



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 04 月 24 日

基础数据

04 月 23 日收盘价（元）	25.90
总市值（亿元）	131.02
总股本（亿股）	5.06

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】洽洽食品 24H1 财报点评：Q2 需求压力较大，盈利维持改善-2024.08.29

【兴证食饮】洽洽食品 24Q1 点评：年货节加持收入高增，盈利能力有改善-2024.04.30

【兴证食饮】洽洽食品 23 年报点评：成本压力环比减弱，盈利能力承压-2024.04.26

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：林佳雯

S0190522070009
linjiawen95@xyzq.com.cn

洽洽食品(002557.SZ)

收入、成本均承压，25 年调整为主

投资要点：

事件：公司公告 2024 年报&25Q1 季报，2024 全年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 71.31/8.49/7.73 亿元，同比+4.79%/+5.82%/+8.86%。24Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 23.74/2.23/2.15 亿元，同比+1.99%/-24.79%/-24.69%。25Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 15.71/0.77/0.58 亿元，同比-13.76%/-67.88%/-73.76%。

24 年海外业务扩张持续，24Q4+25Q1 收入同比承压。2024 年收入同比+4.79%，其中葵花子/坚果类/其他产品收入同比+2.60%/+9.74%/+8.04%，2024 年末经销商数量共 1380 家，同比净减 99 家，其中国外经销商数量同比净减 13 家至 108 家，海外收入同比+10.28%，海外业务拓展持续推进，公司深耕东南亚，并进驻了加拿大的 Costco 渠道。25Q1 收入同比-13.76%，25Q1 收入下滑，预计与春节备货错期有一定关系，其中预计 25Q1 瓜子收入下滑双位数左右，坚果下滑幅度超过整体收入下滑幅度，坚果收入压力大于瓜子预计与礼盒装产品前置在 24Q4 备货有关。

24 年坚果毛利率承压，25Q1 面临全面成本压力。2024 全年毛利率为 28.78%，同比+2.02pct，其中葵花子/坚果类毛利率 29.68%/27.18%，同比+4.45pct/-4.38pct，葵花子毛利率同比提升，预计与原料成本红利有关，坚果毛利率同比下降，主要与下半年部分坚果（如腰果、巴旦木等）进口价格提升有关。24Q4 毛利率为 25.83%，同比-3.46pct，25Q1 毛利率为 19.47%，同比-10.97pct，毛利率连续两个季度下滑，且下滑幅度持续扩大，预计与新采季的葵花子原料价格提升有关。

24 年毛利率提升贡献盈利空间，25Q1 毛利率下降盈利能力承压。2024 全年归母净利率 11.91%，同比+0.12pct，扣非归母净利率 10.83%，同比+0.41pct，毛利率提升为盈利能力提升主因。24Q4 归母净利率 9.41%，同比-3.35pct，25Q1 归母净利率 4.92%，同比-8.28pct，毛利率下降、费效比变差，盈利能力持续性承压，24Q4 总费率 13.51%，同比+0.99pct，25Q1 总费率 15.39%，同比+0.29pct。

盈利预测与投资建议：我们根据最新财报，调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入为 72.03/75.89/81.99 亿元，同比+1.0%/+5.4%/+8.0%，归母净利润为 6.85/7.67/8.47 亿元，同比-19.4%/+12.0%/+10.4%，以 2025 年 4 月 23 日收盘价计算，对应 2025-2027 年 PE 估值为 19/17/15x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料涨幅过高；居民消费力下降；零食量贩渠道对传统渠道的持续性分流；坚果价格竞争加剧；食品安全风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7131	7203	7589	8199
同比增长	4.8%	1.0%	5.4%	8.0%
归母净利润（百万元）	849	685	767	847
同比增长	5.8%	-19.4%	12.0%	10.4%
毛利率	28.8%	23.9%	25.3%	25.6%
ROE	14.8%	10.9%	11.1%	11.2%
每股收益（元）	1.68	1.35	1.52	1.67
市盈率	15.4	19.1	17.1	15.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公告 2024 年报&25Q1 季报，2024 全年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 71.31/8.49 /7.73 亿元，同比+4.79%/+5.82%/+8.86%。24Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 23.74/2.23/2.15 亿元，同比+1.99%/-24.79%/-24.69%。25Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 15.71/0.77/0.58 亿元，同比-13.76%/-67.88%/-73.76%。

点评

24 年海外业务扩张持续,24Q4+25Q1 收入同比承压。2024 年收入同比+4.79%，其中葵花子/坚果类/其他产品收入同比+2.60%/+9.74%/+8.04%，直营（含电商）渠道/经销和其他渠道收入同比+38.29%/-1.38%，经销和其他渠道收入同比下滑，预计与公司经销商团队调整及线下渠道变革，公司与量贩业态合作深度有待提升有关，2024 年末经销商数量共 1380 家，同比净减 99 家，其中国外经销商数量同比净减 13 家至 108 家，海外收入同比+10.28%，海外业务拓展持续推进，公司深耕东南亚，并进驻了加拿大的 Costco 渠道。24Q4 收入同比+1.99%，25Q1 收入同比-13.76%，25Q1 收入下滑，预计与春节备货错期有一定关系，其中预计 25Q1 瓜子收入下滑双位数左右，坚果下滑幅度超过整体收入下滑幅度，坚果收入压力大于瓜子预计与礼盒装产品前置在 24Q4 备货有关，24Q4+25Q1 收入同比-4.92%，剔除错期影响公司收入仍有一定承压，预计与渠道格局演变、市场竞争加剧等因素有关，亟待公司需求破题之路。

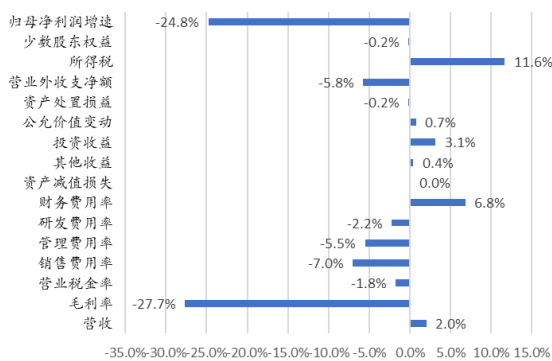
24 年坚果毛利率承压，25Q1 面临全面成本压力。2024 全年毛利率为 28.78%，同比+2.02pct，其中葵花子/坚果类毛利率 29.68%/27.18%，同比+4.45pct/-4.38pct，葵花子毛利率同比提升，预计与原料成本红利有关，坚果毛利率同比下降，主要与下半年部分坚果（如腰果、巴旦木等）进口价格提升有关，此外 24Q4 市场价格竞争加剧，礼盒毛利率的下降预计也带来一定负向影响，24H2 坚果毛利率同比-7.24pct 可以侧面验证。24Q4 毛利率为 25.83%，同比-3.46pct，25Q1 毛利率为 19.47%，同比-10.97pct，毛利率连续两个季度下滑，且下滑幅度持续扩大，预计与新采季的葵花子原料价格提升有关，我们预计公司于 24Q4 逐步使用新采季葵花籽，25Q1 成本压力进一步显现，考虑毛利率同比下降幅度大于 10pct，预计葵花籽原料价格同比上涨 10%以上，此外量贩、抖音等新渠道收入占比的提升，也对毛利率带来一定负向的结构性影响。

24 年毛利率提升贡献盈利空间，25Q1 毛利率下降盈利能力承压。2024 全年归母净利率 11.91%，同比+0.12pct，扣非归母净利率 10.83%，同比+0.41pct，毛利率提升为盈利能力提升主因，2024 年总费率 14.40%，同比+1.16pct，销售/管理/研发/财务费率 9.99%/4.32%/1.06%/-0.96%，同比+0.93pct/+0.07pct/+0.11pct/+0.05pct。24Q4 归母净利率 9.41%，同比-3.35pct，25Q1 归母净利率 4.92%，同比-8.28pct，毛利率下降、费效比变差，盈利能力持续性承压，24Q4 总费率 13.51%，同比+0.99pct，25Q1 总费率 15.39%，同比+0.29pct。

盈利预测与投资建议：当前市场竞争环境变化，渠道流量向量贩业态倾斜，传统零售业态面临调改变革，消费者质价比需求及价格敏感度提升，面对当前市场环境，公司虽产品口味有创新，但未能谋求适时的推广之法，虽与量贩、会员店等业态谋求合作，但合作深度仍有待提高，后续公司亟待寻求下一个大单品或爆品口味盘活渠道，而面对渠道之变，公司作为品类公司典范如果应对也是市场集中关注的要点，我们预计 2025 年公司更多以谋思、调整为主，叠加葵花籽、坚果的成本上涨干扰，我们根据最新财报，调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入为 72.03/75.89/81.99 亿元，同比+1.0%/+5.4%/+8.0%，归母净利润为 6.85/7.67/8.47 亿元，同比-19.4%/+12.0%/+10.4%，以 2025 年 4 月 23 日收盘价计算，对应 2025-2027 年 PE 估值为 19/17/15x，维持“买入”评级。

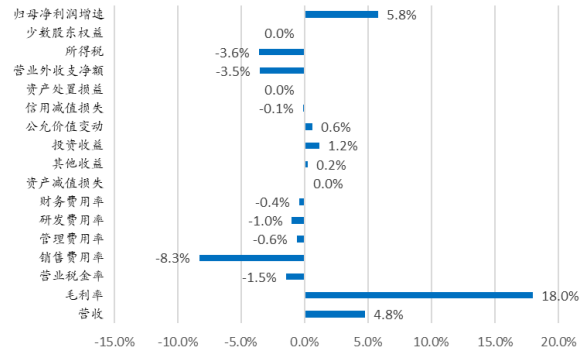
风险提示：原材料涨幅过高；居民消费力下降；零食量贩渠道对传统渠道的持续性分流；坚果价格竞争加剧；食品安全风险。

图1、24Q4 归母净利润增速贡献拆分



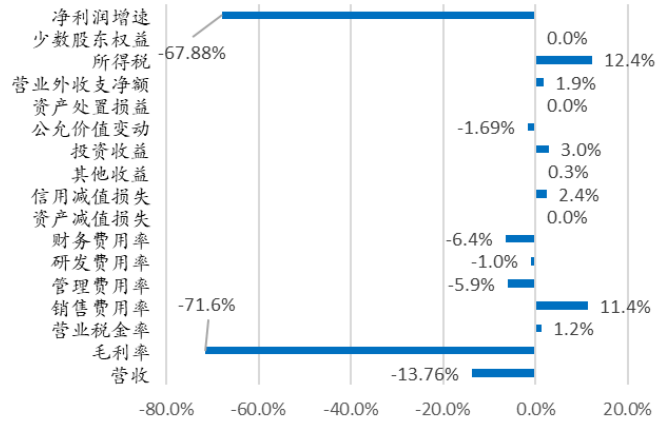
数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2024 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、25Q1 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7394	8223	10071	11313
货币资金	4583	5025	6736	7691
交易性金融资产	305	505	363	331
应收票据及应收账款	482	472	499	541
预付款项	64	63	67	72
存货	1546	1621	1720	1836
其他	413	537	686	842
非流动资产	2663	2525	1684	1558
长期股权投资	91	60	22	42
固定资产	1327	1277	1214	1145
在建工程	0	10	8	7
无形资产	286	290	293	294
商誉	0	0	0	0
其他	959	889	148	71
资产总计	10057	10748	11755	12871
流动负债	2883	3017	3360	3748
短期借款	850	1099	1379	1653
应付票据及应付账款	1117	1039	1115	1209
其他	916	878	866	885
非流动负债	1446	1474	1502	1530
长期借款	0	0	0	0
其他	1446	1474	1502	1530
负债合计	4329	4491	4862	5278
股本	507	506	506	506
未分配利润	3587	4056	4576	5149
少数股东权益	2	3	4	4
股东权益合计	5728	6257	6893	7593
负债及权益合计	10057	10748	11755	12871

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	849	685	767	847
折旧和摊销	180	207	222	234
营运资金的变动	93	-204	-215	-206
经营活动产生现金流量	1039	586	679	783
资本支出	-157	-78	-70	-81
长期投资	-487	-104	919	89
投资活动产生现金流量	-582	-142	884	48
债权融资	311	180	308	303
股权融资	2	0	0	0
融资活动产生现金流量	-436	-7	148	123
现金净变动	21	442	1711	955

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7131	7203	7589	8199
营业成本	5079	5479	5666	6099
税金及附加	66	61	64	72
销售费用	712	648	710	774
管理费用	308	303	323	349
研发费用	76	67	74	81
财务费用	-69	-72	-76	-104
投资收益	34	39	34	40
公允价值变动收益	2	0	0	0
信用减值损失	-5	-2	-3	-2
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	1005	767	874	982
营业外收支	75	91	88	85
利润总额	1079	858	961	1066
所得税	229	173	194	219
净利润	850	686	767	848
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	849	685	767	847
EPS(元)	1.68	1.35	1.52	1.67

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	4.8%	1.0%	5.4%	8.0%
营业利润增长率	12.1%	-23.6%	13.8%	12.4%
归母净利润增长率	5.8%	-19.4%	12.0%	10.4%
盈利能力				
毛利率	28.8%	23.9%	25.3%	25.6%
归母净利率	11.9%	9.5%	10.1%	10.3%
ROE	14.8%	10.9%	11.1%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	43.0%	41.8%	41.4%	41.0%
流动比率	2.56	2.73	3.00	3.02
速动比率	1.87	1.99	2.26	2.29
营运能力				
资产周转率	73.3%	69.2%	67.5%	66.6%
每股资料(元)				
每股收益	1.68	1.35	1.52	1.67
每股经营现金	2.05	1.16	1.34	1.55
估值比率(倍)				
PE	15.4	19.1	17.1	15.5
PB	2.3	2.1	1.9	1.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn