

002557.SZ
买入

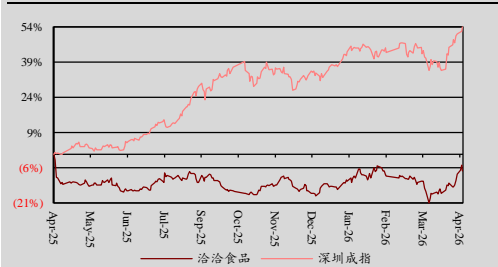
原评级: 买入

市场价格: 人民币 23.65

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 2025 年公司受核心原材料成本波动影响业绩承压, 1Q26 随着原料采购价格同比回落, 经营显著修复, 随着新兴渠道覆盖持续提升、成本压力逐步释放, 公司盈利改善趋势清晰, 经营有望持续向好。

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	6.2	10.5	1.8	(11.1)
相对深圳成指	(3.5)	1.0	(4.1)	(64.8)

发行股数 (百万)	505.86
流通股 (百万)	504.77
总市值 (人民币 百万)	11,963.48
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	162.32
主要股东	
合肥华泰集团股份有限公司	42.57%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2026 年 4 月 22 日收市价为标准

相关研究报告

- 《洽洽食品》20250503
- 《洽洽食品》20241028
- 《洽洽食品》20240921

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 休闲食品

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

洽洽食品

成本压力缓解盈利修复, 1Q26 业绩表现亮眼

洽洽食品发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司实现营收及归母净利润分别为 65.7、3.2 亿元。同比分别-7.8%、-62.5%。1Q26 公司营收及归母净利润分别为 22.2、1.7 亿元, 同比分别+41.5%、+117.8%。2025 年公司受核心原材料成本波动影响业绩承压, 1Q26 随着原料采购价格同比回落, 经营显著修复。展望 2026 全年, 随着新兴渠道覆盖持续提升、成本压力逐步释放, 公司盈利改善趋势清晰, 经营有望持续向好, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **渠道结构持续优化, 直营占比显著提升。**2025 年公司实现营收 65.7 亿元, 同比-7.8%。其中, 4Q25 营收 20.7 亿元, 同比-12.7%。受春节错峰影响, 2026Q1 公司经营强势修复, 单季营收 22.2 亿元, 同比+41.5%, 若将 4Q25 与 1Q26 合并来看, 合计营收同比+8.8%, 经营韧性凸显。(1) 分产品看, 2025 年葵花子、坚果类分别实现营收 40.2、17.6 亿元, 同比分别-8.2%、-8.4%。拆分量价来看, 2025 年公司休闲食品销售量为 22.6 万吨, 同比-5.5%; 吨价为 2.9 万元/吨, 同比-3.1%。销量下滑主要系薯片、西瓜子品类销售承压, 花生果、鲜切薯条等新品类实现较好增长。1Q26 礼盒销售旺盛, 全坚果产品增长较快。(2) 分渠道看, 传统经销渠道受 KA 卖场人流下滑、终端小店遭新兴渠道分流影响出现下滑, 公司积极顺应渠道变革, 加速布局量贩零食、会员店、即时零售等新兴渠道, 渠道精耕成效显现, 山姆、盒马等渠道实现较快增长。2025 年末公司经销商数量增至 1717 家, 同比增加 337 家, 终端网点数量提升 7 万家至 56 万家。全年经销及其他渠道营收同比-19.4%, 直营(含电商)渠道营收同比+37.0%, 营收占比分别为 69.5%、30.5%, 直营渠道占比同比提升 10pct。

- **成本扰动减弱, 1Q26 毛利率同比提升 5.6pct 盈利弹性释放。**(1) 2025 年公司毛利率 23.4%, 同比下降 5.4pct, 主要受葵花籽、核心坚果原料成本上行影响, 全年休闲食品吨成本同比+4.1%, 叠加公司主动推进产品与渠道结构调整, 整体盈利水平短期承压。分渠道毛利率来看, 2025 年经销渠道毛利率为 24.9%, 直营(含电商)渠道毛利率为 19.9%, 直营渠道占比提升对综合毛利率形成一定拖累。费用端, 2025 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 11.2%/4.8%/1.2%/1.4%, 同比提升 1.2/0.5/0.1/2.3pct。整体费用率上升主要由于公司加大新品研发及新兴渠道市场投入; 其中财务费用率明显上升, 主要受借款利息及可转债利息摊销增加的影响。(2) 1Q26 公司盈利能力显著修复, 单季毛利率 25.1%, 同比提升 5.6pct, 核心驱动来自新采购季葵花籽采购价格同比下行, 春节后公司适度加大原料储备锁定成本, 后续成本端压力有望持续缓解。综上, 2025 年公司净利率为 4.9%, 同比下降 7.1pct; 1Q26 净利率回升至 7.6%, 同比提升 2.6pct。

- **26 年产品矩阵持续升级, 渠道精耕纵深推进, 毛利率有望稳步回升。**产品端, 公司将继续强化葵花籽终端陈列, 通过促销及跨界联名拓展聚会、餐饮、茶咖等场景; 针对部分坚果原材料高位运行, 以结构优化、附加值提升及新品推广改善毛利率, 并重点发力魔芋、冰淇淋等新品类, 推进品牌年轻化。渠道端, 公司持续提升终端覆盖效率, 扩大新兴渠道占比; 针对 KA 渠道推出定制化高性价比产品, 依托经销商深化精耕, 增加门店专供以提升单店收入。成本端, 新采购季葵花籽价格同比下行, 原料压力显著缓解, 叠加产品结构优化, 预计全年毛利率稳步回升, 经营质量持续改善。

估值

- 为适应市场变化, 公司积极优化渠道与产品结构, 渠道生态良性发展。2026 年, 随着新兴渠道覆盖持续提升、成本压力逐步释放, 公司盈利改善趋势清晰, 经营有望持续向好。根据公司 2025 年业绩, 我们调整此前盈利预测, 预计 26-28 年公司营收分别为 72.9、78.8、83.5 亿元, 同比增速分别为 10.8%、8.2%、5.9%, 归母净利润分别为 6.6、7.9、8.7 亿元, 同比增速分别为+108.2%、+18.9%、+9.7%, 当前市值对应 26-28 年 PE 分别为 18.0X、15.2X、13.8X, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 需求不及预期、渠道拓展不及预期、新品动销不及预期、原材料成本上升、市场竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	7,131	6,574	7,287	7,882	8,348
增长率(%)	4.8	(7.8)	10.8	8.2	5.9
EBITDA(人民币 百万)	1,066	544	1,013	1,239	1,651
归母净利润(人民币 百万)	849	318	663	789	865
增长率(%)	5.8	(62.5)	108.2	18.9	9.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.68	0.63	1.31	1.56	1.71
原先股本摊薄每股收益(人民币)			1.72	1.92	
调整幅度(%)			(23.8)	(18.8)	
市盈率(倍)	14.1	37.6	18.0	15.2	13.8
市净率(倍)	2.1	2.2	2.4	2.6	2.9
EV/EBITDA(倍)	11.7	18.3	11.3	10.4	9.0
每股股息(人民币)	1.3	1.0	2.0	2.4	2.7
股息率(%)	4.5	4.6	8.6	10.3	11.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2025 年年报及 2026 年一季报业绩概览

(人民币, 百万元)	FY2024	FY2025	同比 (%)	1Q25	1Q26	同比 (%)
营业收入	7,131.36	6,573.69	(7.82)	1,570.97	2,222.33	41.46
营业成本	5,079.11	5,034.68	(0.87)	1,265.13	1,664.56	31.57
毛利率(%)	28.78	23.41	(5.37)pct	19.47	25.10	5.63pct
毛利	2,052.26	1,539.01	(25.01)	305.84	557.77	82.37
税金及附加	66.23	52.33	(20.98)	10.81	18.87	74.53
销售费用	712.36	737.76	3.57	166.50	259.82	56.05
管理费用	308.00	315.37	2.39	72.94	81.30	11.45
研发费用	75.68	77.18	1.98	17.36	17.23	(0.76)
财务费用	(68.80)	88.49	(228.63)	(15.00)	(8.28)	(44.80)
资产减值损失	0.00	1.82	-	0.00	(1.15)	-
公允价值变动收益	1.71	1.52	(11.14)	(2.33)	5.86	(351.47)
投资收益	34.18	44.98	31.60	10.11	13.01	28.69
营业利润	1,004.61	331.11	(67.04)	75.17	207.59	176.17
营业利润率(%)	14.09	5.04	(9.05)pct	4.78	9.34	4.56pct
营业外收入	77.16	65.77	(14.76)	22.71	12.79	(43.67)
营业外支出	2.33	4.39	88.57	1.50	0.47	(68.77)
利润总额	1,079.44	392.49	(63.64)	96.38	219.92	128.18
所得税	229.31	72.90	(68.21)	18.99	52.10	174.37
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	23.63	25.48	1.85pct	29.18	26.77	(2.41)pct
少数股东权益	0.65	1.15	76.93	0.14	(0.44)	(410.09)
归属于母公司净利润	849.48	318.45	(62.51)	77.25	168.26	117.82
归母净利率(%)	11.91	4.84	(7.07)pct	4.92	7.57	2.65pct
EPS (元/股)	1.68	0.63	(62.51)	0.15	0.33	117.82

资料来源: 同花顺, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	7,131	6,574	7,287	7,882	8,348
营业收入	7,131	6,574	7,287	7,882	8,348
营业成本	5,079	5,035	5,273	5,653	5,901
营业税金及附加	66	52	58	63	58
销售费用	712	738	775	814	853
管理费用	308	315	326	337	348
研发费用	76	77	82	87	92
财务费用	(69)	88	68	67	156
其他收益	15	13	14	14	15
资产减值损失	0	(2)	0	0	0
信用减值损失	(5)	5	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	2	0	0	0
投资收益	34	45	45	45	50
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,005	331	760	916	1,000
营业外收入	77	66	80	80	90
营业外支出	2	4	2	2	2
利润总额	1,079	392	838	994	1,088
所得税	229	73	154	181	196
净利润	850	320	684	813	892
少数股东损益	1	1	21	24	27
归母净利润	849	318	663	789	865
EBITDA	1,066	544	1,013	1,239	1,651
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.68	0.63	1.31	1.56	1.71

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	7,394	7,465	7,090	7,256	7,316
货币资金	4,583	3,391	2,838	2,365	2,504
应收账款	418	325	499	392	552
应收票据	64	56	77	67	86
存货	1,546	1,933	1,711	2,195	1,882
预付账款	64	89	71	101	79
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	718	1,671	1,894	2,137	2,214
非流动资产	2,663	2,222	2,416	2,763	4,649
长期投资	974	602	602	602	602
固定资产	1,327	1,202	1,225	1,445	3,170
无形资产	286	282	332	386	439
其他长期资产	77	137	257	330	439
资产合计	10,057	9,687	9,506	10,020	11,965
流动负债	2,883	4,243	3,724	4,998	6,948
短期借款	850	897	800	1,748	3,678
应付账款	922	841	1,005	974	1,092
其他流动负债	1,111	2,506	1,919	2,276	2,178
非流动负债	1,446	67	756	411	864
长期借款	0	0	0	0	280
其他长期负债	1,446	67	756	411	584
负债合计	4,329	4,310	4,480	5,409	7,812
股本	507	506	506	506	506
少数股东权益	2	19	40	64	91
归属母公司股东权益	5,726	5,358	4,987	4,546	4,062
负债和股东权益合计	10,057	9,687	9,506	10,020	11,965

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	850	320	684	813	892
折旧摊销	180	184	245	316	560
营运资金变动	(83)	(147)	198	(363)	325
其他	92	(286)	245	(90)	162
经营活动现金流	1,039	70	1,372	676	1,939
资本支出	(159)	(97)	(455)	(655)	(2,450)
投资变动	(321)	(428)	(300)	(200)	(100)
其他	(102)	104	45	45	50
投资活动现金流	(582)	(420)	(710)	(810)	(2,500)
银行借款	212	47	(97)	948	2,210
股权融资	(841)	(826)	(1,034)	(1,229)	(1,349)
其他	193	(54)	(85)	(58)	(161)
筹资活动现金流	(436)	(832)	(1,216)	(340)	700
净现金流	21	(1,182)	(553)	(473)	140

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	4.8	(7.8)	10.8	8.2	5.9
营业利润增长率(%)	12.1	(67.0)	129.5	20.5	9.2
归属于母公司净利润增长率(%)	5.8	(62.5)	108.2	18.9	9.7
息税前利润增长率(%)	11.4	(59.4)	113.5	20.2	18.1
息税折旧前利润增长率(%)	9.1	(49.0)	86.4	22.3	33.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	5.8	(62.5)	108.2	18.9	9.7
获利能力					
息税前利润率(%)	12.4	5.5	10.5	11.7	13.1
营业利润率(%)	14.1	5.0	10.4	11.6	12.0
毛利率(%)	28.8	23.4	27.6	28.3	29.3
归母净利润率(%)	11.9	4.8	9.1	10.0	10.4
ROE(%)	14.8	5.9	13.3	17.3	21.3
ROIC(%)	8.7	3.8	8.6	9.6	9.3
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7
净负债权益比	(0.4)	(0.2)	(0.1)	0.2	0.7
流动比率	2.6	1.8	1.9	1.5	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	18.7	17.7	17.7	17.7	17.7
应付账款周转率	8.7	7.5	7.9	8.0	8.1
费用率					
销售费用率(%)	10.0	11.2	10.6	10.3	10.2
管理费用率(%)	4.3	4.8	4.5	4.3	4.2
研发费用率(%)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
财务费用率(%)	(1.0)	1.3	0.9	0.8	1.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.7	0.6	1.3	1.6	1.7
每股经营现金流(最新摊薄)	2.1	0.1	2.7	1.3	3.8
每股净资产(最新摊薄)	11.3	10.6	9.9	9.0	8.0
每股股息	1.3	1.0	2.0	2.4	2.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	14.1	37.6	18.0	15.2	13.8
P/B(最新摊薄)	2.1	2.2	2.4	2.6	2.9
EV/EBITDA	11.7	18.3	11.3	10.4	9.0
价格/现金流(倍)	11.5	169.8	8.7	17.7	6.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371