

洽洽食品 (002557.SZ)

旺季开门红，利润弹性可期

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司实现营业收入总收入 65.7 亿元，同比-7.8%；归母净利润 3.2 亿元，同比-62.5%，扣非净利润 2.5 亿元，同比-67.7%。26Q1 公司实现营业收入 22.2 亿元，同比+41.5%；归母净利润 1.7 亿元，同比+117.8%，扣非净利润 1.5 亿元，同比+156.5%。考虑洽洽食品因礼赠属性受春节错期影响较大，25Q4+26Q1 合并看收入同比+8.9%，归母净利润同比+6.1%，归母净利率为 7.4%。股东回报方面，2025 年公司拟现金分红 5 亿元。
- **收入端: 春节备货错期，Q1 迎来开门红。** 2025 年公司实现营业收入 65.7 亿元，同比-7.8%。分产品看，2025 年公司瓜子/坚果占收入比例分别为 61.2%/26.8%，同比-8.2%/-8.4%；分区域看，2025 年公司除电商和海外渠道实现正增长外，其余区域收入同比均有所下滑。26Q1 公司实现营业收入 22.2 亿元，同比+41.5%，考虑错期效应合并看 25Q4+26Q1 同比+8.9%，或系春节礼盒动销高增贡献。
- **利润端: 2025 年成本压力显著，2026 年有望迎来改善。** 2025 年公司归母净利率为 4.9%，同比-7.1pct，拆解看毛利率/销售费用率/管理费用率同比-5.4/+1.2/+0.5pct，成本为利润核心影响因素。26Q1 公司归母净利率为 7.6%，同比+2.7pct，拆解看毛利率/销售费用率/管理费用率同比+5.6/+1.1/-1.3pct，瓜子采购价格改善为核心贡献。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑 2025 年公司受制于成本高压，收入和盈利双向承压，2026 年在春节备货旺季等贡献及新渠道新品类放量下有望迎来收入端加速。利润端，考虑瓜子原材料价格回落，利润弹性有望逐步释放。综合来看，我们预计 2026-2028 年收入为 74.6/81.4/87.5 亿元，归母净利润 6.7/8.6/10.0 亿元，参考可比公司，给予 2026 年 20 倍 PE 估值，对应合理价值 26.59 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。** 食品安全风险、成本不及预期、行业竞争加剧等。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,131	6,574	7,461	8,139	8,752
增长率 (%)	4.8%	-7.8%	13.5%	9.1%	7.5%
EBITDA	1,085	553	724	973	1,156
归母净利润	849	318	673	865	1,000
增长率 (%)	5.8%	-62.5%	111.2%	28.6%	15.7%
EPS (元/股)	1.68	0.63	1.33	1.71	1.98
市盈率 (P/E)	17.3	34.9	17.8	13.8	12.0
ROE (%)	14.8%	5.9%	12.2%	14.7%	16.0%
EV/EBITDA	11.4	15.6	13.5	10.0	8.4

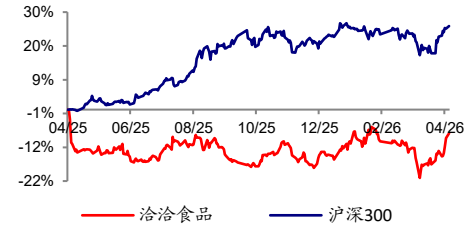
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	23.68 元
合理价值	26.59 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-21

相对市场表现



分析师:

符蓉



SAC 执证号: S0260523120002



SFC CE No. BWC944



021-38003552



furong@gf.com.cn

分析师:

胡慧



SAC 执证号: S0260524020002



huhui@gf.com.cn

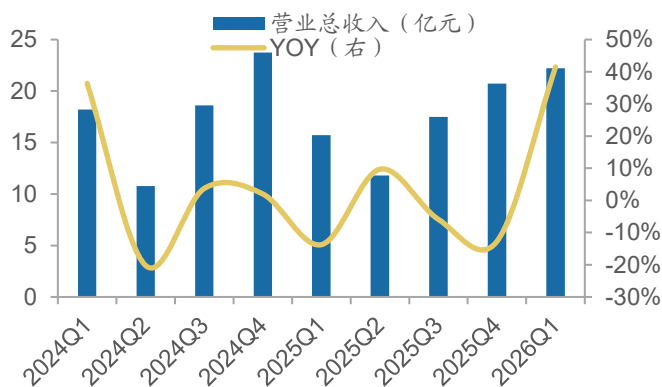
请注意, 胡慧并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

一、盈利预测和投资建议

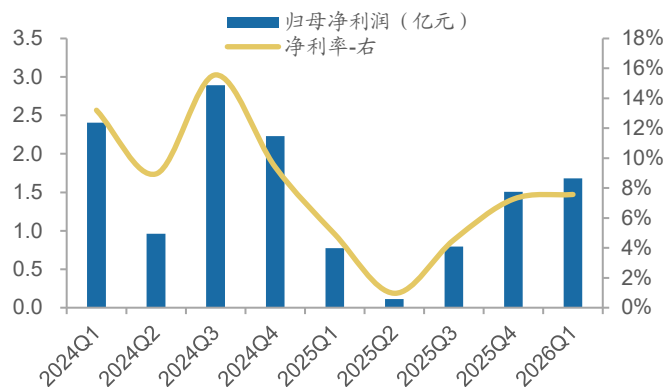
根据公司财报，2025年公司实现营业总收入65.7亿元，同比-7.8%；归母净利润3.2亿元，同比-62.5%，扣非净利润2.5亿元，同比-67.7%。分季度看，因公司原材成本波动较大，单季度的盈利能力亦有较大波动。26Q1公司实现营业总收入22.2亿元，同比+41.5%；归母净利润1.7亿元，同比+117.8%，扣非净利润1.5亿元，同比+156.5%。考虑洽洽食品因礼赠属性受春节错期影响较大，25Q4+26Q1合并看收入同比+8.9%，归母净利润同比+6.1%，归母净利率为7.4%。

图 1：洽洽食品单季度收入及增速表现



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：洽洽食品单季度归母净利润及增速表现



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

考虑2025年公司受制于成本高压，收入和盈利双向承压，2026年在春节备货旺季等贡献及新渠道新品类放量下有望迎来收入端加速。利润端，考虑瓜子原材料价格回落，利润弹性有望逐步释放。综合来看，我们预计2026-2028年收入为74.6/81.4/87.5亿元，归母净利润6.7/8.6/10.0亿元。具体来看：

瓜子业务：考虑春节效应和新渠道贡献，预计2026-2028年品类增速分别为+10%/+5%/+5%。2025年因春节错期和葵花籽成本高位运行，公司的主力产品瓜子面临一定的增长压力，较2024年收入同比下滑8%。考虑公司在此前打手瓜子、葵珍、茶衣瓜子等新品基础上，继续推出了山野系列瓜子、瓜子仁冰淇淋等新品叠加2026年双春节备货旺季贡献，我们预计该品类有望迎来加速，但考虑品类规模和公司市占率，我们预计2027-2028年收入或回归5%增长中枢水平。

坚果业务：考虑礼赠场景影响和竞争格局缓和，预计2026-2028年品类增速分别为+20%/+15%/+10%。考虑坚果较瓜子的礼赠属性更为明显，春节错期对品类增长的波动扰动因素较大，2025年因此影响收入同比下滑8%，今年Q1备货旺季下成功实现开门红，新品上公司推出全坚果、白坚果、琥珀核桃仁等风味坚果系列产品以及差异化坚果礼盒产品，有望在后续贡献新增量，因此我们预计2026-2028年品类增速为+20%/+15%/+10%，重点关注竞争环境变化。

其他业务：考虑公司新品（花生、核桃乳、鲜切薯条、魔芋等）贡献，预计2026-2028年品类增速分别为+17%/+15%/+13%。2025年公司推出柴火香花生、有机核桃乳、蜂蜜黄油味鲜切薯条以及魔芋等产品。我们预计公司新品带动其他业务收入增速快于公司整体，为新增长曲线蓄力。

利润端：低基数叠加瓜子成本红利带来利润表观高弹性。根据公司财报，2024年9月下旬内蒙区域葵花籽收获期连续阴雨导致葵花籽的霉变率提升，符合公司质量标准的原料产量减少，原料价格上升；公司巴旦木原料受供需关系影响、腰果原料受行业周期性及天气的影响，采购价格均有所上涨。上游原材料涨价压力下公司2025年毛利率回落明显带动整体盈利端承压。2025年新采购季，公司不断优化采购模式，加大直采比例，新采购季葵花籽采购价格较前期有所下降。考虑成本端改善，我们预计2026年公司毛利率有望迎来修复，销售费用率和管理费用率在规模效应贡献下或稳中有降。我们预计2026-2028年公司的归母净利润为6.7/8.6/10.0亿元，同比+111%/+28.6%/+15.7%。

表 1：主营业务拆分及2026-2028E盈利预测（单位：百万元）

品类	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
瓜子业务						
营业收入	42.7	43.8	40.2	44.3	46.5	48.8
YOY	-5.4%	2.6%	-8.2%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率-%	25.2	29.7	24.7	27.5	28.5	29.5
坚果业务						
营业收入	17.5	19.2	17.6	21.2	24.3	26.8
YOY	8.0%	9.7%	-8.4%	20.0%	15.0%	10.0%
毛利率-%	31.6	27.2	19.6	20.0	25.0	26.0
其他业务						
营业收入	7.82	8.26	7.88	9.20	10.61	11.98
YOY	4.6%	5.6%	-4.6%	16.8%	15.2%	13.0%
合计						
营业收入	68.1	71.3	65.7	74.6	81.4	87.5
YOY	-1.1%	4.8%	-7.8%	13.5%	9.1%	7.5%
毛利率	26.8%	28.8%	23.4%	25.8%	27.8%	28.8%
销售费用率	9.1%	10.0%	11.2%	10.5%	10.5%	10.5%
管理费用率	4.3%	4.3%	4.8%	4.3%	4.2%	4.0%
归母净利润	8.0	8.5	3.2	6.7	8.6	10.0
YOY	-17.8%	5.8%	-62.5%	111.2%	28.6%	15.7%
归母净利率	11.8%	11.9%	4.8%	9.0%	10.6%	11.4%

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

参考可比公司，给予2026年20倍PE估值，对应合理价值26.59元/股，给予“买入”评级。考虑公司主营业务，我们选择甘源食品、劲仔食品、盐津铺子和有友食品作为可比公司，2026年平均PE估值为16倍，鉴于公司拥有品类品牌心智和较优现金流，我们给予公司2026年20倍PE估值，对应合理价值26.59元/股，维持“买入”评级。

表 2: 可比公司相对估值对比 (市值单位: 亿元)

公司代码	公司名称	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE估值水平 (倍)		
				2025A/E	2026E	2027E	2025A/E	2026E	2027E
002991.SZ	甘源食品	多品类型零食	48	2.5	3.3	4.0	19	14	12
003000.SZ	劲仔食品	大单品型零食	47	2.5	3.0	3.6	19	16	13
002847.SZ	盐津铺子	多品类型零食	147	7.5	8.9	10.8	20	17	14
603697.SH	有友食品	大单品型零食	43	1.9	2.6	3.2	23	16	13

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 上述公司均来自 Wind 一致预测, 数据截至 2026/4/20

二、风险提示

(一) 食品安全等风险

休闲食品的食品安全问题排在第一位, 如果出现较大的食品安全问题则对收入和品牌形象带来较大的冲击。

(二) 成本不及预期风险

考虑2025年公司已经承担一定成本压力, 若2026年成本持续承压对利润有所拖累。

(三) 行业竞争加剧风险

零食壁垒低, 产品同质化严重, 竞争加剧可能影响企业盈利水平。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	7,394	7,465	6,659	6,916	7,235
货币资金	4,583	3,391	2,294	2,369	2,503
应收及预付	546	470	583	633	679
存货	1,546	1,933	2,124	2,254	2,394
其他	718	1,671	1,659	1,659	1,659
非流动资产总额	2,663	2,222	2,461	2,695	2,922
长期股权投资	91	114	114	114	114
固定资产	1,327	1,202	1,437	1,666	1,889
在建工程	0	28	28	28	28
使用权资产	6	6	6	6	6
无形资产	286	282	286	290	294
其他	954	591	591	591	591
资产总额	10,057	9,687	9,120	9,610	10,157
流动负债总额	2,883	4,243	3,575	3,716	3,859
短期借款	850	897	100	150	200
应付及预收	1,292	1,216	1,345	1,436	1,529
其他	741	2,130	2,130	2,130	2,130
非流动负债总额	1,446	67	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	1,357	0	0	0	0
其他	89	67	0	0	0
负债总额	4,329	4,310	3,575	3,716	3,859
股本	507	506	506	506	506
其他	5,219	4,852	5,017	5,363	5,763
归母权益合计	5,726	5,358	5,523	5,869	6,269
少数股东权益	2	19	22	25	28
负债和股东权益	10,057	9,687	9,120	9,610	10,157

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,131	6,574	7,461	8,139	8,752
营业成本	5,079	5,035	5,533	5,873	6,236
营业税金及附加	66	52	59	65	70
销售费用	712	738	783	855	919
管理费用	308	315	321	342	350
研发费用	76	77	75	81	88
财务费用	-69	88	-18	-21	-21
资产信用减值损失	-5	3	0	0	0
公允价值变动收益	2	2	2	2	2
投资收益	34	45	45	45	45
营业利润	1,005	331	768	1,005	1,172
营业外收支	75	61	61	61	61
利润总额	1,079	392	829	1,066	1,233
所得税费用	229	73	154	198	229
合并净利润	850	320	675	868	1,004
少数股东损益	1	1	2	3	4
归母净利润	849	318	673	865	1,000
EPS (元/股)	1.68	0.63	1.33	1.71	1.98

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	1,039	70	501	771	922
合并净利润	850	320	675	868	1,004
折旧摊销	180	184	21	37	53
营运资金变动	90	-425	-163	-90	-93
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-582	-420	-17	-223	-233
资本性开支	-157	-92	-260	-270	-280
投资	-487	-513	0	0	0
其他	61	185	243	47	47
融资活动现金流净额	-436	-832	-1,385	-473	-555
股本融资	2	16	0	0	0
债权融资	311	-52	-799	50	50
股利分配与偿付利息	-571	-720	-418	-523	-605
其他	-178	-76	-167	0	0
现金净增加额	21	-1,178	-902	76	134
期初现金余额	4,352	4,373	3,195	2,294	2,369
期末现金余额	4,373	3,195	2,294	2,369	2,503

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	4.8%	-7.8%	13.5%	9.1%	7.5%
营业利润增长率	12.1%	-67.0%	131.8%	30.9%	16.6%
归母净利增长率	5.8%	-62.5%	111.2%	28.6%	15.7%
获利能力					
毛利率	28.8%	23.4%	25.8%	27.8%	28.8%
净利率	11.9%	4.9%	9.0%	10.7%	11.5%
ROE	14.8%	5.9%	12.2%	14.7%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	43.0%	44.5%	39.2%	38.7%	38.0%
有息负债率	21.9%	9.3%	1.1%	1.6%	2.0%
流动比率	2.6	1.8	1.9	1.9	1.9
利息保障倍数	15.2	2.1	47.0	249.7	210.2
营运能力					
应收账款周转率	18.7	17.7	17.7	17.7	17.7
存货周转率	3.3	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0
每股指标					
每股收益	1.68	0.63	1.33	1.71	1.98
每股净资产	11.29	10.59	10.92	11.60	12.39
每股经营现金流	2.05	0.14	0.99	1.52	1.82
估值比率					
PE	17.3	34.9	17.8	13.8	12.0
PB	2.6	2.1	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	11.4	15.6	13.5	10.0	8.4

广发食品饮料研究小组

符蓉：首席分析师，金融学硕士，8年证券与基金投研经验。

郝宇新：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

吴思颖：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

胡慧：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

廖承帅：资深分析师，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

殷卓龙：资深分析师，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

周源：高级分析师，理学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

谌保罗：高级分析师，金融学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。