

洽洽食品 (002557.SZ)

增持 (维持)

消费品/食品饮料  
目标估值:  
当前股价: 23.57 元

Q2 营收环比改善, 成本高位与费用拖累盈利

公司发布 2025 年半年报, 公司 Q2 收入/利润分别同比+9.7%/-88.2%, 业绩与此前预告基本一致。Q2 营收环比改善, 坚果表现略好于瓜子, 利润表现略低主要系葵花籽和核心坚果原料成本高位, 以及公司主动调整产品结构、渠道结构加大了费用投入。随着成本逐步恢复正常, H2 收入与盈利有望同步改善, 我们预计 25-27 年归母净利润分别为 5.1 亿/7.3 亿/8.0 亿, 25-27 年 EPS 为 1.01、1.43、1.58 元, 维持“增持”评级。

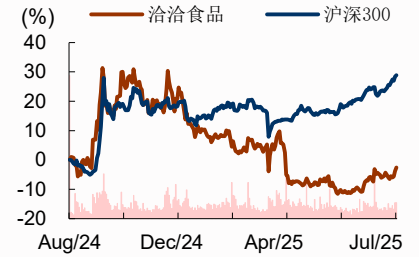
基础数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 总股本 (百万股)    | 506          |
| 已上市流通股 (百万股) | 505          |
| 总市值 (十亿元)    | 11.9         |
| 流通市值 (十亿元)   | 11.9         |
| 每股净资产 (MRQ)  | 10.3         |
| ROE (TTM)    | 11.5         |
| 资产负债率        | 37.8%        |
| 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%       |

- Q2 收入/利润分别同比+9.7%/-88.2%, 业绩与此前预告基本一致。公司发布 2025 年半年度业绩公告, 25H1 公司实现收入/归母净利润/扣非净利润 27.5 亿/0.9 亿/0.4 亿, 同比分别-5.0%/-73.7%/-84.8%。25Q2 实现收入/归母净利润/扣非净利润 11.8 亿/0.1 亿/-0.1 亿, 同比分别+9.7%/-88.2%/-124.4%, 业绩与此前预告基本一致。
- H1 葵花子、坚果营收承压, 电商与海外延续增长。分产品来看, 25H1 葵花子/坚果/其他产品分别实现收入 17.7 亿/6.2 亿/3.0 亿, 同比-4.5%/-7.0%/-13.8%。H1 葵花子/坚果类毛利率为 20.9%/14.8%, 分别同比-7.7pct、-14.0pct。分区域看, 25H1 东方区域/北方区域/南方区域/电商/海外分别实现营收 6.5 亿元/8.8 亿元/4.2 亿元/4.5 亿元/2.8 亿元, 分别同比-24.8%/+2.4%/-19.8%/+24.8%/+13.2%。分渠道看, 25H1 直营渠道/经销及其他分别营收 7.8 亿/19.8 亿, 分别占总营收比 28.3%、71.7%。截至 25H1 末公司有 1406 名经销商 (国内 1306 名、国外 100 名), 同时积极拓展新渠道, 包括 TO-B 团购业务、餐饮渠道合作等。
- 成本压力叠加费用投入上升, Q2 净利率同比-8.0pct。25Q2 公司实现毛利率 21.4% (yoy-3.6pct), 毛利率下降主要系葵花籽高价原料和核心坚果原料成本上升, 公司销售费率/管理费/研发费率 14.1% (yoy+4.0pct) /7.1% (yoy-0.5pct) /2.0% (yoy+0.6pct), 销售费用率上升系新品研发和势能渠道的费用投入上升, Q2 实际税率同比-4.1pct, Q2 公司实现归母净利率 1.0% (yoy-8.0pct)。
- H2 展望: 全年目标不变, 成本有望逐步下降。Q2 营收环比改善, 坚果表现略好于瓜子, 全年营收增长目标不变。下半年成本端预计高价原料 Q3 使用完毕, Q4 原料成本有望回到正常状态。费用端保持一定销售费用投入。随着成本逐渐回归正常, 预计 H2 净利率环比改善。
- 投资建议: Q2 成本高位与费用拖累, 期待 H2 盈利改善。公司 Q2 收入/利润分别同比+9.7%/-88.2%, 业绩与此前预告基本一致。Q2 营收环比改善, 坚果表现略好于瓜子, 利润表现略低主要系葵花籽和核心坚果原料成本高位, 以及公司主动调整产品结构、渠道结构加大了费用投入。随着成本逐步恢复正常, H2 收入与盈利有望同步改善, 我们预计 25-27 年归母净利润分别为 5.1 亿/7.3 亿/8.0 亿, 25-27 年 EPS 为 1.01、1.43、1.58 元, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 行业竞争加剧、动销不及预期、产能释放不及预期、成本上涨

股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | 7  | -11 | -2  |
| 相对表现 | 2  | -19 | -31 |



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《洽洽食品 (002557) —24 年顺利收官, Q1 成本拖累盈利承压》 2025-05-05
- 《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

陈书慧 S1090523010003  
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn  
胡思蓓 S1090524090002  
✉ husibei@cmschina.com.cn

财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------|------|------|-------|-------|-------|
|------|------|------|-------|-------|-------|

|            |      |      |      |      |      |
|------------|------|------|------|------|------|
| 营业总收入(百万元) | 6806 | 7131 | 7378 | 7861 | 8377 |
| 同比增长       | -1%  | 5%   | 3%   | 7%   | 7%   |
| 营业利润(百万元)  | 896  | 1005 | 571  | 847  | 943  |
| 同比增长       | -20% | 12%  | -43% | 48%  | 11%  |
| 归母净利润(百万元) | 803  | 849  | 512  | 727  | 801  |
| 同比增长       | -18% | 6%   | -40% | 42%  | 10%  |
| 每股收益(元)    | 1.58 | 1.68 | 1.01 | 1.43 | 1.58 |
| PE         | 14.9 | 14.1 | 23.4 | 16.4 | 14.9 |
| PB         | 2.2  | 2.1  | 2.1  | 1.9  | 1.8  |

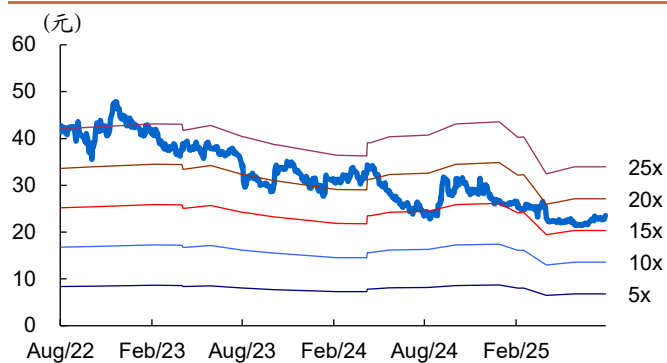
资料来源：公司数据、招商证券

洽洽食品单季度利润表

| 单位: 百万元     | 23Q3   | 23Q4   | 24Q1  | 24Q2   | 24Q3  | 24Q4   | 25Q1   | 25Q2   | 2023   | 2024  |
|-------------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 一、营业总收入     | 1793   | 2327   | 1822  | 1077   | 1859  | 2374   | 1571   | 1181   | 6806   | 7131  |
| 二、营业总成本     | 1538   | 1966   | 1553  | 994    | 1516  | 2114   | 1507   | 1210   | 5942   | 6177  |
| 其中: 营业成本    | 1312   | 1645   | 1267  | 808    | 1244  | 1761   | 1265   | 928    | 4985   | 5079  |
| 营业税金及附加     | 14     | 16     | 16    | 11     | 19    | 21     | 11     | 11     | 52     | 66    |
| 营业费用        | 151    | 208    | 225   | 108    | 146   | 233    | 167    | 166    | 616    | 712   |
| 管理费用        | 77     | 66     | 68    | 83     | 73    | 84     | 73     | 84     | 289    | 308   |
| 研发费用        | 13     | 22     | 17    | 14     | 16    | 29     | 17     | 23     | 65     | 76    |
| 财务费用        | -32    | -5     | -35   | -24    | 16    | -25    | -15    | 1      | -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    | 10     | 6      | 9     | 8      | 15    | 19     | 11     | 19     | 33     | 50    |
| 公允价值变动收益    | 3      | 4      | 3     | 3      | 3     | 5      | 4      | 3      | 12     | 15    |
| 投资收益        | 0      | -4     | 2     | 2      | -1    | -2     | -2     | -1     | -3     | 2     |
| 其他收益        | 8      | 7      | 3     | 3      | 12    | 16     | 10     | 17     | 24     | 34    |
| 四、营业利润      | 265    | 368    | 278   | 91     | 357   | 279    | 75     | -10    | 896    | 1005  |
| 加: 营业外收入    | 8      | 28     | 20    | 37     | 15    | 6      | 23     | 26     | 106    | 77    |
| 减: 营业外支出    | 1      | 6      | 0     | 0      | 1     | 0      | 2      | 1      | 8      | 2     |
| 五、利润总额      | 272    | 390    | 297   | 127    | 371   | 284    | 96     | 15     | 994    | 1079  |
| 减: 所得税      | 34     | 93     | 57    | 31     | 81    | 61     | 19     | 3      | 191    | 229   |
| 六、净利润       | 239    | 297    | 241   | 96     | 289   | 224    | 77     | 12     | 803    | 850   |
| 减: 少数股东损益   | 0      | 0      | 0     | 0      | 0     | 1      | 0      | 0      | 0      | 1     |
| 七、归属母公司净利润  | 238    | 297    | 240   | 96     | 289   | 223    | 77     | 11     | 803    | 849   |
| <b>主要比率</b> |        |        |       |        |       |        |        |        |        |       |
| 毛利率         | 26.8%  | 29.3%  | 30.4% | 25.0%  | 33.1% | 25.8%  | 19.5%  | 21.4%  | 26.8%  | 28.8% |
| 主营税金率       | 0.8%   | 0.7%   | 0.9%  | 1.0%   | 1.0%  | 0.9%   | 0.7%   | 0.9%   | 0.8%   | 0.9%  |
| 营业费率        | 8.4%   | 9.0%   | 12.3% | 10.0%  | 7.9%  | 9.8%   | 10.6%  | 14.1%  | 9.1%   | 10.0% |
| 管理费率        | 4.3%   | 2.8%   | 3.7%  | 7.7%   | 3.9%  | 3.5%   | 4.6%   | 7.1%   | 4.3%   | 4.3%  |
| 营业利润率       | 14.8%  | 15.8%  | 15.2% | 8.4%   | 19.2% | 11.7%  | 4.8%   | -0.9%  | 13.2%  | 14.1% |
| 实际税率        | 12.4%  | 23.9%  | 19.0% | 24.2%  | 22.0% | 21.3%  | 19.7%  | 20.2%  | 19.2%  | 21.2% |
| 净利率         | 13.3%  | 12.8%  | 13.2% | 8.9%   | 15.6% | 9.4%   | 4.9%   | 1.0%   | 11.8%  | 11.9% |
| <b>YoY</b>  |        |        |       |        |       |        |        |        |        |       |
| 收入增长率       | 5.1%   | -6.9%  | 36.4% | -20.2% | 3.7%  | 2.0%   | -13.8% | 9.7%   | -1.1%  | 4.8%  |
| 营业利润增长率     | -11.2% | -10.5% | 50.4% | 15.6%  | 34.8% | -24.2% | -72.9% | -111%  | -20.1% | 12.1% |
| 净利润增长率      | -13.5% | -15.0% | 35.1% | 7.6%   | 21.4% | -24.8% | -67.9% | -88.2% | -17.8% | 5.8%  |

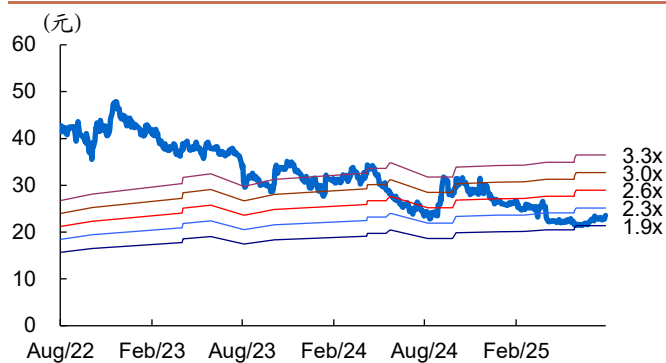
资料来源: 公司报表

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）—24 年顺利收官，Q1 成本拖累盈利承压》2025-05-05
- 2、《洽洽食品（002557）—坚果礼盒拖累收入，成本下降利润高增》2024-10-27
- 3、《洽洽食品（002557）—Q2 主动控货，下半年有望改善》2024-08-29

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024         | 2025E       | 2026E        | 2027E        |
|----------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 7233        | 7394         | 7319        | 7692         | 8071         |
| 现金             | 4478        | 4583         | 4350        | 4622         | 4822         |
| 交易性投资          | 473         | 305          | 305         | 305          | 305          |
| 应收票据           | 79          | 64           | 66          | 71           | 75           |
| 应收款项           | 344         | 418          | 413         | 440          | 469          |
| 其它应收款          | 10          | 6            | 7           | 7            | 8            |
| 存货             | 1623        | 1546         | 1687        | 1727         | 1838         |
| 其他             | 225         | 471          | 491         | 520          | 554          |
| <b>非流动资产</b>   | 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          |
| <b>资产总计</b>    | <b>9399</b> | <b>10057</b> | <b>9914</b> | <b>10178</b> | <b>10461</b> |
| <b>流动负债</b>    | 2331        | 2883         | 2735        | 2577         | 2491         |
| 短期借款           | 539         | 850          | 650         | 450          | 250          |
| 应付账款           | 857         | 1117         | 1225        | 1254         | 1335         |
| 预收账款           | 276         | 175          | 192         | 196          | 209          |
| 其他             | 660         | 741          | 669         | 676          | 698          |
| <b>长期负债</b>    | 1535        | 1446         | 1446        | 1446         | 1446         |
| 长期借款           | 99          | 0            | 0           | 0            | 0            |
| 其他             | 1436        | 1446         | 1446        | 1446         | 1446         |
| <b>负债合计</b>    | <b>3866</b> | <b>4329</b>  | <b>4181</b> | <b>4023</b>  | <b>3937</b>  |
| 股本             | 507         | 507          | 507         | 507          | 507          |
| 资本公积金          | 1517        | 1340         | 1340        | 1340         | 1340         |
| 留存收益           | 3505        | 3879         | 3883        | 4305         | 4672         |
| 少数股东权益         | 3           | 2            | 3           | 3            | 4            |
| 归属于母公司所有者权益    | 5529        | 5726         | 5731        | 6152         | 6520         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>9399</b> | <b>10057</b> | <b>9914</b> | <b>10178</b> | <b>10461</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 419   | 1039  | 630   | 793   | 840   |
| 净利润            | 803   | 850   | 512   | 727   | 801   |
| 折旧摊销           | 179   | 176   | 197   | 189   | 176   |
| 财务费用           | (69)  | (69)  | (24)  | (12)  | (22)  |
| 投资收益           | (24)  | (34)  | (50)  | (50)  | (50)  |
| 营运资金变动         | (474) | 98    | (5)   | (61)  | (66)  |
| 其它             | 3     | 17    | 0     | 1     | 2     |
| <b>投资活动现金流</b> | 1112  | (582) | (78)  | (28)  | (28)  |
| 资本支出           | (144) | (159) | (129) | (79)  | (79)  |
| 其他投资           | 1255  | (423) | 50    | 50    | 50    |
| <b>筹资活动现金流</b> | (203) | (436) | (785) | (493) | (612) |
| 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) | (305) | (434) |
| 其他             | 99    | 87    | 24    | 12    | 22    |
| <b>现金净增加额</b>  | 1328  | 21    | (233) | 272   | 200   |

利润表

| 单位：百万元           | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业总收入</b>     | 6806 | 7131 | 7378  | 7861  | 8377  |
| 营业成本             | 4985 | 5079 | 5570  | 5704  | 6070  |
| 营业税金及附加          | 52   | 66   | 69    | 73    | 78    |
| 营业费用             | 616  | 712  | 840   | 872   | 904   |
| 管理费用             | 289  | 308  | 319   | 340   | 362   |
| 研发费用             | 65   | 76   | 78    | 83    | 89    |
| 财务费用             | (69) | (69) | (24)  | (12)  | (22)  |
| 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    |
| <b>营业利润</b>      | 896  | 1005 | 571   | 847   | 943   |
| 营业外收入            | 106  | 77   | 77    | 77    | 77    |
| 营业外支出            | 8    | 2    | 2     | 2     | 2     |
| <b>利润总额</b>      | 994  | 1079 | 646   | 922   | 1018  |
| 所得税              | 191  | 229  | 134   | 195   | 216   |
| 少数股东损益           | 0    | 1    | 0     | 1     | 1     |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 803  | 849  | 512   | 727   | 801   |

主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | -1%   | 5%    | 3%    | 7%    | 7%    |
| 营业利润           | -20%  | 12%   | -43%  | 48%   | 11%   |
| 归母净利润          | -18%  | 6%    | -40%  | 42%   | 10%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 26.8% | 28.8% | 24.5% | 27.4% | 27.5% |
| 净利率            | 11.8% | 11.9% | 6.9%  | 9.2%  | 9.6%  |
| ROE            | 14.9% | 15.1% | 8.9%  | 12.2% | 12.6% |
| ROIC           | 10.8% | 10.9% | 6.7%  | 9.9%  | 10.6% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 41.1% | 43.0% | 42.2% | 39.5% | 37.6% |
| 净负债比率          | 6.8%  | 9.5%  | 6.6%  | 4.4%  | 2.4%  |
| 流动比率           | 3.1   | 2.6   | 2.7   | 3.0   | 3.2   |
| 速动比率           | 2.4   | 2.0   | 2.1   | 2.3   | 2.5   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 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   | 3.4   | 3.3   | 3.4   |
| 应收账款周转率        | 15.5  | 15.8  | 15.3  | 15.9  | 15.9  |
| 应付账款周转率        | 6.7   | 5.1   | 4.8   | 4.6   | 4.7   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 1.58  | 1.68  | 1.01  | 1.43  | 1.58  |
| 每股经营净现金        | 0.83  | 2.05  | 1.24  | 1.57  | 1.66  |
| 每股净资产          | 10.91 | 11.29 | 11.30 | 12.13 | 12.86 |
| 每股股利           | 1.00  | 1.00  | 0.60  | 0.86  | 0.94  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 14.9  | 14.1  | 23.4  | 16.4  | 14.9  |
| PB             | 2.2   | 2.1   | 2.1   | 1.9   | 1.8   |
| EV/EBITDA      | 13.4  | 12.1  | 17.9  | 13.0  | 12.1  |

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。