

## 短期承压不改长期逻辑，洽洽结构优化加速推进

### 核心观点

- **洽洽正处于短期盈利承压与中长期结构调整的关键交汇点。**公司发布 2025 年半年度业绩预告，预计归母净利润为 8,000 - 9,750 万元，同比下降约 71 - 76%，主因是原料采购价格大幅上涨带动毛利率下行。公司 25Q1 收入同比下降 13.7%，反映出主力品类动销放缓、渠道去库存延续。我们判断，公司当前主动压缩利润释放节奏，在保证终端投放与品牌维护的前提下进行结构优化，为后续增长修复创造空间。
- **公司加快品类创新步伐，强化健康零食与多场景产品矩阵。**7月29日，洽洽发布五款重磅新品，包括“山野系列瓜子”“全坚果系列”“魔芋千层肚”“鲜切薯条”及“瓜子仁冰淇淋”，覆盖炒货、坚果、魔芋制品、薯类休闲与跨界甜品等多个方向，既体现对营养、健康趋势的精准把握，也强化情绪价值与消费场景连接。我们认为，本轮上新有望拓展洽洽在年轻客群与非传统消费时点的触达半径，对冲传统品类增长压力，助力结构占比优化。
- **公司已搭建系统化原料保障机制，但短期成本压力仍未完全缓解。**洽洽在新疆、内蒙古、甘肃等地累计布局近百万亩葵花种植基地，采用订单农业模式推进规模化种植，年推广面积超 6.7 万公顷，累计合作农户超 2 万户。以新疆伊犁为例，公司在当地建设专属蓝袋瓜子原料基地，种植面积达 3800 亩，年产量约 1000 吨，通过预约订单机制明确种植品种与质量标准，同时提供配套农技服务与标准培训，从源头提升品质稳定性。尽管短期原料价格仍处高位，公司在上游端的长期投入将逐步构建对冲成本波动的能力，为核心品类盈利能力提供更具韧性的底层支撑。

### 盈利预测与投资建议

- 考虑到原料端成本上行叠加主力品类出货节奏偏慢，公司上半年利润显著下滑，我们修正了瓜子与坚果等核心品类的销售增速、新品导入的放量节奏及毛利率改善幅度等关键假设。据此调整公司盈利预测，预计公司 2025 - 2027 年 EPS 分别为 1.25/1.42/1.67 元（前次预测 2025/2026 年 EPS 为 2.42/2.75 元）。考虑公司在渠道端持续推进精耕、海外市场具备中长期潜力，参考当前可比公司估值水平，给予公司 2025 年 21 倍 PE，对应目标价 26.25 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险；原材料价格波动等风险。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,806	7,131	7,274	7,638	8,172
同比增长(%)	-1.1%	4.8%	2.0%	5.0%	7.0%
营业利润(百万元)	896	1,005	710	820	980
同比增长(%)	-20.1%	12.1%	-29.4%	15.6%	19.4%
归属母公司净利润(百万元)	803	849	630	717	843
同比增长(%)	-17.8%	5.8%	-25.8%	13.8%	17.5%
每股收益(元)	1.59	1.68	1.25	1.42	1.67
毛利率(%)	26.8%	28.8%	25.7%	26.7%	27.7%
净利率(%)	11.8%	11.9%	8.7%	9.4%	10.3%
净资产收益率(%)	14.9%	15.1%	11.1%	12.4%	14.0%
市盈率	14.5	13.7	18.5	16.2	13.8
市净率	2.1	2.0	2.1	2.0	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年07月31日）	23元
目标价格	26.25元
52周最高价/最低价	34.91/21.21元
总股本/流通A股（万股）	50,586/50,477
A股市值（百万元）	11,635
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025年07月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	1.19	6.38	3.67	-8.26
相对表现%	2.96	2.84	-4.42	-26.66
沪深300%	-1.77	3.54	8.09	18.4



### 证券分析师

谢宁玲  
 xieningling@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860520070001

## 投资建议

- 考虑到原料端成本上行叠加主力品类出货节奏偏慢，公司上半年利润显著下滑，我们修正了瓜子与坚果等核心品类的销售增速、新品导入的放量节奏及毛利率改善幅度等关键假设。据此调整公司盈利预测，预计公司 2025 - 2027 年 EPS 分别为 1.25/1.42/1.67 元（前次预测 2025/2026 年 EPS 为 2.42/2.75 元）。考虑公司在渠道端持续推进精耕、海外市场具备中长期潜力，参考当前可比公司估值水平，给予公司 2025 年 21 倍 PE，对应目标价 26.25 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/7/31	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
盐津铺子	002847	68.08	2.35	3.05	3.80	4.59	29.02	22.35	17.93	14.83
三只松鼠	300783	26.00	1.02	1.22	1.66	2.11	25.61	21.25	15.67	12.31
甘源食品	002991	55.80	4.04	4.24	5.08	5.95	13.83	13.15	10.98	9.38
劲仔食品	003000	12.65	0.65	0.73	0.87	1.03	19.58	17.23	14.50	12.27
妙可蓝多	600882	26.62	0.22	0.45	0.64	0.85	119.96	58.80	41.45	31.31
立高食品	300973	44.90	1.58	1.98	2.37	2.76	28.37	22.65	18.93	16.29
	<b>调整后平均</b>							<b>20.87</b>	<b>16.76</b>	<b>13.93</b>

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险；原材料价格波动等风险等。



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。