证券研究报告

食品综合

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

洽洽食品

002557

审慎增持 （维持）

放量驱动收入增长加码，业绩保持高增

2019 年 10 月 18 日

相关报告

《洽洽食品一季报点评：暂时性因素令收入缓增，盈利能力保持提升》
-2019-4-25
《洽洽食品年报点评：主力品类如期放量，提价助力业绩增长》
-2019-4-15
《洽洽食品中报点评：Q2 业绩增速加码，提价有望进一步贡献弹性》
-2018-8-7

分析师：
颜言
yan_yan@xyzq.com.cn
S0190519080006

事件

洽洽食品公布 2019 年三季报，公司 9M19 实现营业收入 32.19 亿元，同比+10.62%，其中，19Q3 实现收入 12.32 亿元，同比+19.03%；9M19 实现净利润 4.02 亿元，同比+30.52%，其中，19Q3 实现净利润 1.80 亿元，同比+37.40%；每股收益为 0.79 元。

投资要点

提价效应消减，放量驱动收入加速增长。公司 9M19 实现营收 32.19 亿元，同比+10.62%（Q1: +1.26%; Q2: +11.87%; Q3: +19.03%），增速同比-5.30pct；其中，19Q3 实现收入 12.32 亿元，同比+19.03%，增速同比+5.25pct，环比+7.25pct。公司于 18 年 6、7 月分别对每日坚果及红袋瓜子提价，19Q3 提价效应基本消解，但收入仍实现加速上涨，主要系公司在坚果品类的推广投入持续显效，叠加渠道渗透率保持提升（传统渠道保持下沉、团购、新零售渠道积极开拓），每日坚果及蓝袋瓜子放量所致，我们预计 19Q3 两者销量同比分别增 50%及 30%以上（19H1 分别为 40%以上及 20%左右）。

结构优化助力毛利率环比改善，费用投放总体稳健。公司 9M19 毛利率为 33.36%（Q1: 30.38%; Q2: 33.40%; Q3: 35.84%），同比+2.02pct；其中，19Q3 毛利率环比提升主要系：1）随着规模化效应及生产效率改进，坚果类产品毛利率保持提升，对公司毛利率拖累逐步减少；2）蓝袋瓜子放量，瓜子产品升级对毛利率提振显著（蓝袋瓜子毛利率为 40%以上）。9M19 公司整体费用率为 19.83%，同比+0.44pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.45%/5.14%/0.57%/-0.33%，同比分别 +0.77pct/-0.04pct/+0.11pct/-0.41pct。销售费用率保持提升，主要系公司在扩品类及新渠道开拓方面仍需要费用投放。管理费用率保持收窄，主要系公司经营效率提升所致。9M19 实现归母净利 4.00 亿元，同比+32.01%（Q1: +35.75%; Q2: +56.87%; Q3: 37.40%），19Q3 公司毛利率同比微降、费用率同比微升，业绩实现高增主要受收入增速加码、税金及附加同比-7.02%，叠加去年同期计提 1,262.63 万资产减值损失形成的低基数影响所致。19Q3 净利率达 12.49%（Q1: 11.11%; Q2: 11.24%; Q3: 14.61%），同比+1.92pct。

公司看点：1）每日坚果发力，未来将重点布局坚果品类。每日坚果与洽洽曾经转型切入的薯片、果冻等其他增速放缓、且没有先发优势的的品类不同，目前该产品仍处于需求高速增长的蓝海阶段。我们预计凭洽洽借其线下渠道优势、产品差异化及品牌知名度在高成长的坚果市场得以分一杯羹，每日坚果有望持续放量，进阶为洽洽的超级大单品，预计 19 年含税额可达 7 亿元以上。2）绑定员工利益，经营活力有望持续释放。公司在 2018 年-2022 年间每年设立一批员工持股计划，共计 5 批，进一步绑定员工利益，内生性经营效率有望提升。

盈利预测及投资建议：公司内部体制优化、新品放量趋势良好，我们根据公司三季报调整了盈利预测,预计公司2019年收入及净利润分别为47.25亿元(+12.6%)及5.60亿元（+29.4%)。对应2019年10月17日收盘价，公司19年PE为26x，维持“审慎增持”评级。

风险提示：宏观经济下滑，食品安全问题，品类扩张失败，原材料价格上涨

附表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3425	3890	4392	4990
货币资金	376	574	751	995
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	180	218	246	277
其他应收款	5	10	11	12
存货	1209	1263	1414	1583
非流动资产	1703	1774	1760	1733
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	157	167	162	165
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1018	1105	1134	1124
在建工程	161	126	106	93
油气资产	0	0	0	0
无形资产	256	271	267	266
资产总计	5128	5664	6151	6723
流动负债	1720	1737	1816	1930
短期借款	590	647	618	633
应付票据	0	0	0	0
应付账款	566	531	616	696
其他	564	559	581	601
非流动负债	49	0	32	27
长期借款	0	0	0	0
其他	49	0	32	27
负债合计	1769	1737	1848	1956
股本	507	507	507	507
资本公积	1584	1584	1584	1584
未分配利润	975	1488	1790	2167
少数股东权益	33	41	51	64
股东权益合计	3359	3928	4304	4767
负债及权益合计	5128	5664	6151	6723

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	433	560	674	821
折旧和摊销	126	115	130	141
资产减值准备	7	5	2	2
无形资产摊销	19	18	18	19
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-6	1	-8	-18
投资损失	-87	-61	-66	-68
少数股东损益	9	8	10	13
营运资金的变动	283	-305	-211	-249
经营活动产生现金流量	747	274	569	635
投资活动产生现金流量	-292	-132	-63	-52
融资活动产生现金流量	-324	56	-329	-338
现金净变动	139	198	176	245
现金的期初余额	225	376	574	751
现金的期末余额	364	574	751	995

利润表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4197	4725	5349	6088
营业成本	2889	3159	3534	3956
营业税金及附加	46	52	58	66
销售费用	570	650	726	826
管理费用	216	241	275	310
财务费用	-6	1	-8	-18
资产减值损失	7	8	11	7
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	87	61	66	68
营业利润	542	676	818	1008
营业外收入	42	46	47	45
营业外支出	11	12	10	11
利润总额	573	710	855	1042
所得税	131	142	171	208
净利润	442	568	684	834
少数股东损益	9	8	10	13
归属母公司净利润	433	560	674	821
EPS(元)	0.85	1.10	1.33	1.62

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	16.5%	12.6%	13.2%	13.8%
营业利润增长率	47.7%	24.9%	21.0%	23.2%
净利润增长率	35.6%	29.4%	20.3%	21.8%
盈利能力				
毛利率	31.2%	33.1%	33.9%	35.0%
净利率	10.3%	11.9%	12.6%	13.5%
ROE	13.0%	14.4%	15.8%	17.5%
偿债能力				
资产负债率	34.5%	30.7%	30.0%	29.1%
流动比率	1.99	2.24	2.42	2.59
速动比率	1.29	1.51	1.64	1.77
营运能力				
资产周转率	85.6%	87.6%	90.5%	94.6%
应收帐款周转率	2151.1%	2254.6%	2182.5%	2202.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.85	1.10	1.33	1.62
每股经营现金	1.47	0.54	1.12	1.25
每股净资产	6.56	7.67	8.39	9.28
估值比率(倍)				
PE	34.0	26.2	21.8	17.9
PB	4.4	3.8	3.5	3.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn