

洽洽食品 (002557.SZ)

增持 (下调)

24 年顺利收官, Q1 成本拖累盈利承压

公司 25Q1 收入/归母净利润分别同比-13.8%/-67.9%，春节错期与高基数影响，经营阶段性承压，25 年公司加大葵瓜子、坚果的新渠道开拓、sku 扩展，推进海外市场葵花籽、坚果、花生及魔芋等产品推广，期待后续利润率环比改善。考虑到原材料成本影响，我们调整 25-26 年 EPS 预测分别为 1.41/1.59 元，对应 25 年 16x，下调至“增持”评级。

- 事件：公司发布 24 年年报和 25 年一季报，2024 年实现营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润 71.3/8.5/7.7 亿元，同比+4.8%/+5.8%/+8.9%，单 Q4 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 23.7/2.2/2.2 亿元，同比+2.0%/-24.8%/-24.7%，成本上涨拖累盈利。25Q1 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 15.7/0.8/0.6 亿元，同比-13.8%/-67.9%/-73.8%，春节错期影响收入下滑，短期经营承压。
- 24 年顺利收官，瓜子需求稳定，坚果下半年增速放缓。分产品看，24 年葵花子/坚果类/其他产品分别实现收入 43.8/19.2/7.7 亿元，分别同比+2.6%/+9.7%/+8.0%。单 H2 看，24H2 葵花子/坚果/其他产品分别实现收入 25.3/12.6/4.7 亿元，同比+2.3%/+3.6%/+2.3%。公司不断推进与会员商超、零食量贩的合作，扩充品类以及小包装 SKU，“葵珍”通过高端会员店、精品超市等新渠道的拓展，销售额持续增长，坚果礼盒仍保持快速增长，每日坚果系列收入略有压力。分区域看，24 年南方/北方/东方/电商/海外分别同比+3.9%/-3.3%/+9.5%/+8.9%/+10.3%，海外市场在深耕东南亚，全年实现双位数增长。
- 24 年受益瓜子类成本红利毛利率改善，归母净利率保持稳定。24 年公司毛利率 28.8%，同比+2.0pct，其中瓜子/坚果毛利率分别为 29.68%/26.97%，同比+4.45pct/-4.38pct，受益于瓜子类成本红利毛利率改善。24 年公司广告促销投入有所增长，全年销售/管理费用率分别同比+0.9pct/+0.1pct，24 年实现归母净利率 11.9%，同比+0.1pct。
- 25Q1 春节错期+高基数影响收入承压，新采购季成本上涨拖累盈利。25Q1 营收 15.7 亿，同比-13.8%，主要系春节错期影响叠加去年高基数影响，年货节期间礼盒仍 30%以上增长。利润端，去年 10 月开始新采购季葵花籽价格较高，目前采购价格虽有回落，但同比仍有个位数涨幅，Q1 公司毛利率同比-11.0pct 至 19.5%，销售费用投入略有控制，Q1 销售费用率/管理费用率 10.6%/4.6%，分别同比-1.7pct/+0.9pct，25Q1 实现归母净利率 4.9%，同比-8.3pct，盈利短期承压。
- 投资建议：Q1 短期承压，关注成本与需求恢复情况。25Q1 收入/归母净利润分别同比-13.8%/-67.9%，春节错期与高基数影响，经营阶段性承压，25 年公司加大葵瓜子、坚果的新渠道开拓、sku 扩展，推进海外市场葵花籽、坚果、花生及魔芋等产品推广，期待后续利润率环比改善。考虑到原材料成本影响，我们调整 25-26 年 EPS 预测分别为 1.41/1.59 元，对应 25 年 16x，下调至“增持”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧、原材料价格上涨超预期、需求不及预期、产能利用率偏低、食品安全问题等。

消费品/食品饮料

当前股价：23.18 元

基础数据

总股本 (百万股)	506
已上市流通股 (百万股)	505
总市值 (十亿元)	11.7
流通市值 (十亿元)	11.7
每股净资产 (MRQ)	11.2
ROE (TTM)	12.1
资产负债率	40.2%
主要股东	合肥华泰集团股份有限公司
主要股东持股比例	42.57%

股价表现



相关报告

- 《洽洽食品 (002557) — 坚果礼盒拖累收入，成本下降利润高增》2024-10-27
- 《洽洽食品 (002557) — Q2 主动控货，下半年有望改善》2024-08-29
- 《洽洽食品 (002557) — 短期波动为什么依然看好洽洽》2024-06-02

胡思蓓 S1090524090002

husibei@cmschina.com.cn

财务数据与估值

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6806	7131	7485	7859	8209
同比增长	-1%	5%	5%	5%	4%
营业利润(百万元)	896	1005	834	947	1003
同比增长	-20%	12%	-17%	13%	6%
归母净利润(百万元)	803	849	717	804	848
同比增长	-18%	6%	-16%	12%	5%
每股收益(元)	1.58	1.68	1.41	1.59	1.67
PE	14.6	13.8	16.4	14.6	13.9
PB	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8

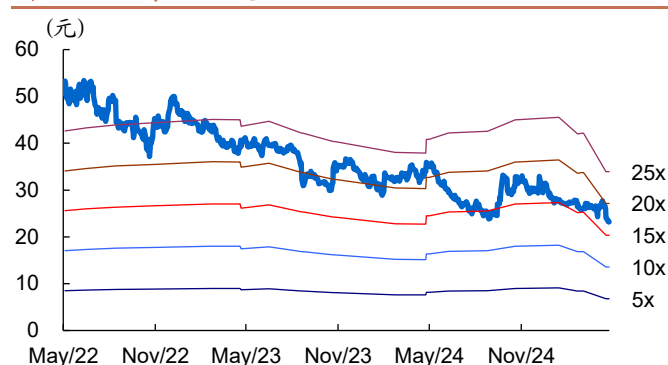
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23FY	24FY
一、营业总收入	1350	1793	2327	1822	1077	1859	2374	1571	6806	7131
二、营业总成本	1276	1538	1966	1553	994	1516	2114	1507	5942	6177
其中: 营业成本	1073	1312	1645	1267	808	1244	1761	1265	4985	5079
营业税金及附加	11	14	16	16	11	19	21	11	52	66
营业费用	115	151	208	225	108	146	233	167	616	712
管理费用	76	77	66	68	83	73	84	73	289	308
研发费用	11	13	22	17	14	16	29	17	65	76
财务费用	-10	-32	-5	-35	-24	16	-25	-15	-69	-69
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
三、其他经营收益	4	10	6	9	8	15	19	11	33	50
其它收益	3	3	4	3	3	3	5	4	12	15
公允价值变动收益	-3	0	-4	2	2	-1	-2	-2	-3	2
投资收益	3	8	7	3	3	12	16	10	24	34
四、营业利润	78	265	368	278	91	357	279	75	896	1005
加: 营业外收入	34	8	28	20	37	15	6	23	106	77
减: 营业外支出	1	1	6	0	0	1	0	2	8	2
五、利润总额	111	272	390	297	127	371	284	96	994	1079
减: 所得税	21	34	93	57	31	81	61	19	191	229
六、净利润	90	239	297	241	96	289	224	77	803	850
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1
七、归属母公司净利润	90	238	297	240	96	289	223	77	803	849
EPS	0.18	0.47	0.59	0.48	0.19	0.57	0.44	0.15	1.59	1.68
主要比率										
毛利率	20.6%	26.8%	29.3%	30.4%	25.0%	33.1%	25.8%	19.5%	26.8%	28.8%
主营税金率	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%
营业费率	8.5%	8.4%	9.0%	12.3%	10.0%	7.9%	9.8%	10.6%	9.1%	10.0%
管理费费率	5.6%	4.3%	2.8%	3.7%	7.7%	3.9%	3.5%	4.6%	4.3%	4.3%
营业利润率	5.8%	14.8%	15.8%	15.2%	8.4%	19.2%	11.7%	4.8%	13.2%	14.1%
实际税率	19.9%	12.7%	24.3%	19.2%	24.7%	22.7%	22.6%	22.0%	19.2%	21.2%
净利率	6.6%	13.3%	12.8%	13.2%	8.9%	15.6%	9.4%	4.9%	11.8%	11.9%
YoY										
收入增长率	8.3%	5.1%	-6.9%	36.4%	-20.2%	3.7%	2.0%	-13.8%	-1.1%	4.8%
营业利润增长率	-50.5%	-11.2%	-10.5%	50.4%	15.6%	34.8%	-24.2%	-72.9%	-20.1%	12.1%
净利润增长率	-37.5%	-13.5%	-15.0%	35.1%	7.6%	21.4%	-24.8%	-67.9%	-17.8%	5.8%

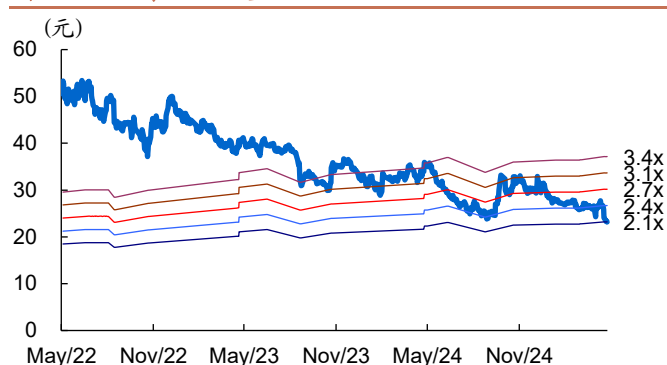
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 洽洽食品历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 洽洽食品历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《洽洽食品（002557）—坚果礼盒拖累收入，成本下降利润高增》2024-10-27
- 2、《洽洽食品（002557）—Q2 主动控货，下半年有望改善》2024-08-29
- 3、《洽洽食品（002557）—短期波动为什么依然看好洽洽》2024-06-02

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7233	7394	7533	7892	8236
现金	4478	4583	4542	4782	5003
交易性投资	473	305	305	305	305
应收票据	79	64	67	71	74
应收款项	344	418	419	440	460
其它应收款	10	6	7	7	7
存货	1623	1546	1695	1766	1841
其他	225	471	497	522	545
非流动资产	2166	2663	2596	2486	2390
长期股权投资	157	91	91	91	91
固定资产	1283	1327	1288	1204	1131
无形资产商誉	291	286	257	232	208
其他	435	959	959	959	959
资产总计	9399	10057	10128	10378	10626
流动负债	2331	2883	2744	2617	2495
短期借款	539	850	650	450	250
应付账款	857	1117	1231	1282	1337
预收账款	276	175	193	201	209
其他	660	741	670	684	698
长期负债	1535	1446	1446	1446	1446
长期借款	99	0	0	0	0
其他	1436	1446	1446	1446	1446
负债合计	3866	4329	4190	4063	3941
股本	507	507	507	507	507
资本公积金	1517	1340	1340	1340	1340
留存收益	3505	3879	4088	4465	4833
少数股东权益	3	2	3	3	4
归属于母公司所有者权益	5529	5726	5936	6312	6681
负债及权益合计	9399	10057	10128	10378	10626

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	419	1039	801	848	873
净利润	803	850	717	804	848
折旧摊销	179	176	197	189	176
财务费用	(69)	(69)	(44)	(48)	(57)
投资收益	(24)	(34)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(474)	98	(19)	(48)	(45)
其它	3	17	1	1	1
投资活动现金流	1112	(582)	(78)	(28)	(28)
资本支出	(144)	(159)	(129)	(79)	(79)
其他投资	1255	(423)	50	50	50
筹资活动现金流	(203)	(436)	(764)	(580)	(623)
借款变动	257	161	(301)	(200)	(200)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(51)	(177)	0	0	0
股利分配	(507)	(507)	(507)	(428)	(480)
其他	99	87	44	48	57
现金净增加额	1328	21	(41)	240	221

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6806	7131	7485	7859	8209
营业成本	4985	5079	5599	5831	6082
营业税金及附加	52	66	70	73	76
营业费用	616	712	673	683	713
管理费用	289	308	320	335	350
研发费用	65	76	79	83	87
财务费用	(69)	(69)	(44)	(48)	(57)
资产减值损失	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	(3)	2	2	2	2
其他收益	12	15	15	15	15
投资收益	24	34	34	34	34
营业利润	896	1005	834	947	1003
营业外收入	106	77	77	77	77
营业外支出	8	2	2	2	2
利润总额	994	1079	909	1022	1078
所得税	191	229	192	217	229
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属于母公司净利润	803	849	717	804	848

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-1%	5%	5%	5%	4%
营业利润	-20%	12%	-17%	13%	6%
归母净利润	-18%	6%	-16%	12%	5%
获利能力					
毛利率	26.8%	28.8%	25.2%	25.8%	25.9%
净利率	11.8%	11.9%	9.6%	10.2%	10.3%
ROE	14.9%	15.1%	12.3%	13.1%	13.1%
ROIC	10.8%	10.9%	9.4%	10.4%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	41.1%	43.0%	41.4%	39.1%	37.1%
净负债比率	6.8%	9.5%	6.4%	4.3%	2.4%
流动比率	3.1	2.6	2.7	3.0	3.3
速动比率	2.4	2.0	2.1	2.3	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.8	3.2	3.5	3.4	3.4
应收账款周转率	15.5	15.8	15.4	15.8	15.7
应付账款周转率	6.7	5.1	4.8	4.6	4.6
每股资料(元)					
EPS	1.58	1.68	1.41	1.59	1.67
每股经营净现金	0.83	2.05	1.58	1.67	1.72
每股净资产	10.91	11.29	11.71	12.45	13.18
每股股利	1.00	1.00	0.84	0.95	1.00
估值比率					
PE	14.6	13.8	16.4	14.6	13.9
PB	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	13.3	12.0	13.4	12.2	11.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。