2025 年 02 月 28 日
证券研究报告•2024 年业绩快报点评
洽洽食品（002557）食品饮料

买入（维持）
当前价：26.37 元
目标价：34.02 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

利润短期承压，期待品类渠道拓展成果

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年业绩快报，2024 年公司实现营业收入 71.3 亿元，同比增长 4.8%；实现归母净利润 8.5 亿元，同比增长 6.2%。其中 24Q4 实现营业收入 23.7 亿元，同比增长 2.0%；归母净利润 2.3 亿元，同比下滑 23.8%。24Q4 竞争激烈导致收入增长放缓，成本和费用上行使利润短期承压。
- **经营表现相对平淡，原材料价格波动及年货节费投增加致盈利承压。**收入端，虽有春节错期下的提前备货催化，但由于 KA 主销渠道客流减少，叠加同品类礼盒装竞争激烈造成价格内卷，Q4 收入增长环比降速。利润端，9 月内蒙区域降雨较多导致葵花籽原料采购价短期上涨，25 年年货节启动较早加大 Q4 费用投入，Q4 利润同比显著承压。
- **24 年整体盈利改善，Q4 成本压力增大。**24 年公司归母净利润率同比+0.2pp，24Q4 归母净利润率同比-3.2pp。从全年维度看，公司整体成本有所改善，葵花籽采购价同比降低，坚果品类规模效应拉动利润率提升。Q4 天气因素致瓜子原料价格趋涨，公司同时使用了上一季的储备原料和新一季的采购原料，综合成本有所上升。年货节期间，公司加大对礼盒品类的投放和终端网点的市场费用投入，短期看 Q4 费用率同比提高，但中长期看规模效应的持续强化将带动盈利能力上行。
- **围绕中长期战略目标，品类创新和渠道精耕进展顺利。**产品端，瓜子类整体维持平稳，打手与葵珍持续贡献增量；坚果类坚持两主（每日坚果+坚果礼盒）、两辅（壳果+风味坚果）战略，打造高档和性价比相结合的产品矩阵，礼盒销量持续提升；积极发展坚果乳、花生新品类，构建第三增长曲线。渠道端，公司不断推进渠道下沉，挖掘县乡弱势市场空间；量贩渠道增加 SKU 数量，加大高性价比散称瓜子、每日坚果产品推广；沃尔玛、山姆等会员店持续推动新品进入；电商渠道积极调整，逐步导入高利润产品。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年归母净利润分别为 8.5 亿元、9.6 亿元、10.8 亿元，EPS 分别为 1.68 元、1.89 元、2.12 元。给予 2025 年 18 倍 PE，对应目标价 34.02 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**渠道拓展或不及预期；原材料价格或大幅波动；食品安全风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	68.06	71.31	75.65	79.52
增长率	-1.13%	4.79%	6.08%	5.11%
归属母公司净利润（亿元）	8.03	8.52	9.59	10.75
增长率	-17.75%	6.19%	12.48%	12.10%
每股收益 EPS（元）	1.58	1.68	1.89	2.12
净资产收益率 ROE	14.52%	14.35%	14.53%	14.65%
PE	17	16	14	12
PB	2.42	2.25	2.03	1.82

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：杜雨聪
执业证号：S1250524070007
电话：023-63786049
邮箱：dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现

数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.07
流通 A 股(亿股)	5.06
52 周内股价区间(元)	24.1-37.5
总市值(亿元)	133.90
总资产(亿元)	91.56
每股净资产(元)	10.76

相关研究

1. 洽洽食品(002557)：利润弹性持续显现，期待 Q4 旺季表现 (2024-10-28)
2. 洽洽食品（002557）：Q2 淡季调整渠道库存，回购+高管增持显信心 (2024-09-01)
3. 洽洽食品（002557）：2023 年短期承压，24Q1 毛利率改善 (2024-05-07)

盈利预测与估值

关键假设：

1）葵花子为公司业务基本盘，随着红袋产品渠道精耕下沉、蓝袋口味拓展持续放量，预计 2024-2026 年葵花子收入增速分别为 3.0%、5.0%、4.0%；随着葵花子原材料价格下降，毛利率分别为 29.5%、30.0%、31.0%。

2）坚果行业空间巨大，屋顶盒每日坚果向低线城市下沉、风味坚果新品不断推出，预计 2024-2026 年坚果收入增速分别为 10.0%、9.0%、8.0%；毛利率分别为 32.0%、33.0%、34.0%。

3）坚果乳、花生等新品类体量有望快速发展，成为第三增长曲线，预计 2024-2026 年其他收入为 2.9%、5.0%、4.0%；毛利率分别为 25.0%、25.0%、25.0%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入	68.05	71.31	75.65	79.52
	Yoy	-1.1%	4.8%	6.1%	5.1%
	成本	49.85	50.16	52.75	54.71
	毛利率	26.8%	29.7%	30.3%	31.2%
葵花子	收入	42.71	43.99	46.19	48.03
	Yoy	-5.4%	3.0%	5.0%	4.0%
	成本	31.93	31.01	32.33	33.14
	毛利率	25.2%	29.5%	30.0%	31.0%
坚果	收入	17.53	19.28	21.02	22.70
	Yoy	8.0%	10.0%	9.0%	8.0%
	成本	12.00	13.11	14.08	14.98
	毛利率	31.6%	32.0%	33.0%	34.0%
其他	收入	7.82	8.05	8.45	8.79
	Yoy	4.6%	2.9%	5.0%	4.0%
	成本	5.92	6.04	6.34	6.59
	毛利率	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以三只松鼠、甘源食品、良品铺子、盐津铺子作为可比公司。洽洽食品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，第三增长曲线有望打开成长天花板；经销渠道基础扎实，零食渠道对于传统商超实现客户分流，在全面拥抱零食量贩渠道后，业绩有望逐步改善。参考可比公司估值，给予 2025 年 18 倍 PE，对应目标价 34.02 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价（元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300783.SZ	三只松鼠	29.57	2.2	4.1	5.6	7.5	33	29	21	16
002991.SZ	甘源食品	77.82	3.3	4.0	4.8	5.6	20	18	15	13
603719.SH	良品铺子	13.15	1.8	0.9	1.2	1.7	48	61	44	30
002847.SZ	盐津铺子	56.95	5.1	6.5	8.2	10.2	27	24	19	15
平均值							32	33	27	18
002557.SZ	洽洽食品	26.37	8.0	8.5	9.6	10.8	17	15	14	12

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	68.06	71.31	75.65	79.52
营业成本	49.85	50.16	52.75	54.71
营业税金及附加	0.52	0.64	0.68	0.72
销售费用	6.16	6.60	6.88	7.16
管理费用	2.89	3.21	3.40	3.58
财务费用	-0.69	1.19	1.10	1.09
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.24	0.02	0.02	0.02
公允价值变动损益	-0.03	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	8.96	9.54	10.85	12.28
其他非经营损益	0.98	0.99	0.99	0.99
利润总额	9.94	10.52	11.84	13.27
所得税	1.91	2.00	2.25	2.52
净利润	8.03	8.52	9.59	10.75
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	8.03	8.52	9.59	10.75
资产负债表（亿元）	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
货币资金	44.78	40.00	44.18	49.07
应收和预付款项	4.88	5.29	5.61	5.84
存货	16.23	14.68	15.30	16.24
其他流动资产	6.43	6.42	6.47	6.61
长期股权投资	1.57	1.57	1.57	1.57
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	12.97	15.19	17.27	19.12
无形资产和开发支出	2.91	2.79	2.67	2.55
其他非流动资产	4.21	4.34	4.49	4.64
资产总计	93.99	90.29	97.55	105.65
短期借款	5.39	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	10.61	10.57	11.01	11.53
长期借款	0.99	0.99	0.99	0.99
其他负债	21.68	19.35	19.56	19.74
负债合计	38.66	30.91	31.56	32.26
股本	5.07	5.07	5.07	5.07
资本公积	15.58	15.58	15.58	15.58
留存收益	34.40	40.11	46.72	54.11
归属母公司股东权益	55.29	59.35	65.96	73.35
少数股东权益	0.03	0.03	0.03	0.03
股东权益合计	55.33	59.39	65.99	73.38
负债和股东权益合计	93.99	90.29	97.55	105.65
业绩和估值指标	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
EBITDA	10.07	12.63	14.00	15.64
PE	16.66	15.68	13.94	12.44
PB	2.42	2.25	2.03	1.82
PS	1.96	1.87	1.77	1.68
EV/EBITDA	9.90	7.83	6.76	5.73
股息率	3.84%	2.10%	2.23%	2.51%

现金流量表（亿元）	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	8.03	8.52	9.59	10.75
折旧与摊销	1.79	1.90	2.05	2.27
财务费用	-0.69	1.19	1.10	1.09
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-5.11	-1.22	-0.36	-0.65
其他	0.17	-0.02	0.00	-0.01
经营活动现金流净额	4.19	10.37	12.37	13.45
资本支出	0.83	-4.00	-4.00	-4.00
其他	10.28	-0.11	-0.13	-0.13
投资活动现金流净额	11.12	-4.11	-4.13	-4.13
短期借款	3.09	-5.39	0.00	0.00
长期借款	0.99	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.12	0.00	0.00	0.00
支付股利	-5.13	-2.81	-2.98	-3.36
其他	-1.10	-2.85	-1.08	-1.07
筹资活动现金流净额	-2.03	-11.04	-4.07	-4.42
现金流量净额	13.32	-4.78	4.18	4.89
财务分析指标	**2023A**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
成长能力				
销售收入增长率	-1.13%	4.79%	6.08%	5.11%
营业利润增长率	-20.06%	6.40%	13.78%	13.21%
净利润增长率	-17.91%	6.13%	12.48%	12.10%
EBITDA 增长率	-20.95%	25.45%	10.85%	11.71%
获利能力				
毛利率	26.75%	29.67%	30.28%	31.19%
三费率	12.30%	15.42%	15.06%	14.87%
净利率	11.80%	11.95%	12.67%	13.52%
ROE	14.52%	14.35%	14.53%	14.65%
ROA	8.55%	9.44%	9.83%	10.17%
ROIC	14.90%	17.64%	18.07%	18.83%
EBITDA/销售收入	14.79%	17.71%	18.51%	19.67%
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.77	0.81	0.78
固定资产周转率	5.15	5.68	5.95	5.81
应收账款周转率	17.00	18.38	17.99	18.01
存货周转率	3.82	3.24	3.52	3.47
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.78%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	41.14%	34.23%	32.35%	30.54%
带息债务/总负债	50.94%	46.29%	45.34%	44.35%
流动比率	3.10	4.27	4.43	4.62
速动比率	2.41	3.33	3.48	3.65
股利支付率	63.88%	32.96%	31.12%	31.22%
每股指标				
每股收益	1.58	1.68	1.89	2.12
每股净资产	10.91	11.71	13.02	14.47
每股经营现金	0.83	2.05	2.44	2.65
每股股利	1.01	0.55	0.59	0.66

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzr@swsc.com.cn