

洽洽食品（002557.SZ）

优于大市

2024 年收入恢复正增长，2025 年第一季度盈利能力受损

核心观点

洽洽食品披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年度营业总收入 71.3 亿元，同比+4.8%；归母净利润 8.5 亿元，同比+5.8%；扣非归母净利润 7.7 亿元，同比+8.9%。2025 年第一季度营业总收入 15.7 亿元，同比-13.8%；归母净利润 0.8 亿元，同比-67.9%；扣非归母净利润 0.6 亿元，同比-73.8%。

公司通过优化产品组合及营销方式，2024 年收入恢复正增长。分品类看，2024 年葵花子收入同比+2.6%，其中主推产品打手瓜子、高端品种葵珍增长较快，经典大单品红袋瓜子、原香瓜子无明显增长，蓝袋瓜子在“加量不加价”活动帮助下恢复增长。2024 年坚果收入同比+9.7%，其中坚果礼盒实现双位数增长，每日坚果系列收入略有下滑。

2024 年葵花子原料成本回落，盈利能力有所修复。2024 年公司毛利率/净利率分别同比+2.0/+0.1 p.p.，盈利能力小幅改善主要受益于前三季度葵花子品类原料成本回落，其中 2024 年葵花子毛利率恢复至 29.7%，同比+4.4 p.p.。销售费用率 10.0%，同比+0.9 p.p.，主要系促销、广告费用投放增多，管理费用率、研发费用率、财务费用率同比变化不大。

2025 年第一季度春节错期因素致收入同比下滑，成本压力再度增大。2025 年第一季度收入同比-13.8%，一方面系受到春节错期、去年同期高基数的影响，另一方面也受到了传统渠道流量下滑、坚果炒货市场竞争激烈的影响。2025 年第一季度毛利率/净利率分别为 19.5%/4.9%，同比-11.0/-8.3 p.p.，毛利率大幅下滑成为盈利能力的主要拖累。葵花子原料因受内蒙产区遭遇雨水天气影响，2024 年 10 月至 12 月市场采购价同比上涨超 10%，导致公司 2025 年第一季度葵花子毛利率再度降至 20-25%区间，同时巴旦木、腰果原料价格也有一定程度的上升，故 2025 年第一季度成本压力显著提升。除此之外，为应对市场激烈竞争，公司在坚果业务方面增加毛利率较低的性价比产品投放，也对毛利率造成拖累。

盈利预测与投资建议：考虑到公司目前处于产品及渠道调整期，且成本上涨、竞争激烈均对盈利能力形成压制，我们下调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 74.6/78.0/81.4 亿元（2025/2026 年前预测值 81.9/89.7 亿元），同比+4.7%/+4.4%/+4.5%；归母净利润 6.9/8.7/9.8 亿元（2025/2026 年前预测值 10.5/11.7 亿元），同比-19.3%/+26.7%/+13.1%；当前股价对应 PE 分别为 18/14/12 倍。公司产品品质及品牌认知处于行业领先地位，业务基础较好，当前估值低位，维持“优于大市”评级。

风险提示：国人消费习惯变化导致葵花子、坚果品类需求萎缩；行业竞争加剧；原材料成本价格大幅上涨；公司的策略调整动作执行不到位。

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

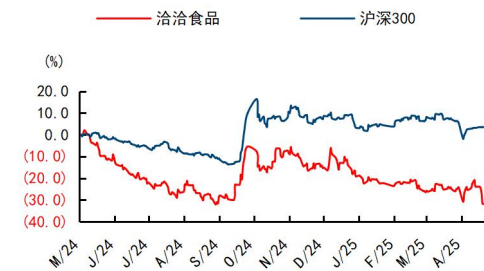
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.89 元
总市值/流通市值	12085/12059 百万元
52 周最高价/最低价	38.45/23.36 元
近 3 个月日均成交额	235.46 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）-第三季度收入恢复正增长，盈利能力改善》——2024-10-30
- 《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》——2024-08-30
- 《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

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,806	7,131	7,465	7,796	8,143
(+/-%)	-1.1%	4.8%	4.7%	4.4%	4.5%
归母净利润(百万元)	803	849	685	868	982
(+/-%)	-17.8%	5.8%	-19.3%	26.7%	13.1%
每股收益(元)	1.58	1.68	1.35	1.71	1.94
EBIT Margin	11.7%	12.5%	9.0%	11.6%	12.7%
净资产收益率(ROE)	14.5%	14.8%	12.2%	14.9%	16.5%
市盈率(PE)	15.1	14.3	17.7	13.9	12.3
EV/EBITDA	16.4	15.4	20.4	15.8	13.9
市净率(PB)	2.19	2.12	2.15	2.08	2.03

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

洽洽食品披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年度营业总收入 71.3 亿元，同比+4.8%；归母净利润 8.5 亿元，同比+5.8%；扣非归母净利润 7.7 亿元，同比+8.9%。2025 年第一季度营业总收入 15.7 亿元，同比-13.8%；归母净利润 0.8 亿元，同比-67.9%；扣非归母净利润 0.6 亿元，同比-73.8%。

公司通过优化产品组合及营销方式，2024 年收入恢复正增长。分品类看，2024 年葵花子收入同比+2.6%，其中主推产品打手瓜子、高端品种葵珍增长较快，经典大单品红袋瓜子、原香瓜子无明显增长，蓝袋瓜子在“加量不加价”活动帮助下恢复增长。2024 年坚果收入同比+9.7%，其中坚果礼盒实现双位数增长，每日坚果系列收入略有下滑。2024 年其他品类（薯片、花生等休闲食品）收入同比+8.0%，其中新品鲜切薯条、花生果增长贡献较大。2024 年季度间收入增速波动较大，其中第一季度春节旺季收入同比+36.4%，第二季度主动去化库存致收入同比-13.8%，第三、第四季度收入增速分别为+3.7%/+2.0%，主要系受到需求疲弱且市场竞争激烈的影响。

2024 年葵花子原料成本回落，盈利能力有所修复。2024 年公司毛利率/净利率分别同比+2.0/+0.1 p.p.，盈利能力小幅改善主要受益于前三季度葵花子品类原料成本回落，其中 2024 年葵花子毛利率恢复至 29.7%，同比+4.4 p.p.。销售费用率 10.0%，同比+0.9 p.p.，主要系促销、广告费用投放增多，管理费用率、研发费用率、财务费用率同比变化不大。

2025 年第一季度春节错期因素致收入同比下滑，成本压力再度增大。2025 年第一季度收入同比-13.8%，一方面系受到春节错期、去年同期高基数的影响，另一方面也受到了传统渠道流量下滑、坚果炒货市场竞争激烈的影响。2025 年第一季度毛利率/净利率分别为 19.5%/4.9%，同比-11.0/-8.3 p.p.，毛利率大幅下滑成为盈利能力的主要拖累。葵花子原料因受内蒙产区遭遇雨水天气影响，2024 年 10 月至 12 月市场采购价同比上涨超 10%，导致公司 2025 年第一季度葵花子毛利率再度降至 20-25%区间，同时巴旦木、腰果原料成本也有一定程度的上升，故 2025 年第一季度成本压力显著提升。除此之外，为应对市场激烈竞争，公司在坚果业务方面增加毛利率较低的性价比产品投放，也对毛利率造成拖累。

继续优化产品、渠道策略，寻求海外市场突破，收入增速有望提升。综合来看，公司面临传统渠道被分流、市场竞争加剧的压力，目前公司通过优化自身产品组合、积极拥抱新兴渠道、持续推进渠道精耕及下沉、适度增大促销作为应对。此外公司明确 2025 年将重点发展海外业务，2024 年及 2025 年第一季度海外业务收入增速均高于公司平均增速，海外业务有望成为新增量业务。利润端，2025 年以来葵花子采购价有一定程度的回落，预计后续成本压力相较于第一季度将有所减轻。

盈利预测与投资建议：考虑到公司目前处于产品及渠道调整期，且成本上涨、竞争激烈均对盈利能力形成压制，我们下调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 74.6/78.0/81.4 亿元（2025/2026 年前预测值 81.9/89.7 亿元），同比+4.7%/+4.4%/+4.5%；归母净利润 6.9/8.7/9.8 亿元（2025/2026 年前预测值 10.5/11.7 亿元），同比-19.3%/+26.7%/+13.1%；EPS 分别为 1.35/1.71/1.94 元；当前股价对应 PE 分别为 18/14/12 倍。公司产品品质及品牌认知处于行业领先地位，业务基础较好，当前估值低位，维持“优于大市”评级。

风险提示

国人消费习惯变化导致葵花子、坚果品类需求萎缩；行业竞争加剧；原材料成本价格

大幅上涨；公司的策略调整动作执行不到位。

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		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,189	8,972	-	7,465	7,796	8,143	-724	-1,176	-
收入同比增速%	9.7%	9.6%	-	4.7%	4.4%	4.5%	-5.0%	-5.1%	-
毛利率%	29.3%	29.4%	-	25.1%	27.2%	28.2%	-4.2%	-2.2%	-
销售费用率%	9.8%	9.6%	-	10.0%	9.7%	9.5%	0.2%	0.1%	-
归母净利率%	12.8%	13.1%	-	9.2%	11.1%	12.1%	-3.6%	-1.9%	-
归母净利润（百万元）	1,046	1,171	-	685	868	982	-360	-303	-
归母净利润同比增速%	12.3%	12.0%	-	-19.3%	26.7%	13.1%	-31.6%	14.7%	-
EPS（元）	2.06	2.31	-	1.35	1.71	1.94	-0.71	-0.60	-

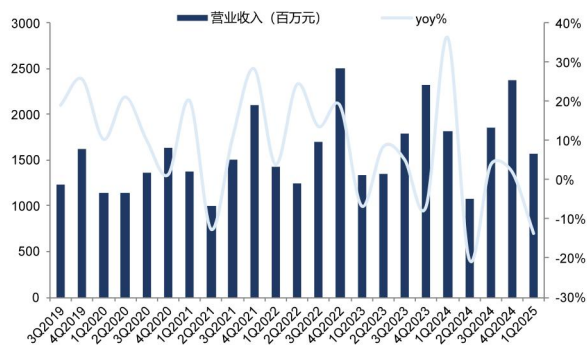
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2025年4月25日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
002557.SZ	洽洽食品	17.6	23.89	1.35	1.71	17.7	13.9	121	优于大市
002847.SZ	盐津铺子	37.5	90.50	3.05	3.83	29.7	23.6	247	优于大市
002991.SZ	甘源食品	20.6	74.53	4.28	4.97	17.4	15.0	69	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



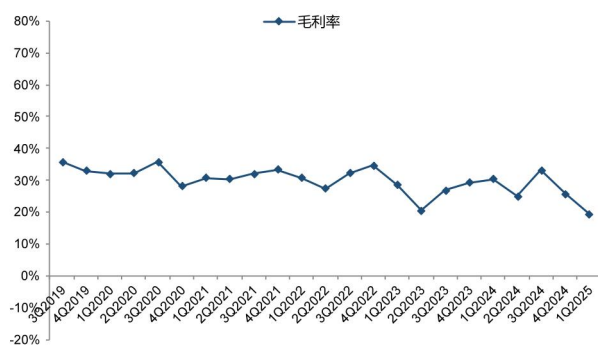
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



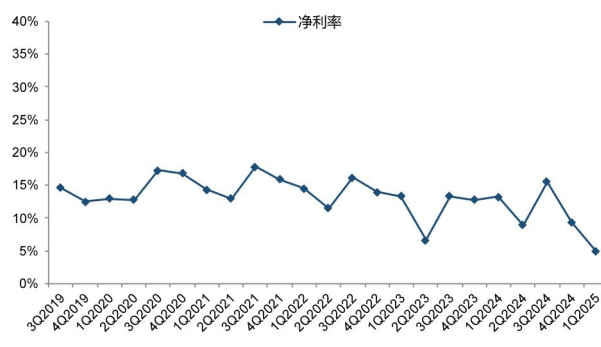
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4478	4583	4531	4566	4681	营业收入	6806	7131	7465	7796	8143
应收款项	433	489	532	555	558	营业成本	4985	5079	5592	5675	5851
存货净额	1623	1546	1747	1772	1795	营业税金及附加	52	66	67	70	73
其他流动资产	225	471	478	483	489	销售费用	616	712	746	756	774
流动资产合计	7233	7394	7588	7727	7872	管理费用	289	308	323	329	343
固定资产	1297	1327	1334	1311	1280	研发费用	65	76	71	74	77
无形资产及其他	291	286	285	285	284	财务费用	(69)	(69)	(73)	(77)	(85)
投资性房地产	421	959	970	974	977	投资收益	(3)	2	0	0	0
长期股权投资	157	91	91	91	91	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	9399	10057	10269	10389	10505	其他收入	(32)	(32)	(16)	(19)	(21)
短期借款及交易性金融负债	539	850	950	850	750	营业利润	896	1005	793	1023	1166
应付款项	972	1215	1318	1322	1346	营业外净收支	98	75	70	70	70
其他流动负债	821	818	885	891	912	利润总额	994	1079	863	1093	1236
流动负债合计	2331	2883	3152	3063	3008	所得税费用	191	229	177	224	253
长期借款及应付债券	1431	1357	1382	1407	1432	少数股东损益	0	1	1	1	1
其他长期负债	104	89	100	101	104	归属于母公司净利润	803	849	685	868	982
非流动负债合计	1535	1446	1481	1508	1536	现金流量表（百万元）					
负债合计	3866	4329	4634	4571	4544	净利润	803	849	685	868	982
少数股东权益	3	2	2	2	3	资产减值准备	(3)	1	2	(0)	(0)
股东权益	5529	5726	5633	5816	5958	折旧摊销	179	176	146	153	161
负债和股东权益总计	9399	10057	10269	10389	10505	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(69)	(69)	(73)	(77)	(85)
每股收益	1.58	1.68	1.35	1.71	1.94	营运资本变动	(482)	(536)	(71)	(43)	18
每股红利	0.99	1.28	1.08	1.37	1.55	其它	(77)	549	(74)	(76)	(84)
每股净资产	10.91	11.29	11.11	11.47	11.75	经营活动现金流	419	1039	688	902	1076
ROIC	11.89%	10.59%	11%	22%	25%	资本开支	(144)	(159)	(159)	(129)	(129)
ROE	14.52%	14.84%	12%	15%	16%	其它投资现金流	1255	(423)	5	(50)	0
毛利率	27%	29%	25%	27%	28%	投资活动现金流	1112	(582)	(154)	(179)	(129)
EBIT Margin	12%	12%	9%	12%	13%	权益性融资	4	2	0	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	11%	14%	15%	长期贷款增加	99	(99)	0	0	0
收入增长	-1%	5%	5%	4%	4%	支付股利、利息	(537)	(571)	(647)	(549)	(695)
净利润增长率	-18%	6%	-19%	27%	13%	其它融资现金流	231	232	61	(139)	(138)
资产负债率	41%	43%	45%	44%	43%	融资活动现金流	(203)	(436)	(586)	(688)	(833)
股息率	4.1%	5.3%	4.5%	5.7%	6.5%	现金净变动	1332	21	(52)	35	114
P/E	15.1	14.3	17.7	13.9	12.3	货币资金的期初余额	3019	4352	4373	4321	4356
P/B	2.2	2.1	2.2	2.1	2.0	货币资金的期末余额	4352	4373	4321	4356	4471
EV/EBITDA	16.4	15.4	20.4	15.8	13.9	企业自由现金流	198	182	452	697	872
						权益自由现金流	297	83	611	658	840

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