

## 洽洽食品 (002557.SZ)

增持 (维持)

## 分红稳定回报, 新渠道带动 26Q1 超预期

公司发布《2025 年年度报告》与《2026 年一季度报告》，26Q1 营收/归母净利润/扣非净利润 22.2 亿元/1.7 亿元/1.5 亿元，同比+41.5%/+117.8%/+156.5%。26Q1 公司开门红表现超预期，瓜子、坚果类产品均实现良好开局，25Q4+26Q1 整体收入增长质量较高，目前淡季表现仍然良性。26 年零食量贩渠道预计继续双位数增长；盒马、小象超市、即时零售等有望通过拓品实现较快增长；山姆依托大单品稳增长、电商渠道盈利能力逐步提升，新兴渠道全面放量带动收入改善。叠加新采购季瓜子成本同比下降、坚果类部分成本高位、后续毛利率仍有改善空间。

□ 25 年全年净利润落于预告中枢，26Q1 业绩超预期。25 年公司营收/归母净利润/扣非净利润 65.7 亿元/3.2 亿元/2.5 亿元，同比-7.8%/-62.5%/-67.7%，单季度来看，25Q4 营收/归母净利润/扣非净利润 20.7 亿元/1.5 亿元/1.4 亿元，同比-12.7%/-32.6%/-37.1%；26Q1 营收/归母净利润/扣非净利润 22.2 亿元/1.7 亿元/1.5 亿元，同比+41.5%/+117.8%/+156.5%。25 年全年净利润落于预告中枢、26Q1 收入净利润均超预期，主要得益于成本改善、新渠道加速放量。25 年全年分红比例 155.9% (24 年同期 76.1%)，分红稳定回报。

□ 26Q1 瓜子、坚果产品均实现良好开局，新兴渠道放量带动收入改善。

1) 分产品来看：25 年葵花类/坚果类收入 40.2 亿元/17.6 亿元，同比-8.2%/-8.4%，26Q1 瓜子实现 10%-20% 增长、坚果类较快增长、其他品类表现相对较好。25Q4+26Q1 累计来看，坚果类增速更快、瓜子略有增长。

2) 分渠道来看：25 经销和其他渠道/直营收入 45.7 亿元/20.0 亿元，同比-19.4%/+37.0%，直营渠道占收比已超 30%，主要得益于零食量贩、盒马、山姆等会员店渠道持续放量、电商渠道不断突破且盈利能力逐步提升。26Q1 零食量贩渠道继续贡献增量、全年预计双位数增长；盒马、小象超市、即时零售渠道有望通过拓品等方式实现较快增长；山姆依托大单品稳增长、传统渠道力求稳固。

□ 成本改善带动毛利率修复，26 年保持适当费用投入。25 年公司毛利率/净利率水平分别为 23.4%/4.9%，同比-5.4pct/-7.0pct，分产品来看，25 年葵花类/坚果类毛利率分别为 25.0%/19.6%，同比-5.0pct/-7.6pct。26Q1 公司毛利率/净利率水平分别为 25.1%/7.6%，同比+5.6pct/+2.7pct，新采购季瓜子成本同比下降 10% 以上，公司加大原材料储备，坚果部分原料成本继续高位运行，公司后续预计将加大直采比例，预计坚果类毛利率仍有修复空间。费用侧，26Q1 公司销售/管理/财务费用率分别为 11.7%/3.7%/-0.4%，同比+1.1pct/-0.9pct/+0.6pct，26 年公司将维持适当营销投入，短期可转债费用摊销影响财务费用。

□ 投资建议：分红稳定回报，新渠道带动 26Q1 超预期。26Q1 公司开门红表现超预期，瓜子、坚果类产品均实现良好开局，25Q4+26Q1 整体收入增长质量较高，目前淡季表现仍然良性。26 年零食量贩渠道预计继续双位数增长；盒马、小象超市、即时零售等有望通过拓品实现较快增长；山姆依托大单品稳增长、电商渠道盈利能力逐步提升，新兴渠道全面放量带动收入改善。叠加新采购季瓜子成本同比下降、坚果类部分成本高位、后续毛利率仍有改善空间。

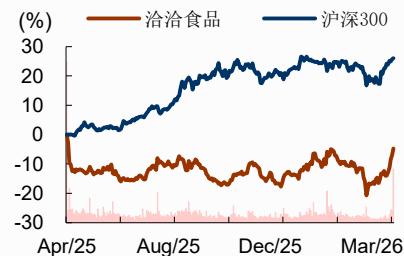
消费品/食品饮料  
目标估值：NA  
当前股价：24.26 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	506
已上市流通股 (百万股)	505
总市值 (十亿元)	12.3
流通市值 (十亿元)	12.2
每股净资产 (MRQ)	10.9
ROE (TTM)	7.4
资产负债率	42.6%
主要股东	合肥华泰集团股份有限公司
主要股东持股比例	42.57%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	12	-11
相对表现	5	7	-37



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《洽洽食品 (002557) —Q3 经营短期承压, 期待成本下降、营收改善》2025-10-24
- 《洽洽食品 (002557) —Q2 营收环比改善, 成本高位与费用拖累盈利》2025-08-22
- 《洽洽食品 (002557) —24 年顺利收官, Q1 成本拖累盈利承压》2025-05-05

陈书慧 S1090523010003  
chen shuhui@cmschina.com.cn  
朱彦霖 研究助理  
zhuyanlin@cmschina.com.cn

预计公司 26-28 年归母净利润分别为 6.53 亿元、7.71 亿元、8.71 亿元，对应 26 年 18.8 倍 PE，维持“增持”评级。

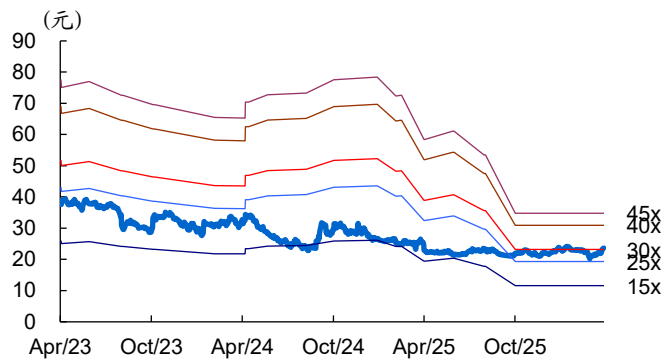
□ 风险提示：需求不及预期，品类推广不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	7131	6574	7514	8092	8648
同比增长	5%	-8%	14%	8%	7%
营业利润(百万元)	1005	331	756	907	1033
同比增长	12%	-67%	128%	20%	14%
归母净利润(百万元)	849	318	653	771	871
同比增长	6%	-63%	105%	18%	13%
每股收益(元)	1.68	0.63	1.29	1.52	1.72
PE	14.5	38.5	18.8	15.9	14.1
PB	2.1	2.3	2.2	2.1	2.0

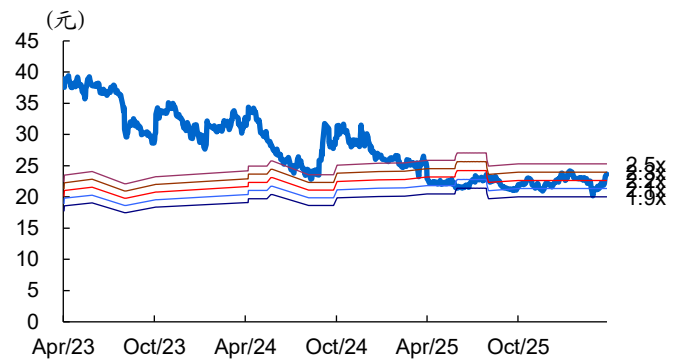
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 洽洽食品历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 洽洽食品历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《洽洽食品（002557）—Q3 经营短期承压，期待成本下降、营收改善》  
2025-10-24
- 2、《洽洽食品（002557）—Q2 营收环比改善，成本高位与费用拖累盈利》  
2025-08-22
- 3、《洽洽食品（002557）—24 年顺利收官，Q1 成本拖累盈利承压》 2025-05-05

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	7394	7465	6413	6926	7482
现金	4583	3391	2039	2314	2643
交易性投资	305	1106	1106	1106	1106
应收票据	64	56	64	69	73
应收款项	418	325	350	376	402
其它应收款	6	13	14	16	17
存货	1546	1933	2111	2260	2402
其他	471	641	729	785	838
<b>非流动资产</b>	2663	2222	2077	1949	1838
长期股权投资	91	114	114	114	114
固定资产	1327	1202	1084	982	894
无形资产商誉	286	282	254	228	206
其他	959	625	625	625	625
<b>资产总计</b>	<b>10057</b>	<b>9687</b>	<b>8489</b>	<b>8875</b>	<b>9320</b>
<b>流动负债</b>	2883	4243	2896	3014	3125
短期借款	850	897	897	897	897
应付账款	1117	975	1069	1145	1217
预收账款	175	241	265	283	301
其他	741	2130	666	689	710
<b>长期负债</b>	1446	67	67	67	67
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1446	67	67	67	67
<b>负债合计</b>	<b>4329</b>	<b>4310</b>	<b>2963</b>	<b>3081</b>	<b>3192</b>
股本	507	506	506	506	506
资本公积金	1340	1243	1243	1243	1243
留存收益	3879	3608	3756	4021	4352
少数股东权益	2	19	22	24	28
归属于母公司所有者权益	5726	5358	5505	5770	6101
<b>负债及权益合计</b>	<b>10057</b>	<b>9687</b>	<b>8489</b>	<b>8875</b>	<b>9320</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1039	70	681	780	864
净利润	850	320	653	771	871
折旧摊销	176	180	189	171	155
财务费用	(69)	88	52	17	12
投资收益	(34)	(45)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	98	(427)	(156)	(123)	(117)
其它	17	(45)	3	4	4
<b>投资活动现金流</b>	(582)	(420)	18	18	18
资本支出	(159)	(97)	(42)	(42)	(42)
其他投资	(423)	(323)	60	60	60
<b>筹资活动现金流</b>	(436)	(832)	(2052)	(523)	(552)
借款变动	161	1229	(1493)	0	0
普通股增加	0	(1)	0	0	0
资本公积增加	(177)	(97)	0	0	0
股利分配	(507)	(507)	(506)	(506)	(540)
其他	87	(1456)	(52)	(17)	(12)
<b>现金净增加额</b>	21	(1182)	(1353)	275	330

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	7131	6574	7514	8092	8648
营业成本	5079	5035	5522	5913	6284
营业税金及附加	66	52	60	64	69
营业费用	712	738	821	860	893
管理费用	308	315	285	307	328
研发费用	76	77	81	87	93
财务费用	(69)	88	52	17	12
资产减值损失	(5)	3	3	3	3
公允价值变动收益	2	2	2	2	2
其他收益	15	13	13	13	13
投资收益	34	45	45	45	45
<b>营业利润</b>	1005	331	756	907	1033
营业外收入	77	66	66	66	66
营业外支出	2	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	1079	392	817	968	1094
所得税	229	73	162	194	220
少数股东损益	1	1	2	3	3
<b>归属于母公司净利润</b>	849	318	653	771	871

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	5%	-8%	14%	8%	7%
营业利润	12%	-67%	128%	20%	14%
归母净利润	6%	-63%	105%	18%	13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.8%	23.4%	26.5%	26.9%	27.3%
净利率	11.9%	4.8%	8.7%	9.5%	10.1%
ROE	15.1%	5.7%	12.0%	13.7%	14.7%
ROIC	10.9%	4.3%	9.9%	10.9%	11.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.0%	44.5%	34.9%	34.7%	34.2%
净负债比率	9.5%	24.7%	10.6%	10.1%	9.6%
流动比率	2.6	1.8	2.2	2.3	2.4
速动比率	2.0	1.3	1.5	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9
存货周转率	3.2	2.9	2.7	2.7	2.7
应收账款周转率	15.8	15.2	18.9	18.9	18.8
应付账款周转率	5.1	4.8	5.4	5.3	5.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.68	0.63	1.29	1.52	1.72
每股经营净现金	2.05	0.14	1.35	1.54	1.71
每股净资产	11.29	10.59	10.88	11.41	12.06
每股股利	1.00	1.00	1.00	1.07	1.20
<b>估值比率</b>					
PE	14.5	38.5	18.8	15.9	14.1
PB	2.1	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	12.3	23.0	13.6	12.4	11.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。