洽洽食品（002557）

业绩增长超预期，“坚果+”丰富产品矩阵

买入（维持）

2020 年 08 月 10 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,837	5,711	6,702	7,797
同比（%）	15.3%	18.1%	17.3%	16.3%
归母净利润（百万元）	604	764	899	1,054
同比（%）	39.4%	26.5%	17.7%	17.3%
每股收益（元/股）	1.19	1.51	1.77	2.08
P/E（倍）	53.76	42.49	36.11	30.79

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宗旭豪
zongxh@dwzq.com.cn

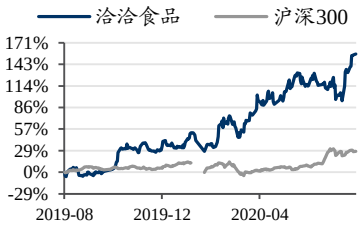
事件

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 22.94 亿元（+15%），归母净利 2.95 亿元（+34%），扣非净利 2.38 亿元（+38%）。20Q2 实现营收 11.48 亿元（+21%），归母净利 1.46 亿元（+37%），扣非净利 1.1 亿元（+28%）。

投资要点

- **瓜子焕发新生，“坚果+”打开产品矩阵。**20H1 实现营收 22.94 亿元（+15%），其中 20Q2 实现营收 11.48 亿元（+21%）。**分品类看，1)瓜子：**疫情促进居家场景消费，品牌瓜子对非包装瓜子的替代加快，20H1 瓜子实现营收 16.86 亿元（+23%），其中传统香瓜子同增 19%，原香瓜子增长约 30%，蓝袋瓜子同增 20%+。**2）坚果：**20H1 因疫情影响，具备社交属性的坚果类产品需求受压制，叠加部分区域消费促进和营销推广活动无法开展，线下宣传活动暂时推迟，导致坚果类业务增速下降，分季度看 Q2 增速环比回升。20H1 坚果类实现营收 3.06 亿元（+10%），实现含税销售额 2.7 亿元。公司聚焦“坚果+”战略，推出益生菌/芝士味每日坚果、每日坚果燕麦片，新品线下推广前已在线上试点投放，市场认可度较高，预计未来将进一步扩大线下坚果业务版图。20H2 系列新品将和小黄袋每日坚果一起，全面开展市场拓展、消费场景延伸和规模提升，叠加线下增设营养师引导坚果日常消费，预计线下坚果业务将环比加速。**分渠道看，**海外市场显著提速。20H1 南区/北区/东区/电商/海外业务增速分别为 11/12/10/25/53%，泰国工厂于 19 年 7 月投产后海外市场销量逐步释放。
- **广告投放收缩释放利润，下半年预期推广力度加大。1）毛利：**20H1 毛利率 32.23%(+0.41pct)，其中瓜子毛利率 33.09%（-2.19pct），主要是原香瓜子原料升级导致成本上涨，坚果毛利率 26.92%（+5.66pct），主要是自动化提升带来效益提升，此外 20H1 部分促销活动投放力度减弱也有影响。 **2)销售费用：**20H1 销售费用率 11.79%(-1.74pct)，主要是疫情影响线下营销活动宣传，20H1 广告费用 1.2 亿元（-18%），广告促销现金流出 1.4 亿元（+134%），预计 20H2 伴随销售回暖费用投放将环比提速。**3）管理费用：**20H1 管理费用率（含研发）5.99%(-0.1pct)。综上，20H1 净利率 12.86%(+1.69pct)，实现归母净利 2.95 亿元（+33.97%）；20Q2 净利率 12.77%(+1.52pct)，实现归母净利 1.46 亿元（+37.38%）。
- **盈利预测与投资评级：**公司长期以来内部 BU 制的管理体系+优化的激励体系，一直在推动老品焕发新生。叠加蓝/黄袋产品矩阵丰富，不断占据消费者心智。预计 20-22 年公司收入分别为 57/67/78 亿元，同比+18/17/16%；归母净利润分别为 7.6/9.0/10.5 亿元，同比+27/18/17%；对应 PE 为 42/36/31X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，食品安全风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	64.00
一年最低/最高价	22.48/64.75
市净率(倍)	9.01
流通 A 股市值(百万元)	32448.00

基础数据

每股净资产(元)	7.10
资产负债率(%)	28.51
总股本(百万股)	507.00
流通 A 股(百万股)	507.00

相关研究

1、《洽洽食品（002557）：逆势展现业绩弹性，补库存效应延续》2020-04-22
2、《洽洽食品（002557）：一路领鲜，打开空间》2020-04-09
3、《洽洽食品（002557）：业绩持续超预期，改革活力不断释放》2020-02-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

洽洽食品三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**3,664**	**4,487**	**5,176**	**6,157**
现金	254	746	1,297	2,039
应收账款	225	253	307	344
存货	1,390	1,712	1,764	1,983
其他流动资产	1,795	1,776	1,808	1,790
非流动资产	**1,745**	**1,901**	**2,076**	**2,237**
长期股权投资	156	156	156	155
固定资产	1,133	1,290	1,454	1,615
在建工程	78	79	85	93
无形资产	262	264	270	264
其他非流动资产	117	112	111	110
资产总计	**5,409**	**6,388**	**7,252**	**8,394**
流动负债	**1,688**	**1,904**	**2,028**	**2,259**
短期借款	298	321	336	334
应付账款	554	723	765	962
其他流动负债	837	861	928	963
非流动负债	**65**	**65**	**65**	**65**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	65	65	65	65
负债合计	**1,754**	**1,969**	**2,093**	**2,324**
少数股东权益	1	1	1	6
归属母公司股东权益	3,654	4,418	5,158	6,065
负债和股东权益	**5,409**	**6,388**	**7,252**	**8,394**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	646	661	898	1,075
投资活动现金流	-153	-223	-254	-261
筹资活动现金流	-635	54	-92	-73
现金净增加额	-123	491	552	742
折旧和摊销	130	120	139	164
资本开支	174	156	175	162
营运资本变动	1	-139	-29	-6

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**4,837**	**5,711**	**6,702**	**7,797**
减:营业成本	3,228	3,878	4,519	5,245
营业税金及附加	46	55	64	74
营业费用	666	685	838	959
管理费用	248	286	322	374
财务费用	-16	-31	-51	-77
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	54	52	58	63
其他收益	4	1	1	2
营业利润	**695**	**892**	**1,070**	**1,285**
加:营业外净收支	71	75	68	55
利润总额	**766**	**967**	**1,137**	**1,340**
减:所得税费用	162	203	239	281
少数股东损益	-0	-0	-0	5
归属母公司净利润	**604**	**764**	**899**	**1,054**
EBIT	776	970	1,127	1,311
EBITDA	906	1,090	1,266	1,474

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.19	1.51	1.77	2.08
每股净资产(元)	7.21	8.71	10.17	11.96
发行在外股份(百万股)	507	507	507	507
ROIC(%)	15.2%	16.0%	16.0%	16.0%
ROE(%)	16.5%	17.3%	17.4%	17.4%
毛利率(%)	33.3%	32.1%	32.6%	32.7%
销售净利率(%)	12.5%	13.4%	13.4%	13.5%
资产负债率(%)	32.4%	30.8%	28.9%	27.7%
收入增长率(%)	15.3%	18.1%	17.3%	16.3%
净利润增长率(%)	39.4%	26.5%	17.7%	17.3%
P/E	53.76	42.49	36.11	30.79
P/B	8.88	7.34	6.29	5.35
EV/EBITDA	34.64	28.35	24.00	20.11

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn