

2025 年 09 月 01 日

短期成本承压，静待经营恢复

洽洽食品(002557)

评级:	买入	股票代码:	002557
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	34.91/21.21
目标价格:		总市值(亿)	113.16
最新收盘价:	22.37	自由流通市值(亿)	113.16
		自由流通股数(百万)	505.86

事件概述

公司 2025H1 营业总收入 27.52 亿元，同比下滑 5.05%；归母净利润 0.89 亿元，同比下滑 73.68%，扣非净利润 0.43 亿元，同比下滑 84.77%。

2025Q2 营业总收入 11.8 亿元，同比增长 9.69%；归母净利润 0.11 亿元，同比下滑 88.17%，扣非净利润-0.15 亿元。

分析判断：

► 线上+海外增速较快，拥抱行业渠道变革

分品类来看，上半年公司葵花子/坚果/其他品类产品收入分别为 17.7/6.1/3.0 亿元，分别同比-4.45%/-6.98%/-13.76%，受宏观经济形势、外部渠道的变化以及一季度春节错期等因素的影响，核心产品均增长承压。分区域来看，上半年东方/南方/北方/电商/海外收入分别同比-24.8%/+2.4%/-19.8%/+24.8%/+13.2%，公司电商渠道在拼多多、京东等业务持续突破，同时在线上新兴渠道积极布局，实现较快增长；海外市场多元化渠道布局、多品类产品上新推动收入增长。

Q2 公司积极调整，拥抱新渠道，实现收入同比增长 9.69%至 11.8 亿元，环比 Q1 大幅改善。

► 原料成本上涨使得短期利润端承压

成本端来看，上半年公司毛利率同比下降 8.1pct 至 20.31%，细分品类中葵花子毛利率下降 7.7pct，坚果下降 14pct，主要受葵花籽、巴旦木等核心原材料价格上涨影响。费用端来看，上半年销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.09%/5.72%/1.47%/-0.50%，分别较去年同期+0.6/+0.51/+0.38/+1.54pct，为应对外部市场的竞争，公司主动调整产品结构、渠道结构，加大在产品研发和生产制造方面的投入，同时在新产品、新渠道拓展方面投入费用增加，费用端短期投入极大。综合来看，上半年公司经营受多重因素压制，净利率同比下降 8.38pct 至 3.24%，相应的归母净利润同比下降 73.68%至 0.89 亿元。

► 收入稳健增长可期，利润端静待成本压力缓解

虽然短期成本端承压，但公司正积极应对成本波动，成本端影响有望进一步减弱。公司不断推进产品创新和拥抱渠道变化，有望维持稳健增长，产品端多味打手瓜子、葵珍、茶衣瓜子等持续增长，推出山野系列瓜子、瓜子仁冰淇淋等新品；坚果品类推出全坚果、白坚果、风味坚果等系列产品；同时推出蜂蜜黄油味鲜切薯条以及魔芋等休闲食品，丰富产品矩阵；渠道端不断丰富，加大推进零食量贩渠道、会员店、即时零售、020 等新渠道新场景的拓展，提升公司产品渠道渗透率。下半年随着中秋国庆旺季来临，公司收入增速有望持续修复，利润端静待成本改善。

投资建议

参考最新中报，我们下调公司 25-26 年营业收入 85.97/97.57 亿元的预测至 72.03/78.15 亿元，新增 27 年 83.46 亿元的预测；下调 25-26 年 EPS 2.25/2.58 元的预测至 0.85/1.12 元，新增 27 年 1.33 元的预测，对应 2025 年 8 月 29 日收盘价 22.37 元的估值分别为 26/20/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

成本改善不及预期，行业竞争加剧

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,806	7,131	7,203	7,815	8,346
YoY (%)	-1.1%	4.8%	1.0%	8.5%	6.8%
归母净利润（百万元）	803	849	429	565	673
YoY (%)	-17.8%	5.8%	-49.5%	31.7%	19.2%
毛利率 (%)	26.8%	28.8%	24.0%	25.0%	25.5%
每股收益（元）	1.58	1.68	0.85	1.12	1.33
ROE	14.5%	14.8%	7.8%	9.3%	10.0%
市盈率	14.12	13.35	26.39	20.05	16.82

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,131	7,203	7,815	8,346	净利润	850	429	565	673
YoY (%)	4.8%	1.0%	8.5%	6.8%	折旧和摊销	180	174	188	194
营业成本	5,079	5,474	5,861	6,218	营运资金变动	93	-144	18	-69
营业税金及附加	66	61	69	72	经营活动现金流	1,039	437	736	762
销售费用	712	792	805	818	资本开支	-157	-130	-156	-143
管理费用	308	309	336	358	投资	-487	36	-30	3
财务费用	-69	0	0	0	投资活动现金流	-582	-65	-151	-104
研发费用	76	72	81	85	股权募资	2	-62	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	311	211	311	310
投资收益	34	30	35	36	筹资活动现金流	-436	-474	311	310
营业利润	1,005	538	713	847	现金净流量	21	-93	896	968
营业外收支	75	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	1,079	538	713	847	成长能力 (%)				
所得税	229	109	148	173	营业收入增长率	4.8%	1.0%	8.5%	6.8%
净利润	850	429	565	673	净利润增长率	5.8%	-49.5%	31.7%	19.2%
归属于母公司净利润	849	429	565	673	盈利能力 (%)				
YoY (%)	5.8%	-49.5%	31.7%	19.2%	毛利率	28.8%	24.0%	25.0%	25.5%
每股收益	1.68	0.85	1.12	1.33	净利率	11.9%	6.0%	7.2%	8.1%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	8.4%	4.3%	5.1%	5.5%
货币资金	4,583	4,490	5,386	6,354	净资产收益率 ROE	14.8%	7.8%	9.3%	10.0%
预付款项	64	65	71	75	偿债能力 (%)				
存货	1,546	1,724	1,815	1,942	流动比率	2.56	2.40	2.37	2.41
其他流动资产	1,201	1,188	1,238	1,268	速动比率	1.87	1.69	1.73	1.81
流动资产合计	7,394	7,466	8,510	9,639	现金比率	1.59	1.44	1.50	1.59
长期股权投资	91	56	86	83	资产负债率	43.0%	45.4%	45.4%	44.7%
固定资产	1,327	1,287	1,266	1,223	经营效率 (%)				
无形资产	286	295	297	302	总资产周转率	0.73	0.72	0.74	0.72
非流动资产合计	2,663	2,583	2,581	2,527	每股指标 (元)				
资产合计	10,057	10,049	11,091	12,166	每股收益	1.68	0.85	1.12	1.33
短期借款	850	1,160	1,471	1,781	每股净资产	11.29	10.84	11.96	13.29
应付账款及票据	1,117	1,073	1,219	1,256	每股经营现金流	2.05	0.86	1.45	1.51
其他流动负债	916	885	904	959	每股股利	1.30	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,883	3,117	3,594	3,995	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	13.35	26.39	20.05	16.82
其他长期负债	1,446	1,446	1,446	1,446	PB	2.57	2.06	1.87	1.68
非流动负债合计	1,446	1,446	1,446	1,446					
负债合计	4,329	4,563	5,039	5,441					
股本	507	506	506	506					
少数股东权益	2	2	3	3					
股东权益合计	5,728	5,486	6,051	6,725					
负债和股东权益合计	10,057	10,049	11,091	12,166					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。