

分析师：刘冉  
登记编码：S0730516010001  
liuran@ccnew.com 021-50586281

## 高势能渠道有望带来新增长

### ——洽洽食品(002557)2025 年中报点评

#### 证券研究报告-年报点评

增持(维持)

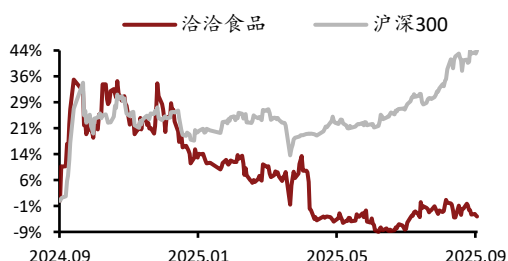
#### 市场数据(2025-09-17)

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 22.43       |
| 一年内最高/最低(元) | 33.53/21.39 |
| 沪深 300 指数   | 4,551.02    |
| 市净率(倍)      | 2.22        |
| 流通市值(亿元)    | 113.22      |

#### 基础数据(2025-06-30)

|              |                     |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元)     | 10.11               |
| 每股经营现金流(元)   | 0.32                |
| 毛利率(%)       | 20.31               |
| 净资产收益率 摊薄(%) | 1.70                |
| 资产负债率(%)     | 37.78               |
| 总股本/流通股(万股)  | 50,585.51/50,477.34 |
| B 股/H 股(万股)  | 0.00/0.00           |

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

#### 相关报告

《洽洽食品(002557)年报点评：2024 年销售增长与盈利均同比改善》 2025-05-26

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

#### 投资要点：

- 公司发布 2025 年中报：2025 年上半年，公司实现营收 27.52 亿元，同比增-5.05%；实现归母净利润 0.89 亿元，同比增-73.68%。
- 葵花子和坚果两大核心品类的收入均同比减少。随着公司加强与新兴高势能渠道的合作，我们认为公司的核心品类仍有望保持不俗的增长。2025 年上半年，公司的休闲食品主业录得营收 27.52 亿元，同比增-5.05%。其中，占本期营收 64.39%和 22.32%的两大核心品类葵花子和坚果分别录得营收 17.72 亿元和 6.14 亿元，分别同比增-4.45%、-6.98%，核心品类的营收均同比减少。我们认为，本期营收减少并非由于品类需求走弱，而是公司的传统渠道老化所致——公司所倚重的传统商超渠道目前面临客流减少的局面，经销由于盘子较大而增长缓慢。随着公司加强与新兴高势能渠道的合作，我们认为公司的核心品类仍有望保持不俗的增长。
- 核心原料的成本上升较多，导致主业盈利水平下降。2025 年上半年，公司葵花子业务的成本同比升高 5.81%，坚果业务升高 11.22%，分别比营收增长高出 10.26 个、18.2 个百分点。由于成本升高，本期葵花子的毛利率同比下降 7.67 个百分点至 20.93%，坚果毛利率下降 13.95 个百分点至 14.77%。公司上半年的整体毛利率同比下降 8.1 个百分点至 20.31%，盈利下滑较多。根据汇易网的数据，2025 年 9 月 18 日全国葵花子现货均价为 6050 元/吨，同比上涨 7.08%，但较 2025 年 8 月每吨下降 100 元，当前价格有所回落。根据临沂商城价格指数，2025 年 9 月 10 日临沂商城坚果价格指数为 114.65，同比上涨 1.62%，环比 8 月基本持平，目前尚未出现回落迹象。
- 电商渠道的销售额增长较快。2025 年上半年，公司在电商渠道录得营收 4.51 亿元，同比增 24.79%，电商渠道的营收占比从上年同期的 12.47%升至本期的 16.38%。电商渠道发展较快，有助于渠道的多元化，降低单一渠道的风险。
- 期间费率上升较多。本期，公司的销售期间费用率同比上升 3.03 个百分点，其中销售、管理、财务和研发费率均上升，由此导致本

期的净利率下降 8.38 个百分点至 3.24%。收入下降、毛利率下行以及费用率升高共同导致本期的净利润大幅下滑。

- **投资评级：**我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益为 0.83 元、1.29 元和 1.61 元，参照 9 月 17 日收盘价 22.43 元，对应的市盈率分别为 26.94 倍、17.4 倍和 13.94 倍，维持公司的“增持”评级。

**风险提示：**葵花籽和坚果等核心原料的成本居高不下；拓展新渠道将会带来新的增长，如新渠道对厂商价格形成较大的压制，厂商的毛利率将系统性下行。

|           | 2023A  | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 6,806  | 7,131 | 7,188  | 7,907 | 8,571 |
| 增长比率（%）   | -1.13  | 4.79  | 0.80   | 10.00 | 8.40  |
| 净利润（百万元）  | 803    | 849   | 421    | 652   | 814   |
| 增长比率（%）   | -17.77 | 5.82  | -50.42 | 54.83 | 24.80 |
| 每股收益(元)   | 1.59   | 1.68  | 0.83   | 1.29  | 1.61  |
| 市盈率(倍)    | 14.13  | 13.36 | 26.94  | 17.40 | 13.94 |

资料来源：中原证券研究所，聚源

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2023A        | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>7,233</b> | <b>7,394</b>  | <b>7,645</b>  | <b>7,728</b>  | <b>7,923</b>  |
| 现金             | 4,478        | 4,583         | 4,748         | 4,725         | 4,671         |
| 应收票据及应收账款      | 423          | 482           | 507           | 576           | 648           |
| 其他应收款          | 10           | 6             | 7             | 8             | 10            |
| 预付账款           | 55           | 64            | 73            | 83            | 96            |
| 存货             | 1,623        | 1,546         | 1,693         | 1,822         | 1,951         |
| 其他流动资产         | 643          | 712           | 617           | 514           | 548           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>2,166</b> | <b>2,663</b>  | <b>2,631</b>  | <b>2,588</b>  | <b>2,578</b>  |
| 长期投资           | 157          | 91            | 91            | 91            | 91            |
| 固定资产           | 1,283        | 1,327         | 1,357         | 1,369         | 1,380         |
| 无形资产           | 291          | 286           | 306           | 307           | 314           |
| 其他非流动资产        | 435          | 959           | 878           | 820           | 792           |
| <b>资产总计</b>    | <b>9,399</b> | <b>10,057</b> | <b>10,276</b> | <b>10,316</b> | <b>10,501</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>2,331</b> | <b>2,883</b>  | <b>2,971</b>  | <b>2,839</b>  | <b>2,819</b>  |
| 短期借款           | 539          | 850           | 950           | 750           | 650           |
| 应付票据及应付账款      | 857          | 1,117         | 1,221         | 1,267         | 1,321         |
| 其他流动负债         | 935          | 916           | 800           | 822           | 847           |
| <b>非流动负债</b>   | <b>1,535</b> | <b>1,446</b>  | <b>1,466</b>  | <b>1,482</b>  | <b>1,492</b>  |
| 长期借款           | 99           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他非流动负债        | 1,436        | 1,446         | 1,466         | 1,482         | 1,492         |
| <b>负债合计</b>    | <b>3,866</b> | <b>4,329</b>  | <b>4,437</b>  | <b>4,321</b>  | <b>4,310</b>  |
| 少数股东权益         | 3            | 2             | 2             | 3             | 4             |
| 股本             | 507          | 507           | 507           | 507           | 507           |
| 资本公积           | 1,558        | 1,552         | 1,552         | 1,552         | 1,552         |
| 留存收益           | 3,440        | 3,841         | 3,949         | 4,105         | 4,300         |
| 归属母公司股东权益      | 5,529        | 5,726         | 5,837         | 5,993         | 6,187         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>9,399</b> | <b>10,057</b> | <b>10,276</b> | <b>10,316</b> | <b>10,501</b> |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2023A        | 2024A        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|----------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>419</b>   | <b>1,039</b> | <b>397</b>  | <b>572</b>  | <b>730</b>  |
| 净利润            | 803          | 850          | 422         | 653         | 814         |
| 折旧摊销           | 182          | 180          | 165         | 159         | 149         |
| 财务费用           | -70          | -71          | 54          | 56          | 55          |
| 投资损失           | -24          | -34          | -32         | -36         | -39         |
| 营运资金变动         | -484         | 93           | -154        | -193        | -173        |
| 其他经营现金流        | 11           | 20           | -58         | -68         | -78         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>1,112</b> | <b>-582</b>  | <b>118</b>  | <b>142</b>  | <b>-20</b>  |
| 资本支出           | -141         | -157         | -164        | -104        | -78         |
| 长期投资           | 1,151        | -487         | 250         | 210         | 20          |
| 其他投资现金流        | 102          | 61           | 32          | 36          | 39          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-203</b>  | <b>-436</b>  | <b>-358</b> | <b>-737</b> | <b>-764</b> |
| 短期借款           | 309          | 311          | 100         | -200        | -100        |
| 长期借款           | 99           | -99          | 0           | 0           | 0           |
| 普通股增加          | 0            | 0            | 0           | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | 12           | -5           | 0           | 0           | 0           |
| 其他筹资现金流        | -623         | -643         | -458        | -537        | -664        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1,332</b> | <b>21</b>    | <b>165</b>  | <b>-23</b>  | <b>-54</b>  |

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>6,806</b> | <b>7,131</b> | <b>7,188</b> | <b>7,907</b> | <b>8,571</b> |
| 营业成本            | 4,985        | 5,079        | 5,593        | 5,962        | 6,386        |
| 营业税金及附加         | 52           | 66           | 65           | 68           | 71           |
| 营业费用            | 616          | 712          | 755          | 767          | 771          |
| 管理费用            | 289          | 308          | 308          | 335          | 358          |
| 研发费用            | 65           | 76           | 79           | 79           | 86           |
| 财务费用            | -69          | -69          | -46          | -43          | -39          |
| 资产减值损失          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他收益            | 12           | 15           | 14           | 16           | 17           |
| 公允价值变动收益        | -3           | 2            | 0            | 0            | 0            |
| 投资净收益           | 24           | 34           | 32           | 36           | 39           |
| 资产处置收益          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>     | <b>896</b>   | <b>1,005</b> | <b>478</b>   | <b>787</b>   | <b>991</b>   |
| 营业外收入           | 106          | 77           | 75           | 80           | 90           |
| 营业外支出           | 8            | 2            | 6            | 8            | 9            |
| <b>利润总额</b>     | <b>994</b>   | <b>1,079</b> | <b>547</b>   | <b>859</b>   | <b>1,072</b> |
| 所得税             | 191          | 229          | 126          | 206          | 257          |
| <b>净利润</b>      | <b>803</b>   | <b>850</b>   | <b>422</b>   | <b>653</b>   | <b>814</b>   |
| 少数股东损益          | 0            | 1            | 0            | 1            | 1            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>803</b>   | <b>849</b>   | <b>421</b>   | <b>652</b>   | <b>814</b>   |
| EBITDA          | 989          | 1,080        | 666          | 974          | 1,182        |
| EPS (元)         | 1.59         | 1.68         | 0.83         | 1.29         | 1.61         |

主要财务比率

| 会计年度            | 2023A  | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |        |       |       |
| 营业收入 (%)        | -1.13  | 4.79  | 0.80   | 10.00 | 8.40  |
| 营业利润 (%)        | -20.06 | 12.09 | -52.38 | 64.44 | 25.92 |
| 归属母公司净利润 (%)    | -17.77 | 5.82  | -50.42 | 54.83 | 24.80 |
| <b>获利能力</b>     |        |       |        |       |       |
| 毛利率 (%)         | 26.75  | 28.78 | 22.20  | 24.60 | 25.50 |
| 净利率 (%)         | 11.80  | 11.91 | 5.86   | 8.25  | 9.49  |
| ROE (%)         | 14.52  | 14.84 | 7.22   | 10.88 | 13.15 |
| ROIC (%)        | 8.68   | 8.82  | 4.72   | 7.61  | 9.51  |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |        |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 41.14  | 43.04 | 43.18  | 41.88 | 41.05 |
| 净负债比率 (%)       | 69.88  | 75.57 | 75.98  | 72.07 | 69.63 |
| 流动比率            | 3.10   | 2.56  | 2.57   | 2.72  | 2.81  |
| 速动比率            | 2.31   | 1.87  | 1.82   | 1.87  | 1.89  |
| <b>营运能力</b>     |        |       |        |       |       |
| 总资产周转率          | 0.76   | 0.73  | 0.71   | 0.77  | 0.82  |
| 应收账款周转率         | 18.00  | 18.71 | 16.85  | 16.97 | 16.22 |
| 应付账款周转率         | 7.77   | 6.19  | 5.79   | 5.81  | 6.01  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |        |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 1.59   | 1.68  | 0.83   | 1.29  | 1.61  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.83   | 2.05  | 0.78   | 1.13  | 1.44  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 10.93  | 11.32 | 11.54  | 11.85 | 12.23 |
| <b>估值比率</b>     |        |       |        |       |       |
| P/E             | 14.13  | 13.36 | 26.94  | 17.40 | 13.94 |
| P/B             | 2.05   | 1.98  | 1.94   | 1.89  | 1.83  |
| EV/EBITDA       | 15.32  | 11.53 | 13.41  | 9.00  | 7.39  |

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅—10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅—10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅—15% 至—10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。