

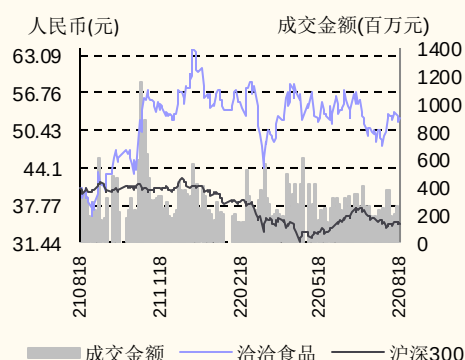
洽洽食品 (002557.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 52.60 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.07
已上市流通 A 股(亿股)	5.07
总市值(亿元)	266.68
年内股价最高最低(元)	64.29/36.04
沪深 300 指数	4180
深证成指	12517

**相关报告**

- 1.《经营能力稳健, 22 年确定性可期-洽洽 22Q1 点评》, 2022.4.28
- 2.《经营能力稳健, 22 年确定性可期-洽洽 21 年年报点评》, 2022.4.12
- 3.《环比改善明显, 持续关注 Q4 旺季动销-洽洽三季报点评》, 2021.10.29
- 4.《高基数影响 Q2 业绩, 看好下半年边际改善-洽洽中报点评》, 2021.8.20

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

利润短期承压, 新财年稳健增长可期**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,289	5,985	6,995	8,010	9,048
营业收入增长率	9.35%	13.15%	16.88%	14.51%	12.9%
归母净利润(百万元)	805	929	1,080	1,292	1,489
归母净利润增长率	33.40%	15.35%	16.26%	19.64%	15.29%
摊薄每股收益(元)	1.588	1.832	2.130	2.548	2.937
每股经营性现金流净额	1.18	2.64	0.93	2.42	2.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.14%	19.37%	19.82%	20.76%	20.93%
P/E	33.91	33.50	24.70	20.65	17.91
P/B	6.49	6.49	4.90	4.29	3.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8 月 18 日公司发布公告, 2022H1 实现营收 26.8 亿元, 同比+12.5%; 归母净利润 3.5 亿元, 同比+7.3%; 扣非归母净利 2.7 亿元, 同比+3.3%。2022Q2 实现营收 12.5 亿元, 同比+24.4%; 归母净利润 1.4 亿元, 同比+10.5%; 扣非归母净利 0.9 亿元, 同比+4.6%。

经营分析

- **Q2 瓜子高增、坚果稳健。**22H1 瓜子/坚果/其他分别同比增长 14.3%/13.8%/1.1%, 我们预计 22Q2 瓜子、坚果分别同比增长 30%、20% 左右, 瓜子在二季度有疫情受益属性, 叠加提价效应; 坚果依旧保持高速增长, 公司自去年开发了社区店、水果店等渠道, 在 KA 卖场践行坚果“贴奶”销售, 不断打开坚果空间。分区域看, 南方/北方/东方/电商/海外分别同比+0.3%/+23.5%/+42.6%/+23.2%/-19.1%。拆分量价, 22H1 整体销量增长 10.4%, 均价增长 1.9%, 销量驱动力明显。
- **盈利端毛利率短期承压。**22H1 毛利率为 29.3%, 同比-1.2pct; 单 Q2 毛利率为 27.5%, 同比-2.8pct, 环比-3.4pct; 22H1 葵花子/坚果毛利率分别同比-0.4/+0.2pct。上半年直接材料/人工、折旧、能源等/运费成本分别同比增长 14.5%/24.1%/18.9%, 成本端今年葵花籽在年初基本锁定, 但油、盐等辅料和包材价格也有上涨。22H1 销售/管理/研发/财务费率分别同比-0.3/+0.1/-0.1/+0.2pct, 22Q2 分别同比-0.5/+0.1/-0.1/-0.1pct, 费用端基本稳定, 销售费率有所下降, 预计系 Q2 市场推广在疫情下有所收缩。传导至净利率, 22H1/22Q2 净利率分别为 13.1%/11.6%, 同比-0.6/-1.5pct。
- **行稳致远, 新财年稳健增长可期。**22H1 公司合同负债同比增长 102%, 环比 Q1 增长 129%, 根据渠道反馈上一财年坚果目标完成较好, 6 月已经开始主动控货, 蓄力新财年的稳健增长; 下半年随着疫情的好转公司在产品和渠道上发力也会继续推进, 预计新财年坚果增长目标在 50% 左右。

投资建议

- 预计公司 2022-24 年 EPS 分别为 2.13/2.55/2.94 元, 对应 PE 分别为 25/21/18X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧; 食品安全问题; 原材料价格变动; 新品推广不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,837	5,289	5,985	6,995	8,010	9,048
增长率		9.3%	13.2%	16.9%	14.5%	12.9%
主营业务成本	-3,228	-3,603	-4,073	-4,780	-5,390	-6,079
%销售收入	66.7%	68.1%	68.0%	68.3%	67.3%	67.2%
毛利	1,609	1,687	1,913	2,216	2,621	2,969
%销售收入	33.3%	31.9%	32.0%	31.7%	32.7%	32.8%
营业税金及附加	-46	-46	-53	-56	-64	-72
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-666	-516	-604	-679	-777	-878
%销售收入	13.8%	9.8%	10.1%	9.7%	9.7%	9.7%
管理费用	-248	-243	-266	-280	-320	-362
%销售收入	5.1%	4.6%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-31	-36	-45	-42	-48	-54
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	618	845	944	1,159	1,411	1,602
%销售收入	12.8%	16.0%	15.8%	16.6%	17.6%	17.7%
财务费用	16	25	31	15	-6	14
%销售收入	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.2%	0.1%	-0.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	5	15	0	0	0
投资收益	54	42	34	55	60	65
%税前利润	7.0%	4.2%	3.1%	4.1%	3.7%	3.5%
营业利润	695	923	1,028	1,230	1,465	1,681
营业利润率	14.4%	17.5%	17.2%	17.6%	18.3%	18.6%
营业外收支	71	74	99	120	150	180
税前利润	766	997	1,127	1,350	1,615	1,861
利润率	15.8%	18.9%	18.8%	19.3%	20.2%	20.6%
所得税	-162	-192	-197	-270	-323	-372
所得税率	21.2%	19.3%	17.5%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	603	805	930	1,080	1,292	1,489
少数股东损益	0	0	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	604	805	929	1,080	1,292	1,489
净利率	12.5%	15.2%	15.5%	15.4%	16.1%	16.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	603	805	930	1,080	1,292	1,489
少数股东损益	0	0	1	0	0	0
非现金支出	130	136	147	162	184	206
非经营收益	-91	-57	-75	-58	-156	-224
营运资金变动	1	-287	337	-710	-93	-112
经营活动现金净流	644	597	1,339	473	1,227	1,359
资本开支	-168	-207	-173	-129	-96	-56
投资	-75	-70	-527	-50	-50	-50
其他	90	99	104	55	60	65
投资活动现金净流	-153	-178	-596	-124	-86	-41
股权募资	0	1,340	0	6	0	0
债权募资	-295	-207	200	-153	-371	-483
其他	-322	-619	-416	-462	-571	-617
筹资活动现金净流	-617	514	-216	-609	-942	-1,100
现金净流量	-125	933	526	-260	199	218

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	254	1,267	1,746	1,486	1,685	1,903
应收款项	230	223	327	295	338	382
存货	1,390	1,687	1,462	1,964	2,215	2,498
其他流动资产	1,790	1,914	2,317	2,407	2,413	2,420
流动资产	3,664	5,091	5,853	6,153	6,651	7,203
%总资产	67.7%	72.9%	72.5%	73.0%	73.6%	74.5%
长期投资	156	278	497	547	597	647
固定资产	1,210	1,225	1,331	1,435	1,486	1,505
%总资产	22.4%	17.6%	16.5%	17.0%	16.4%	15.6%
无形资产	269	279	276	287	298	309
非流动资产	1,745	1,888	2,220	2,270	2,382	2,462
%总资产	32.3%	27.1%	27.5%	27.0%	26.4%	25.5%
资产总计	5,409	6,979	8,072	8,423	9,033	9,665
短期借款	298	88	289	822	1,050	567
应付款项	705	676	887	922	1,040	1,173
其他流动负债	685	692	748	563	652	741
流动负债	1,688	1,456	1,924	2,307	2,742	2,481
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	65	1,315	1,352	666	66	66
负债	1,754	2,771	3,276	2,973	2,809	2,547
普通股股东权益	3,654	4,207	4,794	5,448	6,223	7,116
其中：股本	507	507	507	507	507	507
未分配利润	1,325	1,792	2,317	2,965	3,740	4,633
少数股东权益	1	1	2	2	2	2
负债股东权益合计	5,409	6,979	8,072	8,423	9,033	9,665

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.190	1.588	1.832	2.130	2.548	2.937
每股净资产	7.208	8.298	9.456	10.745	12.274	14.036
每股经营现金净流	1.270	1.177	2.640	0.933	2.420	2.681
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.852	1.019	1.175
回报率						
净资产收益率	16.52%	19.14%	19.37%	19.82%	20.76%	20.93%
总资产收益率	11.16%	11.54%	11.50%	12.82%	14.30%	15.41%
投入资本收益率	12.31%	12.35%	12.27%	13.37%	15.38%	16.54%
增长率						
主营业务收入增长率	15.25%	9.35%	13.15%	16.88%	14.51%	12.95%
EBIT增长率	37.02%	36.84%	11.75%	22.76%	21.71%	13.57%
净利润增长率	39.44%	33.40%	15.35%	16.26%	19.64%	15.29%
总资产增长率	5.47%	29.03%	15.66%	4.35%	7.25%	7.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.3	15.3	16.4	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	146.9	155.9	141.1	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	60.1	53.7	54.1	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	85.5	77.1	80.8	71.4	63.3	56.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.83%	-38.57%	-46.93%	-37.76%	-42.22%	-46.77%
EBIT利息保障倍数	-39.1	-33.4	-30.8	-76.0	221.2	-114.5
资产负债率	32.42%	39.71%	40.58%	35.30%	31.09%	26.35%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	16	30	42	153
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.03	1.02	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-14	买入	60.00	70.00 ~ 75.00
2	2021-02-26	买入	54.40	N/A
3	2021-04-16	买入	51.44	N/A
4	2021-04-22	买入	55.23	N/A
5	2021-08-20	买入	41.46	N/A
6	2021-10-29	买入	54.70	N/A
7	2022-04-12	买入	56.63	N/A
8	2022-04-28	买入	57.39	N/A

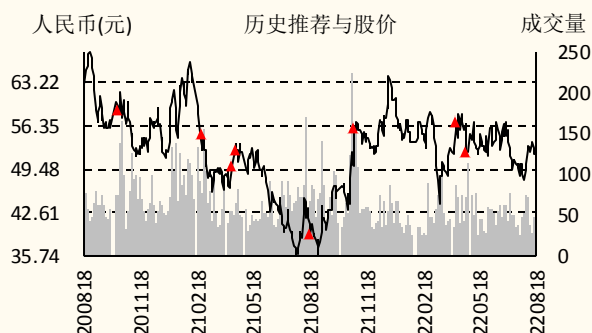
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402