



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 08 月 22 日

### 基础数据

08 月 21 日收盘价（元）	23.57
总市值（亿元）	119.23
总股本（亿股）	5.06

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证食饮】洽洽食品：成本压力扩大，盈利能力承压-2025.07.15

【兴证食饮】洽洽食品：收入、成本均承压，25 年调整为主-2025.04.24

【兴证食饮】洽洽食品 24H1 财报点评：Q2 需求压力较大，盈利维持改善-2024.08.29

### 分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

### 分析师：林佳雯

S0190522070009

linjiawen95@xyzq.com.cn

洽洽食品(002557.SZ)

## 经营筑底，静待成本压力改善

### 投资要点：

**事件：**公司公告 25H1 财报，25H1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 27.52/0.89/0.43 亿元，同比-5.05%/-73.68%/-84.77%。25Q2 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 11.81/0.11/-0.15 亿元，同比+9.69%/-88.17%/亏损，业绩与前期预告基本一致。

**25H1 收入存在压力，25Q2 底部逐步走出。**25H1 收入同比下滑，其中葵花子/坚果类/其他产品/其他业务收入同比-4.45%/-6.98%/-13.76%/+100.51%，收入的同比下滑预计与春节备货错期有一定关系，其中坚果降幅大于瓜子，主要系坚果礼盒需求前置到 24Q4。25Q2 收入同比增长近 10%，其中预计坚果增速快于瓜子，除低基数外，主要系坚果新品试水、山姆渠道的产品导入、量贩渠道的进一步推进及（25H1 直营渠道收入同比+63.01%可以侧面验证）海外市场的拓展协同提振。

**成本压力持续，毛利率同比下降。**25H1 毛利率为 20.31%，同比-8.10pct，其中葵花子/坚果类毛利率 20.93%/14.77%，同比-7.67pct/-13.95pct，主要系成本压力，直接材料吨成本同比+14.53%可以验证，此外量贩、抖音等新渠道收入占比的提升，也对毛利率带来一定负向的结构性影响。25Q2 毛利率为 21.42%，同比-3.56pct，核心原因仍是成本压力，但环比+1.96pct，存在改善。

**毛利率下降，费用投入提升，盈利能力大幅承压。**25H1 归母净利率 3.22%，同比-8.40pct，毛利率下降，费用率提升，盈利能力承压，25H1 总费率 18.77%，同比+3.03pct，销售/管理 / 研发 / 财务费率 12.09%/5.72%/1.47%/-0.50%，同比 +0.60pct/+0.51pct/+0.38pct/+1.54pct。25Q2 归母净利率 0.96%，同比-7.98pct，除毛利率承压外，费用投入加大也影响了盈利能力，25Q2 总费率 23.26%，同比+6.45pct，销售/管理 / 研发 / 财务费率 14.07%/7.14%/1.95%/0.10%，同比 +4.03pct/-0.53pct/+0.64pct/+2.31pct，销售费率同比提升幅度加大，与公司加大渠道投入、人员数量提升、薪酬激励力度加大等因素综合影响有关。

**盈利预测与投资建议：**我们根据最新公告，调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入为 73.11/77.06/83.28 亿元，同比+2.5%/+5.4%/+8.1%，归母净利润为 4.62/7.73/9.14 亿元，同比-45.6%/+67.1%/+18.3%，以 2025 年 8 月 21 日收盘价计算，对应 2025-2027 年 PE 估值为 26/15/13x，维持“增持”评级。

风险提示：原材料涨幅过高；居民消费力下降；零食量贩渠道对传统渠道的持续性分流；坚果价格竞争加剧；食品安全风险。

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7131	7311	7706	8328
同比增长	4.8%	2.5%	5.4%	8.1%
归母净利润（百万元）	849	462	773	914
同比增长	5.8%	-45.6%	67.1%	18.3%
毛利率	28.8%	22.5%	26.3%	27.9%
ROE	14.8%	7.9%	12.8%	14.6%
每股收益（元）	1.68	0.91	1.53	1.81
市盈率	14.0	25.8	15.4	13.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 事件

公司公告 25H1 财报，25H1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 27.52/0.89/0.43 亿元，同比-5.05%/-73.68%/-84.77%。25Q2 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 11.81/0.11/-0.15 亿元，同比+9.69%/-88.17%/亏损，业绩与前期预告基本一致。25H1 基本 EPS 为 0.17 元。

## 点评

**25H1 收入存在压力，25Q2 底部逐步走出。**25H1 收入同比下滑，其中葵花子/坚果类/其他产品/其他业务收入同比-4.45%/-6.98%/-13.76%/+100.51%，收入的同比下滑预计与春节备货错期有一定关系，其中坚果降幅大于瓜子，主要系坚果礼盒需求前置到 24Q4。25Q2 收入同比增长近 10%，其中预计坚果增速快于瓜子，除低基数外，主要系坚果新品试水、山姆渠道的产品导入、量贩渠道的进一步推进及（25H1 直营渠道收入同比+63.01%可以侧面验证）海外市场的拓展协同提振。

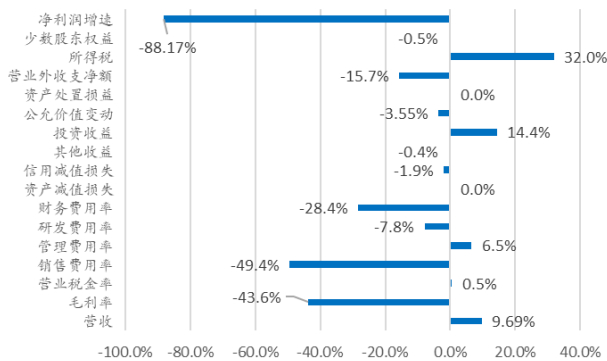
**成本压力持续，毛利率同比下降。**25H1 毛利率为 20.31%，同比-8.10pct，其中葵花子/坚果类毛利率 20.93%/14.77%，同比-7.67pct/-13.95pct，主要系成本压力，直接材料吨成本同比+14.53%可以验证，其中预计葵花籽原料价格同比上涨 10%以上，坚果原料价格受非洲干旱、关税扰动影响，亦造成了成本侧的压力，此外量贩、抖音等新渠道收入占比的提升，也对毛利率带来一定负向的结构性影响。25Q2 毛利率为 21.42%，同比-3.56pct，核心原因仍是成本压力，但环比+1.96pct，存在改善。

**毛利率下降，费用投入提升，盈利能力大幅承压。**25H1 归母净利率 3.22%，同比-8.40pct，毛利率下降，费用率提升，盈利能力承压，25H1 总费率 18.77%，同比+3.03pct，销售/管理/研发/财务费率 12.09%/5.72%/1.47%/-0.50%，同比+0.60pct/+0.51pct/+0.38pct/+1.54pct，销售、管理费率提升，主要系人才引进背景下，员工薪酬提升。25Q2 归母净利率 0.96%，同比-7.98pct，除毛利率承压外，费用投入加大也影响了盈利能力，25Q2 总费率 23.26%，同比+6.45pct，销售/管理/研发/财务费率 14.07%/7.14%/1.95%/0.10%，同比+4.03pct/-0.53pct/+0.64pct/+2.31pct，销售费率同比提升幅度加大，与公司加大渠道投入、人员数量提升、薪酬激励力度加大等因素综合影响有关。

**盈利预测与投资建议：**当前市场竞争环境变化，渠道流量向量贩业态倾斜，传统零售业态面临调改变革，消费者质价比需求及价格敏感度提升，面对当前市场环境，公司虽产品口味有创新，但未能谋求适时的推广之法，虽与量贩、会员店等业态谋求合作，但合作深度仍有待提高，后续公司亟待寻求下一个大单品或爆品口味盘活渠道，而面对渠道之变，公司作为品类公司典范如何应对也是市场集中关注的要点，我们预计 2025 年公司更多以谋思、调整为主，叠加葵花籽、坚果的成本上涨干扰，我们根据最新公告，调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入为 73.11/77.06/83.28 亿元，同比 +2.5%/+5.4%/+8.1%，归母净利润为 4.62/7.73/9.14 亿元，同比 -45.6%/+67.1%/+18.3%，以 2025 年 8 月 21 日收盘价计算，对应 2025-2027 年 PE 估值为 26/15/13x，维持“增持”评级。

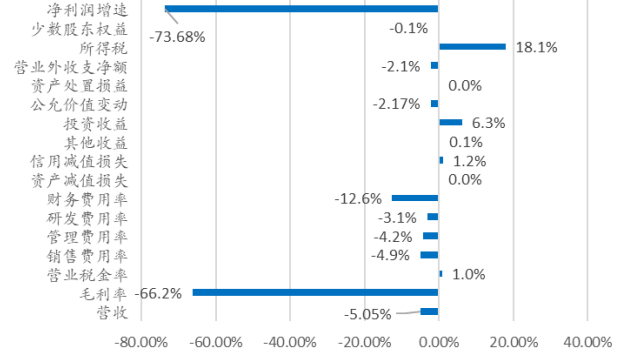
**风险提示：**原材料涨幅过高；居民消费力下降；零食量贩渠道对传统渠道的持续性分流；坚果价格竞争加剧；食品安全风险。

图1、25Q2 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2025H1 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>7394</b>	<b>7860</b>	<b>9223</b>	<b>9962</b>
货币资金	4583	4599	5876	6360
交易性金融资产	305	505	363	331
应收票据及应收账款	482	479	506	549
预付款项	64	65	67	71
存货	1546	1675	1725	1809
其他	413	537	687	842
<b>非流动资产</b>	<b>2663</b>	<b>2529</b>	<b>1687</b>	<b>1562</b>
长期股权投资	91	60	22	42
固定资产	1327	1277	1214	1145
在建工程	0	10	8	7
无形资产	286	290	293	294
商誉	0	0	0	0
其他	959	893	151	75
<b>资产总计</b>	<b>10057</b>	<b>10388</b>	<b>10911</b>	<b>11523</b>
<b>流动负债</b>	<b>2883</b>	<b>3064</b>	<b>3369</b>	<b>3733</b>
短期借款	850	1099	1379	1653
应付票据及应付账款	1117	1074	1118	1191
其他	916	891	873	888
<b>非流动负债</b>	<b>1446</b>	<b>1475</b>	<b>1503</b>	<b>1531</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	1446	1475	1503	1531
<b>负债合计</b>	<b>4329</b>	<b>4538</b>	<b>4872</b>	<b>5263</b>
股本	507	506	506	506
未分配利润	3587	3638	3710	3794
少数股东权益	2	3	3	4
<b>股东权益合计</b>	<b>5728</b>	<b>5850</b>	<b>6039</b>	<b>6260</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>10057</b>	<b>10388</b>	<b>10911</b>	<b>11523</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	849	462	773	914
折旧和摊销	180	207	222	234
营运资金的变动	93	-221	-202	-198
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1039</b>	<b>348</b>	<b>698</b>	<b>859</b>
资本支出	-157	-78	-70	-81
长期投资	-487	-104	919	89
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-582</b>	<b>-143</b>	<b>884</b>	<b>49</b>
债权融资	311	179	308	303
股权融资	2	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-436</b>	<b>-197</b>	<b>-305</b>	<b>-424</b>
现金净变动	21	15	1277	484

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>7131</b>	<b>7311</b>	<b>7706</b>	<b>8328</b>
营业成本	5079	5663	5681	6006
税金及附加	66	62	65	73
销售费用	712	768	759	842
管理费用	308	366	349	384
研发费用	76	73	77	85
财务费用	-69	-72	-67	-87
投资收益	34	39	35	41
公允价值变动收益	2	0	0	0
信用减值损失	-5	-2	-3	-2
资产减值损失	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1005</b>	<b>503</b>	<b>889</b>	<b>1079</b>
营业外收支	75	91	88	85
<b>利润总额</b>	<b>1079</b>	<b>594</b>	<b>977</b>	<b>1164</b>
所得税	229	131	203	249
净利润	850	463	774	915
少数股东损益	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>849</b>	<b>462</b>	<b>773</b>	<b>914</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.68</b>	<b>0.91</b>	<b>1.53</b>	<b>1.81</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	4.8%	2.5%	5.4%	8.1%
营业利润增长率	12.1%	-50.0%	76.8%	21.4%
归母净利润增长率	5.8%	-45.6%	67.1%	18.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	28.8%	22.5%	26.3%	27.9%
归母净利率	11.9%	6.3%	10.0%	11.0%
ROE	14.8%	7.9%	12.8%	14.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.0%	43.7%	44.7%	45.7%
流动比率	2.56	2.57	2.74	2.67
速动比率	1.87	1.82	2.00	1.94
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.73	0.72	0.72	0.74
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.68	0.91	1.53	1.81
每股经营现金	2.05	0.69	1.38	1.70
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	14	26	15	13
PB	2.1	2.0	2.0	1.9

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>