消费升级与娱乐研究中心

洽洽食品 (002557.SZ) 买入（维持评级）

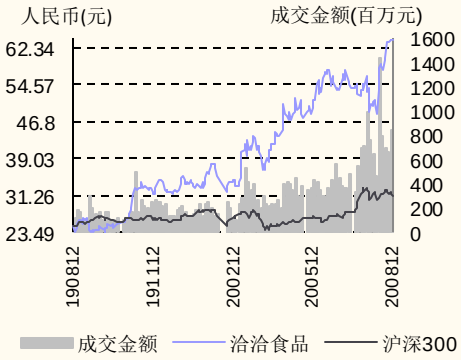
公司点评

市场价格（人民币）：64.10 元

瓜子增长焕发，坚果盈利与成长并进

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)	324.99
年内股价最高最低(元)	64.36/48.60
沪深 300 指数	4648
中小板综	12648



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,197	4,837	5,654	6,554	7,492
营业收入增长率	16.50%	15.25%	16.89%	15.91%	14.31%
归母净利润(百万元)	433	604	804	952	1,096
归母净利润增长率	35.58%	39.44%	33.20%	18.38%	15.20%
摊薄每股收益(元)	0.854	1.190	1.586	1.877	2.162
每股经营性现金流净额	1.47	1.27	1.95	1.78	2.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.01%	16.52%	19.29%	20.09%	20.32%
P/E	22.30	28.54	40.18	33.94	29.46
P/B	2.90	4.71	7.75	6.82	5.99

来源：公司年报、国金证券研究所

事件简述

- 公司发布 2020 年中报，2020 年上半年实现营业收入 22.94 亿元，同比增长 15.46%；归母净利润 2.95 亿元，同比增长 33.97%。

事件点评

- **瓜子焕发双位数增长，坚果强盈利提升：**瓜子产品在居家消费场景强化下实现销售高增长，2020 年上半年葵花子类收入 16.86 亿元（+23.07%），收入占比为 73.47%（+4.54pct）。公司瓜子产品经过升级后上半年实现传统香瓜子 19%的增长、原香瓜子 30%左右的增长，焦糖、山核桃等蓝袋瓜子上半年实现同比 20%以上的增长。2020 年上半年葵花子类产品毛利率为 33.09%（-2.19pct）。坚果产品在春节期间送礼社交馈赠属性较强，Q2 坚果消费的社交消费属性恢复，小黄袋每日坚果消费增速提升，上半年小黄袋每日坚果实现含税销售额 2.7 亿元，坚果类收入 3.06 亿元（+9.71%），坚果类产品毛利率提升较快，上半年毛利率水平为 26.92%（+5.66pct）。线上渠道增长较快，2020 年上半年电商渠道收入 2.66 亿元，同比增长 25.28%。
- **销售费用率显著下降，坚果品类带来的毛利率改善下盈利能力提升：**上半年公司整体毛利率为 32.23%，同比提升 0.41pct；其中 Q2 毛利率为 32.34%，同比下降 1.06pct，环比提升 0.22pct。在区域消费促进和线下营销活动推广开展受限的背景下，上半年公司销售费用率为 11.79%，同比下降 1.73pct；其中 Q2 销售费用率仅为 11.51%，相较 Q1 销售费用率 12.07%环比下降 0.56pct。上半年管理费用率为 5.53%，其中 Q2 管理费用率为 6.35%。销售费用率显著下降的背景下公司盈利能力提升，上半年归母净利率为 12.87%，同比提升 1.78pct；其中 Q2 归母净利率为 12.75%，同比提升 1.51pct。

盈利预测

- 公司瓜子品类升级叠加消费需求提升下焕发高增长，坚果品类加强利润贡献，因此调整盈利预测，我们预计公司 2020-2022 年收入增速为 17%/16%/14%，较此前预测的 2020-2022 年收入上调 2.3%/4.7%/6.9%，归母净利润增速为 33%/18%/15%，较此前预测 2020-2022 年归母净利润上调 13%/14%/13%，EPS 为 1.59/1.88/2.16 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险、终端消费恢复不及预期、区域性竞争态势变化风险。

相关报告

1.《业绩符合预期，盈利能力稳步提升-洽洽食品点评报告》，2020.4.23

2.《瓜子坚果齐开花，盈利能力稳步提升-洽洽食品年报点评报告》，2020.4.9

3.《业绩超预期，聚焦核心业务效果显著-洽洽食品点评报告》，2020.2.24

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**3,603**	**4,197**	**4,837**	**5,654**	**6,554**	**7,492**
增长率		16.5%	15.3%	16.9%	15.9%	14.3%
主营业务成本	-2,526	-2,889	-3,228	-3,744	-4,314	-4,929
%销售收入	70.1%	68.8%	66.7%	66.2%	65.8%	65.8%
毛利	1,077	1,308	1,609	1,911	2,240	2,564
%销售收入	29.9%	31.2%	33.3%	33.8%	34.2%	34.2%
营业税金及附加	-43	-46	-46	-45	-52	-60
%销售收入	1.2%	1.1%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-489	-570	-666	-650	-767	-877
%销售收入	13.6%	13.6%	13.8%	11.5%	11.7%	11.7%
管理费用	-210	-216	-248	-288	-328	-375
%销售收入	5.8%	5.1%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%
研发费用	0	-25	-31	-34	-39	-37
%销售收入	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
息税前利润（EBIT）	335	451	618	893	1,054	1,215
%销售收入	9.3%	10.7%	12.8%	15.8%	16.1%	16.2%
财务费用	-10	6	16	-5	10	23
%销售收入	0.3%	-0.1%	-0.3%	0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-6	-7	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	4	0	0	0
投资收益	40	87	54	60	70	80
%税前利润	9.6%	15.2%	7.0%	5.9%	5.8%	5.8%
营业利润	367	542	695	948	1,135	1,318
营业利润率	10.2%	12.9%	14.4%	16.8%	17.3%	17.6%
营业外收支	50	31	71	70	70	70
税前利润	417	573	766	1,018	1,205	1,388
利润率	11.6%	13.6%	15.8%	18.0%	18.4%	18.5%
所得税	-95	-131	-162	-214	-253	-291
所得税率	22.9%	22.9%	21.2%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	322	442	603	804	952	1,096
少数股东损益	2	9	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**319**	**433**	**604**	**804**	**952**	**1,096**
净利率	8.9%	10.3%	12.5%	14.2%	14.5%	14.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	322	442	603	804	952	1,096
少数股东损益	2	9	0	0	0	0
非现金支出	123	133	130	136	167	199
非经营收益	-31	-107	-91	-15	-136	-150
营运资金变动	-120	279	1	77	-37	-43
经营活动现金净流	**293**	**747**	**644**	**987**	**902**	**1,030**
资本开支	-125	-238	-168	-272	-280	-280
投资	-330	-145	-75	-100	-100	-100
其他	92	91	90	-40	-30	-20
投资活动现金净流	**-364**	**-292**	**-153**	**-412**	**-410**	**-400**
股权募资	0	0	0	30	0	0
债权募资	344	-114	-295	-231	-132	0
其他	-259	-202	-322	-336	-385	-439
筹资活动现金净流	**85**	**-316**	**-617**	**-537**	**-517**	**-439**
现金净流量	**15**	**139**	**-125**	**328**	**266**	**481**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	234	376	254	582	848	1,329
应收款项	202	184	230	240	278	318
存货	1,069	1,209	1,390	1,538	1,773	2,025
其他流动资产	1,444	1,656	1,790	1,708	1,713	1,720
流动资产	2,949	3,425	3,664	3,658	4,140	4,852
%总资产	63.1%	66.8%	67.7%	67.3%	68.4%	70.3%
长期投资	178	157	156	356	556	756
固定资产	1,181	1,178	1,210	1,412	1,584	1,726
%总资产	25.3%	23.0%	22.4%	20.9%	17.5%	14.3%
无形资产	296	266	269	282	293	303
非流动资产	1,725	1,703	1,745	2,051	2,433	2,785
%总资产	36.9%	33.2%	32.3%	32.7%	31.6%	29.7%
资产总计	**4,674**	**5,128**	**5,409**	**5,434**	**6,051**	**6,897**
短期借款	707	595	298	132	0	0
应付款项	444	636	705	766	883	1,008
其他流动负债	346	489	685	369	430	493
流动负债	1,497	1,720	1,688	1,266	1,313	1,501
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	49	65	0	0	0
负债	**1,542**	**1,769**	**1,754**	**1,266**	**1,313**	**1,501**
普通股股东权益	**3,063**	**3,326**	**3,654**	**4,167**	**4,738**	**5,395**
其中：股本	507	507	507	507	507	507
未分配利润	753	975	1,325	1,807	2,378	3,036
少数股东权益	69	33	1	1	1	1
负债股东权益合计	**4,674**	**5,128**	**5,409**	**5,434**	**6,051**	**6,897**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.630	0.854	1.190	1.586	1.877	2.162
每股净资产	6.041	6.560	7.208	8.218	9.344	10.642
每股经营现金净流	0.578	1.473	1.270	1.947	1.780	2.031
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.634	0.751	0.865
回报率						
净资产收益率	10.42%	13.01%	16.52%	19.29%	20.09%	20.32%
总资产收益率	6.83%	8.44%	11.16%	14.79%	15.73%	15.89%
投入资本收益率	6.74%	8.79%	12.31%	16.41%	17.57%	17.79%
增长率						
主营业务收入增长率	2.55%	16.50%	15.25%	16.89%	15.91%	14.31%
EBIT增长率	-15.62%	34.38%	37.02%	44.60%	18.04%	15.27%
净利润增长率	-9.75%	35.58%	39.44%	33.20%	18.38%	15.20%
总资产增长率	10.75%	9.72%	5.47%	0.46%	11.36%	13.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.2	16.1	15.3	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	155.7	143.9	146.9	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	44.9	53.2	60.1	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	105.7	88.5	85.5	84.2	80.5	75.9
偿债能力						
净负债/股东权益	15.10%	6.52%	-30.83%	-38.89%	-42.59%	-46.32%
EBIT利息保障倍数	34.0	-80.4	-39.1	163.8	-100.7	-53.9
资产负债率	33.00%	34.49%	32.42%	23.31%	21.70%	21.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.00**

来源：朝阳永续

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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH