

## 25Q1 经营触底，期待盈利修复

### 投资要点

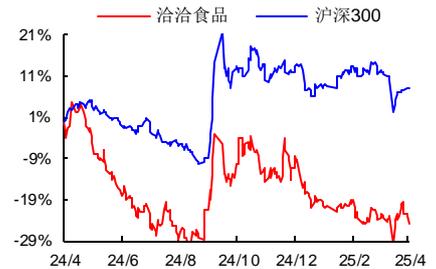
- 事件：**公司发布2024年报及2025年一季报。24年公司实现营收71.3亿元，同比+4.8%；归母净利润8.5亿元，同比+5.9%。25Q1公司实现营收15.7亿元，同比-13.8%；归母净利润0.8亿元，同比-67.9%。春节跨期下终端备货提前、市场需求疲软、行业竞争加剧，叠加原材料价格波动影响，综合导致25Q1营收及利润均同比下滑。
- 核心品类稳健增长，渠道精耕全面开展。**分产品看，24年公司葵花子、坚果、其他业务分别实现营收43.8亿元(+2.6%)、19.2亿元(+9.7%)、8.3亿元(+5.6%)。瓜子类整体维持平稳，打手与葵珍持续贡献增量；坚果类坚持两主（每日坚果+坚果礼盒）、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。分地区看，24年公司在南方区、东方区、北方区、电商、国外及其他区域分别实现营收22.7亿元(+3.9%)、21.2亿元(+9.5%)、13.4亿元(-3.3%)、7.8亿元(+8.9%)、5.7亿元(+10.3%)、0.5亿元(-20.6%)。流通渠道不断挖掘县乡弱势市场空间，公司组建专门精耕团队配套以特定补贴，加大专门经销商扩展，24年底数字化平台掌控网点已达49万家。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，美团、拼多多、盒马等业务持续突破，逐步导入高利润产品。东南亚市场持续深耕成效显著，加拿大市场进驻Costco渠道，品类和产品导入数增加助力海外扩张。
- 原材料成本压力增大拖累毛利，盈利亟待修复。**1、24年毛利率28.8%，同比+2.0pp；25Q1毛利率19.5%，同比-11.0pp。25Q1毛利率下滑较多主要系原材料成本压力，受内蒙水灾影响葵花籽价格虽然Q1环比有所下降但是依然高于去年同期，部分坚果原材料如巴旦木、腰果受关税影响价格上涨。2、24年销售费用率10.0%，同比+0.9pp；25Q1销售费用率10.6%，同比-1.8pp。24年管理费用率4.3%，同比+0.1pp；25Q1管理费用率4.6%，同比+0.9pp。规模效应虽有减弱，但费用率基本保持平稳。3、24年净利率11.9%，同比+0.1pp；25Q1净利率4.9%，同比-8.3pp；由于费用管控得当，净利率下滑幅度小于毛利率。
- 经营节奏稳健，静待龙头穿越周期。**渠道方面，公司拓展下沉市场专业经销商、探索核心城市联合业代模式，瓜子业务与餐饮、零食专营等新兴渠道深度合作，坚果业务加大年节坚果团购及礼盒渠道终端开拓迎合行业礼赠场景修复。成本方面，公司加码上游原料布局强化原料掌控，国葵种植面积进一步提升，新采购季葵花籽原材料价格后续有望回落带来成本改善，坚果业务规模效应逐步凸显以及原材料替代带来毛利提升，看好盈利能力持续优化。产品方面，公司坚守品牌品质，加速落地长期战略，系列调整举措逐步落地，以蓝袋加量不加价、加大量贩扩展、毛嗑等产品让利等方式积极应对短期压力，有望平稳穿越经营周期。
- 盈利预测与投资建议。**预计2025-2027年归母净利润分别为7.2亿元、8.4亿元、9.2亿元，EPS分别为1.42元、1.65元、1.81元。公司细分品类心智基础扎实，多措并举应对压力，待未来政策成效显现消费需求回暖，公司经营有望进一步

### 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)	5.05
52周内股价区间(元)	23.99-37.5
总市值(亿元)	121.35
总资产(亿元)	94.66
每股净资产(元)	10.97

### 相关研究

- 洽洽食品(002557)：利润短期承压，期待品类渠道拓展成果(2025-03-03)
- 洽洽食品(002557)：利润弹性持续显现，期待Q4旺季表现(2024-10-28)
- 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)
- 洽洽食品(002557)：2023年短期承压，24Q1毛利率改善(2024-05-07)

提速。给予 2025 年 21 倍 PE，对应目标价 29.82 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	71.31	73.37	77.84	81.01
增长率	4.79%	2.89%	6.09%	4.07%
归属母公司净利润 (亿元)	8.49	7.18	8.35	9.18
增长率	5.85%	-15.47%	16.26%	10.01%
每股收益 EPS (元)	1.68	1.42	1.65	1.81
净资产收益率 ROE	14.84%	11.95%	12.66%	12.72%
PE	14	17	15	13
PB	2.12	2.02	1.84	1.68

数据来源：Wind，西南证券

## 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 2025-2027 年葵花子收入增速分别为 2.0%、5.0%、3.0%；随着葵花子原材料价格下降，毛利率分别为 28.0%、29.0%、30.0%。

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 2025-2027 年坚果收入增速分别为 4.0%、9.0%、6.0%；毛利率分别为 24.0%、27.0%、29.0%。

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 2025-2027 年其他收入为 5.0%、5.0%、5.0%；毛利率分别为 30.0%、30.0%、30.0%。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	收入	7,131.4	7,337.3	7,784.1	8,101.3
	Yoy	4.8%	2.9%	6.1%	4.1%
	成本	5,079.1	5,345.5	5,561.2	5,694.0
	毛利率	28.8%	27.1%	28.6%	29.7%
葵花子	收入	4,381.6	4469.3	4692.7	4833.5
	Yoy	2.6%	2.0%	5.0%	3.0%
	成本	3,081.0	3,217.9	3,331.8	3,383.5
	毛利率	29.7%	28.0%	29.0%	30.0%
坚果	收入	1,923.6	2000.5	2180.6	2311.4
	Yoy	9.7%	4.0%	9.0%	6.0%
	成本	1,400.8	1,520.4	1,591.8	1,641.1
	毛利率	27.2%	24.0%	27.0%	29.0%
其他	收入	826.2	867.5	910.8	956.4
	Yoy	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	597.3	607.2	637.6	669.5
	毛利率	27.7%	30.0%	30.0%	30.0%

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、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 21 倍 PE，对应目标价 29.82 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			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300783.SZ	三只松鼠	29.30	4.08	5.30	7.06	8.96	36	23	17	13
002991.SZ	甘源食品	74.05	3.76	3.98	4.61	5.22	18	17	15	13
002847.SZ	盐津铺子	89.23	6.40	8.31	10.20	11.99	37	29	23	20
平均值							30	23	18	15
002557.SZ	洽洽食品	25.90	8.49	7.18	8.35	9.18	14	17	15	13

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)					现金流量表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	71.31	73.37	77.84	81.01	净利润	8.50	7.18	8.35	9.18
营业成本	50.79	53.45	55.61	56.94	折旧与摊销	1.76	2.04	2.18	2.40
营业税金及附加	0.66	0.66	0.70	0.73	财务费用	-0.69	1.28	1.14	1.13
销售费用	7.12	6.97	7.78	8.51	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	3.08	2.79	2.88	2.92	经营营运资本变动	-0.58	-1.34	-0.86	-0.19
财务费用	-0.69	1.28	1.14	1.13	其他	1.39	0.13	-0.01	-0.01
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>10.39</b>	<b>9.29</b>	<b>10.80</b>	<b>12.52</b>
投资收益	0.34	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.64	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	0.02	0.00	0.00	0.00	其他	-5.18	-0.13	-0.15	-0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-5.82</b>	<b>-4.13</b>	<b>-4.15</b>	<b>-4.15</b>
<b>营业利润</b>	<b>10.05</b>	<b>8.22</b>	<b>9.72</b>	<b>10.79</b>	短期借款	3.11	-8.50	0.00	0.00
其他非经营损益	0.75	0.87	0.85	0.84	长期借款	-0.99	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>10.79</b>	<b>9.09</b>	<b>10.57</b>	<b>11.63</b>	股权融资	-0.05	0.00	0.00	0.00
所得税	2.29	1.91	2.22	2.44	支付股利	0.00	-2.97	-2.51	-2.92
净利润	8.50	7.18	8.35	9.18	其他	-6.43	-3.65	-1.12	-1.11
少数股东损益	0.01	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-4.36</b>	<b>-15.12</b>	<b>-3.64</b>	<b>-4.03</b>
归属母公司股东净利润	8.49	7.18	8.35	9.18	<b>现金流量净额</b>	<b>0.21</b>	<b>-9.96</b>	<b>3.01</b>	<b>4.34</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	45.83	35.87	38.88	43.22	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5.53	5.51	5.83	6.09	销售收入增长率	4.79%	2.89%	6.09%	4.07%
存货	15.46	15.81	16.88	17.15	营业利润增长率	12.09%	-18.15%	18.23%	10.98%
其他流动资产	7.12	5.96	6.40	6.64	净利润增长率	5.85%	-15.53%	16.26%	10.01%
长期股权投资	0.91	0.91	0.91	0.91	EBITDA 增长率	10.45%	3.75%	13.08%	9.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	13.27	15.35	17.29	19.02	毛利率	28.78%	27.15%	28.56%	29.71%
无形资产和开发支出	2.86	2.74	2.62	2.49	三费率	13.34%	15.04%	15.17%	15.50%
其他非流动资产	9.59	9.72	9.87	10.02	净利率	11.92%	9.79%	10.73%	11.34%
<b>资产总计</b>	<b>100.57</b>	<b>91.87</b>	<b>98.68</b>	<b>105.53</b>	ROE	14.84%	11.95%	12.66%	12.72%
短期借款	8.50	0.00	0.00	0.00	ROA	8.45%	7.82%	8.46%	8.70%
应付和预收款项	13.62	12.62	13.53	14.00	ROIC	15.28%	14.57%	15.41%	15.84%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.59%	15.72%	16.76%	17.68%
其他负债	21.17	19.14	19.21	19.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>43.29</b>	<b>31.76</b>	<b>32.74</b>	<b>33.32</b>	总资产周转率	0.73	0.76	0.82	0.79
股本	5.07	5.07	5.07	5.07	固定资产周转率	5.46	5.68	6.04	5.92
资本公积	15.52	15.52	15.52	15.52	应收账款周转率	18.16	17.42	17.87	17.70
留存收益	38.41	42.62	48.45	54.71	存货周转率	3.21	3.42	3.40	3.35
归属母公司股东权益	57.26	60.09	65.92	72.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.86%	—	—	—
少数股东权益	0.02	0.02	0.02	0.02	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>57.28</b>	<b>60.11</b>	<b>65.94</b>	<b>72.21</b>	资产负债率	43.04%	34.57%	33.18%	31.58%
负债和股东权益合计	100.57	91.87	98.68	105.53	带息债务/总负债	50.98%	42.71%	41.44%	40.71%
					流动比率	2.56	3.65	3.73	3.89
					速动比率	2.03	2.74	2.80	2.98
					股利支付率	0.00%	41.40%	30.10%	31.82%
业绩和估值指标					每股指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	11.12	11.54	13.05	14.32	每股收益	1.68	1.42	1.65	1.81
PE	14.32	16.94	14.57	13.24	每股净资产	11.30	11.86	13.01	14.24
PB	2.12	2.02	1.84	1.68	每股经营现金	2.05	1.83	2.13	2.47
PS	1.71	1.66	1.56	1.50	每股股利	0.00	0.59	0.50	0.58
EV/EBITDA	7.76	7.50	6.39	5.51					
股息率	0.00%	2.44%	2.07%	2.40%					

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
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@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
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@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

---

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	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	lzh@swsc.com.cn