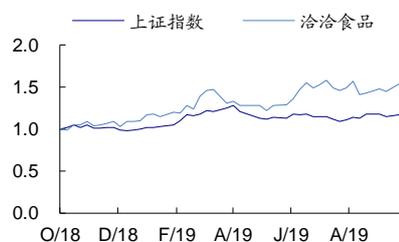


**证券研究报告—动态报告**
**食品饮料**
**食品**
**洽洽食品(002557)**
**买入**
**2019年三季度报**

(维持评级)

2019年10月18日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	507/507
总市值/流通(百万元)	14,531/14,531
上证综指/深圳成指	2,979/9,642
12个月最高/最低(元)	28.96/15.53

**相关研究报告:**

《洽洽食品-002557-2019年中报:业绩符合预期,盈利能力稳提升》——2019-08-16  
 《洽洽食品-002557-2019年一季报:暂时因素致放缓,坚果持续发力》——2019-04-25  
 《洽洽食品-002557-2018年年报:坚果持续发力,百亿目标可期》——2019-04-12  
 《洽洽食品-002557-2018年三季度报点评:净利润逐季改善,每日坚果将成第二主业》——2018-10-31  
 《洽洽食品-002557-2018年半年报点评:两大品类相继提价,下半年公司迎业绩拐点》——2018-08-08

**证券分析师: 陈梦瑶**

电话: 18520127266  
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

**证券分析师: 孙山山**

电话: 13751048798  
 E-MAIL: sunss@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519100001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**财报点评**

# 盈利能力稳提升,坚果持续发力

**● 提价效应基本消化,盈利能力稳提升**

2019Q1-Q3 营收 32.19 亿 (+10.64%), 归母净利润 4.00 亿 (+32.27%), 其中 19Q3 营收 12.32 亿 (+19.01%), 归母净利润 1.80 亿 (+37.79%), 营收同比、环比都呈现出加速增长态势,业绩超预期。19Q1-Q3 毛利率 33.36% (+2.02pcts), 其中 19Q3 毛利率 35.84% (+1.18pcts), 去年提价效应基本消化完毕,主因产品结构优化(坚果规模效应带来毛利率提升及瓜子结构升级提振毛利率)等所致。19Q1-Q3 净利率 12.49% (+1.92pcts), 其中 19Q3 净利率 14.62% (+2.00pcts), 主因毛利率提升及规模效应下费用率下降等所致。19Q3 预付款 0.82 亿, 同比期初增加 0.65 亿, 主因按约定提前预付原材料采购款等所致。19Q3 存货 4.33 亿, 同比期初下降 64.19%, 主因原材料库存减少等所致。

**● 传统瓜子稳增长,坚果保持高增长**

从产品来看,公司产品结构持续优化,我们预计 19Q1-Q3 瓜子整体占比 70%左右,19Q3 瓜子整体营收近 8 亿,保持两位数增长。我们预计 19Q3 蓝袋瓜子营收近 2 亿,增速 30%左右;19Q3 红袋和绿袋保持 10%左右增速。坚果方面,我们预计小黄袋 1-9 月增速 50%-60%,19Q3 营收 2 亿左右,翻倍增长。预计今年公司将推出线下坚果专卖店洽洽坚果园,目前以店中店模式推广,未来将聚焦大型商圈及写字楼。当前公司加大线下渠道拓展力度,小黄袋在传统卖场/批发渠道加大返利,绑定店长、导购等核心人员,料 19 年目标(8 亿销售额)完成无虞。

**● 聚焦坚果瓜子,员工持股计划望释放活力**

产品方面,公司聚焦坚果和瓜子业务,推进每日坚果自动化设备研发使用,蓝袋系列瓜子推新口味和新包装,休闲食品山药脆片定位“新鲜山药现做更美味”,打造重点城市标杆。机制改革方面,公司事业部之间及内部,各 BU 之间继续推出业绩 PK 加上合伙人机制,通过人才测评及 360 考核,激发岗位活力,构筑合伙人机制。海外方面,公司于 7 月在海外建立第一家工厂—泰国,该工厂已投产,目前主要生产瓜子。此外,公司于 2018-2022 年期间设立员工持股计划,这进一步绑定员工利益,我们认为叠加公司内部改革,有望释放公司活力。

**● 投资建议**

维持 2019-2021 年 EPS 0.97/1.11/1.25 元,对应 PE30/26/23,维持“买入”评级。

**● 风险提示**

食品安全问题;原材料上涨;核心产品销售不及预期;

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,603	4,197	4,945	5,819	6,857
(+/-%)	2.6%	16.5%	17.8%	17.7%	17.8%
净利润(百万元)	319	433	490	561	636
(+/-%)	-9.8%	35.6%	13.2%	14.6%	13.2%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.85	0.97	1.11	1.25
EBIT Margin	9.3%	11.3%	11.1%	10.9%	10.5%
净资产收益率(ROE)	10.4%	13.0%	13.4%	13.8%	14.1%
市盈率(PE)	28.3	29.10	30.00	26.18	23.12
EV/EBITDA	23.7	24.2	25.1	22.2	19.9
市净率(PB)	2.95	3.79	4.01	3.62	3.26

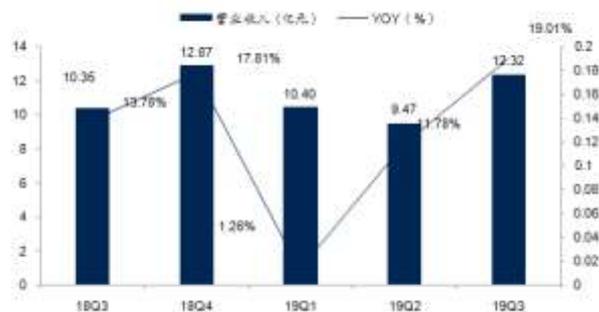
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 关键财务指标

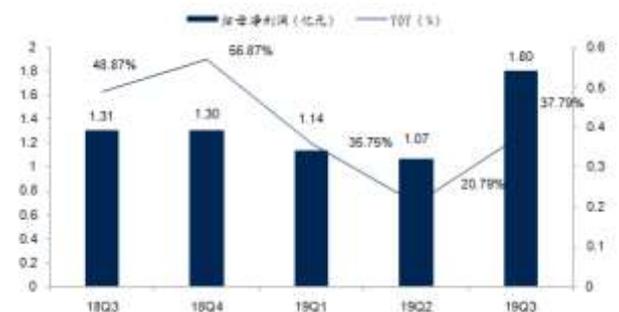
公司近五个季度营收、归母净利润呈现季节性波动，一四季度是休闲食品行业淡季。19Q3 营收同比、环比都呈现出增长加速态势。

图 1: 2018Q3-2019Q3 营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

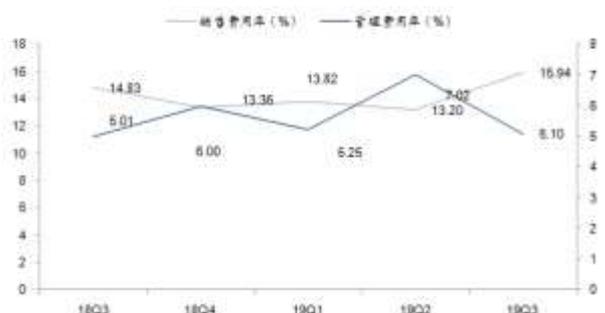
图 2: 2018Q3-2019Q3 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

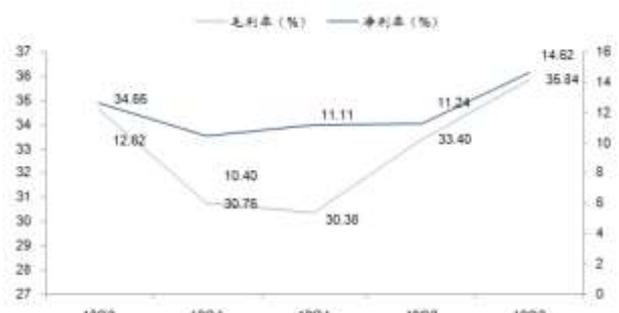
公司近五个季度销售费用率、管理费用率、毛利率和净利率波动正常，随着规模效应的不断显现，费用率有所下降，盈利能力有所提升。

图 3: 2018Q3-2019Q3 销售、管理费用率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2018Q3-2019Q3 毛利率及净利率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 可比公司估值对比

洽洽食品属于休闲食品，我们选择同属于休闲食品的桃李面包、好想你作比较。

可比公司简介:

桃李面包: 公司是国内短保面包龙头, 于 1997 年在辽宁沈阳成立, 2015 年上交所上市。公司采用“中央工厂+批发”模式进行生产和销售, 截至 2018 年底, 公司已在全国 17 个区域建立生产基地, 产品共有 3 大系列 30 余个品种, 主要包括软式面包、起酥面包和调理面包三大系列。此外, 公司还生产传统节日食品如月饼、粽子等。截止 2018 年底, 公司在全国有 20 多万个零售终端。

好想你：公司总部位于河南郑州，是中国枣业龙头。公司于 16Q3 并表百草味，并表后公司业绩突飞猛进。公司营收从 2015 年 11.13 亿增长到 2018 年 49.49 亿，3 年 CAGR 为 64.44%。2019Q1 营收为 19.22 亿(+7.33%)，其中百草味营收为 16.33 亿(+13%)，占比近 85%，同增 4.51pct；归母净利润从 2015 年-0.03 亿增长到 2018 年 1.30 亿，其中百草味 2018 年归母净利润为 1.35 亿。当前好想你全国共有 800 多家门店，百草味于 19 年 6 月下旬开设第一家线下直营店：百草味—零售优选。

**表 1：可比公司估值**

公司	投资评级	市值(亿)	股价(元) 2019-10-17	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
桃李面包	买入	313	47.50	1.18	1.46	1.81	40.25	32.53	26.24
好想你	买入	43	8.39	0.33	0.41	0.52	25.42	20.46	16.13
平均	-			0.76	0.94	1.17	32.84	26.50	21.19
洽洽食品	买入	147	28.99	0.97	1.11	1.25	30.00	26.18	23.12

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	376	466	402	300	营业收入	4197	4945	5819	6857
应收款项	183	244	319	470	营业成本	2889	3422	4038	4780
存货净额	1209	1385	1528	1685	营业税金及附加	46	57	70	86
其他流动资产	1656	1978	2386	2880	销售费用	570	668	791	936
<b>流动资产合计</b>	<b>3425</b>	<b>4072</b>	<b>4635</b>	<b>5335</b>	管理费用	216	248	287	333
固定资产	1178	1267	1323	1347	财务费用	(6)	19	19	24
无形资产及其他	256	246	235	225	投资收益	87	110	121	133
投资性房地产	112	112	112	112	资产减值及公允价值变动	(7)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	157	157	157	157	其他收入	(20)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5128</b>	<b>5854</b>	<b>6462</b>	<b>7175</b>	营业利润	542	641	735	831
短期借款及交易性金融负债	595	555	619	728	营业外净收支	31	8	8	8
应付款项	566	462	655	907	<b>利润总额</b>	<b>573</b>	<b>649</b>	<b>743</b>	<b>839</b>
其他流动负债	558	1069	1011	898	所得税费用	131	149	170	190
<b>流动负债合计</b>	<b>1720</b>	<b>2085</b>	<b>2285</b>	<b>2534</b>	少数股东损益	9	10	11	13
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>433</b>	<b>490</b>	<b>561</b>	<b>636</b>
其他长期负债	49	59	67	76					
<b>长期负债合计</b>	<b>49</b>	<b>59</b>	<b>67</b>	<b>76</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1769</b>	<b>2144</b>	<b>2352</b>	<b>2610</b>	净利润	433	490	561	636
少数股东权益	33	40	49	58	资产减值准备	2	1	1	0
股东权益	3326	3669	4062	4507	折旧摊销	118	120	133	145
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5128</b>	<b>5854</b>	<b>6462</b>	<b>7175</b>	公允价值变动损失	7	1	1	1
					财务费用	(6)	19	19	24
关键财务与估值指标					营运资本变动	30	(141)	(483)	(652)
每股收益	0.85	0.97	1.11	1.25	其它	3	7	8	9
每股红利	0.42	0.29	0.33	0.38	<b>经营活动现金流</b>	<b>592</b>	<b>477</b>	<b>221</b>	<b>139</b>
每股净资产	6.56	7.24	8.01	8.89	资本开支	(126)	(200)	(180)	(160)
ROIC	10%	11%	12%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	13%	13%	14%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(104)</b>	<b>(200)</b>	<b>(180)</b>	<b>(160)</b>
毛利率	31%	31%	31%	30%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	11%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	14%	13%	13%	支付股利、利息	(210)	(147)	(168)	(191)
收入增长	16%	18%	18%	18%	其它融资现金流	75	(40)	64	109
净利润增长率	36%	13%	15%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(346)</b>	<b>(187)</b>	<b>(104)</b>	<b>(81)</b>
资产负债率	35%	37%	37%	37%	<b>现金净变动</b>	<b>142</b>	<b>90</b>	<b>(64)</b>	<b>(102)</b>
息率	1.4%	1.0%	1.1%	1.3%	货币资金的期初余额	234	376	466	402
P/E	34.0	30.0	26.2	23.1	货币资金的期末余额	376	466	402	300
P/B	4.4	4.0	3.6	3.3	企业自由现金流	389	203	(41)	(108)
EV/EBITDA	27.7	25.1	22.2	19.9	权益自由现金流	464	148	8	(17)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032