

公司研究/季报点评

2019年10月18日

食品饮料/食品加工 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 28.99
合理价格区间(元): 33.60~34.72

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

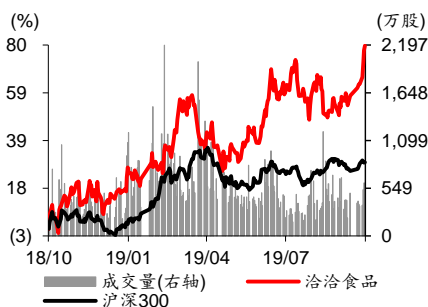
李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1《洽洽食品(002557,买入): 新品放量, 传统产品盈利改善》2019.04
- 2《洽洽食品(002557,买入): 产品提价带动收入增速和毛利率回升》2018.10
- 3《洽洽食品(002557,买入): 新品拉动收入增长, 利润弹性初显》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q3 超预期, 收入提速/利润率提升

洽洽食品(002557)

19Q3 业绩超预期, 收入提速+利润率显著提升

19年前三季度公司实现营收 32.2 亿元, 同比+10.64%; 实现归母净利润 4.0 亿元, 同比+32.27%; 19Q3 实现营收 12.3 亿元, 同比+19.01%; 实现归母净利润 1.8 亿元, 同比+37.79%, 业绩表现超预期。公司产品延续放量趋势(主业瓜子持续拓展产品类别+坚果聚焦优势渠道/放量增长), 提价效应带来毛利率显著提升, Q3 业绩加速释放, 19Q3 利润率同比提升 2.0pct 至 14.6%。我们预计, 公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.12/1.34/1.56 元, 维持“买入”评级。

毛利率改善显著, 费用率小幅提升

洽洽食品 19Q3 毛利率 35.8%, 同比+1.2pct。我们认为提价效应显现和高毛利新品放量是推动毛利率上升的重要动力。19Q3 四费率同比+0.4pct, 其中销售费用率为 15.9%, 同比+1.1pct; 管理费用率+研发费用率为 5.1%, 同比+0.1pct。费用率提升主要系新品发展和营销推广力度加大: 19 年主打蓝袋(瓜子)/黄袋(坚果) 2 大单品投入较多营销费用/电商渠道快速发展时费用投入较多(流量费用/平台佣金等)。前三季度公司销售商品、提供劳务收到的现金 36.2 亿(+7%), 收现比为 112% (18Q3 为 116%), 付现比为 87% (18Q3 为 81%); 公司预收账款 1.04 亿元, 较 19H1 末增加 88%。

产品力和渠道力凸显, 回购股票拟用于员工激励

主业瓜子聚焦重点产品拓展, 锁定红袋+蓝袋, 推进中高端产品口味的延伸; 坚果以洽洽小黄袋每日坚果为单品突破重点, 聚焦优势渠道, 以新鲜健康打造差异化产品定位, 并通过自动化提升完成规模效应、品牌定位构筑, 提升新品盈利能力。渠道方面: 巩固线下渠道优势同时发展线上业务, 拓展与阿里/京东战略合作, 突破团购/异业合作等新特渠。同时, 2019.4 月公告, 公司拟回购 0.5-1 亿元, 回购价格不超过 30 元/股, 截至 19Q3 末, 已回购 123 万股(占总股本 0.24%), 已回购金额 0.3 亿, 公司拟以不超过回购总数 50% 股份用于股权激励, 员工积极性有望增强。

看好洽洽食品传统领域话语权的提升和新业务的前景, 维持“买入”评级

洽洽食品在传统葵花子领域的强势话语权支撑其在中长期可以持续提价, 新的坚果品类则有望充分利用现有渠道, 成为公司未来新的增长引擎。考虑到公司利润率水平提升超预期, 我们上调盈利预测, 预计洽洽食品 19~21 年营收 48.4/55.2/62.3 亿(同比增速 15%/14%/13%), 归母净利润 5.7/6.8/7.9 亿(同比增速 32%/19%/16%), EPS 为 1.12/1.34/1.56 元(前次预测为 0.98/1.12/1.27 元)。可比公司平均估值水平为 2019 年 28 倍 PE, 洽洽食品业绩增速快于可比公司, 认可享有一定估值溢价, 给予其 19 年 30~31 倍 PE, 目标价范围为 33.60~34.72 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 新品市场推广不达预期; 食品安全问题。

公司基本资料

总股本(百万股)	507.00
流通 A 股(百万股)	507.00
52 周内股价区间(元)	16.21-28.99
总市值(百万元)	14,698
总资产(百万元)	4,763
每股净资产(元)	6.81

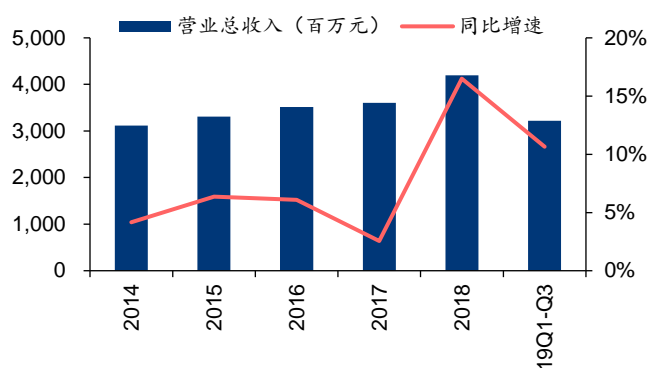
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,603	4,197	4,840	5,516	6,229
+/-%	2.55	16.50	15.32	13.97	12.93
归属母公司净利润(百万元)	319.22	432.81	570.18	681.02	792.39
+/-%	(9.75)	35.58	31.74	19.44	16.35
EPS(元, 最新摊薄)	0.63	0.85	1.12	1.34	1.56
PE(倍)	45.52	33.57	25.48	21.34	18.34

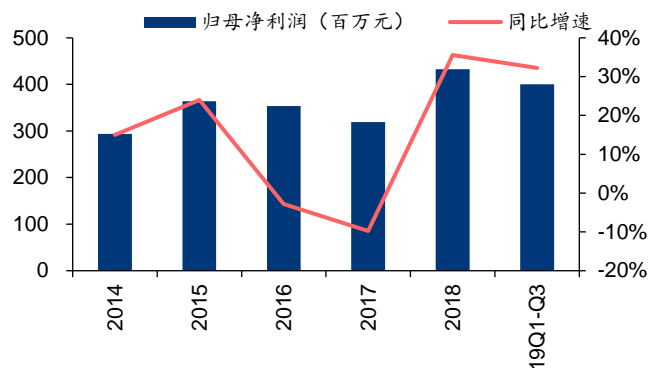
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2014-2019年前三季度恰恰食品营业总收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 2014-2019年前三季度恰恰食品归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	股价		市值(mn)		市盈率(X)		市净率(X)		EPS 预测		2018-2020 净利润 CAGR
		2019/10/17	2019/10/17	19E	20E	19E	20E	19E	20E			
好想你	002582.SZ	8.32	4,290	26	22	1.24	1.18	0.3	0.4	22%		
来伊份	603777.SH	12.12	4,126	39	33	2.16	2.06	0.3	0.4	-4%		
绝味食品	603517.SH	44.47	25,884	33	28	7.03	5.90	1.3	1.6	8%		
元祖股份	603886.SH	17.39	4,174	13	11	2.62	2.22	1.3	1.5	22%		
平均值			9,619	28	23	3.26	2.84			12%		
中间值			4,232	30	25	2.39	2.14			15%		
洽洽食品	002557.SZ	28.66	14,698	25	21	3.99	3.64	1.1	1.3	29%		

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 估值为 Wind 一致预期, 估值日期为 2019 年 10 月 17 日

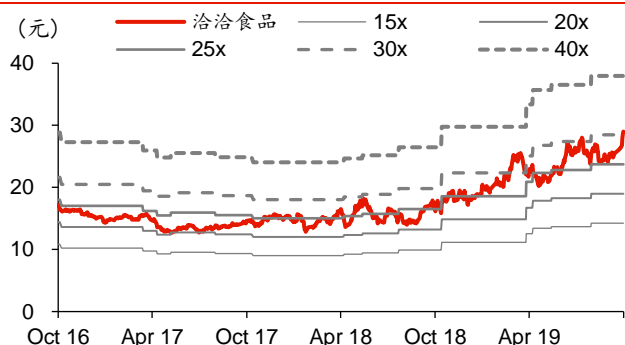
图表4: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
收入增速 (%)	14.0%	12.6%	11.9%	15.3%	14.0%	12.9%	1.34pct	1.37pct	1.01pct
毛利率 (%)	31.3%	31.6%	31.9%	32.6%	32.9%	33.1%	1.22pct	1.28pct	1.18pct
费用率 (%)	18.4%	18.4%	18.3%	19.1%	18.3%	17.7%	0.69pct	-0.16pct	-0.59pct
净利率 (%)	10.3%	10.5%	10.7%	11.8%	12.3%	12.7%	1.45pct	1.86pct	2.00pct
归母净利润 (百万元)	494	565	646	570	681	792	15%	20%	23%
EPS (元)	0.98	1.12	1.27	1.12	1.34	1.56	15%	20%	23%

资料来源: 华泰证券研究所

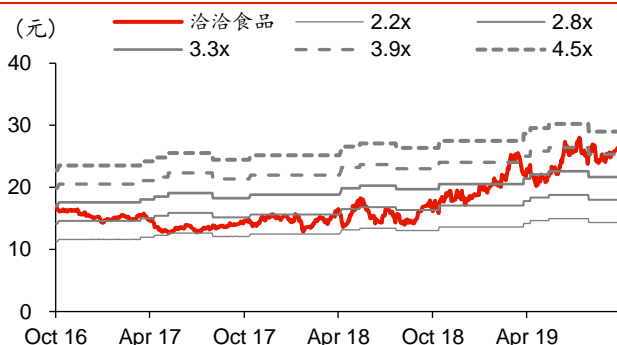
PE/PB - Bands

图表5: 洽洽食品历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 洽洽食品历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,949	3,425	4,007	4,487	5,024
现金	234.36	376.22	743.32	1,004	1,308
应收账款	189.74	179.73	207.26	236.21	266.76
其他应收账款	10.80	3.52	4.06	4.62	5.22
预付账款	92.31	16.35	46.24	52.44	59.06
存货	1,069	1,209	1,366	1,549	1,745
其他流动资产	1,353	1,640	1,640	1,640	1,640
非流动资产	1,725	1,703	1,729	1,755	1,779
长期投资	177.92	156.55	156.55	156.55	156.55
固定投资	1,016	1,018	1,046	1,068	1,087
无形资产	257.63	255.86	254.17	252.55	251.00
其他非流动资产	274.08	272.54	271.68	277.23	284.13
资产总计	4,674	5,128	5,736	6,241	6,803
流动负债	1,497	1,720	2,005	2,157	2,316
短期借款	703.90	590.00	740.00	740.00	740.00
应付账款	333.39	508.91	574.94	652.04	734.30
其他流动负债	459.44	620.82	690.14	764.55	842.13
非流动负债	45.46	49.17	49.17	49.17	49.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	45.46	49.17	49.17	49.17	49.17
负债合计	1,542	1,769	2,054	2,206	2,366
少数股东权益	68.70	33.07	38.83	45.70	53.71
股本	507.00	507.00	507.00	507.00	507.00
资本公积	1,582	1,584	1,584	1,584	1,584
留存公积	973.00	1,229	1,552	1,899	2,293
归属母公司股东权益	3,063	3,326	3,643	3,990	4,383
负债和股东权益	4,674	5,128	5,736	6,241	6,803

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	292.92	746.82	534.93	622.68	707.90
净利润	319.22	432.81	570.18	681.02	792.39
折旧摊销	117.52	125.69	132.11	142.06	152.40
财务费用	9.87	(5.60)	(11.70)	(84.30)	0.00
投资损失	(39.86)	(87.20)	(87.20)	(87.20)	(87.20)
营运资金变动	(119.18)	261.23	(74.20)	(67.43)	(73.38)
其他经营现金	5.35	19.90	5.76	38.54	(76.30)
投资活动现金	(363.59)	(291.85)	(70.71)	(80.87)	(89.35)
资本支出	126.42	241.22	151.77	161.93	170.42
长期投资	329.89	260.30	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(92.72)	(209.66)	(81.06)	(81.06)	(81.06)
筹资活动现金	96.73	(324.34)	(97.12)	(281.32)	(314.58)
短期借款	343.90	(113.90)	150.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1.46	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(247.17)	(211.90)	(247.12)	(281.32)	(314.58)
现金净增加额	26.07	130.63	367.10	260.49	303.96

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,603	4,197	4,840	5,516	6,229
营业成本	2,526	2,889	3,264	3,702	4,169
营业税金及附加	42.63	45.95	50.57	54.87	61.97
营业费用	488.87	569.96	657.29	743.57	833.51
管理费用	209.92	216.08	249.19	283.99	314.49
财务费用	9.87	(5.60)	(11.70)	(52.64)	(84.30)
资产减值损失	5.52	7.27	8.39	9.56	10.80
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	39.86	87.20	87.20	87.20	87.20
营业利润	366.66	541.62	690.09	835.27	981.14
营业外收入	53.68	42.22	67.98	67.98	67.98
营业外支出	3.19	11.28	11.28	11.28	11.28
利润总额	417.15	572.57	746.80	891.98	1,038
所得税	95.46	131.00	170.86	204.08	237.45
净利润	321.69	441.57	575.93	687.90	800.39
少数股东损益	2.46	8.76	5.76	6.88	8.00
归属母公司净利润	319.22	432.81	570.18	681.02	792.39
EBITDA	446.93	593.53	743.13	865.94	995.16
EPS (元, 基本)	0.63	0.85	1.12	1.34	1.56

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	2.55	16.50	15.32	13.97	12.93
营业利润	(15.22)	47.72	27.41	21.04	17.46
归属母公司净利润	(9.75)	35.58	31.74	19.44	16.35
获利能力 (%)					
毛利率	29.89	31.16	32.56	32.89	33.08
净利率	8.86	10.31	11.78	12.35	12.72
ROE	10.62	13.55	16.36	17.84	18.93
ROIC	7.10	9.62	12.36	14.17	16.05
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.00	34.49	35.81	35.34	34.77
净负债比率 (%)	45.87	33.65	36.02	33.55	31.28
流动比率	1.97	1.99	2.00	2.08	2.17
速动比率	1.26	1.29	1.32	1.36	1.42
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.86	0.89	0.92	0.96
应收账款周转率	21.21	22.72	25.01	24.88	24.77
应付账款周转率	8.13	6.86	6.02	6.03	6.01
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.85	1.12	1.34	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.47	1.06	1.23	1.40
每股净资产(最新摊薄)	6.04	6.56	7.19	7.87	8.65
估值比率					
PE (倍)	45.52	33.57	25.48	21.34	18.34
PB (倍)	4.74	4.37	3.99	3.64	3.31
EV_EBITDA (倍)	32.65	24.59	19.64	16.85	14.67

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com