

2020年02月23日

业绩持续超预期，改革活力不断释放 买入（维持）

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,197	4,837	5,644	6,534
同比（%）	16.5%	15.3%	16.7%	15.8%
归母净利润（百万元）	433	602	732	865
同比（%）	35.6%	39.1%	21.6%	18.1%
每股收益（元/股）	0.85	1.19	1.44	1.71
P/E（倍）	47.91	34.44	28.31	23.96

事件

公司发布19年业绩预告，19年实现营业收入48.37亿元，同比增长15.25%，归母净利润6.02亿元，同比增长39.13%；其中19Q4实现营业收入16.18亿元，同比增长25.68%，归母净利润2.02亿元，同比增长55.08%。

投资要点

■ **春节错位贡献增长，业绩持续超预期。**19年实现营业收入48.37亿元，同比增长15.25%；其中19Q4实现营业收入16.18亿元，同比增长25.68%。分渠道看，我们测算Q4线上渠道增速40%+，单季度增速贡献约3-5%，线上收入占比不足15%，牛刀小试，期待深耕成果；线下基础夯实，预计春节提前10天导致12月动销加速，我们测算剔除春节影响，12月收入增速13%+。Q4营业利润同增36%，归母净利同增55%，归母净利率12.46%，同比+2.4pct，预计可能是1)每日坚果自动化率提高降低成本；2)春节销售旺季规模效应显现。

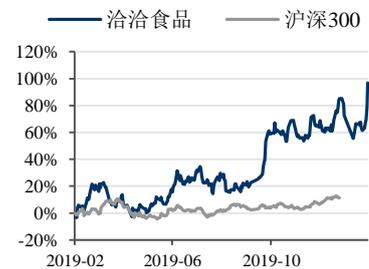
■ **疫情影响有限。**供给端，春节提前，渠道提前备货，基本1月20日前已完成发货，2月10日公司已经实现复产，生产供给端受影响小，物流也逐步缓解。消费端，节前团购产品基本发出，商超送礼类产品预计占比较小，而线下高利润的瓜子产品动销积极，物流恢复后线上实现有效补充，预计整体影响有限。此外，疫后部分送礼需求得到回补，坚果产品同样具有健康属性，疫后或进一步得到消费者认可，洽洽也可借这一契机加速扩大市场。

■ **好赛道、大空间，改革动力持续释放。**行业层面，坚果赛道高成长，每日坚果领跑。预计千亿坚果市场持续11%+增长，其中每日坚果营养复合、口味丰富、更方便，预计每年可保持20%+增长。公司层面：1) **弱势区域待开发**，草根调研了解到，公司在广东/东北地区市占率分别约为60%/30%，在弱势区域提升空间大。2) **改革添活力、利益绑定增动力**，公司为期五年的员工持股计划即将进行第四期，长期以来内部BU制的管理体系+优化的激励体系，一直在推动老品牌焕发新生。3) **产品力卓越助开拓**。新品海盐、藤椒味瓜子将加大城市和终端覆盖力度，有望打造成为下一个大单品。4) **每日坚果规模效应、自动化水平仍值得期待**。生产端，每日坚果自动化率约为70%，自动化提升将拉高毛利率水平。此外，小黄袋线上费用投入较大，预计线上渠道19年为略微亏损或处于盈亏平衡线，若20年线上规模效应逐步释放，将摊薄成本，盈利改善空间显著。

■ **盈利预测与投资评级：**预计19-21年公司收入分别为48/56/65亿元，同比+15/17/16%；归母净利润分别为6.0/7.3/8.7亿元，同比+39/22/18%；对应PE为34/28/24X，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)	40.90
一年最低/最高价	19.28/40.90
市净率(倍)	6.01
流通A股市值(百万元)	20736.30

基础数据

每股净资产(元)	6.81
资产负债率(%)	27.50
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)：小黄袋助力业绩超预期，线上渠道表现亮眼》2019-10-18
- 2、《洽洽食品(002557)：提价助力盈利，扩品驱动收入》2019-08-15
- 3、《洽洽食品(002557)：春节错峰略有承压，利润弹性继续释放》2019-04-24

洽洽食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,425	4,313	4,842	5,221	营业收入	4,197	4,837	5,644	6,534
现金	376	1,113	1,326	1,503	减:营业成本	2,889	3,238	3,741	4,300
应收账款	180	246	251	324	营业税金及附加	46	53	62	72
存货	1,209	1,189	1,582	1,603	营业费用	570	639	717	830
其他流动资产	1,660	1,765	1,683	1,790	管理费用	216	237	271	327
非流动资产	1,703	1,796	1,918	2,056	财务费用	-6	2	-0	-20
长期股权投资	157	135	113	92	资产减值损失	7	10	11	13
固定资产	1,018	1,152	1,312	1,471	加:投资净收益	87	53	52	58
在建工程	161	146	134	130	其他收益	0	-0	-0	-0
无形资产	256	257	258	263	营业利润	542	711	894	1,070
其他非流动资产	112	106	101	101	加:营业外净收支	31	60	43	46
资产总计	5,128	6,109	6,761	7,277	利润总额	573	771	937	1,116
流动负债	1,720	2,345	2,478	2,332	减:所得税费用	131	162	197	240
短期借款	590	1,182	1,129	920	少数股东损益	9	7	8	11
应付账款	509	435	656	598	归属母公司净利润	433	602	732	865
其他流动负债	621	728	693	814	EBIT	597	802	971	1,136
非流动负债	49	49	49	49	EBITDA	723	908	1,097	1,279
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	49	49	49	49	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,769	2,394	2,527	2,381	每股收益(元)	0.85	1.19	1.44	1.71
少数股东权益	33	40	48	59	每股净资产(元)	6.56	7.25	8.26	9.54
					发行在外股份(百万股)	507	507	507	507
归属母公司股东权益	3,326	3,675	4,185	4,837	ROIC(%)	11.6%	12.9%	14.3%	15.4%
负债和股东权益	5,128	6,109	6,761	7,277	ROE(%)	13.1%	16.4%	17.5%	17.9%
					毛利率(%)	31.2%	33.1%	33.7%	34.2%
					销售净利率(%)	10.3%	12.4%	13.0%	13.2%
					资产负债率(%)	34.5%	39.2%	37.4%	32.7%
					收入增长率(%)	16.5%	15.3%	16.7%	15.8%
					净利润增长率(%)	35.6%	39.1%	21.6%	18.1%
					P/E	47.91	34.44	28.31	23.96
					P/B	6.23	5.64	4.95	4.29
					EV/EBITDA	29.11	23.00	18.82	15.85

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>

