

审慎推荐-A (维持)

洽洽食品 002557.SZ

目标估值: NA

当前股价: 40.9 元

2020年02月23日

业绩超预期, 改善持续兑现

基础数据

上证综指	3040
总股本(万股)	50700
已上市流通股(万股)	50700
总市值(亿元)	207
流通市值(亿元)	207
每股净资产(MRQ)	6.8
ROE(TTM)	15.4
资产负债率	27.5%
主要股东	合肥华泰集团股份有
主要股东持股比例	44.3%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《洽洽食品(002557)——收入环比加速, 营销卓有成效》2019-10-18
- 2、《洽洽食品(002557)——聚焦核心思路清晰, 盈利进一步强化》2019-08-16
- 3、《洽洽食品(002557)——收入略显乏力, 业绩维持高弹性》2019-04-24

杨勇胜

021-68407562

yangys5@cmschina.com.cn

S1090514060001

于佳琦

yujiaqi@cmschina.com.cn

S1090518090005

公司发布 2019 年业绩预告, 实现收入 48.38 亿元, 同比增长 15.3%, 归母净利润 6.02 亿元, 同比增长 39.1%。市场拓展及宣传投入加大支撑各品类快速增长, 产品结构升级、生产效率提升强化公司毛利率。展望 20 年, 疫情影响有限, 聚焦核心品类思路清晰。我们上调 20-21 年 EPS 至 1.45、1.60 (前次 1.25、1.36), 维持“审慎推荐-A”评级。

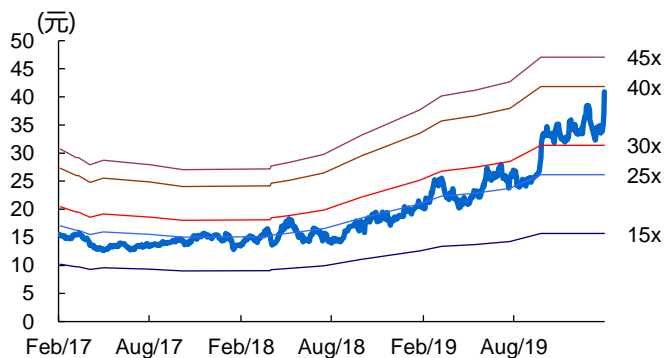
- **收入业绩超预期, 净利率持续提升。**公司 2019 年实现收入 48.38 亿元, 同比增长 15.3%, 归母净利润 6.02 亿元, 同比增长 39.1%。其中, 单 Q4 实现收入 16.18 亿元, 同比增长 25.7%, 归母净利润 2.02 亿元, 同比增长 55.1%。2019 全年净利率 12.4%, 单 Q4 净利率 12.5%, 分别同比提升 2.1pp 和 2.4pp, 盈利能力持续改善主要系毛利率提升带动, 受益蓝袋增长推动产品结构升级, 以及黄袋规模效应显现、生产优化。
- **聚焦核心品类, 加大市场拓展及宣传投放力度。**根据公司反馈, 分品类来看, 2019 年红袋增长略超预期, 系下半年加大三四线城市及弱势市场的拓展; 蓝袋继续快速增长, 新品海盐瓜子试销反馈良好, 20 年继续扩大海盐、藤椒两个新品的试销范围; 黄袋销售额预计在 8.5 亿左右, 主要受益于包装新设计及分众传媒投放力度加大。
- **疫情影响相对有限, 各品类目标不变, 黄袋毛利率有望继续提升。**根据公司反馈, 节前发货集中在 1 月 20 日之前, 疫情主要对春节动销造成一定程度影响, 终端反馈差异较大, 部分商超卖场出现缺货现象, 部分因人流量较少或暂停营业去化较慢, 公司销售总部正积极协调经销商之间货物调剂。但整体来看, 疫情影响销售金额较小。2 月 10 号之后, 物流、生产员工陆续到位, 当前复工率 50%-60%, 而且二月份本是淡季, 虽会出现阶段性缺货但影响不大。公司暂时还未因疫情调低主力产品 20 年增长目标, 希望各品类仍保持较快增长。其中, 红袋希望达到 10% 以上增长, 蓝袋、黄袋仍继续维持高增长。20 年坚果原料价格平稳, 随着黄袋放量增长, 生产效率提升, 毛利率有望达进一步提升。
- **投资建议: 洽洽聚焦核心品类, 产品结构改善叠加生产效率提升, 盈利能力不断强化, 维持“审慎推荐-A”评级。**公司聚焦核心思路清晰, 19 年加大市场拓展和宣传投入力度, 蓝袋、坚果保持较快增速。疫情对公司销售影响有限, 稳增目标不变。同时, 产品结构提升, 生产继续优化, 经营实现正循环。我们上调 20-21 年 EPS 至 1.45、1.60 (前次 1.25、1.36), 维持“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示: 产品竞争趋于激烈、消费环境疲软**

表 1、洽洽食品单季度利润表

单位：百万元	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	2017	2018
一、营业总收入	1093	1027	848	1035	1287	1040	947	12312	3603	4197
二、营业总成本	1007	931	762	909	1155	926	832	1055	3283	3748
其中：营业成本	785	730	591	676	891	724	631	790	2526	2889
营业税金及附加	15	9	11	11	15	10	11	10	43	46
营业费用	134	140	105	153	172	144	125	196	489	570
管理费用	64	48	64	48	65	51	57	57	210	226
研发费用				4	21	4	9.13	5		16
财务费用	2	3	-4	4	-8	-6	1	-5	10	-6
资产减值损失	7	2	-5	13	-2	0	0	-0.8	6	7
三、其他经营收益	-40	11	17	18	47	13	17	18	47	93
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	10	15	17	45	12	15	16	40	87
资产处置收益					0.74	0.14	0.0	0.4	57	1
其他收益	-50	1	1	1	1	1.28	1.31	1.3	-50	4
四、营业利润	46	106	102	145	179	127	132	195	367	542
加：营业外收入	49	9	16	12	6	15	7	29	54	42
减：营业外支出	2	1	0	1	10	0	0	5	3	11
五、利润总额	93	114	119	156	174	142	139	218	417	573
减：所得税	10	28	28	25	50	26	33	38	95	131
六、净利润	83	86	91	131	124	115	107	180	322	442
减：少数股东损益	0	2	3	0	4	2	0	-0.03	2	9
七、归属母公司净利润	83	84	88	131	121	114	107	180	319	433
EPS	0.16	0.17	0.17	0.26	0.24	0.22	0.21	0.36	0.63	0.85
主要比率										
毛利率	28.2%	28.9%	30.2%	34.7%	30.8%	30.4%	33.4%	35.8%	29.9%	31.16%
主营税金率	1.4%	0.9%	1.3%	1.1%	1.2%	1.0%	1.1%	0.8%	1.2%	1.1%
营业费率	12.3%	13.6%	12.3%	14.8%	13.4%	13.8%	13.2%	15.9%	13.6%	13.6%
管理费率	5.8%	4.7%	7.6%	4.6%	5.1%	4.9%	6.1%	4.7%	5.8%	5.4%
营业利润率	4.2%	10.3%	12.1%	14.0%	13.9%	12.2%	14.0%	15.8%	10.2%	12.9%
实际税率	10.5%	24.8%	23.5%	16.0%	28.6%	18.7%	23.4%	17.4%	22.9%	22.9%
净利率	7.6%	8.2%	10.4%	12.6%	9.4%	10.9%	11.2%	14.6%	8.9%	10.3%
YoY										
收入增长率	11.4%	28.4%	5.9%	13.8%	17.8%	1.3%	11.8%	19.0%	2.6%	16.5%
营业利润增长率	-50.2%	12.6%	-6.2%	23.5%	287.9%	19.6%	29.3%	34.6%	-15.2%	47.7%
净利润增长率	1.5%	8.8%	23.1%	48.9%	45.4%	35.8%	21.1%	37.8%	-9.8%	35.6%

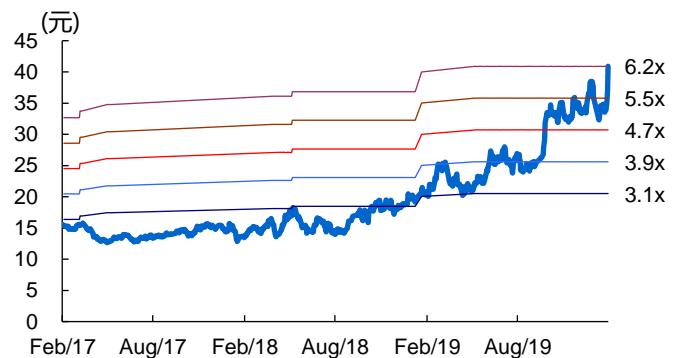
资料来源：公司报表

图 1：洽洽食品历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：洽洽食品历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《洽洽食品（002557）—收入环比加速，营销卓有成效》2019-10-18
- 2、《洽洽食品（002557）—聚焦核心思路清晰，盈利进一步强化》2019-08-16
- 3、《洽洽食品（002557）—收入略显乏力，业绩维持高弹性》2019-04-24

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2949	3425	3741	4463	5204
现金	234	376	434	672	1034
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	190	180	193	223	245
其它应收款	11	5	5	6	7
存货	1069	1209	1201	1361	1497
其他	1445	1656	1907	2201	2421
非流动资产	1725	1703	1678	1656	1636
长期股权投资	178	157	157	157	157
固定资产	1016	1018	1021	1023	1026
无形资产	258	256	230	207	187
其他	274	273	270	269	268
资产总计	4674	5128	5419	6119	6840
流动负债	1497	1720	1612	1743	1855
短期借款	704	590	400	400	400
应付账款	333	509	559	633	696
预收账款	143	136	150	170	187
其他	317	484	504	541	572
长期负债	45	49	49	49	49
长期借款	0	0	0	0	0
其他	45	49	49	49	49
负债合计	1542	1769	1662	1792	1904
股本	507	507	507	507	507
资本公积金	1583	1584	1584	1584	1584
留存收益	973	1228	1615	2169	2762
少数股东权益	69	33	45	60	77
归属于母公司所有者权益	3063	3326	3713	4266	4859
负债及权益合计	4674	5128	5419	6119	6840

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	293	747	480	432	584
净利润	319	433	603	735	813
折旧摊销	118	126	134	131	129
财务费用	9	(6)	(3)	(1)	(3)
投资收益	(40)	(87)	(96)	(96)	(106)
营运资金变动	(116)	294	(176)	(355)	(269)
其它	3	(12)	19	17	18
投资活动现金流	(364)	(292)	(110)	(110)	(110)
资本支出	(126)	(241)	(110)	(110)	(110)
其他投资	(237)	(51)	0	0	0
筹资活动现金流	97	(324)	(313)	(84)	(112)
借款变动	215	(168)	(195)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	1	0	0	0
股利分配	(152)	(254)	(216)	(181)	(220)
其他	33	97	99	96	108
现金净增加额	26	131	58	238	362

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3603	4197	4837	5584	6142
营业成本	2526	2889	3172	3592	3951
营业税金及附加	43	46	53	61	67
营业费用	489	570	677	782	854
管理费用	210	241	273	313	341
研发费用					
财务费用	10	(6)	(3)	(1)	(3)
资产减值损失	6	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	40	87	96	96	106
营业利润	367	542	761	932	1037
营业外收入	54	42	49	52	52
营业外支出	3	11	11	11	11
利润总额	417	573	799	974	1078
所得税	95	131	184	224	248
净利润	322	442	615	750	830
少数股东损益	2	9	12	15	16
归属于母公司净利润	319	433	603	735	813

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	3%	16%	15%	15%	10%
营业利润	-15%	48%	40%	23%	11%
净利润	-10%	36%	39%	22%	11%
获利能力					
毛利率	29.9%	31.2%	34.4%	35.7%	35.7%
净利率	8.9%	10.3%	12.5%	13.2%	13.2%
ROE	10.4%	13.0%	16.2%	17.2%	16.7%
ROIC	7.3%	9.9%	14.0%	15.2%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	33.0%	34.5%	30.7%	29.3%	27.8%
净负债比率	15.1%	11.6%	7.4%	6.5%	5.8%
流动比率	2.0	2.0	2.3	2.6	2.8
速动比率	1.3	1.3	1.6	1.8	2.0
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	2.3	2.5	2.6	2.8	2.8
应收帐款周转率	21.2	22.7	26.0	26.9	26.3
应付帐款周转率	8.1	6.9	5.9	6.0	5.9
每股资料 (元)					
EPS	0.63	0.85	1.19	1.45	1.60
每股经营现金	0.58	1.47	0.95	0.85	1.15
每股净资产	6.04	6.56	7.32	8.42	9.58
每股股利	0.50	0.43	0.36	0.43	0.48
估值比率					
PE	65.0	47.9	34.4	28.2	25.5
PB	6.8	6.2	5.6	4.9	4.3
EV/EBITDA	16.7	12.4	8.9	7.5	6.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学硕士，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

李泽明：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，2 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。