

洽洽食品（002557.SZ）

2025 年上半年渠道结构调整、成本压力显著

优于大市

核心观点

洽洽食品公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 27.5 亿元，同比-5.0%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比-73.7%；实现扣非归母净利润 0.4 亿元，同比-84.8%。

收入端：渠道结构持续调整，2025 收入恢复正增。1H25 收入同比-5.0%，其中葵花子/坚果/其他品类分别同比-4.4%/-7.0%/-13.8%，主要受到春节错期因素影响，Q1 收入同比-13.8%；Q2 单季度在去年同期较低基数之上，收入同比+9.7%。分渠道看，在传统渠道流量持续下滑背景下，公司积极调整渠道结构、加大力度与新兴渠道合作，1H25 经销及其他渠道收入同比-18.5%；直营渠道（含电商）收入同比+63.0%，其中电商渠道同比+24.8%、占比提升至 16.4%。从区域看，东方区/南方区/北方区收入同比-24.8%/+2.4%/-19.8%，南方区有所增长主要系量贩零食渠道、山姆等新兴渠道的增长所致。

利润端：成本压力显著，费用投放增多。1H25 毛利率 20.3%，同比-8.1pt，主要系受到主要原材料葵花子、巴旦木、腰果成本上涨、Q1 增加低毛利率坚果礼盒投放的影响。其中葵花子/坚果毛利率分别同比-7.7%/-14.0%。Q2 公司持续优化采购模式，毛利率 21.4%，环比 Q1 改善、同比仍有下滑但降幅收窄。Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率同比+4.0/-0.5/+0.6pt，销售费用率上升明显主因维持较大幅度的市场费用投放、新引进人才及加大团队激励。成本与费用两头承压，导致 Q2 归母净利率/扣非归母净利率同比-8.0/-7.0pt。

盈利预测与投资建议：考虑到 2025 年公司进行渠道及产品结构调整后，后续新兴渠道的合作深入、收入占比扩大，传统渠道下滑的影响减弱，后续内生增长动力有望增强，故我们小幅下调 2025 年收入预测、小幅上调 2026-2027 年收入预测。此外，考虑到成本压力显著，且在较为激烈的市场竞争环境下，市场费用投放预计将维持较大力度，我们下调 2025-2027 年利润预测。预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 73.8/78.4/83.7 亿元（前预测值 74.6/78.0/81.4 亿元），同比+3.6%/+6.2%/+6.7%；实现归母净利润 4.0/6.5/7.5 亿元（前预测值 6.9/8.7/9.8 亿元），同比-52.5%/+60.5%/+15.8%；EPS 分别为 0.80/1.28/1.48 元；当前股价对应 PE 分别为 29/18/16 倍。考虑目前股价已对短期成本压力有较为充分的反应，而公司产品品质及品牌认知处于行业领先地位，且持续进行现金分红（2024 年度分红比例 76%）及股份回购增强股东回报，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

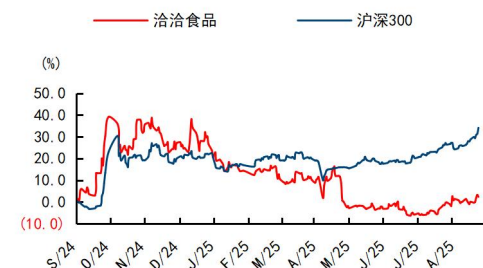
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.37 元
总市值/流通市值	11822/11797 百万元
52 周最高价/最低价	36.86/21.21 元
近 3 个月日均成交额	154.23 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）-2024 年收入恢复正增长，2025 年第一季度盈利能力受损》——2025-04-26
- 《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

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	7,385	7,841	8,366
(+/-%)	-1.1%	4.8%	3.6%	6.2%	6.7%
归母净利润(百万元)	803	849	404	648	750
(+/-%)	-17.8%	5.8%	-52.5%	60.5%	15.8%
每股收益(元)	1.58	1.68	0.80	1.28	1.48
EBIT Margin	11.7%	12.5%	4.3%	8.1%	9.1%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	14.8%	7.5%	11.5%	13.0%
市盈率 (PE)	14.8	13.9	29.4	18.3	15.8
EV/EBITDA	16.1	15.2	35.5	20.6	17.7
市净率 (PB)	2.14	2.07	2.20	2.11	2.05

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

洽洽食品公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 27.5 亿元，同比-5.0%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比-73.7%；实现扣非归母净利润 0.4 亿元，同比-84.8%。

收入端：渠道结构持续调整，2025 收入恢复正增。1H25 收入同比-5.0%，其中葵花子/坚果/其他品类分别同比-4.4%/-7.0%/-13.8%，主要受到春节错期因素影响，Q1 收入同比-13.8%；Q2 单季度在去年同期较低基数之上，收入同比+9.7%。分渠道看，在传统渠道流量持续下滑背景下，公司积极调整渠道结构、加大力度与新兴渠道合作，1H25 经销及其他渠道收入同比-18.5%；直营渠道（含电商）收入同比+63.0%，其中电商渠道同比+24.8%、占比提升至 16.4%。从区域看，东方区/南方区/北方区收入同比-24.8%/+2.4%/-19.8%，南方区有所增长主要系量贩零食、山姆等新兴渠道的增长所致。

利润端：成本压力显著，费用投放增多。1H25 毛利率 20.3%，同比-8.1pt，主要系受到主要原材料葵花子、巴旦木、腰果成本上涨、Q1 增加低毛利率坚果礼盒投放的影响。其中葵花子/坚果毛利率分别同比-7.7%/-14.0%。Q2 公司持续优化采购模式，毛利率 21.4%，环比 Q1 改善、同比仍有下滑但降幅收窄。Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率同比+4.0/-0.5/+0.6pt，销售费用率上升明显主因维持较大幅度的市场费用投放、新引进人才及加大团队激励。成本与费用两头承压，导致 Q2 归母净利率/扣非归母净利率同比-8.0/-7.0pt。

盈利预测与投资建议：考虑到 2025 年公司进行渠道及产品结构调整后，后续新兴渠道的合作深入、收入占比扩大，传统渠道下滑的影响减弱，后续内生增长动力有望增强，故我们小幅下调 2025 年收入预测、小幅上调 2026-2027 年收入预测。此外，考虑到成本压力显著，且在较为激烈的市场竞争环境下，市场费用投放预计将维持较大力度，我们下调 2025-2027 年利润预测。预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 73.8/78.4/83.7 亿元（前预测值 74.6/78.0/81.4 亿元），同比+3.6%/+6.2%/+6.7%；实现归母净利润 4.0/6.5/7.5 亿元（前预测值 6.9/8.7/9.8 亿元），同比-52.5%/+60.5%/+15.8%；EPS 分别为 0.80/1.28/1.48 元；当前股价对应 PE 分别为 29/18/16 倍。考虑目前股价已对短期成本压力有较为充分的反应，而公司产品品质及品牌认知处于行业领先地位，且持续进行现金分红（2024 年度分红比例 76%）及股份回购增强股东回报，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）	7,465	7,796	8,143	7,385	7,841	8,366	-80	45	223
收入同比增速%	4.7%	4.4%	4.5%	3.6%	6.2%	6.7%	-1.1%	1.7%	2.2%
毛利率%	25.1%	27.2%	28.2%	22.9%	26.2%	27.1%	-2.2%	-1.0%	-1.1%
销售费用率%	10.0%	9.7%	9.5%	11.6%	11.4%	11.3%	1.6%	1.7%	1.8%
归母净利率%	9.2%	11.1%	12.1%	5.5%	8.3%	9.0%	-3.7%	-2.9%	-3.1%
归母净利润（百万元）	685	868	982	404	648	750	-282	-221	-232
归母净利润同比增速%	-19.3%	26.7%	13.1%	-52.5%	60.5%	15.8%	-33.2%	33.8%	2.7%
EPS（元）	1.35	1.71	1.94	0.80	1.28	1.48	-0.56	-0.44	-0.46

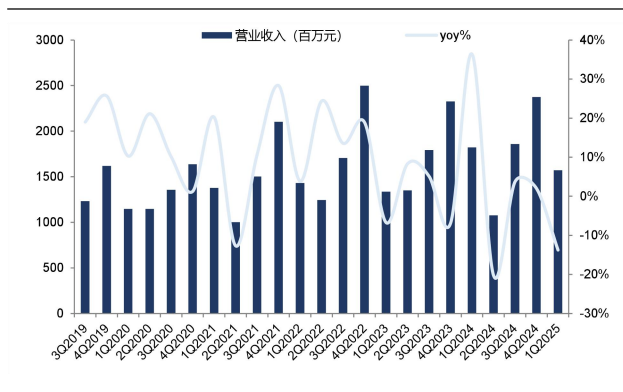
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2025 年 8 月 23 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	19.7	23.37	0.80	1.28	29.3	18.3	118	优于大市
9985.HK	卫龙美味	25.5	12.68	0.61	0.74	20.9	17.1	308	优于大市
002847.SZ	盐津铺子	28.2	71.65	2.93	3.58	24.5	20.0	195	优于大市
002991.SZ	甘源食品	19.3	58.74	2.59	3.30	22.6	17.8	55	中性

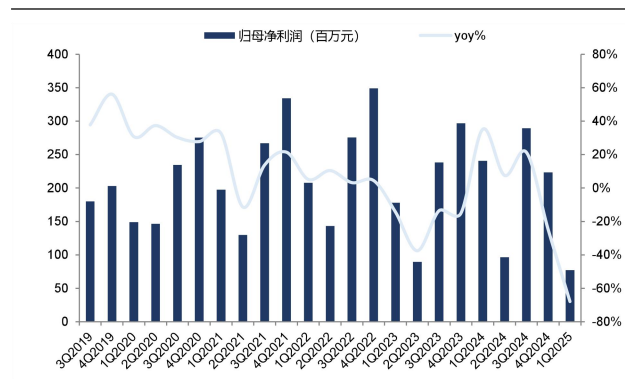
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



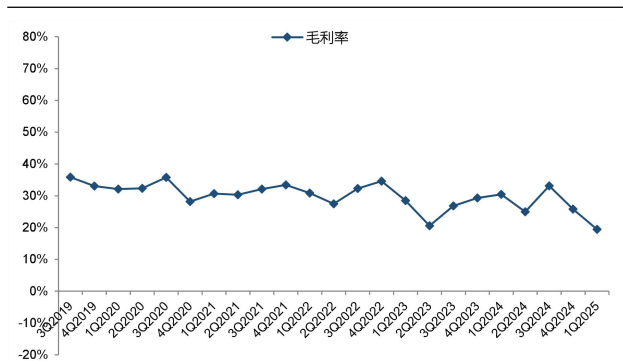
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



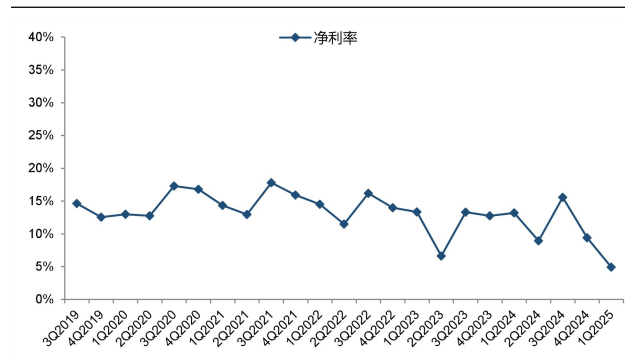
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	4128	4200	4302	营业收入	6806	7131	7385	7841	8366
应收款项	433	489	526	559	573	营业成本	4985	5079	5697	5785	6099
存货净额	1623	1546	1779	1807	1872	营业税金及附加	52	66	66	71	75
其他流动资产	225	471	473	486	502	销售费用	616	712	857	894	945
流动资产合计	7233	7394	7206	7401	7599	管理费用	289	308	371	378	403
固定资产	1297	1327	1334	1311	1280	研发费用	65	76	89	86	92
无形资产及其他	291	286	285	285	284	财务费用	(69)	(69)	(39)	(36)	(40)
投资性房地产	421	959	960	980	1004	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	9877	10069	10258	其他收入	(32)	(32)	6	(5)	(10)
短期借款及交易性金融负债	539	850	750	650	550	营业利润	896	1005	438	745	874
应付款项	972	1215	1342	1347	1404	营业外净收支	98	75	70	70	70
其他流动负债	821	818	920	930	974	利润总额	994	1079	508	815	944
流动负债合计	2331	2883	3012	2927	2928	所得税费用	191	229	104	167	194
长期借款及应付债券	1431	1357	1382	1407	1432	少数股东损益	0	1	0	1	1
其他长期负债	104	89	104	106	112	归属于母公司净利润	803	849	404	648	750
非流动负债合计	1535	1446	1485	1512	1543	现金流量表（百万元）					
负债合计	3866	4329	4498	4440	4471	净利润	803	849	404	648	750
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	5377	5626	5784	折旧摊销	179	176	146	153	161
负债和股东权益总计	9399	10057	9877	10069	10258	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)	(39)	(36)	(40)
每股收益	1.58	1.68	0.80	1.28	1.48	营运资本变动	(482)	(536)	(29)	(56)	11
每股红利	0.99	1.28	0.64	1.02	1.18	其它	(77)	549	(41)	(36)	(39)
每股净资产	10.91	11.29	10.61	11.10	11.41	经营活动现金流	419	1039	482	708	883
ROIC	11.89%	10.59%	5%	15%	18%	资本开支	(144)	(159)	(159)	(129)	(129)
ROE	14.52%	14.84%	8%	12%	13%	其它投资现金流	1255	(423)	5	(50)	0
毛利率	27%	29%	23%	26%	27%	投资活动现金流	1112	(582)	(154)	(179)	(129)
EBIT Margin	12%	12%	4%	8%	9%	权益性融资	4	2	0	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	6%	10%	11%	长期贷款增加	99	(99)	0	0	0
收入增长	-1%	5%	4%	6%	7%	支付股利、利息	(537)	(571)	(647)	(323)	(519)
净利润增长率	-18%	6%	-52%	60%	16%	其它融资现金流	231	232	(136)	(134)	(133)
资产负债率	41%	43%	46%	44%	44%	融资活动现金流	(203)	(436)	(783)	(458)	(651)
股息率	4.2%	5.5%	2.7%	4.4%	5.1%	现金净变动	1332	21	(455)	72	102
P/E	14.8	13.9	29.4	18.3	15.8	货币资金的期初余额	3019	4352	4373	3918	3990
P/B	2.1	2.1	2.2	2.1	2.0	货币资金的期末余额	4352	4373	3918	3990	4092
EV/EBITDA	16.1	15.2	35.5	20.6	17.7	企业自由现金流	198	182	208	474	648
						权益自由现金流	297	83	139	403	580

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

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中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