

2019年10月17日

小黄袋助力业绩超预期，线上渠道表现亮眼  
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	4,858	5,570	6,356
同比(%)	16.5%	15.7%	14.7%	14.1%
归母净利润(百万元)	433	550	643	743
同比(%)	35.6%	27.2%	16.8%	15.7%
每股收益(元/股)	0.85	1.09	1.27	1.47
P/E(倍)	33.96	26.71	22.87	19.77

事件

公司发布2019年三季报，19Q1-Q3实现营收32.19亿元(+10.64%)，归母净利润4亿元(+32.27%)，扣非净利3.17亿元(+39.02%)。19Q3实现营收12.32亿元(+19.01%)，归母净利1.8亿元(+37.79%)，扣非净利1.45亿元(+36.37%)。

投资要点

■ **小黄袋表现优异，电商发力助收入超预期。**19Q1-Q3实现营收32.19亿元(+10.64%)，其中19Q3实现营收12.32亿元(+19.01%)，环比加速显著。**分品类看**，根据草根调研测算，Q3红袋增速约10-15%；蓝袋约30%，产品升级助提价；分众助力下，黄袋线上线下齐头并进，Q3规模预计翻番，我们认为黄袋全年8-10亿元的目标(含税)可以保证。**分渠道看**，我们测算Q3线上渠道增速80%+，单季度增速贡献约5-7%，跨界营销推动线下渠道增长约14-15%。

■ **产品升级+生产自动化提升毛利，跨界营销塑品牌。**19Q3毛利率同比提高1.2pct至35.8%，Q3基本没有提价前的低基数效应，我们预计主要是产品升级和每日坚果生产线自动化水平提升带来效益提升。Q3销售费用率15.9%(+1.1pct)，预计其中包括线上收入增长带来的运费增长，以及和分众合作推广等手段加码线下营销的费用增长。**洽洽跨界营销势头不减**，9月联合网易云音乐开展音乐跨界，通过洞察独立音乐人粉丝行为，赢取曝光资源；此外10月1日，LV合作设计师Vincent Du Sartel为洽洽打造的三款高端礼盒亮相巴黎，有效提升品牌形象。Q3管理费用率(含研发)5.1%(+0.09pct)，继续贯彻较高管理效率，其中研发费用率+0.07pct。Q3营业外收入同比增加0.17亿元，主要是政府补助增加。综上，19Q3净利率14.62%(+2pct)，归母净利1.8亿元(+37.79%)，扣非净利1.45亿元(+36.37%)。

■ **盈利预测与投资评级：**公司线下渠道壁垒厚，品牌优势显著，发力线上，增长可期。洽洽依托原有渠道，打造出每日坚果、山药脆片、网红瓜子等爆款产品，有望成为休闲食品平台公司，叠加提价效益兑现，我们认为公司目标15-20%的收入增速实现可能性大，增长可期。预计19-21年公司收入分别为49/56/64亿元，同比+16/15/14%；归母净利润分别为5.5/6.4/7.4亿元，同比+27/17/16%；对应PE为27/23/20X，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，坚果种植存在自然风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.99
一年最低/最高价	15.53/29.38
市净率(倍)	4.26
流通A股市值(百万元)	14697.93

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)：提价助力盈利，扩品驱动收入》2019-08-15
- 2、《洽洽食品(002557)：春节错峰略有承压，利润弹性继续释放》2019-04-24
- 3、《洽洽食品(002557)：提价红利兑现，19年成长可期》2019-04-12

表 1: 洽洽食品季度经营数据一览 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业总收入	1,093	1,027	848	1,035	1,287	1,040	947	1,232
yoy	24.7%	4.7%	6.0%	29.3%	17.8%	1.3%	11.8%	19.0%
归母净利润	83	84	88	131	130	114	107	180
yoy	-16.3%	2.8%	14.4%	83.0%	56.9%	35.7%	20.8%	37.8%
毛利率 (%)	28.19	28.93	30.22	34.65	30.76	30.38	33.40	35.84
期间费用率 (%)	18.30	18.57	19.41	20.18	18.75	18.47	20.31	20.60
其中: 销售费用率 (%)	12.28	13.61	12.35	14.83	13.36	13.82	13.20	15.94
管理费用率 (%)	5.82	4.67	7.57	5.01	6.00	5.25	7.02	5.10
财务费用率 (%)	0.21	0.29	(0.51)	0.35	(0.61)	(0.60)	0.10	(0.44)
归母净利率 (%)	7.59	8.17	10.40	12.63	10.10	10.95	11.24	14.62
ROE	2.74	2.70	2.84	4.18	3.99	3.37	3.17	5.34
pct	-0.77	-0.10	0.26	1.77	1.25	0.67	0.33	1.16
资产负债率 (%)	33.00	32.91	29.37	28.67	34.49	27.87	27.20	27.50
pct	13.13	4.74	4.42	3.19	1.50	-5.04	-2.17	-1.17
存货	1,069	929	757	517	1,209	953	639	433
较上年同比增减	573	-157	-110	-147	140	24	-118	-84
存货周转天数 (天)	154	123	124	107	142	134	123	103
较上年同比增减 (天)	23	-45	-34	-34	-12	11	-2	-4
应付账款及应付票据	380	256	230	347	566	307	284	283
较上年同比增减	84	-136	-34	135	186	51	54	-64
预收账款	143	73	58	112	136	34	55	104
较上年同比增减	109	-82	-17	61	-6	-39	-3	-8
经营性现金流净额	-402	73	426	579	-332	89	379	421
筹资性现金流净额	-13	251	-422	-240	87	-74	-352	-101
资本开支	19	56	60	38	87	24	12	13

注: 管理费用率=新会计准则下管理费用率+研发费用率。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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
<b>流动资产</b>	<b>3,425</b>	<b>4,490</b>	<b>4,795</b>	<b>5,346</b>	<b>营业收入</b>	<b>4,197</b>	<b>4,858</b>	<b>5,570</b>	<b>6,356</b>
现金	376	1,117	1,309	1,462	减:营业成本	2,889	3,258	3,706	4,239
应收账款	180	248	242	317	营业税金及附加	46	49	56	64
存货	1,209	1,360	1,563	1,779	营业费用	570	670	752	852
其他流动资产	1,660	1,766	1,681	1,788	管理费用	216	248	278	318
<b>非流动资产</b>	<b>1,703</b>	<b>1,802</b>	<b>1,896</b>	<b>2,003</b>	财务费用	-6	9	10	-5
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	1,158	1,291	1,422	加:投资净收益	87	53	52	58
在建工程	161	146	133	126	其他收益	0	-0	-0	-0
无形资产	256	257	258	263	<b>营业利润</b>	<b>542</b>	<b>667</b>	<b>808</b>	<b>934</b>
其他非流动资产	112	106	101	101	加:营业外净收支	31	48	40	41
<b>资产总计</b>	<b>5,128</b>	<b>6,292</b>	<b>6,690</b>	<b>7,350</b>	<b>利润总额</b>	<b>573</b>	<b>715</b>	<b>848</b>	<b>975</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,720</b>	<b>2,576</b>	<b>2,540</b>	<b>2,657</b>	减:所得税费用	131	154	193	219
短期借款	590	1,404	1,216	1,248	少数股东损益	9	11	13	13
应付账款	509	441	640	596	<b>归属母公司净利润</b>	<b>433</b>	<b>550</b>	<b>643</b>	<b>743</b>
其他流动负债	621	731	685	813	EBIT	597	753	891	1,009
<b>非流动负债</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	EBITDA	723	860	1,016	1,149
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	49	49	49	49	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,769</b>	<b>2,625</b>	<b>2,589</b>	<b>2,707</b>	每股收益(元)	0.85	1.09	1.27	1.47
少数股东权益	33	44	57	70	每股净资产(元)	6.56	7.15	7.98	9.02
归属母公司股东权益	3,326	3,623	4,044	4,573	发行在外股份(百万股)	507	507	507	507
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,128</b>	<b>6,292</b>	<b>6,690</b>	<b>7,350</b>	ROIC(%)	11.6%	11.6%	13.0%	13.3%
					ROE(%)	13.1%	15.3%	16.0%	16.3%
					毛利率(%)	31.2%	32.9%	33.5%	33.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	10.3%	11.3%	11.5%	11.7%
经营活动现金流	747	348	778	519	资产负债率(%)	34.5%	41.7%	38.7%	36.8%
投资活动现金流	-292	-153	-167	-190	收入增长率(%)	16.5%	15.7%	14.7%	14.1%
筹资活动现金流	-324	546	-420	-177	净利润增长率(%)	35.6%	27.2%	16.8%	15.7%
现金净增加额	139	741	192	153	P/E	33.96	26.71	22.87	19.77
折旧和摊销	126	107	125	140	P/B	4.42	4.06	3.63	3.21
资本开支	241	121	115	129	EV/EBITDA	20.75	17.54	14.47	12.71
营运资本变动	283	-276	40	-314					

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>

