3-6 个月重大事项提示

无

## 发债及交叉持股介绍：

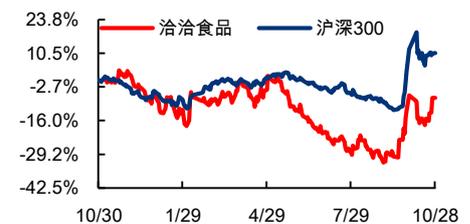
无

## 交易数据

52 周股价区间(元)	38.29-24.1
总市值(亿元)	168.32
流通市值(亿元)	167.97
总股本/流通 A 股(万股)	50,700/50,700
流通 B 股/H 股(万股)	-/-
52 周日均换手率	1.67

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

## 分析师：王洁婷

021-25102900

wangjit@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

增长率 (%)	5.24%	-17.91%	23.15%	15.26%	11.60%
净资产收益率 (%)	18.52%	14.52%	17.03%	18.22%	18.75%
每股收益 (元)	1.93	1.58	1.95	2.25	2.51
PE	17.18	20.96	17.04	14.78	13.24
PB	3.19	3.04	2.90	2.69	2.48

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

<b>1. 瓜子、坚果成就休闲食品龙头地位</b> .....	
1.1 历史: 瓜子+坚果的升级带动公司快速成长.....	
1.2 短期瓜子下滑, 坚果降速, 长期仍然有望维持较好增长.....	
<b>2. 我国休闲食品空间大, 有望长期维持较快增速</b> .....	
2.1 坚果炒货行业-细分行业中的佼佼者.....	1
2.2 瓜子仍有大空间.....	1
2.2.1 推算公司葵花子能够维持 4-5%左右增速.....	1
a. 目前市场规模的测算:.....	1
b. 瓜子升级驱动量价齐升.....	1
2.2.2 包装瓜子绝对龙头, 创新能力突出.....	1
2.3 小坚果, 大潜力.....	1
2.3.1 树坚果消费量具备进一步提升空间.....	1
2.3.2 每日坚果概念推动树坚果需求.....	1
2.3.3 树坚果原材料价格具备下降空间.....	2
2.3.4 混合坚果成为主流, 消费者更关注产品质量.....	2
2.3.5 洽洽“每日坚果六大新鲜标准”引领行业升级.....	2
<b>3. 一体化产业体系夯实基础, 渠道下沉获得增长空间</b> .....	2
3.1 牢牢把控葵花籽资源, 产+研+农结合保障原材料品质.....	2
3.2 全球布局工厂.....	2
3.2.1 自建工厂, 规模效应逐步释放.....	2
3.3 渠道存在升级和下沉空间.....	3
<b>4. 仍具备估值修复空间</b> .....	3
4.1 高分红低估值.....	3
4.2 股权激励彰显管理层信心.....	3
<b>5. 盈利预测与评级</b> .....	3
<b>6. 风险提示:</b> .....	3
<b>相关报告汇总</b> .....	3

## 插图目录

<b>图 1: 公司产品矩阵</b> .....	
<b>图 2: 公司股权结构</b> .....	
<b>图 3: 公司营业收入: 万元</b> .....	
<b>图 4: 公司净利润: 万元</b> .....	
<b>图 5: 公司发展历程</b> .....	
<b>图 6: 主要产品营收: 万元</b> .....	
<b>图 7: 主要产品营收增速</b> .....	
<b>图 8: 日本食品饮料与 GDP 的关系</b> .....	

图 9：日本休闲零食与 GDP 的关系 .....	1
图 10：2022 年人均休闲零食消费量（kg） .....	1
图 11：2022 年人均休闲零食消费额（元） .....	1
图 12：坚果炒货的种类 .....	1
图 13：休闲零食细分品类规模、增速及 CR5 .....	1
图 14：坚果炒货均价（元/kg） .....	1
图 15：我国坚果炒货市场规模（亿元） .....	1
图 16：坚果炒货市场竞争格局 .....	1
图 17：我国葵花籽均价：元/吨 .....	1
图 18：全国葵花籽种植面积（万公顷） .....	1
图 19：我国葵花籽食品用量：千吨 .....	1
图 20：我国葵花籽消费量及增速 .....	1
图 21：公司瓜子出厂价格：元/吨 .....	1
图 22：2021 年包装瓜子市场竞争格局 .....	1
图 23：2023 年公司分地区业务收入占比 .....	1
图 24：葵花籽销售额同比 .....	1
图 25：公司蓝袋系列瓜子 .....	1
图 26：公司坚果收入占比持续提升 .....	1
图 27：公司坚果产品矩阵 .....	1
图 28：中国主要树坚果消费量（吨） .....	1
图 29：中国树坚果消费量（kg/人/年）： .....	1
图 30：坚果消费量：KG/人/年 .....	1
图 31：乳制品消费量对比 .....	1
图 32：树坚果消费量对比乳制品消费量 .....	1
图 33：部分坚果主要生产国产量占比% .....	2
图 34：全球树坚果产量（万吨） .....	2
图 35：我国部分坚果产量及进口量：吨 .....	2
图 36：中国大陆生产者价格指数 .....	2
图 37：沃隆食品坚果产品成本构成 .....	2
图 38：沃隆食品坚果采购价格（2021 年：万元/吨） .....	2
图 39：公司坚果毛利率提升 .....	2
图 40：我国混合坚果行业市场规模 .....	2
图 41：2022 天猫细分坚果品类成交金额及增速 .....	2
图 42：2023 及 2024 春节期间坚果炒货类目个子类目市场份额占比 .....	2
图 43：洽洽每日坚果六大新鲜标准 .....	2
图 44：2022 年混合坚果竞争格局 .....	2
图 45：混合坚果竞争格局变化：2019-2022 年 .....	2
图 46：公司工厂分布 .....	2
图 47：公司产品销往世界各地 .....	2
图 48：公司坚果毛利率上升 .....	2

图 49：可比公司毛利率 .....	2
图 50：公司经销商数量 .....	3
图 51：公司海外经销商数量 .....	3
图 52：量贩零食渠道增速：月销售额（万元） .....	3
图 53：公司年度利润及股利支付率 .....	3
图 54：食品饮料高分红公司（市值>50 亿元） .....	3
图 55：休闲食品公司 PE（TTM） .....	3
图 56：公司 PE（TTM） .....	3
图 57：公司营业收入及利润增速 .....	3

## 表格目录

表 1：葵花籽销量及价格 .....	1
表 2：瓜子规模预测 .....	1
表 3：沃隆食品坚果采购价格敏感性分析 .....	2
表 4：可比公司生产及销售模式对比 .....	2
表 5：生产模式对比 .....	2
表 6：可比公司经销渠道表现 .....	3
表 7：股权激励考核目标 .....	3
附表：公司盈利预测表 .....	3

## 1. 瓜子、坚果成就休闲食品龙头地位

洽洽食品股份有限公司成立于 2001 年 8 月，主要生产坚果炒货类休闲食品。洽洽系列产品有洽洽红袋香瓜子、洽洽蓝袋风味瓜子、洽洽小黄袋每日坚果、洽洽小蓝袋益生菌每日坚果、洽洽坚果礼盒以及多种休闲零食等。公司产品不仅畅销全国各省市，更远销至东南亚、欧美等近 50 个国家和地区。

图1：公司产品矩阵

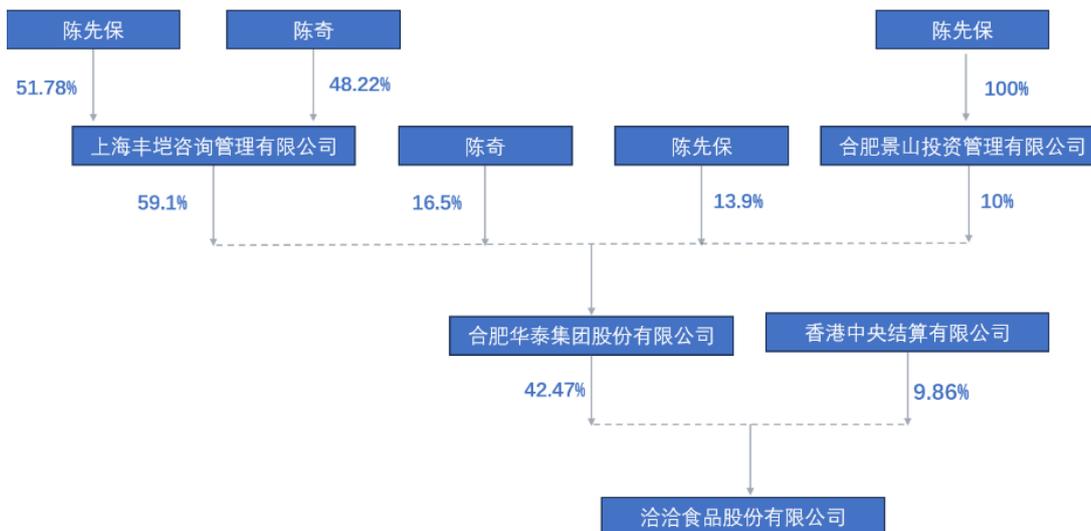


资料来源：公司官网、东兴证券研究所

### 1.1 历史：瓜子+坚果的升级带动公司快速成长

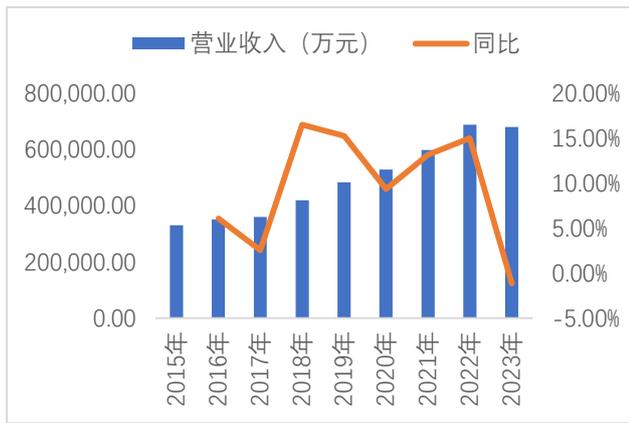
2011 年公司在深交所上市，2013 年创始人陈先保辞去总经理一职并于 2015 年回归。回归后，陈总通过事业部改革、股权激励等措施迅速激发公司经营活力，调动员工积极性并开发出了新的 17 产品系列“蓝袋瓜子”和洽洽坚果。

图2：公司股权结构

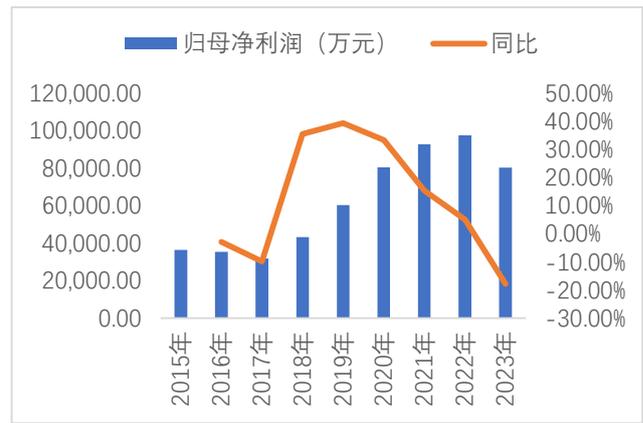


资料来源：同花顺、公司公告、东兴证券研究所

2015年11月,洽洽“蓝袋”瓜子上市,2017年3月小黄袋每日坚果上市,公司开启第二增长曲线。2020年7月公司发布坚果+战略,洽洽小蓝袋益生菌每日坚果、洽洽早餐每日坚果燕麦片战略单品上市。在这期间,公司升级传统红袋瓜子原料及包装,加大新品宣传投入,使得2016及2017年业绩承压。2018年公司改革成效逐步显现,新品“蓝袋瓜子”和洽洽每日坚果的快速成长带动公司业绩重回高增长。2017-2022年公司营业收入/归母净利润均获得不错的增长,5年CAGR分别为13.82%/25.05%。2023年因疫情期间的高基数、葵花籽原材料涨价、原材料不足以及消费恢复较弱等原因,公司业绩遭遇较大压力,收入和利润增速明显下降,2023年公司收入68.06亿元,同比-1.13%,归母净利润8.03亿元,同比-17.75%。

**图3: 公司营业收入: 万元**


资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

**图4: 公司净利润: 万元**


资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

公司发展历程:

**2001-2003 (创业阶段):** 2001年,安徽洽洽食品有限公司挂牌成立; 2002年,品牌换标,并推出系列化产品。

**2004-2007 (品牌建设阶段):** 2006年,安洽一厂150吨自动化生产线竣工。同年,洽洽品牌以18.2亿的价值荣登“中国100最具价值驰名商标”第88位; 2007年,香瓜子生产线二期项目开工。

**2008-2010 (多元化发展阶段):** 2008年,黑龙江洽洽香瓜子生产线一次性试产成功; 同年,“怪U味”推出上市,受到广大青少年儿童喜爱; 2010年,“喀吱脆”新品顺利投产。

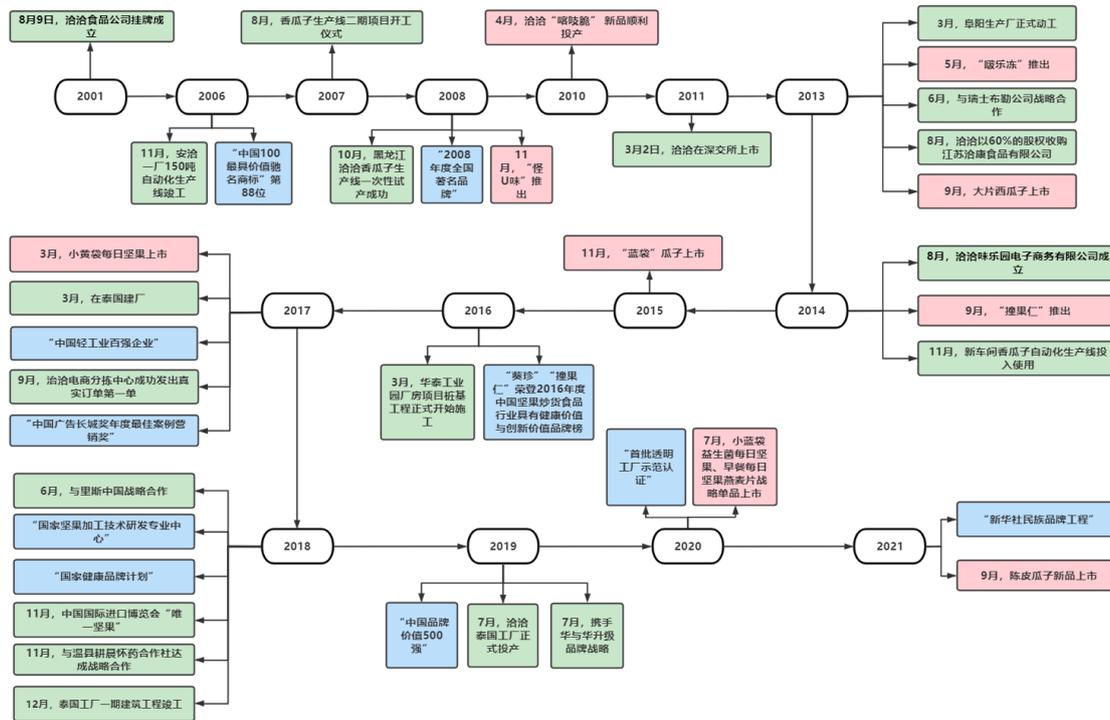
**2011-2013 (企业上市和品牌壮大):** 2011年,洽洽食品在深交所上市; 2013年,阜阳工厂正式动工; 洽洽“啵乐冻”、大片西瓜子上市; 同年,为拓展调味品行业,洽洽收购江苏洽康食品有限公司60%股权。

**2014 (互联网+时代):** 2014年,洽洽成立电子商务公司; 新产品“撞果仁”推出; 新车间香瓜子自动化生产线投入使用。**2015-2017 (管理变革+品牌换新):** 2013年,创始人陈先保先生辞去管理人职位退居二线。2015年,陈先保先生重新出任公司总经理并主导了公司BU事业部改革,推出员工激励计划,重新聚焦“坚果炒货”主业。同年,公司研发上市“蓝袋”瓜子、缤纷果仁、薯浪等有市场竞争力的产品; 2016年,华泰工业园厂房项目桩基工程正式开始施工。2017年,小黄袋每日坚果上市; 同年,洽洽在泰国建厂,标志着洽洽向国际化战略又迈出了坚实一步。

**2018 (全球战略):** 公司与“里斯中国”达成战略咨询合作伙伴, 共筹未来战略定位及发展。同年, 洽洽小黄袋入选首届中国国际进口博览会“唯一坚果”; 泰国工厂一期建筑工程竣工。

**2019-至今 (战略升级, 打造第二增长曲线, 展望第三增长曲线):** 2019年, 洽洽荣登“中国品牌价值500强”; 携手华与华升级品牌战略; 同年, 泰国工厂正式投产; 2020年, 发布坚果+战略, 洽洽小蓝袋益生菌每日坚果、洽洽早餐每日坚果燕麦片战略单品上市; 每日坚果6大新鲜标准发布。2021: 成为首家入选“新华社民族品牌工程”的坚果品牌; 洽洽小黄袋每日坚果产品定位升级, 霸屏全国分众电梯屏; 陈皮瓜子新品上市。2023年5月, 公司与国际坚果及干果协会(INC)签订合作协议达成战略合作。如今, 疫情过后消费疲弱, 但休闲零食产品百花齐放, 品类多样化的趋势不变, 为了突破现有天花板, 公司也非常重视新品类的推出, 计划打造第三增长曲线。

图5: 公司发展历程



资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

## 1.2 短期瓜子下滑, 坚果降速, 长期仍然有望维持较好增长

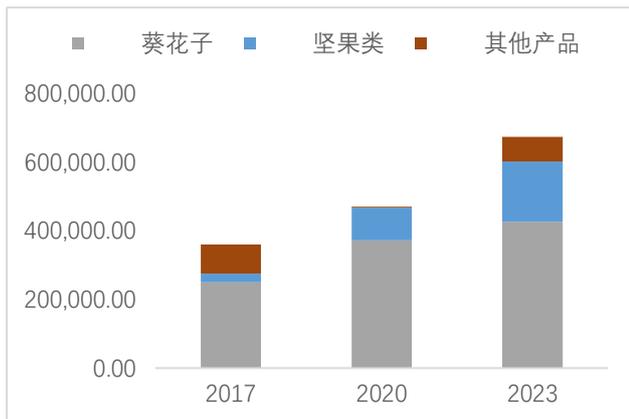
分品类来看, 公司拥有主要产品为葵花籽和坚果, 2017-2022年, 公司葵花籽产品收入CAGR12.5%, 近几年增速波动较大, 平均增速下降至7%左右; 坚果产品收入CAGR45.68%, 近几年平均增速20%左右, 增速也较前期下降, 不过依然处于较高增速通道, 是公司业绩主要增长点之一。

**23年公司瓜子和坚果收入增速双双明显降速。**公司葵花籽2023年营业收入42.70亿元, 占总营收比重62.75%, 葵花籽业务营收较去年同比-5.36%, 增速由增转降; 坚果类产品营收17.53亿元, 占总营收比重25.76%, 坚果产品营收同比增长8%, 但较前几年同比增速有明显下降。此外, 公司还有如薯片、西瓜子、豆类、花生、南瓜子等其他产品7.16亿元, 共占比10.52%, 23年其他产品营收同比+1.51%。23年公司收入增速的下降主要是因为疫情期间的高基数、葵花籽原材料涨价、原材料不足以及消费恢复较弱等原因, 展

望未来, 我们认为影响公司业绩的这些因素正在减弱, 考虑葵花籽赛道虽然处于成熟期但行业也能维持个位数增长, 坚果赛道依然处于发展期, 中长期来看仍然能够获得较高增速, 再加上公司产品创新推广的能力已经通过蓝袋瓜子系列和每日坚果系列获得验证, 我们仍然看好公司长期发展潜力。公司目前在寻找第三业务增长曲线, 2025 年可能会适时启动, 预计至少是自身规模中长期能够达到 20-50 亿的一个品类。

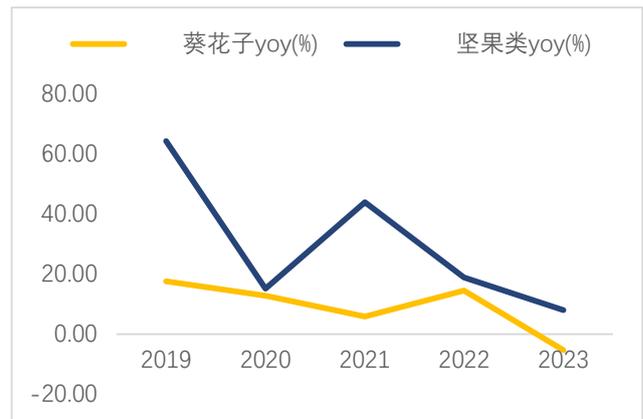
“蓝袋瓜子”上市以前公司葵瓜子产品多年来保持个位数增长。公司 15 年底上市的“蓝袋瓜子”赋予葵瓜子不同口味, 是行业的一大创新, 口味瓜子提升了年轻消费群体对瓜子的喜爱, 并打开了瓜子细分赛道的天花板, 因此随后几年公司瓜子增速回升至两位数增速。坚果方面, 公司自 2017 年推出小黄袋每日坚果后便迅速抢占竞争对手份额, 目前每日坚果线下市占率达到 30%。蓝袋瓜子和每日坚果的成功证明了洽洽在产品创新和渠道推动方面拥有一定优势, 我们认为这些优势能够带领公司不断攻坚克难, 砥砺前行。疫情以来, 大众整体消费能力有所受损, 平价瓜子获得新的增长动力, 公司顺势推出打手、毛嗑并进行渠道下沉, 此外, 公司继续在相对高端的渠道推动高端产品葵珍, 近年来葵珍产品也获得较快增长。

图6: 主要产品营收: 万元



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

图7: 主要产品营收增速



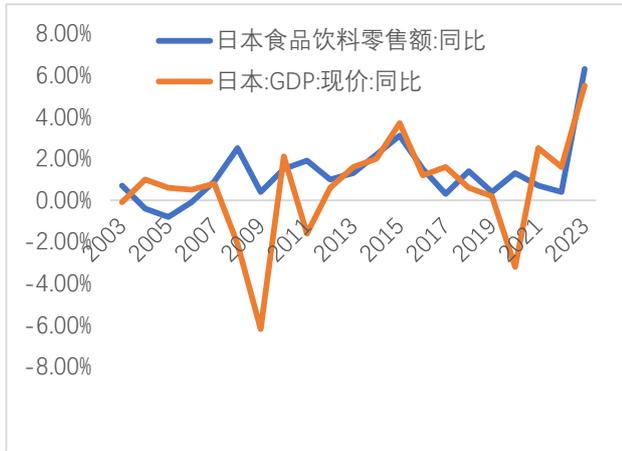
资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

## 2. 我国休闲食品空间大, 有望长期维持较快增速

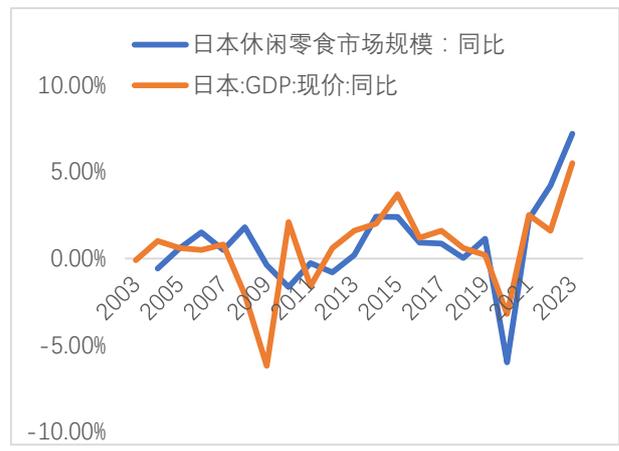
2022 年, 中国休闲食品行业市场规模达到 1.5 万亿元, 同比增长 11.6%, 且多年来维持 10% 以上的增速, 主要得益于我国经济快速发展, 人均可支配收入提升。由于我国食品饮料规模数据年限较短, 我们参考日本相关数据, 发现食品饮料以及休闲食品市场规模均和 GDP 增速高度相关。

图8: 日本食品饮料与 GDP 的关系

图9: 日本休闲零食与 GDP 的关系



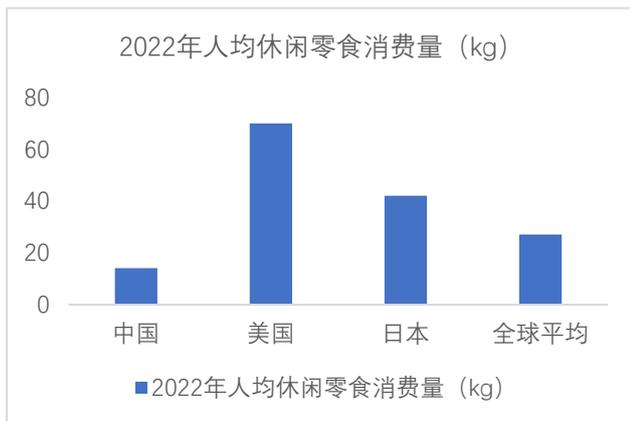
资料来源: 同花顺、东兴证券研究所



资料来源: 同花顺、日本统计局、东兴证券研究所

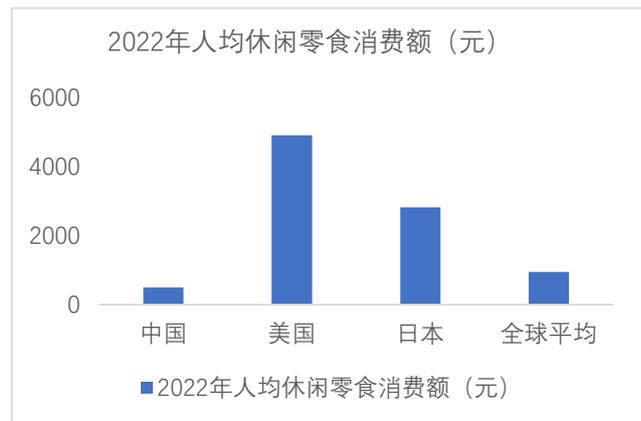
我国休闲食品人均消费量有望提升。2022年我国休闲零食人均消费量较低, 仅为14kg, 明显低于美国/日本和全球人均水平(70kg/42kg/27kg), 美国人均休闲食品消费量为我国的5倍, 全球人均休闲食品消费量也为我国的近2倍。我国年度人均休闲零食消费额分别仅500元/人, 也明显低于美国/日本和全球人均水平(4908元/2821元/942元)。与美国、日本等发达国家及全球平均水平相比, 我国休闲零食消费仍有很大增长空间, 未来随着人均可支配收入的进一步提升、市场教育力度的加强、休闲食品适用场景的拓展, 中国休闲食品的人均消费量和消费额均有望长期持续提升。

图10: 2022年人均休闲零食消费量(kg)



资料来源: 中研网、欧睿、东兴证券研究所

图11: 2022年人均休闲零食消费额(元)



资料来源: 中研网、欧睿、东兴证券研究所

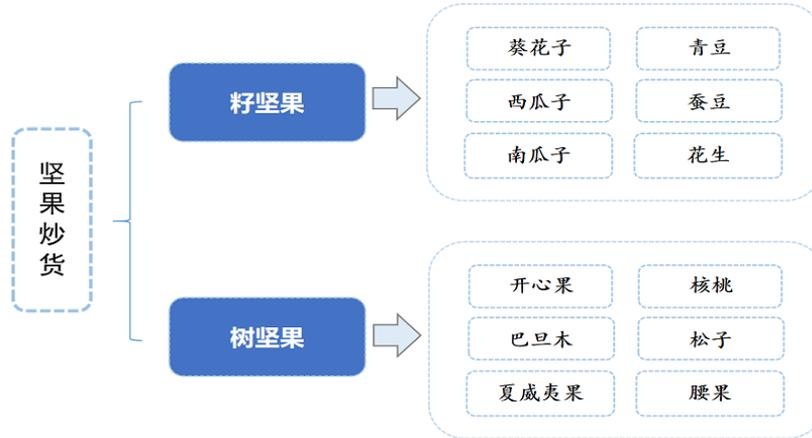
## 2.1 坚果炒货行业-细分行业中的佼佼者

休闲食品主要包括膨化食品、卤制品、糖果、烘焙糕点、坚果超过、饼干等细分品类。公司产品以瓜子和树坚果为主, 主要属于坚果炒货范畴。

坚果炒货可大致分为籽坚果和树坚果两大类, 其中籽坚果是指瓜、果、蔬菜、油料等植物的籽粒, 通常炒货指的是籽坚果, 主要包括葵花籽、西瓜子、南瓜子、花生、蚕豆等;树坚果一般是指有着坚硬外壳的木本植物

的籽粒, 包括核桃、巴旦木、腰果仁、夏威夷果、开心果、榛子、山核桃、松子等。其中, 核桃、杏仁、腰果、榛子一起, 并称为世界四大坚果。

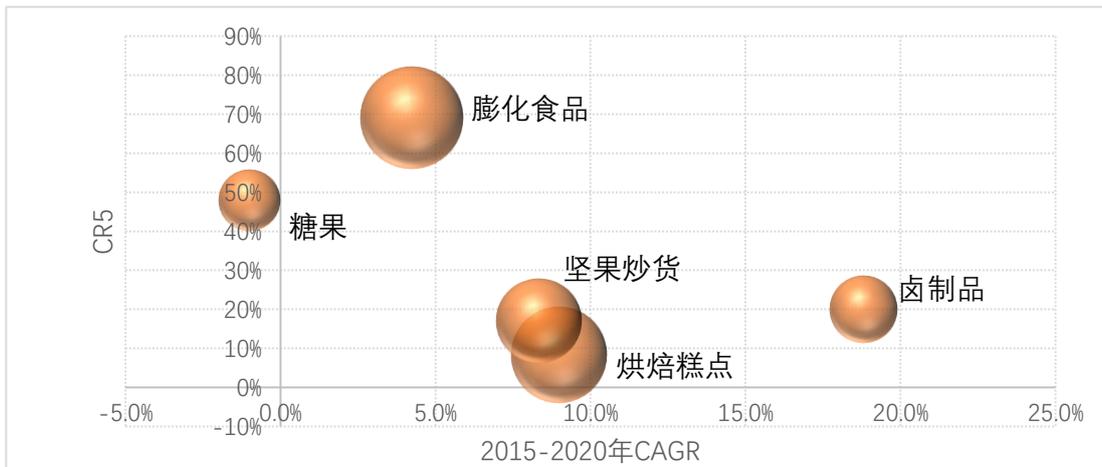
图12: 坚果炒货的种类



资料来源: 前瞻产业研究院、东兴证券研究所

截至 2022 年我国坚果炒货行业市场规模约为 2122.6 亿元。2017-2022 年 5 年 CAGR 为 7.81%, 是休闲食品中规模较大且增速较快的品类之一, 且均价也保持每年 3% 左右的增长。相对于其他子品类, 坚果炒货行业集中度较低, CR5 大约 17%, 其代表企业分别为: 洽洽食品、三只松鼠、百草味、良品铺子、来伊份等, 其中洽洽市占率第一, 但仅占比 6%。相对于比较成熟且外资占比较高的膨化食品和糖果巧克力, 坚果炒货集中度仍有较大提升空间, 且由于外资占比低, 坚果炒货对原材料要求较高、投资周期较长, 大厂家在获取新鲜的原料和生产方面更具规模效应, 也更具实力抵御原料波动以及大规模投资的风险, 并且能够生产出更加物美价廉的产品, 因此相对于小品牌, 我们认为龙头国产品牌获取市场份额相对更容易。

图13: 休闲零食细分品类规模、增速及 CR5



资料来源: 艾媒资讯、中国产业信息网等、中国食品工业协会、前瞻产业研究院、东兴证券研究所

图14: 坚果炒货均价 (元/kg)

图15: 我国坚果炒货市场规模 (亿元)



资料来源: 智研咨询、东兴证券研究所



资料来源: 智研咨询、东兴证券研究所

图16: 坚果炒货市场竞争格局



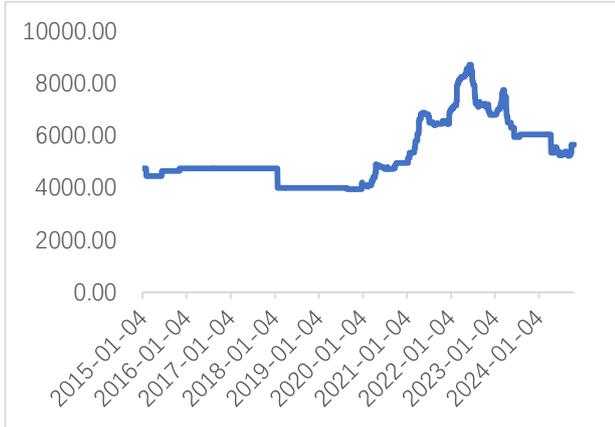
资料来源: 弗若斯特沙利文、东兴证券研究所

## 2.2 瓜子仍有大空间

公司的瓜子产品以葵花籽为主,是向日葵的果实,在我国西北部地区广泛种植。早在北宋年间,宋朝民间便逐渐形成了嗑瓜子的风气,中国人对瓜子的喜爱根深蒂固,因此以瓜子为主的籽坚果一直是坚果炒货中的主要品种。

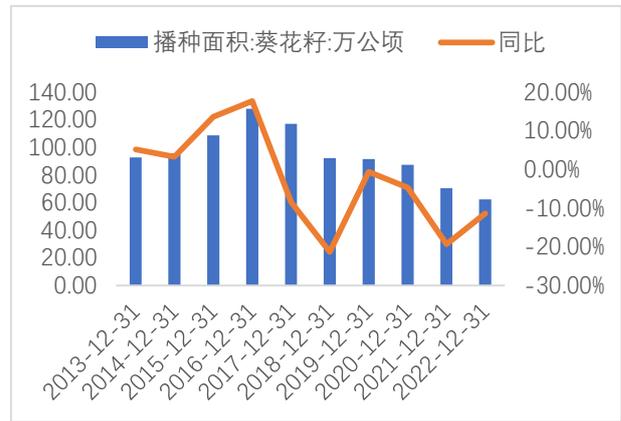
**种植面积和产量双增,葵花籽原料价格全面回落。**葵花籽分为食用葵(瓜子)和油葵两种。油葵因含油量高主要用于榨油,休闲零食用的葵花籽是食用葵花籽,也叫瓜子。2018-2020年国内葵花籽年均种植面积保持在90万公顷左右,但22年受疫情和俄乌冲突的影响,国际粮价大幅上涨,农户种植粮食的积极性提升从而减少了对葵花籽的种植,2022年葵花籽种植面积仅约62万公顷左右,使得22年葵花籽价格大涨,食葵价格也随之上涨。23年以上两个因素缓解,农民重燃对种植葵花籽的热情,23年葵花籽种植面积较22年增长50%以上,自22年下半年葵花籽价格开始回落。22年6月葵花籽全国均价8725元/吨,此后葵花籽价格回落,截止24年10月24日葵花籽均价为5650元/吨,较最高点降低35%。根据三瑞农科的判断,24年葵花籽种植面积还会继续上涨,随着全国食葵种植面积和产量的双增,国内市场有约200万吨以上原料,与过去五年国内食葵的年消耗量相比,原料已经严重饱和,会促使食葵价格全面回落。不过短期来看,葵花籽原料价格跟天气波动相关性较大,今年9月份内蒙古雨水天气较多,预计短期对葵花籽价格造成影响。

图17: 我国葵花籽均价: 元/吨



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

图18: 全国葵花籽种植面积 (万公顷)



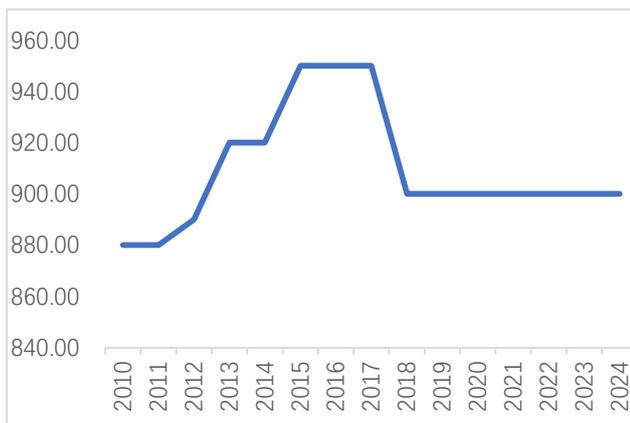
资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

## 2.2.1 推算公司葵瓜子能够维持 4-5%左右增速

### a. 目前市场规模的测算:

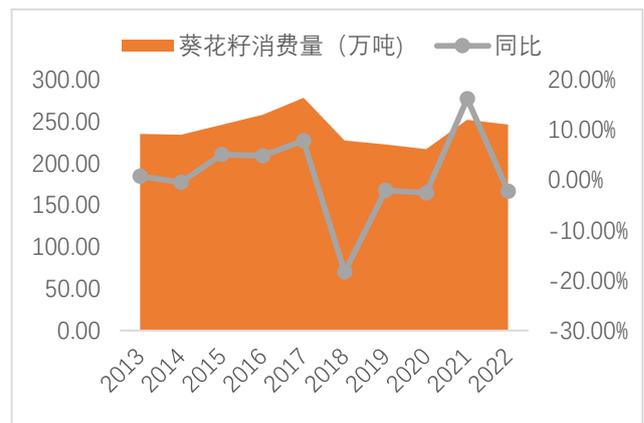
**包装葵花籽的产销量:** 近年来我国食葵用量 90 万吨左右, 整体变化不大, 2022 年洽洽葵花籽产量 19.95 万吨, 占全国食用葵花籽产量比重达 22%。根据华经情报网, 洽洽在包装瓜子市占率约为 50%, 则包装瓜子产销量大约 40 万吨左右, 占瓜子市场总量的 44%左右。

图19: 我国葵花籽食品用量: 千吨



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

图20: 我国葵花籽消费量及增速



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

**包装葵花籽单价:** 包装瓜子均价采用 2023 年洽洽食品出厂均价 (11.56/斤) 推算。假设洽洽平均渠道毛利率 40% (KA 渠道毛利率较高, 传统渠道较低), 则洽洽零售价 19.27/斤。由于洽洽品牌力较强, 单价略高于市场均价, 假设包装瓜子均价是洽洽的 0.95 倍, 则包装瓜子市场零售均价 18.31 元/斤。

表1: 葵花籽销量及价格

	销量（万吨）	销量占比	（推算）零售价：元/斤
散装瓜子	50	55.56%	7.5
袋装瓜子	40	44.44%	18.31
瓜子总计	90	100.00%	12.30
洽洽（2022年）	19.95	22.17%	19.27

资料来源：京东、淘宝、同花顺、东兴证券研究所

**包装葵花籽零售规模测算：**根据包装瓜子的产销量（40万吨）以及价格（18.31元/斤），推算我国包装葵花籽零售规模146亿元左右，出厂规模88亿元左右。

**散装葵花籽零售规模测算：**假设散装瓜子平均售价为7.5元/斤左右（根据淘宝数据假设），散装瓜子规模50万吨，则零售规模75亿元，出厂规模49亿元。

## b.瓜子升级驱动量价齐升

**价格增长来源：产品创新和升级推动出厂价格持续提升。**

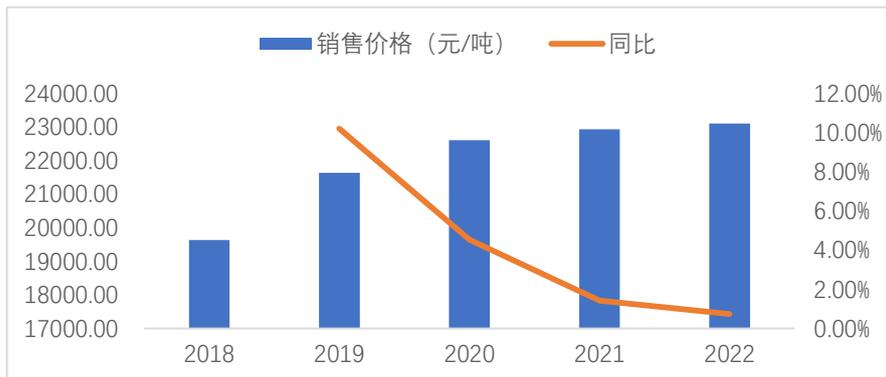
公司的瓜子升级包括三个方面：1、推出高端系列，如“葵珍”，用质量造就业绩；2、不断推出蓝袋瓜子（风味）系列，迎合年轻人喜好。3、不断提升传统红袋瓜子品质。

提价：

随着原材料价格的上涨、公司产品质量的提升以及物价的整体提升，公司每隔两年左右便会进行一次提价。21年10月，公司基于瓜子系列产品升级及原材料成本上升，宣布对旗下葵花籽系列产品以及南瓜子、小而香西瓜子产品进行出厂价格调整，各品类提价幅度为8%-18%不等；22年8月23日，公司再次公告，对葵花籽系列产品进行出厂价格调整，整体提价幅度约3.8%。根据以往经验，公司提价往往伴随着产品质量的提升，提价通常较为顺利。

我们看到近几年来公司葵花籽平均出厂吨价有较明显的提升，从2018年的19632.13元/吨提升至2022年的23105.84元/吨，提升幅度17.69%，4年CAGR为4.16%。我们认为，随着口味瓜子、高端瓜子占比的提升，以及传统瓜子质量的提升加上通货膨胀，长期来看，公司葵花籽产品均价能够维持小个位数的增长。

图21：公司瓜子出厂价格：元/吨



资料来源: 同花顺、公司公告、东兴证券研究所

### 销量增长来源:

**包装瓜子渗透率提升:** 根据我们测算, 目前包装瓜子销量占比仅约 44%, 但由于包装瓜子较散装瓜子更健康、卫生、时尚, 越来越多的消费者尤其是年轻消费者更倾向于购买包装瓜子。随着瓜子消费群体越来越年轻化, 且随着人们消费习惯的逐步改变, 包装瓜子将逐步取代散装瓜子, 行业整体包装化率将持续提升, 推测未来包装瓜子销售占比有望提升至 60%。

#### 1、高端瓜子、打手瓜子和蓝袋瓜子打开市场空间:

**葵珍:** 公司高端瓜子葵珍通过不断优化产品, 调整产品结构, 进行圈层渗透, 高端会员店、精品超市等新渠道的拓展, 实现销售额持续增长。今年春节期间, 年节版桶装葵珍在山姆会员店销售较好, 增长较快。

**打手瓜子:** 公司重点打造打手瓜子第一品牌, 不断进行产品优化, 打手瓜子为古法工艺瓜子, 入味不脏手, 价格略高, 打手瓜子成为大单品有利于公司产品均价的提升。

**蓝袋系列:** 近几年公司推广的蓝袋瓜子系列取得不错的成绩, 带动了公司业绩的增长, 蓝袋瓜子口味众多, 包装新颖, 产品更加迎合年轻人喜好, 体现出了好玩、新鲜的特点, 进一步扩大了传统瓜子的消费群体, 公司也将不断的通过风味延伸来拓展蓝袋瓜子系列产品。

**2、加强下沉市场经销:** 目前公司在包装瓜子市场市占率约 50%左右, 但目前公司的产品主要在一二线城市销售, 乡县市场下沉度不够, 而近几年来乡县市场居民收入水平增速高于城市居民收入水平增速, 乡县市场消费升级加快, 公司正加快产品的下沉。通过这两年的摸索, 公司找出了一套打法, 今年公司会大力发展下沉市场。公司在今年启动“千县万镇”工程, 旨在进一步完善下沉市场布局, 匹配专业经销商和渠道, 推进下沉市场的深入开发。

假设未来 5 年包装瓜子销售量占比达到 50%, 行业规模增速 0, 价格增速 2%, 则瓜子出厂规模 157 亿元, 袋装瓜子出厂规模 109 亿元, 5 年 CAGR4.43%。公司瓜子品类持续推新, 葵珍、打手、毛嗑等细分品类拥有不错的增速, 在袋装瓜子不断替代散装瓜子的过程中, 公司市占率有望进一步提升, 我们认为, 长期来看公司瓜子品类有望略微超过市场袋装瓜子平均增速, 维持在平均 5-6%左右的增速。

表2: 瓜子规模预测

	销量(万吨)	销量占比	(推算)零售 售价: 元/斤	市场零售规 模(亿元)	市场零售 规模占比	出厂规模 (亿元)	未来5年则出 厂规模(亿元)	5年CAGR (出厂规 模)
散装瓜子	50	55.56%	7.5	75	33.86%	48.75	48.44	-0.13%
袋装瓜子	40	44.44%	18.31	146.48	66.14%	87.89	109.16	4.43%
瓜子总计	90	100.00%	12.3	221.48	100.00%	136.64	157.61	2.90%
洽洽(2022年)	19.95	22.17%	19.27	76.89	34.72%	46.13	60.89	5.71%

资料来源: 京东、淘宝、同花顺、东兴证券研究所

#### 关键假设:

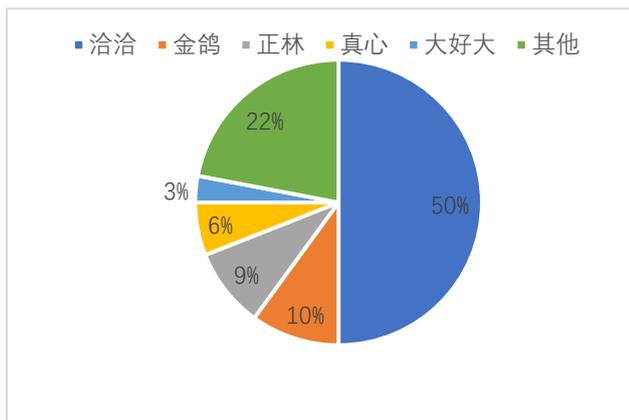
1、假设散装瓜子渠道毛利率 35%, 袋装瓜子渠道毛利率 40%;

- 2、假设未来5年后包装瓜子销量占比达到50%；
- 3、假设行业规模增速0，价格增速2%；
- 4、假设5年后洽洽瓜子在包装瓜子市占率达到53%（目前50%）。

### 2.2.2 包装瓜子绝对龙头，创新能力突出

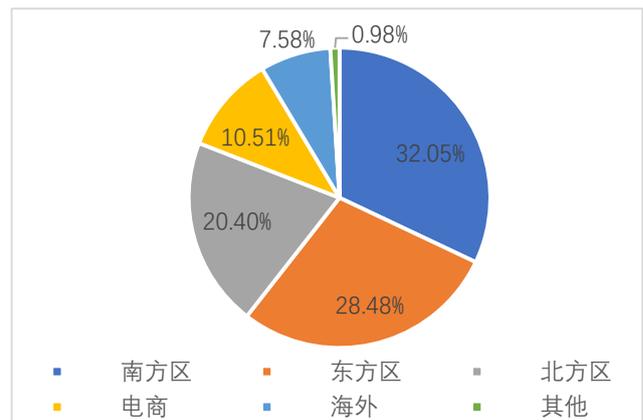
根据中国食品工业协会及华经情报网数据，洽洽在包装化瓜子产品前十大品牌中的市场占有率超过50%，销售规模是第二名金鸽的近4倍，其他品牌市占率远低于公司，公司是目前国内唯一一家以瓜子为主业的上市公司，属于全国性品牌，其产品销往南方/东方/北方地区的占比分别为32%/28%/20%，除西方区域外，分布较为均衡。而由于我国葵花籽原料主产区在内蒙古、新疆、甘肃地区，因此公司产品在西部地区并不占优势，西部地区多由当地传统品牌主导，如甘肃正林瓜子、陕西金鸽瓜子。

图22：2021年包装瓜子市场竞争格局



资料来源：华经情报网、东兴证券研究所

图23：2023年公司分地区业务收入占比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

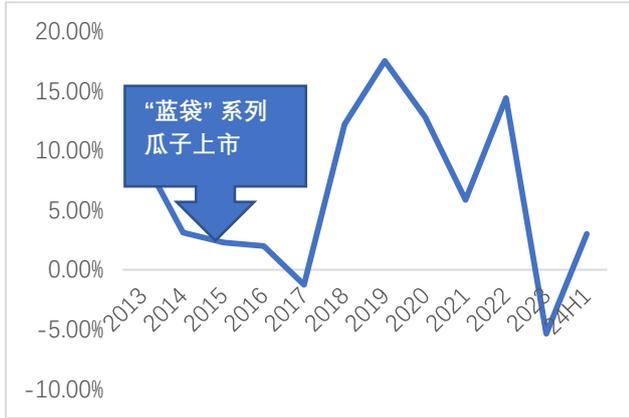
公司之所以能成为包装瓜子的龙头品牌，我们认为离不开公司优秀的创新能力和产业的前瞻能力。

**1、突破旧工艺，发展新工艺。**传统瓜子方面，不同的瓜子品牌的产品各有特色，与竞争品牌相比，公司的瓜子率先采用“变炒为煮”的加工方法，该方法使产品入味更充分、口感更酥香且不易上火，是对生产工艺进行的根本性的创新。

**2、产品开发能力强。**在传统瓜子销量增速遇到瓶颈后，针对年轻人喜欢新鲜好玩的产品特性，公司2015年创新性地开发出不同口味的瓜子，即“蓝袋”系列瓜子，经过两年的培育，扭转了葵花籽收入增速下滑的局面。2021年，公司进一步开发出一系列新产品，比如桂花奶茶味瓜子、蜜雪冰城联名水蜜桃味瓜子、“文和友”联名陈皮瓜子等。除了口味的创新，公司打造“葵珍”葵花籽高端品牌，率先抢占高端市场份额，不断强化国葵产品竞争力。23年公司开发了加益生元焦糖瓜子、雪梨味瓜子、荔枝茉莉味瓜子等系列新品；并基于消费者对健康的重视开展瓜子类产品清洁标签研究。

图24：葵花籽销售额同比

图25：公司蓝袋系列瓜子



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所



山核桃瓜子 焦糖瓜子 藤椒瓜子

资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

**3、率先工业化，打造透明工厂。**公司具备较强的研发创新能力，拥有多项专利技术，率先开发并建成了我国第一条坚果炒货机械化流水线，并参与制订了国内多个炒货行业标准，促进了坚果炒货行业进入工业化生产阶段，极大的提升了行业的生产效率。包装方面，公司创新性的对主要产品大规模使用了纸塑包装，使得产品更加具备传统特色，且在货架上尤为突出。凭借着工艺创新、生产流程创新、宣传推广等创新方式公司成为瓜子龙头企业。近几年来，公司进一步提升厂房的智能化建设，2019年正式推出了洽洽透明工厂的在线参观平台，首开行业透明工厂直播先河，向大众零距离真实展现了旗下坚果从源产地、生产、到包装、分拣等全产业链环节，让观众了解到公司高品质产品的制造和高效的生产过程。

### 2.3 小坚果，大潜力

**坚果处于快速增长赛道，依然为公司提供增长动力。**2016年公司坚果营业收入仅1.08亿元，收入占比仅3%。2017年公司开始聚焦每日坚果品类，2021年公司坚果营收达到13.66亿元，收入占比达到23%，23年公司坚果类17.53亿元，占比25.76%，虽然23年坚果收入增速下降至8%，但一定程度上受春节错期影响，24Q1公司总收入增长36.39%，坚果礼盒为重要推力，将Q4及Q1结合起来我们推测公司坚果增速不低。

公司目前坚果产品以每日坚果为战略重点，产品包括原味、益生菌、燕麦片每日坚果等，同时，打造洽洽坚果礼产品矩阵，此外，公司开始重视做单一及混合坚果延伸产品，持续研发高端坚果、风味坚果新产品。

图26: 公司坚果收入占比持续提升

图27: 公司坚果产品矩阵



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所



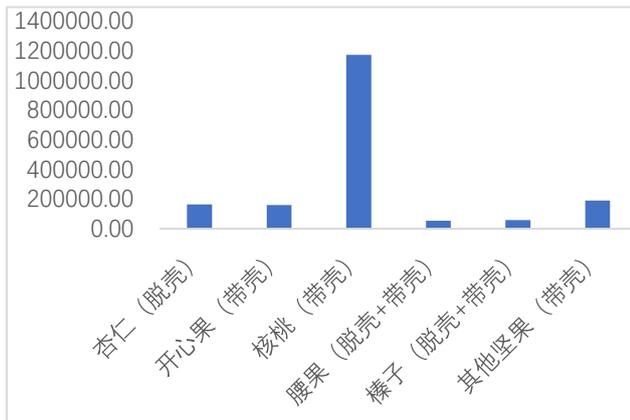
资料来源: 洽洽官网、东兴证券研究所

### 2.3.1 树坚果消费量具备进一步提升空间

对比国际水平, 我国树坚果人均消费量较低, 有很大提升空间。根据 FAO 定义, 树坚果不包含花生、瓜子等主要用于炼油的作物, 主要包括杏仁、开心果、核桃、腰果, 榛子和其他树坚果 (不包括野生坚果和花生, 特别包括了碧根果、橄榄、夏威夷果、天堂果、松子等)。坚果具有丰富的营养价值, 含有大量人体必需的脂肪酸、氨基酸及多种矿物质, 具有纯天然、高蛋白、低卡路里等特性。然而, 我国树坚果消费量较低, 尤其在杏仁、腰果、夏威夷果、碧根果这几类主要坚果品种的人均消费量显著低于美国、日本等国家以及全球平均水平。

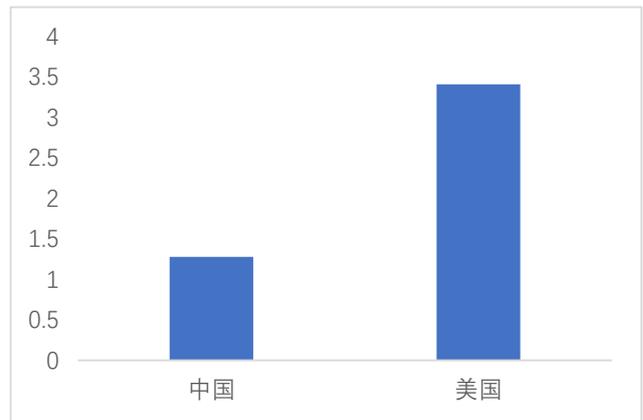
根据 FAO 和 USDA 数据, 我国主要树坚果消费量 180 万吨, 美国 114.3 万吨, 中国和美国人均树坚果年消费量分别为 1.28kg/3.41kg, 美国是中国的 2.67 倍。

图28: 中国主要树坚果消费量 (吨)



资料来源: FAO、USDA、东兴证券研究所

图29: 中国树坚果消费量 (kg/人/年):



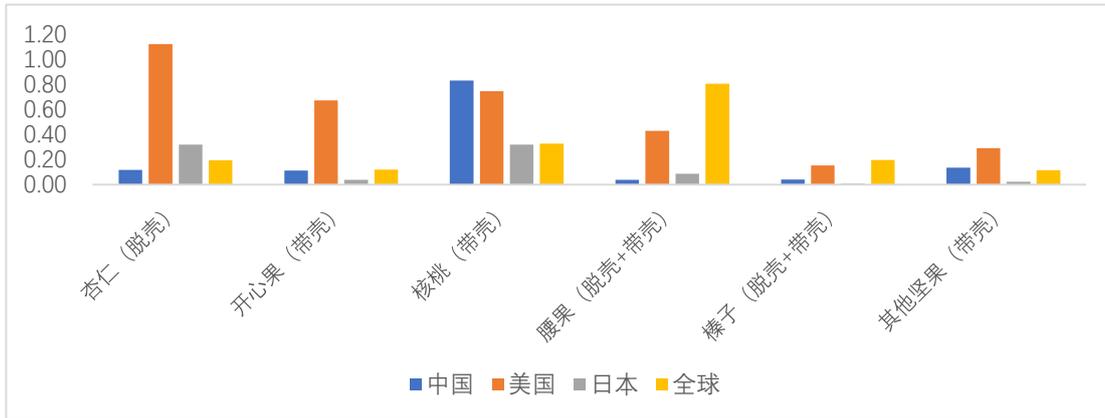
资料来源: FAO、USDA、东兴证券研究所

注: 根据不同种类坚果数据的可获得性, 数据以 2023 年为主, 个别为 2022 年数据

以杏仁为例, 2023 年美国杏仁 (脱壳) 人均消费量大约为 1.12kg/年, 是我国人均消费量的 10 倍, 日本和全球平均消费量分别是我国人均消费量的 3 倍和 1.7 倍; 2023 年美国开心果 (带壳) 人均消费量 0.67kg/

年, 是我国的 6 倍; 从 2022 年及以前的数据看, 腰果, 榛子等我国人均消费量均低于美国 and 全球平均。不过, 我国核桃能够实现自给自足, 因此我国核桃人均消费量高于其他品种, 并高于美国和日本, 2023 年我国核桃(带壳)人均消费量达到 0.83kg/年, 略高于美国。

图30: 坚果消费量: KG/人/年



资料来源: FAO、USDA、东兴证券研究所

注: 榛子, 腰果和其他树坚果根据 FAO2022 数据计算; 杏仁、开心果、核桃数据取自 USDA2023 数据, 东兴证券研究所。

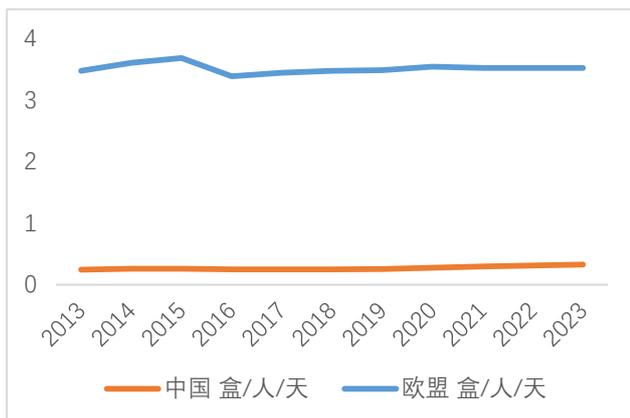
### 2.3.2 每日坚果概念推动树坚果需求

艾媒咨询发布的《2024 年中国新春礼盒消费者行为洞察报告》也显示, 坚果产品位居 2024 年中国新春礼盒消费者计划购买类型第一名 (46.3%), 正在逐步取代传统糖果礼盒及乳制品。

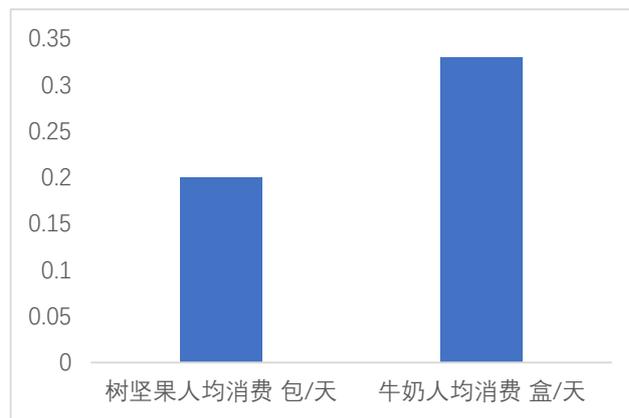
我们认为每日坚果提供居民每日营养所需, 是可以类比牛奶的营养物品, 坚果乳便是个更直观的替代品。每日摄取一定量的坚果 (每日坚果以树坚果为主) 有助于居民膳食均衡。根据我们计算, 如果居民食用每日坚果的频率跟乳制品类似, 每日坚果人均消费量将明显提高。根据计算, 我国乳制品人均消费量为 85g/天, 以 250ml 为标准每盒计算我国居民牛奶摄入量为 0.33 盒/日/人, 而欧盟为 3.52 盒。以洽洽每日坚果小黄袋净含量 25g/袋计算, 假设坚果占每日坚果的重量 70%, 则每袋每日坚果含坚果 17.5g。如果参考每日坚果的消费概念, 即每天一包每日坚果 (类比每天一盒 250ml 牛奶的消费理念), 假设每日坚果消费水平能够达到我国牛奶的消费水平, 即每日 0.33 袋, 则每日坚果的人均每日消费量需达到 5.78g。2023 年我国树坚果人均需求量 1.27kg/年, 相当于 3.5g/天, 即约 0.2 包每日坚果, 参考我国乳制品消费量仍有 65% 的提升空间, 而我国牛奶参考欧盟仍有 11 倍的提升空间, 我国树坚果消费量参考欧洲乳制品消费量有 17.6 倍提升空间。

图31: 乳制品消费量对比

图32: 树坚果消费量对比乳制品消费量



资料来源：同花顺、东兴证券研究所



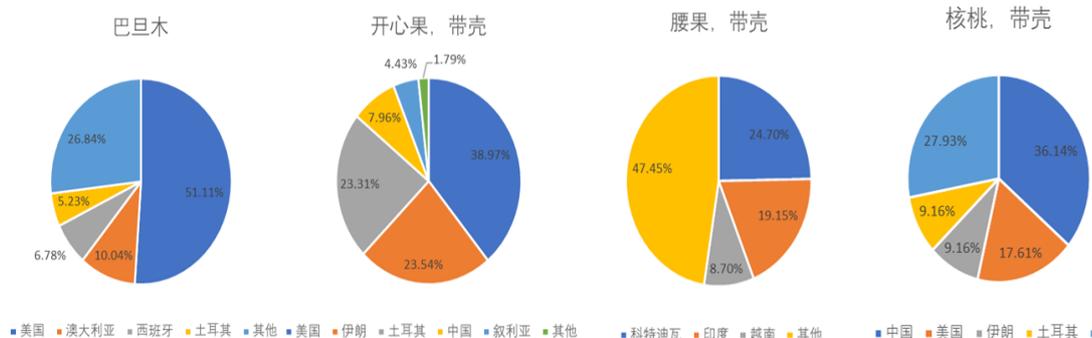
资料来源：同花顺、FAO、USDA、东兴证券研究所

### 2.3.3 树坚果原材料价格具备下降空间

我国树坚果人均消费量低，主要是因为我国除核桃可以自给自足，其他树坚果主要依赖进口，价格较高。例如，洽洽“进化论每日坚果里”主要用到了榛子、巴旦木、核桃和腰果，榛子全球主产国为土耳其和意大利，我国产量只占2.21%；巴旦木主产国是美国，我国产量只占全球1%；腰果主产国是科特迪瓦、印度和越南，我国产量可以忽略不计。我国进口的坚果以高价值坚果为主，关税较高，下游议价空间低，因此我国树坚果原料进口成本较高，导致树坚果价格明显高于籽坚果价格从而影响消费需求。

2019年以前我国坚果的进口量及进口金额快速增长，但自2019年开始我国坚果进口量及进口金额并没有明显的增加趋势，这主要是因为我国自产坚果逐渐增加。

图33：部分坚果主要生产国产量占比%



资料来源：FAO、东兴证券研究所

**产量提升带来价格下降空间。**据国际坚果和干果委员会（INC）数据显示，近10个产季全球树坚果总产量持续增长，年均复合增长率达到5%。2014/15季至2023/24季间，全球主要树坚果的总产量从360万吨增长至560万吨（仅包含杏仁、腰果、核桃、开心果、榛子）。除松子外，各个树坚果品种均保持向上增长的势头，核桃、开心果和夏威夷果的产量增幅最大。此外，我国也在大力发展树坚果种植产业，部分品种产量不

断攀升。随着国内坚果产量的增长, 2023 年我国坚果出口实现大幅增长, 增长率达到 56.04%, 为 2019 年后最大增速。随着坚果产量的提升, 单价有望持续下降。

**夏威夷果:** 中国云南夏威夷果产量世界第一。一直以来澳洲是夏威夷果的主产区, 所以夏威夷果也叫澳洲坚果。我国的夏威夷果主要进口自澳洲, 但近年来云南和广西种植了大量的夏威夷果树, 并逐渐开始产果。截至 2023 年, 云南夏威夷果种植面积达 379 万亩, 占全国的 81.77%, 占全球的 49.22%, 位居世界第一, 年产量达到 6.5 万吨。中国种植总面积已经达到 517w 亩, 2024 年产量预测将超过 10 万吨。随着夏威夷果的丰产, 夏威夷果的价格明显下跌。以夏威夷果为例, 目前国产原料已经占到总采购量的 50%。随着国产化种植进入丰产期, 夏威夷果原料成本从 2021 年高峰时的 40 元/公斤降到 23 年的 25 元/公斤, 价格更便宜; 过去从原料采摘、进口到成品交付消费者至少要 2 个月, 现在最快 9 天即可实现, 产品更新鲜。这些要素的变化大大推动了夏威夷果在中国消费的普及。

**碧根果:** 受天气影响全球带壳碧根果预估产量同比下降 8%, 中国增长 33%。根据国际坚果及干果协会(INC) 的预测, 预计 2024 年中国的产量为 4000 至 5000 吨。由于天气影响, 墨西哥和美国产量分别下降 10% 和 2%, 全球带壳碧根果的预估产量同比下降 8%, 而中国产区在开花期有充足的降雨量及采收期良好的天气条件, 产量激增 33%。近年来, 安徽、云南和江苏均开始种植碧根果, 由于碧根果树生长周期较长, 部分果树还未开始结果。随着树龄的增加, 预计未来几年碧根果产量将继续呈上升趋势。

**核桃:** 中国核桃产量全球第一。2024/25 季中国商品级带壳核桃的产量预计将达到 150 万吨, 同比增长 11%。据 FAO 数据显示, 中国核桃种植面积及产量在全球比重分别为 28.58%、36.14%, 位列全球第一。2023 年是近年中国核桃进出口贸易规模最大的一年, 贸易呈现顺差态势, 出口量远超进口量, 进口量和出口量分别为 0.29 万吨和 21.86 万吨。随着国内核桃产量的稳步增长, 下季度我国的核桃进口量预计将进一步缩减, 出口量有望继续保持高位。

**巴旦木/杏仁:** 全球巴旦木产量增加 2 成, 中国增产超 6 成。新疆莎车县出产的巴旦木占全国总产量的 95% 以上, 部分新近嫁接的苗木已进入产果高峰期。2023/24 季我国巴旦木产量为 1.5 万吨, 预计 2024/25 季将达到 2.5 万吨, 增幅高达 66.7%, 中国也将超过意大利, 成为全球第五大巴旦木生产国。

**榛子:** 全球产量增加 2 成, 中国增产 25%。INC 预计 2024/25 产季全球带壳榛子总产量将增长 20%, 至 134.9 万吨。2023/24 季中国带壳榛子的产量估计为 6 万吨, 预计 2024/25 季将增至 7.5 万吨, 增加 25%。我国东北和北方省份新近种植的杂交榛子面积约为 11.2 万公顷, 随着更多的植株开始结果, 杂交榛子的产量预计在未来几年将迅速增加。

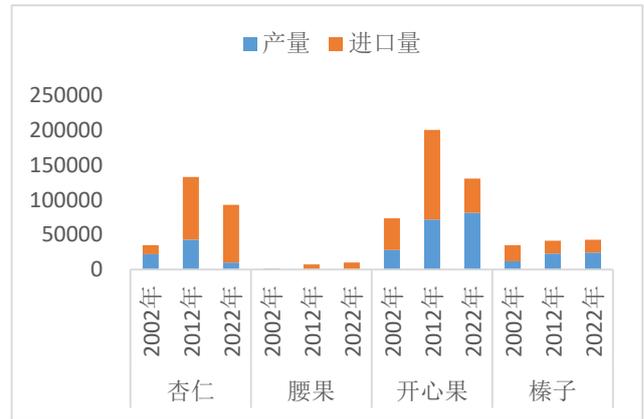
由于全球树坚果产量持续增加, 尽管需求也在增加, 除了杏仁, 腰果、开心果、榛子等树坚果价格生产价格指数在近 10 年中走势趋于平缓。近 8 年来, 每日坚果的兴起带动了我国上游坚果的种植, 预计随着近几年我国种植的部分树坚果果树开始结果, 我国树坚果产量将明显增加, 有利于坚果原材料价格的进一步下降。我国各地的农业科研机构长期以来对多种树坚果进行了广泛而深入的研究。虽然目前我国部分坚果品种品质波动较大, 但展望未来, 随着我国坚果种植业的扩大, 坚果种植技术将得到提升, 亩产量及产品品质都有望持续提升, 原材料价格下降的同时质量有望得到提升。

**图34: 全球树坚果产量 (万吨)**

**图35: 我国部分坚果产量及进口量: 吨**

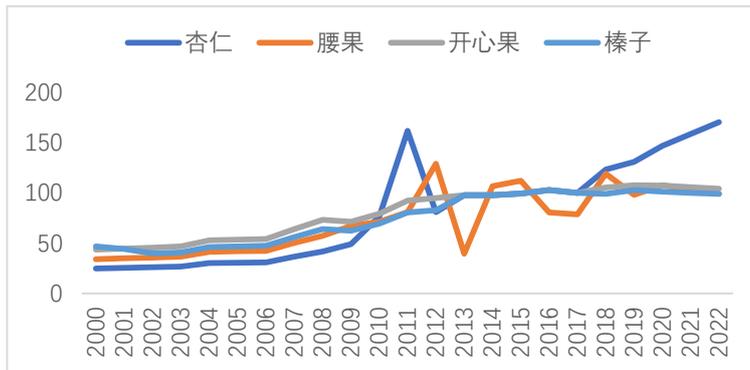


资料来源: FAO、东兴证券研究所



资料来源: FAO、东兴证券研究所

图36: 中国大陆生产者价格指数

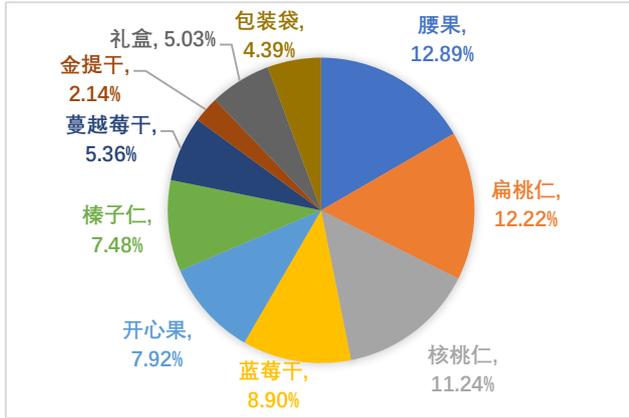


资料来源: FAO、东兴证券研究所

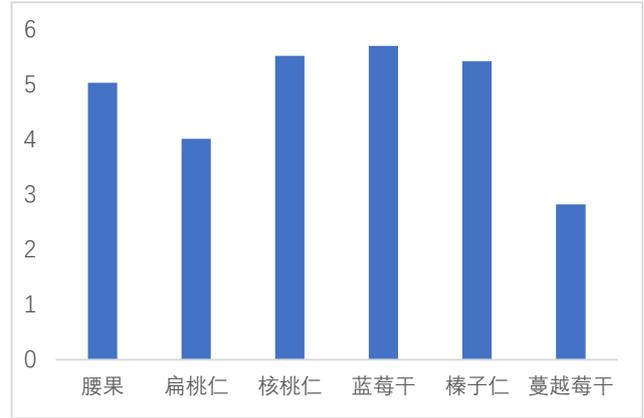
坚果采购成本的下降将明显有助于混合坚果毛利率的提升。每日坚果中通常包括 3-5 个坚果和两三种果干, 其中主要成本来自于树坚果, 且核桃仁、榛子仁、腰果吨价较高, 虽然蓝莓干吨价最高, 但在产品中用量较少, 对成本影响不如腰果、扁桃仁和核桃仁。根据沃隆招股说明书大致推算, 混合坚果毛利率对坚果采购成本较为敏感, 如坚果平均采购价格下降 5%, 毛利率能够提升 1.51pct。而洽洽坚果产品的毛利率比沃隆更低, 产品价格也相对更低, 推测洽洽混合坚果毛利率对坚果采购成本更为敏感。

图37: 沃隆食品坚果产品成本构成

图38: 沃隆食品坚果采购价格 (2021年: 万元/吨)



资料来源: 沃隆食品招股说明书、东兴证券研究所



资料来源: 沃隆食品招股说明书、东兴证券研究所

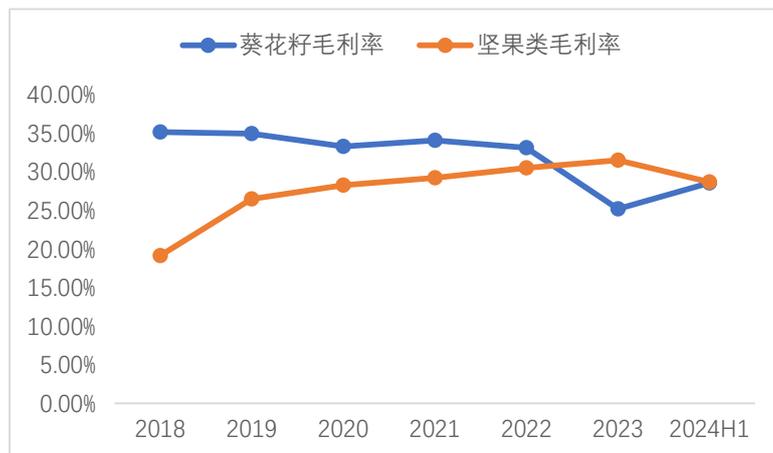
表3: 沃隆食品坚果采购价格敏感性分析

坚果成本变化敏感性分析							
坚果平均采购价格变化	-10%	-5%	-2%	0	2%	5%	10%
毛利率	44.75%	43.24%	42.33%	41.73%	41.13%	40.22%	38.71%

资料来源: 沃隆食品招股说明书、东兴证券研究所

得益于公司坚果产品规模持续扩大和原材料采购成本的降低, 公司坚果毛利率趋势性提升, 从 2018 年的 19.17% 提升至 2023 年的 31.56% 并超过了葵花籽的毛利率, 我们认为随着我国坚果自产率的提升以及公司产品规模效应持续释放, 公司坚果毛利率仍有提升空间。

图39: 公司坚果毛利率提升

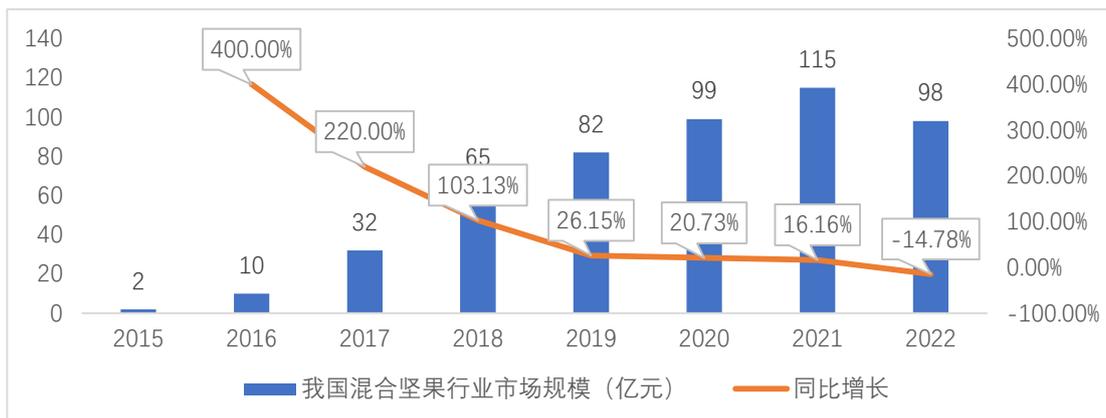


资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

### 2.3.4 混合坚果成为主流, 消费者更关注产品质量

公司的树坚果产品以每日坚果为主，其中尤以屋顶盒为重。每日坚果以其每份含量少（一日含量）且包含数种树坚果以及果干为特色，口感更为均衡，营养更加丰富、食用和携带更加方便而受到消费者的喜爱。2022年我国混合坚果市场规模大约 98 亿元，因疫情影响送礼等消费场景有所下滑，但之前几年我国混合坚果规模增速维持至少两位数增长。

图40：我国混合坚果行业市场规模



资料来源：前瞻产业研究院、东兴证券研究所

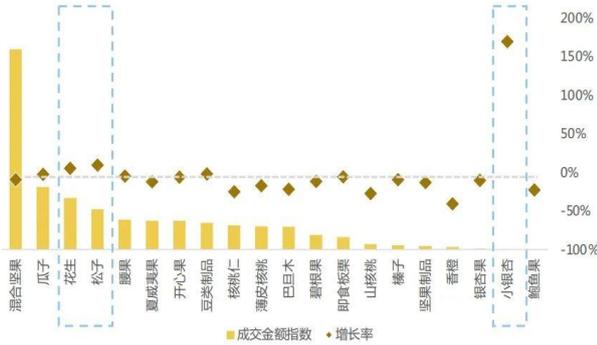
公司着力推广混合坚果礼盒契合市场需求。坚果市场消费季节性明显，“礼赠时节”是坚果市场增长的爆发点。在艾媒咨询最新发布的《2024年中国新春礼盒消费者行为洞察报告》中，坚果产品位居2024年中国新春礼盒消费者计划购买类型第一名（46.3%）。春节期间组合装的坚果销售额占到全年销售的一半以上，且春节期间消费坚果主要以组合形式为主，2024年春节期间组合坚果在坚果品类中市场份额65.14%，占比较23年提升6.79pct，可见坚果礼盒在春节期间越发受到青睐。魔镜洞察发布了《2024年一季度消费新潜力白皮书》，休闲零食市场中的“坚果礼盒”相关概念，同比增速达73.0%。

根据阿里研究院发布的数据，2022年混合坚果销售额占全年坚果市场销售额3成以上，处于市场主力地位。从价格上来看，2023/2024年春节期间混合坚果礼盒TOP10产品的价格中位数为87.04/87.61元，价格平均数为90.12/86.63元，在消费降级的大环境下基本维持稳定。从公司市场占有率来看，洽洽食品2023/2024年春节期间混合坚果礼盒市场占有率为24.66%/25.06%，增长率1.62%，稳居行业第二，仅次于三只松鼠。可见，公司着力推广混合坚果礼盒，把握节庆礼赠窗口期，是明智之举。此外，2024年春节期间混合坚果礼盒CR3市占率从74.17%提高到80.08%，头部品牌市场集中度进一步提升，公司发力混合坚果礼盒亦是维持市场地位和竞争能力的必由之路。

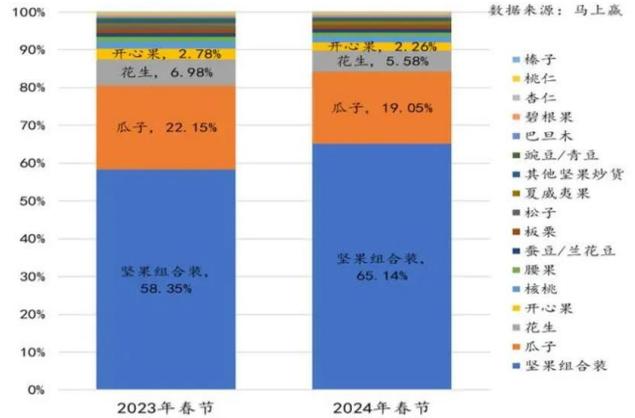
图41：2022 天猫细分坚果品类成交金额及增速

图42：2023 及 2024 春节期间坚果炒货类目个子类目市场份额占比

2022年天猫淘宝坚果市场概况



资料来源: 阿里研究院、《2022年坚果行业洞察》(KANTAR)、东兴证券研究所



资料来源: 虎嗅、马上赢、东兴证券研究所

### 2.3.5 洽洽“每日坚果六大新鲜标准”引领行业升级

疫情教育了中国人的健康理念不断升级, 坚果作为健康食品将受到更多小费者的青睐。然而, 新鲜度不够的坚果不仅营养成分大大流失, 更有可能危害消费者的健康。因此, 坚果关键就是要新鲜, 而也是行业的痛点。在 2020 年之前坚果行业一直没有统一的新鲜标准。比如, 采收时间不适宜, 烘烤质量不过关、采后处理不标准, 导致质量稳定性和均一性差, 不仅成为坚果行业健康有序发展的绊脚石, 不新鲜的坚果流入市场严重危害消费者的健康。2020 年浙江海盐公安局查货“10 万箱山寨网红坚果”的新闻受到关注, 该坚果的霉菌数量比正规的产品超标了 10 倍多。霉菌超标的坚果, 不仅容易腐败变质, 部分霉菌会产生毒素, 过量食用可能有致癌风险, 一次吃太多, 很有可能急性中毒。通常霉菌超标, 都与企业的生产、储存、运输不当有关。

2020 年 11 月公司首发每日坚果 6 大新鲜标准, 重新定义“新鲜坚果”。从 100%采摘当季原料、全程冷链运输、低温储存, 到大数据监控烘焙温度、提升加工和包装技术等方方面面, 公司以 16 道新鲜管控保障洽洽坚果一路领“鲜”。这是国内首次提出在全产业链布局提升新鲜标准。洽洽发布的坚果 6 大新鲜标准, 不仅加固了企业“新鲜”战略核心竞争力, 也填补了行业新鲜标准的空缺, 为行业树立新鲜标杆。

图43: 洽洽每日坚果六大新鲜标准

洽洽每日坚果六大新鲜标准

- 原料新鲜**
  - 标准一: 原料甄选方面——100%当季采摘坚果
  - 产业链上游管控, 原产地直采、只选用当季采摘坚果
- 运输冷链**
  - 标准二: 原料运输方面——低温冷链运输, 核桃现剥现用
  - 温度20℃以上采用冷链运输, 温湿度全程监控, 核桃剥壳后7天内使用
- 储存冷链**
  - 标准三: 原料储存方面——低温恒湿保鲜存储
  - 全年低温恒湿保鲜存储: 0-10℃低温、65%以下湿度
- 制造控鲜**
  - 标准四: 生产制造方面——坚果自主生产, 全程高标准
  - 包装环境恒温恒湿, 包装过程控温、控湿、控空气接触时限
- 工艺锁鲜**
  - 标准五: 加工工艺方面——低温慢烤、减少坚果营养流失
  - 布勒生产线、瑞士工艺, 8段式精准控温, 低温烘烤、防止脂肪劣变
- 包装保鲜**
  - 标准六: 包装保鲜方面——奶粉级保鲜包装, 包装袋内含氧量不得超过1%
  - 采用综合调控栅栏包装技术: 高阻隔包装、充氮保鲜、双效脱氧、阻湿、阻光

资料来源: 财经无忌、东兴证券研究所

### 公司混合坚果市占率有所提升

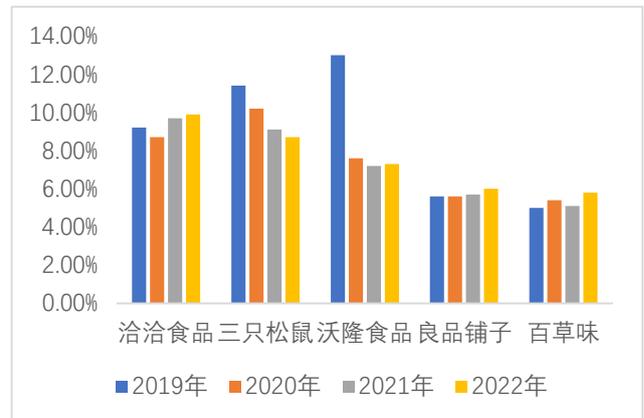
混合坚果类竞争格局较为分散, 且由于线上渠道流量去中心化的特点导致新品牌增加, 逐渐蚕食原有市场份额, 叠加线下商超客流量减少, 部分头部企业市场份额有所减少, 2019-2022年混合坚果 CR5 由 44.2% 下降至 37.7%, 三只松鼠和沃隆食品丢失市场份额较多, 洽洽在发布每日坚果新鲜战略后市占率明显提升, 于 2021 年超越三只松鼠成为混合坚果第一品牌, 2022 年混合坚果市占率 10%。我们推测, 随着行业标准的提升, 消费者对产品健康及新鲜度要求也将逐步提高, 行业集中度有望提升。

图44: 2022年混合坚果竞争格局



资料来源: 前瞻产业研究院、东兴证券研究所

图45: 混合坚果竞争格局变化: 2019-2022年



资料来源: 前瞻产业研究院、东兴证券研究所

## 3. 一体化产业体系夯实基础, 渠道下沉获得增长空间

### 3.1 牢牢把控葵花籽资源,产+研+农结合保障原材料品质

公司的葵花籽原材料主要来自国内,正打造海外种植基地。公司在我国葵花籽主产区如内蒙古、新疆、甘肃、东北等有 100 多万亩合作的向日葵种植基地。除此之外,公司正将合作的种植基地延伸至国外。俄罗斯和乌克兰是国际上葵花籽的主产区,公司与俄罗斯优质葵花籽生产基地合作,未来将从国外获取优质的葵花籽资源,并依托海外工厂和未来的海外原料种植基地,实现海外产品的海外直供,减少供应半径,提升新鲜度。

**公司葵花籽原料采购采用“公司+订单农业+种植户”和“代理商和合作社”两种采购模式。**

**订单农业模式:**公司向农户统一提供种子,并定期派人进行技术指导,公司和种植户保持长期合作关系。公司向种植专业户进行订单采购,并对采购价格设置最低价,按照葵花籽的含水量、饱满度等设定不同等级的采购价格,这种采购模式确保了农户的合理收益,也保证了公司的原料质量。

**代理商模式:**由长期合作的供应商、合作商做代理采购与存储。公司两种模式采购量占比分别为 50%左右,未来公司将加大订单农业的推广,有利于提升公司整体原材料品质。

为了把握上游原材料供应,保证产品质量,降低原材料成本,公司上市前便成立了种子公司,专注于瓜子的试种和杂交等实验,在业内率先开启了“产业一体化”革命。公司选育出符合口感与品质标准的种子,这些种子被送往全国各地的种植基地,通过科学的栽培管理技术和严格的品质把控,确保每一株向日葵都能茁壮成长,产出高质量的葵花籽。为了促进向日葵产业的良性发展,公司每年投入上百万研发资金,联合高校老师专家和农科院科学家,针对向日葵菌核病、机械化收割、盐碱地水肥一体化等前端产业“卡脖子”问题开展试验研究,其目的在于促进产业良性发展,降低种植成本,提升种植管理水平,带动农户增收。

**国内坚果种植快速发展,逐步降低进口依赖**

**公司与全球主要品牌商建立了稳定的合作关系。**我国是树坚果的主要进口国,除了核桃能够基本自给自足,其他主要依赖进口,公司与国际一流供应商建立了稳定的合作关系,并且与部分优质农场合作进行原料直采。公司国外采购的坚果和果干主要包括美国/澳大利亚的巴旦木、越南/柬埔寨的腰果以及加拿大的蔓越莓等,公司正加大当季坚果原料海外直采力度,在直采模式下,公司能够实现原材料品质和价格的直接管控,在提升坚果新鲜度的同时,更好地发挥规模化采购谈判以及进口贸易等方面的经验优势。

**部分原料自主可控。**树坚果产业链中有近一半的利润被上游种植园获取,下游对原材料质量、价格把控力度弱,贸易壁垒也对生产商利润造成一定影响,因此公司对坚果原料的产业链有所布局。公司自 2013 年开始便在广西成立坚果派农业有限公司,从事坚果的种植、采购和销售工作,随后公司成立了池州坚果派农业有限公司、坚果派农业有限公司,长丰县坚果派农业有限公司。2018 年,公司以其持有的广西坚果派农业有限公司 70% 股权、池州坚果派农业有限公司 100% 股权以及现金,华泰集团以其持有的安徽佳烨农业有限公司和现金,对坚果派农业进行共同增资,增资后公司持有坚果派 30% 股权,华泰集团持有 70% 股权。坚果派在广西有约 3000 亩夏威夷果种植基地,而夏威夷果通常是 4 年挂果,8 年丰产,目前已经进入丰产状态;此外,坚果派在安徽有 2 万多亩的碧根果种植基地,也进入了挂果期。不过,公司自 2021 年开始从坚果派采购的原材料占比明显降低,推测是为减少关联交易,但公司对坚果上游的布局并没有受到影响。

**坚果进口替代快速推进。**此前我国的坚果诸如夏威夷果、开心果、碧根果等高端坚果产品,原料大部分依赖于进口,但近年来随着国内种植量的增加如夏威夷果、碧根果已经开始进行进口替代。

### 3.2 全球布局工厂

洽洽在全球拥有 10 大工厂。经过多年发展，公司在销售地和生产地，按照就近原则建立了合肥、阜阳、长沙、重庆、廊坊、包头、甘南、哈尔滨、滁州、泰国十大生产基地，从而贯彻新鲜战略和节约物流成本。

公司产品销往海外近 50 个国家和地区，其中主要地区有东南亚、美国、澳洲、日本、韩国等，主要产品以葵花籽为主。2023 年，公司海外业务营业收入为 5.16 亿元，同比增长 7.70%，增速明显高于公司整体，占公司营业收入比重 7.58%，收入占比逐年提升。2019 年 7 月公司泰国工厂正式投产，在泰国建厂不仅有利于公司开发贴合本土口味的产品，更能够就近采用当地优质果干资源，节约产品运往东南亚等市场的运费且有助于降低税收壁垒。公司已经进入泰国当地主流渠道，并在韩国也有突破。同时，印尼、中东也是潜力较大的市场，未来公司会进一步深耕东南亚市场，在印尼市场重点突破，并在成熟区域进行本土化布局。

图46：公司工厂分布



资料来源：公司公告、亿景智图、东兴证券研究所

图47：公司产品销往世界各地



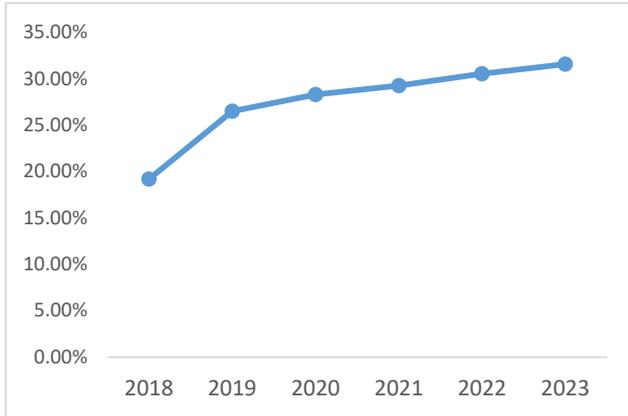
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

### 3.2.1 自建工厂，规模效应逐步释放

休闲食品行业中主要生产模式有代工模式和自主生产两种。公司的生产模式与公司产品策略相适应。通常以大单品为主的产品策略适合自建工厂自主生产，销售初期生产成本较高，但随着销售规模的扩大，规模效应逐步显现。自主方式生产产品能够更好的把握产品质量，且不断降低生产费用。用代工方式生产产品属于平台型休闲食品企业，通常产品种类较多，以多样化产品、一站式购买为产品特色和渠道特色，往往开设线下专卖店以此吸引顾客体验购买。此种模式的优势是产品上新速度较快，能灵活应对市场需求的变化，生产端资产较轻，但产品质量可控性不如自主生产模式，且规模效应相对较弱。

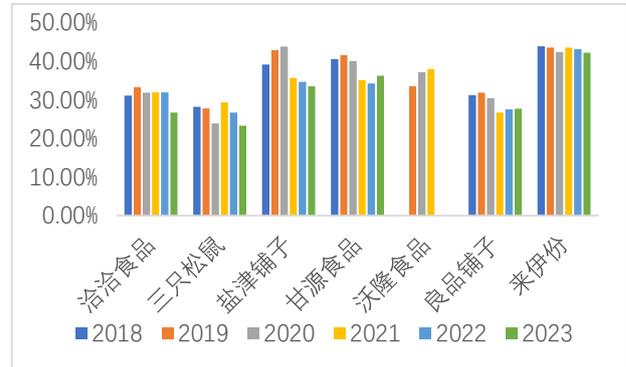
公司产品以瓜子和坚果为主，产品种类集中，因此更加适合自主生产模式，随着单品规模的逐渐增加，利润率能够逐步提升。以坚果为例，2018 年公司坚果产品毛利率仅 19.17%，2023 年毛利率达到 31.56%，增加约 12 个百分点，规模效应明显，相比于 2021 年沃隆 38.01 的毛利率仍有提升空间，但相比于三只松鼠（23.06%）的毛利率公司坚果产品毛利率高出 8.5pct，我们认为跟三只松鼠比公司坚果毛利率较高主要是因为公司产品以每日坚果以及礼盒为主，且渠道跟三只松鼠有所区分（松鼠以线上为主），因此公司相对三只松鼠较高的毛利率有一定的合理性。我们认为目前坚果行业竞争较几年前更激烈，公司难以达到 21 年沃隆的毛利率水平，但随着规模效应的进一步释放，以及国内优质原材料供给的增加，公司毛利率有望维持稳定或略有增长。

图48: 公司坚果毛利率上升



资料来源: 同花顺、公司公告、东兴证券研究所

图49: 可比公司毛利率



资料来源: 同花顺、各公司公告、东兴证券研究所

表4: 可比公司生产及销售模式对比

生产模式	产品种类	销售模式 (2023年)	
自建工厂	洽洽食品 (十大生产基地)	瓜子、坚果为主	通过经销商销往商超为主, 经销和其他渠道收入占比 84%, 直营和电商占比 16%;
	盐津铺子 (四大生产基地)	烘焙为主, 涵盖鱼糜制品、肉制品、素食、果干、豆类、蜜饯炒货等	直营覆盖 KA, 经销商覆盖线下其他主要流通渠道, 经销占比快速增加达到 72%, 电商渠道占比 20%, 直营 (KA) 占比下降到 8%;
	甘源食品 (两大生产基地)	豌豆、蚕豆、瓜子仁、综合果仁、风味坚果及豆果为主	经销模式销售额占比 85%, 电商和其他模式占比 15%;
	沃隆食品 (青岛工厂)	混合坚果为主	线下占比 67%, 线下以经销为主 (2021年);
代工厂	三只松鼠	一半坚果, 一半零食, SKU 大于 1000 个	线上占比 70%, 线下开拓分销业务, 新增社区店;
	良品铺子	SKU 大于 1000 个, 肉类零食、糖果糕点占比较高	以门店为核心的全渠道销售模式, 线上占比 40%, 线下加盟为主、直营为辅
	来伊份	1000 个左右 SKU, 肉制品及水产品、炒货及豆制品占比较高	直营为主, 加盟为辅, 线上占比较低

资料来源: 各公司公告、东兴证券研究所

表5: 生产模式对比

生产模式	自主生产	代工生产 (委托加工)
概念	自建工厂进行自主生产	委托合作供应商进行生产
优点	1) 可在生产各环节严格把控, 并做到食品安全可追溯, 确保产品质量 2) 随着生产规模不断扩大、生产技术不断成熟, 可采取多种措施以形成更好的成本控制, 如引入先进设备, 实现生产流程自动化 3) 可以赚到生产端	1) 无需在生产环节进行大量投资, 生产端资产较轻 2) 可以选择与众多不同的供应商合作, 迅速完成产品矩阵的扩充, 实现多品类覆盖 3) 公司的生产灵活度较高, 可以依据

生产模式	自主生产	代工生产（委托加工）
	的利润，容易获得更高的毛利率	市场反馈及时调整产品和生产策略，无需担心产能浪费
缺点	1) 产品多样性不足 2) 生产端资产较重，对需求巨大波动抵御能力较弱	1) 产品品质把控难度更高 2) 利润率受制于供应商，存在一定天花板

资料来源：沃隆食品招股说明书、东兴证券研究所

### 3.3 渠道存在升级和下沉空间

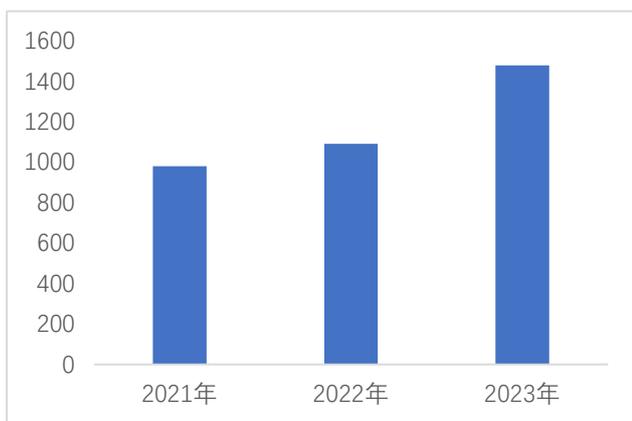
公司瓜子产品虽然家喻户晓，但依然以在一二线城市销售为主，下线城市和乡镇市场下沉度不够，渗透率依然有较大提升空间，公司正着重提升坚果礼盒以及小黄袋每日坚果屋顶盒在三、四线城市的渗透率。

公司在渠道下沉过程中会进入水果店、烟酒店、礼品店以及销售牛奶的渠道等，同时也会对新兴零食渠道等进行拓展，目前合作的有零食很忙、零食优选、戴永红等，公司的葵花籽品类、坚果品类和休闲食品品类均和这类渠道有合作。

持续推进数字化终端建设，提升服务终端能力。公司目前瓜子和坚果的各类线下终端数量大概有 70 万-80 万个，并每年大约增加 10-20 万个终端。为了能更好的服务终端网点，掌握用户画像，公司近几年来持续在进行数字化平台的建设，目前公司在数字化渠道平台掌控的终端近 37 万家。

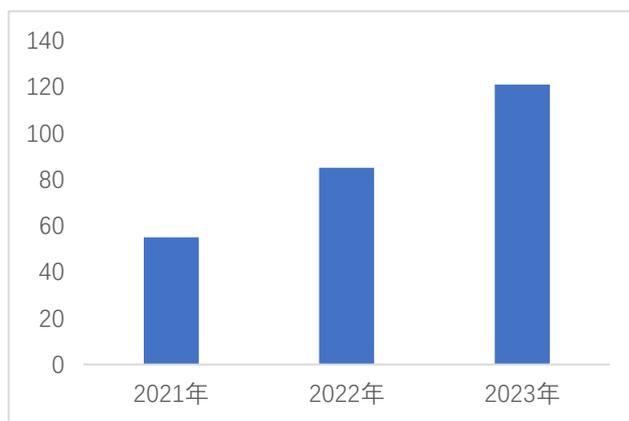
截至 2023 年末，公司有 1479 个经销商，其中国内有 1358 个经销商客户，此外，公司建立起区域分布合理的外销网络，与 100 多个国外经销商客户建立了合作关系，产品远销亚、欧、美等近 50 个国家和地区，国外有 121 个经销商客户，海外经销商数量稳健增长。2023 年公司国内经销商数量增加了 350 家左右，同比 +34% 左右，推测是公司大力发展渠道下沉，拓展下线城市及县乡市场经销渠道的结果。

图50：公司经销商数量



资料来源：同花顺、公司公告、东兴证券研究所

图51：公司海外经销商数量



资料来源：同花顺、公司公告、东兴证券研究所

表6：可比公司经销渠道表现

2023 年	洽洽食品	沃隆食品（21 年）	盐津铺子	甘源食品	三只松鼠
经销渠道收入（万元）	574,816.74	81,613.71	295,236.50	157,192.95	164,100.00

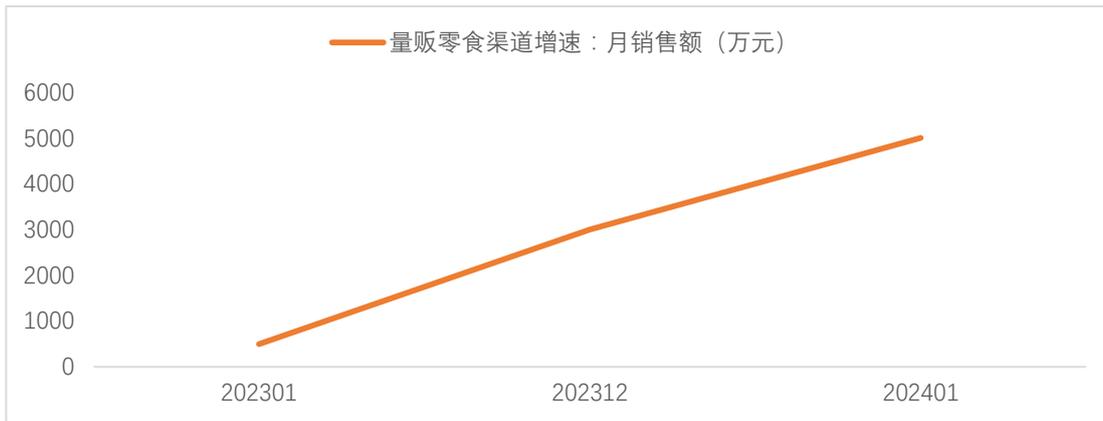
2023 年	洽洽食品	沃隆食品 (21 年)	盐津铺子	甘源食品	三只松鼠
国内经销商数量 (家)	1358	775	3315	2385	1,062
单个经销商规模 (万元)	423.28	105.31	89.06	65.91	154.52

资料来源: 各公司公告、东兴证券研究所

注: 沃隆食品为 21 年数据, 其他公司为 23 年数据。

**积极拥抱量贩零食渠道。**公司在零食量贩渠道进展迅速, 2023 年 1 月大概有 500 万元销售额, 到 12 月份便提升至 3000 万元左右/月, 2024 年 1 月则达到近 5000 万元/月的销售额, 较 23 年初翻了近 10 倍。2023 年度公司在量贩零食渠道含税收入近两亿元, 2024 年公司在零食量贩渠道的销售基本目标为 3-4 亿元。

图52: 量贩零食渠道增速: 月销售额 (万元)



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

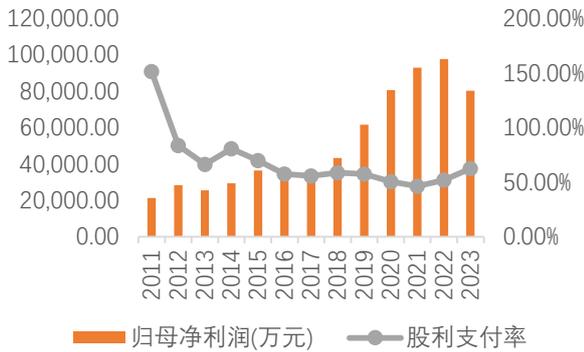
## 4. 仍具备估值修复空间

### 4.1 高分红低估值

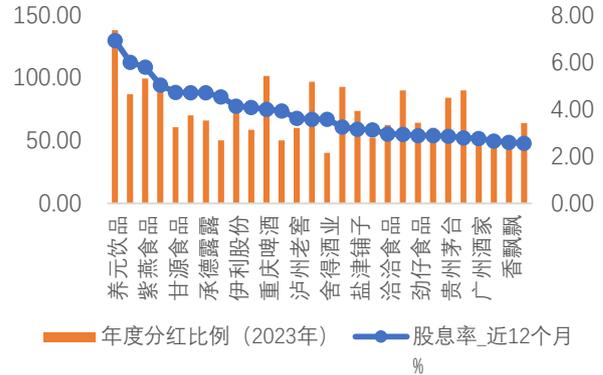
公司属于食品饮料板块中分红较高的个股, 股利支付率长期在 50%左右, 23 年分红比例 62%。截止 2024 年 9 月 30 日, 在总市值大于 50 亿元的食品饮料个股中, 有约 28 家个股股息率大于 2.5%, 洽洽股息率排名第 19, 为 2.95%, 此外, 休闲食品中甘源食品、盐津铺子、桃李面包股利率也较高。在利率长期下行的阶段, 高股息率高分红个股的投资优势逐步凸显。

图53: 公司年度利润及股利支付率

图54: 食品饮料高分红公司 (市值>50 亿元)



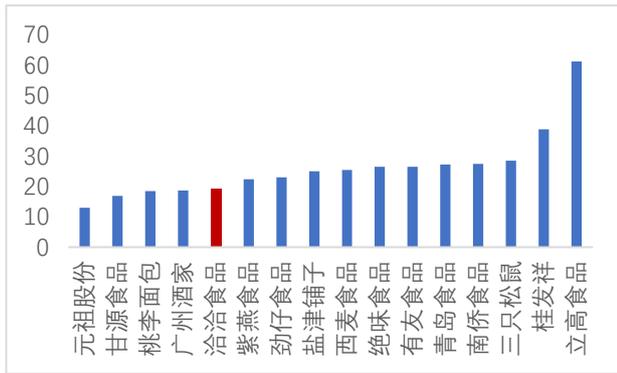
资料来源: 同花顺、东兴证券研究所



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

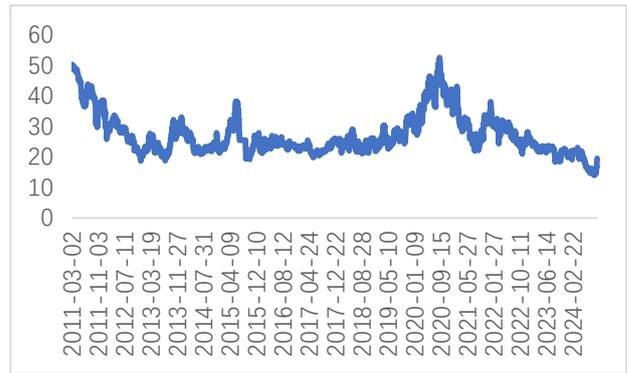
截止 2024 年 9 月 30 日公司 PE (TTM) 19.49, 处于休闲食品中较低水平, 行业平均值 26.20。此外, 自上市以来公司 PE 均值为 27, 纵向对比公司目前的估值也处于历史极低水平。历年来公司的几次利润低点分别发生在 09、13、17 和 23 年, 彼时公司经历了几次估值下探, 但也只下探到 19 倍左右, 且那个时期公司坚果品类还未成为第二增长曲线, 目前公司葵花籽业务依然缓慢增长, 坚果增速虽然下降, 但也有两位数增速, 第三增长曲线正在规划中, 我们认为公司的估值仍具备提升空间。

图55: 休闲食品公司 PE (TTM)



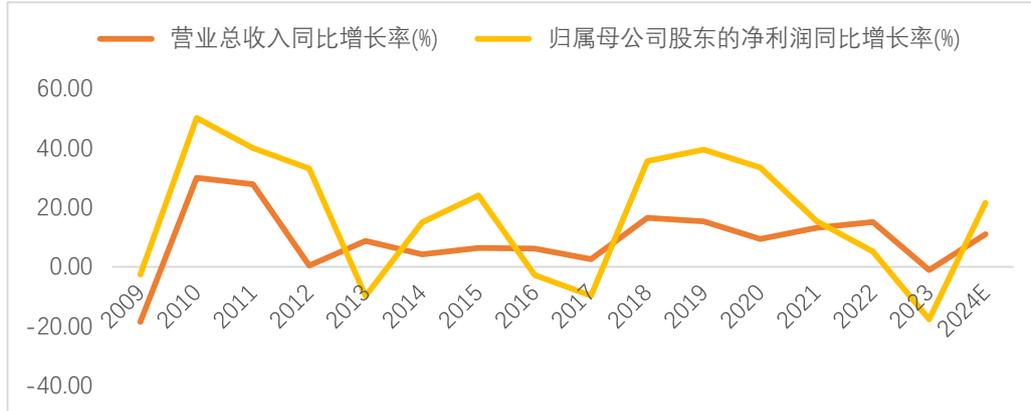
资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

图56: 公司 PE (TTM)



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

图57: 公司营业收入及利润增速



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所 (2024 年数据取自于同花顺一致盈利预测)

## 4.2 股权激励彰显管理层信心

2024 年 9 月公司公告股权激励计划, 拟向激励对象授予 478.00 万份股票期权, 激励对象为公司高管及核心骨干 29 人 (不含预留部分), 分三年解禁, 对应的考核年度为 2024 年-2026 年三个会计年度, 考核目标分两种情况, 满足第一种情况可解禁 70% (Am), 满足第二种情况 100% 解禁 (An)。Am 值目标 24-26 年收入分别同比+10.80%/13.63%/13.82%, 利润目标分别同比+21.6%/18.5%/18.6%; An 值目标 24-26 年收入分别同比+12%/15%/14.98%, 利润目标分别同比+24%/20.16%/20%。近年来消费大环境存在一定压力, 公司股权激励目标彰显管理层信心。公司计划培育第三增长曲线, 未来几年有望为公司增添新动能。

表7: 股权激励考核目标

考核期	考核年度	主营业务收入增长率和净利润增长率 (A)	
		触发值 (Am)	目标值 (An)
第一个行权期	2024 年	以 2023 年为基数, 公司 2024 年主营业务收入增长率不低于 10.8%且扣非归母净利润增长率不低于 21.6%。	以 2023 年为基数, 公司 2024 年主营业务收入增长率不低于 12%且扣非归母净利润增长率不低于 24%。
第二个行权期	2025 年	以 2023 年为基数, 公司 2025 年主营业务收入增长率不低于 25.9%且扣非归母净利润增长率不低于 44.1%。	以 2023 年为基数, 公司 2025 年主营业务收入增长率不低于 28.8%且扣非归母净利润增长率不低于 49%。
第三个行权期	2026 年	以 2023 年为基数, 公司 2026 年主营业务收入增长率不低于 43.3%且扣非归母净利润增长率不低于 70.9%。	以 2023 年为基数, 公司 2026 年主营业务收入增长率不低于 48.1%且扣非归母净利润增长率不低于 78.8%。
考核指标	业绩完成度	公司层面行权比例 (X)	
公司主营业务收入增长率和净利润增长率 (A)	$A \geq A_n$	$X=100\%$	
	$A_m \leq A < A_n$	$X=70\%$	
	$A < A_m$	$X=0$	

资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

## 5. 盈利预测与评级

我们认为,瓜子行业仍具备缓慢增长的空间,公司通过往中低端品类以及下沉市场渗透依然有望进一步获取市场份额;坚果行业依然具备较大的增长空间,公司依然享受行业快速增长红利。此外,公司经销渠道基础扎实,品类创新和市场推广能力在坚果和蓝袋瓜子上已经得到验证,期待第三增长曲线打开公司成长天花板。我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 75.03/83.25/91.14 亿元,分别同比增长 10.25%/10.96%/9.48%;归母净利润分别为 9.88/11.39/12.71 亿元,分别同比增长 23.15%/15.26%/11.60%;2024-2026 年对应 PE 分别为 17/15/13 倍,首次覆盖,给予“推荐”评级。

## 6. 风险提示:

消费复苏不及预期;消费降级,中低端产品占比提升;行业竞争加剧带来价格战;公司创新不及预期,第三曲线不及预期;食品安全风险。

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	6269	7233	7794	8501	9054	<b>营业收入</b>	6883	6806	7503	8325	9114
货币资金	3075	4478	5252	5828	6380	<b>营业成本</b>	4683	4985	5304	5861	6410
应收账款	412	344	414	440	493	营业税金及附加	58	52	61	65	73
其他应收款	7	10	11	12	13	营业费用	701	616	720	791	848
预付款项	42	55	54	62	65	管理费用	342	289	293	308	310
存货	985	1623	1421	1525	1580	财务费用	-12	-69	-40	-54	-47
其他流动资产	116	170	170	170	170	研发费用	54	65	71	79	83
<b>非流动资产合计</b>	2278	2166	2175	2159	2146	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	163	157	157	157	157	公允价值变动收益	5.16	-3.24	0.00	0.00	0.00
固定资产	1359	1283	1243	1210	1180	投资净收益	53.89	23.59	25.95	28.55	31.40
无形资产	268	291	304	315	327	加:其他收益	10.98	12.16	10.61	11.25	11.34
其他非流动资产	11	13	17	14	14	<b>营业利润</b>	1121	896	1131	1315	1482
<b>资产总计</b>	8547	9399	9968	10661	11200	营业外收入	104.75	106.39	105.57	105.98	105.77
<b>流动负债合计</b>	1861	2331	2356	2559	2688	营业外支出	5.30	8.18	7.59	7.03	7.60
短期借款	230	539	539	539	539	<b>利润总额</b>	1221	994	1229	1414	1580
应付账款	563	720	692	800	856	所得税	242	191	240	274	307
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	978	803	989	1140	1272
一年内到期的非流动负债	5	2	2	2	2	少数股东损益	2	0	1	1	1
<b>非流动负债合计</b>	1415	1535	1562	1600	1631	归属母公司净利润	976	803	988	1139	1271
长期借款	0	99	99	99	99	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	1301	1332	1363	1395	1428		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>负债合计</b>	3276	3866	3918	4159	4318	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	3	3	5	6	7	营业收入增长	15.01%	-1.13%	10.25%	10.96%	9.48%
实收资本(或股本)	507	507	507	507	507	营业利润增长	9.06%	-20.06%	26.22%	16.26%	12.65%
资本公积	1546	1558	1550	1550	1550	归属于母公司净利润增长	5.10%	-17.75%	23.03%	15.33%	11.59%
未分配利润	2864	3186	3582	4037	4546	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	5269	5529	5800	6250	6777	毛利率(%)	31.96%	26.75%	29.31%	29.60%	29.67%
<b>负债和所有者权益</b>	8547	9399	9968	10661	11200	净利率(%)	14.21%	11.80%	13.18%	13.69%	13.96%
<b>现金流量表</b>						<b>单位:百万元</b>					
						<b>总资产净利润(%)</b>					
						<b>ROE(%)</b>					
						<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	1532	419	1177	1178	1386	资产负债率(%)	38%	41%	39%	39%	39%
净利润	978	803	989	1140	1272	流动比率	3.37	3.10	3.31	3.32	3.37
折旧摊销	163.84	179.21	122.71	129.18	136.52	速动比率	2.84	2.41	2.70	2.73	2.78
财务费用	-12	-69	-40	-54	-47	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	-92	68	-70	-26	-52	总资产周转率	0.83	0.76	0.77	0.81	0.83
预收账款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	19	18	20	19	20
<b>投资活动现金流</b>	313	1112	7	10	-12	应付账款周转率	10.90	10.61	10.63	11.16	11.01
公允价值变动收益	5	-3	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.93	1.58	1.95	2.25	2.51
投资收益	54	24	26	29	31	每股净现金流(最新摊薄)	2.59	2.62	1.53	1.13	1.09
<b>筹资活动现金流</b>	-533	-203	-411	-613	-822	每股净资产(最新摊薄)	10.39	10.91	11.44	12.33	13.37
应付债券增加	35	31	31	32	33	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	99	0	0	0	P/E	17.18	20.96	17.04	14.78	13.24
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	3.19	3.04	2.90	2.69	2.48
资本公积增加	1	12	-8	0	0	EV/EBITDA	12.02	14.24	11.19	9.38	7.97
<b>现金净增加额</b>	1313	1328	774	575	552						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业：调味品景气度逐步改善，估值存在修复空间	2024-10-25
行业普通报告	食品饮料行业：增量政策持续发力推动市场信心回暖，关注需求改善	2024-10-22
行业普通报告	食品饮料行业：一揽子政策，如何影响食品饮料消费？	2024-09-25
行业深度报告	食品饮料行业：从利率角度观察食品饮料资产定价	2024-09-12
行业深度报告	食品饮料行业：长风破浪会有时—2024年中期策略报告	2024-08-01
行业普通报告	食品饮料行业：国际奶价持续震荡，国内奶价仍处下行周期	2024-07-11
行业普通报告	食品饮料行业：白酒消费税改革的思考	2024-07-11
行业普通报告	食品饮料行业：头部酒企传递发展信心，酒企齐心稳定市场秩序	2024-07-03
公司普通报告	洽洽食品（002557）：葵花籽成本压力增加，四季度有望改善	2023-08-28

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 孟斯硕

首席分析师, 工商管理硕士, 曾任职太平洋证券、民生证券等, 6 年食品饮料行业研究经验, 2020 年 6 月加入东兴证券。

### 王洁婷

普渡大学硕士, 2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究, 主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526