

26Q1 经营回暖，盈利能力修复可期

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:	27.00/20.00
目标价格:		总市值(亿)	119.63
最新收盘价:	23.65	自由流通市值(亿)	119.63
		自由流通股数(百万)	504.77

事件概述

25年公司实现营收65.74亿元，同比-7.82%；归母净利润3.18亿元，同比-62.51%；扣非归母净利润2.50亿元，同比-67.68%。

26Q1实现营收22.22亿元，同比+41.46%；归母净利润1.68亿元，同比+117.82%；扣非归母净利润：1.49亿元，同比+156.47%。

分析判断：

► 25年短期经营承压，26Q1恢复性高增

公司2025年收入受宏观环境、传统渠道客流下滑及原料成本上涨等因素影响同比有所调整，整体经营处于结构优化与战略调整期，公司主动推进渠道精耕、新品迭代与成本管控，长期发展根基依然稳固。26Q1公司紧抓春节送礼场景与高势能渠道发展机遇，营收实现恢复性增长，同增41.46%至22.22亿元。

分品类来看，公司葵花子/坚果类/其他产品分别实现营业收入40.23/17.63/6.96亿元，分别同比-8.19%/-8.37%/-10.07%，核心品类短期承压但基本盘稳健。葵花子品类持续推进经典产品升级、弱势市场突破及下沉渠道精耕，打手瓜子、葵珍、茶衣瓜子等高端化、差异化产品保持良好增长态势，同时推出山野系列、瓜子仁冰淇淋等新品拓宽消费场景；坚果品类聚焦每日坚果核心大单品，持续推进风味化、功能化、高端化升级，全坚果、白坚果、琥珀核桃仁及节日礼盒矩阵不断丰富，品类韧性持续体现。

分区域来看，公司南方区/北方区/东方区/电商/海外分别实现营业收入21.68/10.84/17.09/9.32/5.87亿元，分别同比-4.33%/-19.28%/-19.44%/+19.76%/+3.16%。传统线下区域受商超渠道疲软影响有所承压，电商渠道保持高速增长，成为核心增长引擎；海外市场深耕东南亚、中东等主流地区，渠道与产品本土化持续推进，全年保持稳健增长。

Q1我们判断公司产品端葵花籽基本盘稳健回暖，坚果品类弹性释放；渠道端我们判断春节送礼渠道放量带动线下传统渠道企稳回升，零食量贩、会员制超市、即时零售等新渠道延续较快增长趋势，带动Q1收入高增41.46%至22.22亿元。

► 毛利修复+费用优化带动26Q1盈利大增

成本端来看，2025年公司毛利率同比下降5.37pct至23.41%，我们判断主要受葵花籽、巴旦木、腰果等核心原材料价格上涨影响，叠加渠道结构调整，对成本形成压制。

费用端来看，2025年销售/管理/研发/财务费用率分别为11.22%/4.80%/1.17%/1.35%，同比+1.23/+0.48/+0.11/+2.31pct；为应对外部渠道变革与市场竞争，公司主动推进渠道精耕，加大量贩零食、会员店等新渠道拓展，同时加快新品研发、品牌推广与产能建设投入，财务费用则受借款利息及转债利息摊销增加影响明显上升，整体费用端呈现短期刚性投入加大。综合来看，2025年公司经营受原料涨价、渠道转型、费用投

入增加多重因素叠加影响，盈利端承压明显，归母净利率同比下降 7.07pct 至 4.84%，相应归母净利润同比下降 62.51%至 3.18 亿元。

26Q1 经营端拆分来看，公司毛利率同比提升 5.63pct 至 25.10%，主因新采购季葵花籽成本回落；销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.09/-0.98/-0.32/+0.58pct 至 11.69%/3.66%/0.78%/-0.37%，销售费用随新渠道拓展与旺季营销合理投入，整体费用使用效率持续改善。得益于收入高增、毛利修复与费用端优化共振，26Q1 公司盈利弹性大幅释放，归母净利润同比提升 117.82%至 1.68 亿元，利润增速显著高于收入增速，相应归母净利率同比提升 2.65pct 至 7.57%，盈利质量与经营效率同步改善。

► 成本压力缓解，经营持续恢复可期

2025 年公司经历渠道转型与原料涨价双重压力，经营主动调整、夯实根基，2026 年一季度已迎来营收大幅反弹、盈利显著改善。

26 年看好公司产品创新、渠道变革、成本改善三重共振，业绩修复趋势明确。产品端看好公司持续创新升级，矩阵更加完善，葵花籽品类持续打造葵珍高端品牌，经典红袋升级、蓝袋风味创新、打手瓜子全面突破，同时推出山野系列、茶衣瓜子、瓜子仁冰淇淋等新品；坚果品类推进日常化渗透，全坚果、白坚果、风味坚果、高端礼盒矩阵持续丰富；并加快魔芋、鲜切薯条、花生等休闲新品推广，产品结构持续优化。渠道端全场景发力，新渠道成为增长引擎，公司在巩固传统渠道基本盘同时，全力推进零食量贩、会员店、即时零售、O2O 等新渠道拓展，终端覆盖与运营效率大幅提升；电商渠道保持高增，海外市场深耕东南亚、中东等区域，全渠道协同助力收入稳健增长；成本端 2026 年新采购季葵花籽价格已明显回落，叠加产品结构升级与规模效应显现，毛利率与净利率持续修复，看好盈利能力持续修复。

投资建议

参考最新财务报告，我们调整公司 26-27 年营业收入 75.35/79.87 亿元的预测至 73.67/80.72 亿元，新增 28 年 87.11 亿元的预测；调整 26-27 年 EPS 1.43/1.61 元的预测至 1.32/1.54 元，新增 28 年 1.67 元的预测；对应 2026 年 4 月 22 日收盘价 23.65 元的估值分别为 18/16/15 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	7,131	6,574	7,367	8,072	8,711
YoY (%)	4.8%	-7.8%	12.1%	9.6%	7.9%
归母净利润 (百万元)	849	318	665	779	846
YoY (%)	5.8%	-62.5%	108.9%	17.1%	8.5%
毛利率 (%)	28.8%	23.4%	27.0%	27.2%	27.3%
每股收益 (元)	1.68	0.63	1.32	1.54	1.67
ROE	14.8%	5.9%	11.2%	11.6%	11.2%
市盈率	14.47	38.63	18.44	15.75	14.51

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

分析师：卢周伟

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6,574	7,367	8,072	8,711	净利润	320	666	780	846
YoY (%)	-7.8%	12.1%	9.6%	7.9%	折旧和摊销	184	180	187	197
营业成本	5,035	5,378	5,877	6,333	营运资金变动	-424	316	-81	-32
营业税金及附加	52	65	70	76	经营活动现金流	70	1,136	878	1,006
销售费用	738	751	791	871	资本开支	-92	-156	-143	-149
管理费用	315	309	342	368	投资	-513	-30	3	-14
财务费用	88	3	-14	-29	投资活动现金流	-420	-205	-105	-125
研发费用	77	76	82	89	股权募资	16	-23	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	-52	327	310	311
投资收益	45	33	35	38	筹资活动现金流	-832	251	283	277
营业利润	331	832	975	1,058	现金净流量	-1,178	1,159	1,056	1,159
营业外收支	61	0	0	0	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	392	832	975	1,058	成长能力 (%)				
所得税	73	166	195	212	营业收入增长率	-7.8%	12.1%	9.6%	7.9%
净利润	320	666	780	846	净利润增长率	-62.5%	108.9%	17.1%	8.5%
归属于母公司净利润	318	665	779	846	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-62.5%	108.9%	17.1%	8.5%	毛利率	23.4%	27.0%	27.2%	27.3%
每股收益	0.63	1.32	1.54	1.67	净利率	4.8%	9.0%	9.7%	9.7%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	3.3%	6.2%	6.5%	6.4%
货币资金	3,391	4,550	5,606	6,764	净资产收益率 ROE	5.9%	11.2%	11.6%	11.2%
预付款项	89	66	71	77	偿债能力 (%)				
存货	1,933	1,665	1,835	1,970	流动比率	1.76	1.81	1.90	1.98
其他流动资产	2,052	2,201	2,243	2,289	速动比率	1.15	1.31	1.41	1.51
流动资产合计	7,465	8,482	9,755	11,099	现金比率	0.80	0.97	1.09	1.21
长期股权投资	114	144	141	154	资产负债率	44.5%	44.4%	43.6%	42.8%
固定资产	1,202	1,188	1,152	1,115	经营效率 (%)				
无形资产	282	284	289	293	总资产周转率	0.67	0.72	0.71	0.69
非流动资产合计	2,222	2,247	2,200	2,166	每股指标 (元)				
资产合计	9,687	10,729	11,955	13,265	每股收益	0.63	1.32	1.54	1.67
短期借款	897	1,208	1,518	1,829	每股净资产	10.59	11.76	13.30	14.97
应付账款及票据	975	1,118	1,187	1,298	每股经营现金流	0.14	2.25	1.74	1.99
其他流动负债	2,372	2,373	2,440	2,483	每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,243	4,698	5,145	5,609	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	38.63	18.44	15.75	14.51
其他长期负债	67	64	64	64	PB	2.04	2.06	1.82	1.62
非流动负债合计	67	64	64	64					
负债合计	4,310	4,762	5,208	5,672					
股本	506	506	506	506					
少数股东权益	19	20	20	21					
股东权益合计	5,377	5,967	6,747	7,593					
负债和股东权益合计	9,687	10,729	11,955	13,265					

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跨部门、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。