

洽洽食品（002557.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



胡文婧
食品饮料、游戏行业研究员

2025年12月17日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	21.75
总市值	110.02 亿
PE-TTM	28.12
PB-MRQ	2.12

估值结果

价值	131.81 亿
DDM 估值	上行空间 20%
状态	合理估值
价值	130.08 亿
动态估值	上行空间 18%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

洽洽食品为我国坚果炒货龙头，被称为“瓜子大王”，产品包括瓜子类、混合坚果及其他休闲零食。

公司的成长空间处于中等水平，一方面，考虑到我国食用葵花籽消费量已饱和，公司业绩驱动力将主要来自坚果及其他新品类，预计公司收入CAGR将小幅放缓至0~5%。但另一方面，洽洽的终端已下沉至县乡市场，铺货率领先同业，我们认为其成长空间的确定性较高。公司盈利趋势处于中等水平，零食行业产品的差异化程度虽不算高，但洽洽在瓜子及混合坚果行业的龙一地位稳固；且凭借规模优势，盈利能力领先同业。公司产品格局较好，零食中游制造的进入壁垒并不算高，但上下游议价能力较好、且品类的被替代风险较低。公司护城河较深，主要具备品牌及线下渠道护城河。一方面，消费者对其品牌认知仍停留在“传统瓜子品牌”，且洽洽营销方式较为传统，预计品牌力未来有一定被侵蚀的风险。但另一方面，公司具备深厚的线下根基，下沉市场渗透率领先竞争者，预计线下渠道力在长期被侵蚀的风险较小。

假设洽洽未来业绩增量来自瓜子行业包装化率的提升、我国人均坚果消费量的提升，以及公司品类的推新，当前其处于合理估值状态。

我们区别于市场的观点

我们认为市场对洽洽的业绩困境过于悲观，公司当前已从产品和渠道两个维度主动求变。产品端，新品魔芋在抖音上线即跻身同品类销量榜top2，鲜切薯条上市仅数月销售额便破千万。渠道端，其于零食量贩的月销售额已爬升至超9000万，并与山姆&盒马等会员商超实现定制化合作。在新渠道放量与新品铺市的驱动下，预计公司的新品类零食收入未来5年CAGR有望达5~10%，相较于市场预期更为乐观。

风险提示

若公司新品动销表现弱于竞争对手，其未来新渠道的拓展进度或低于预期；若未来葵花籽价格仍在高位运行（例如恶劣天气导致葵花籽主产区减产），公司盈利能力的修复可能会不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	12
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

洽洽食品为坚果炒货行业的龙头企业，成立于2001年。公司产品不仅畅销全国各省市，更远销至东南亚、欧美等近50个国家和地区，其产品矩阵包括洽洽红袋香瓜子、洽洽小黄袋每日坚果、喀吱脆薯片等。

2. 业务介绍

对于洽洽食品公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

瓜子类：

瓜子类零食是指以葵花籽、南瓜籽或西瓜籽等籽类作物为原料，经加工和调味后制成的休闲食品，常见于家庭休闲、聚会和旅行等场景。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

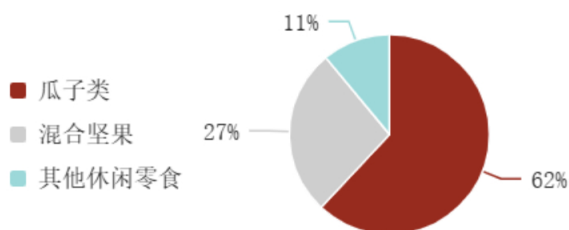
混合坚果：

混合坚果属于坚果品类的一种，是指以两种或两种以上坚果与籽类食品为主要原料，添加或不添加水果干制品和蜜饯等，经分选和包装而制成的混合果仁制品，满足消费者对营养与口味的需求。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他休闲零食：

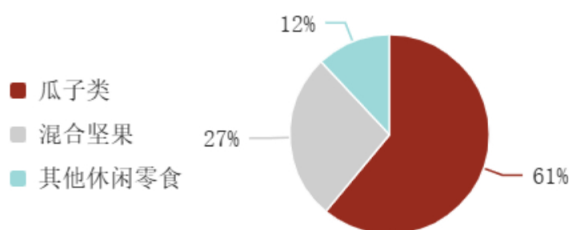
该业务界定为洽洽除了瓜子类和混合坚果之外的其他品类，包含薯片类（喀吱脆薯片）、锅巴类（脆脆熊糯米锅巴）等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司为瓜子类及混合坚果行业龙头，其客户集中度和供应商集中度低，资产强度和营销强度处于中等水平。洽洽的商业模式以自产模式为基础，并以大单品为核心，结合线上线下渠道拓展和品牌营销，构建了覆盖全国及海外市场的渠道网络。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司的资产强度处于中等水平，2024年其固定资产占总资产比重约13%。洽洽作为自主生产型零食公司，其资产强度高于代工生产型公司（如三只松鼠和良品铺子）。但另一方面，公司基于自身资金管理的财务策略，近年来加大了对流动资产（如货币资金等）的配置，故其固定资产占总资产比重有所下滑。

3.2 营销强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司的营销强度处于中等水平，2024年其销售费用率为10%。一方面，公司的销售费用率始终在9%以上，近年来其强化“快乐就要洽洽洽”的品牌新主张，通过音乐节及微短剧等多样化形式与消费者进行互动，以加强用户心智抢占。但另一方面，其当前销售费用率仍低于以线下门店模式为主的零食公司（如来伊份和良品铺子）。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的客户集中度低，2024年其top5客户营收占比为10%。公司建立了以经销商为主的全球性营销网络，截至2025年H1末共有1406家经销商。而直营客户包括大型连锁商超及零食量贩系统；电商渠道覆盖天猫、京东和抖音等平台；海外市场进驻加拿大Costco及日本堂吉诃德等，故其下游的集中度较低。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的供应商集中度低，2024年其top5供应商采购额占年度采购总额约12%。公司采购采取“透明采购+集体采购”模式，葵花籽原料部分采用“公司+订单农业+种植户”模式；另一部分通过代理商和合作社采购。我国葵花籽主产区包括内蒙古和新疆等地，种植户多为分散的小农户，故公司的上游行业集中度低。

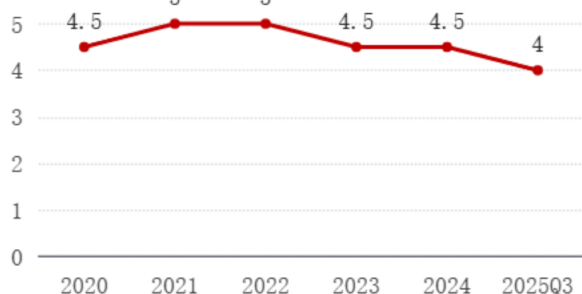
4. 历史经营绩效

公司近年来业绩承压，主要系零食行业的渠道变革呈去中心化&多元化趋势，而洽洽在新渠道和新品类的布局上较为滞后，其成长能力下滑至较低水平，股东回报能力处于中等水平。但另一方面，公司的盈利能力及业务控制力较好，系其作为瓜子及混合坚果行业龙头，产业链话语权仍较强。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



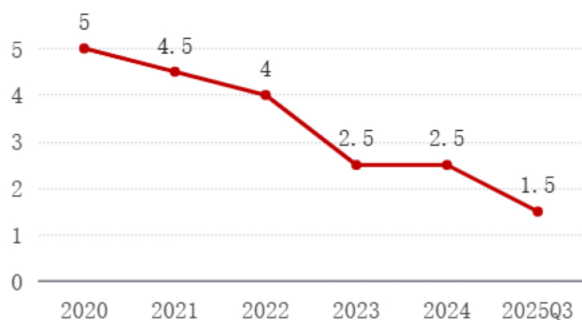
数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力当前处于较好水平，其中2023年~2025年盈利能力有所下滑，系原材料（葵花籽和坚果）成本上涨；且洽洽的提价能力有所减弱（其对新品和新渠道的布局较为滞后），故较难转嫁成本压力给终端消费者。另一方面，洽洽的盈利能力仍领先同业，其2024年归母净利率为12%，ROE为15%，主要得益于自主生产模式（扣非净利率高于代工模式）以及规模优势贡献。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



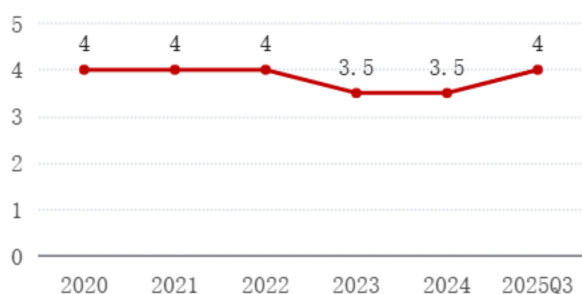
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力当前处于较低水平。2020~2022年成长星级下降，系混合坚果业务增速放缓（洽洽于2017年推出混合坚果，但后续该品类的同质化愈加明显）。2023年起成长星级继续大幅下滑，系公司陷入“成本高+产品旧+渠道慢”的三重挑战。近年来零食行业的渠道及品类愈加多元化，洽洽的主力渠道传统商超被零食量贩&会员商超等分流；且其产品推新相较同行较为滞后。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



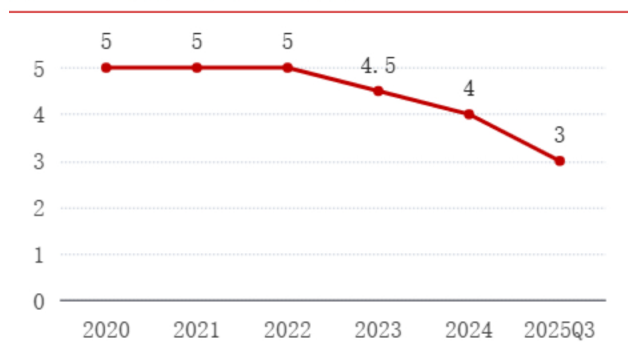
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力较好。一方面，公司2024年的净占款/净资产比例为13%，高于食品加工行业中位数，系其为瓜子&混合坚果行业龙一，经销商结算方式主要按照先款后货的方式，产业链话语权较强。另一方面，其2025年的业务控制力有所回升，系洽洽通过智能仓储系统，提升了库存周转率，资金回笼速度加快，盈利质量得以优化。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报能力自2023年起有所下滑，当前处于中等水平。一方面，其2023年~2025年盈利能力有所下滑，但当前仍处于较好水平（受益于自主生产模式及规模优势贡献）。另一方面，2025年前三季度洽洽并未进行分红（A股其他零食公司大多进行了分红），主要系公司业绩承压，且处于战略转型阶段，故影响了短期分红能力。

5. 四维评级

公司的成长空间处于中等水平，一方面，考虑到我国食用葵花籽消费量已饱和，公司业绩驱动力将主要来自坚果及其他新品类，预计公司收入CAGR将小幅放缓至0~5%。但另一方面，洽洽的终端已下沉至县乡市场，铺货率领先同业，我们认为其成长空间的确定性较高。公司盈利趋势处于中等水平，零食行业产品的差异化程度虽不算高，但洽洽在瓜子及混合坚果行业的龙一地位稳固；且凭借规模优势，盈利能力领先同业。公司产品格局较好，零食中游制造的进入壁垒并不算高，但上下游议价能力较好、且品类的被替代风险较低。公司护城河较深，具备品牌及线下渠道护城河等。一方面，消费者对其品牌认知仍停留在“传统瓜子品牌”，且其营销方式较传统，预计品牌力未来有一定被侵蚀的风险。但另一方面，公司具备深厚的线下根基，下沉市场渗透率领先竞争者，预计线下渠道力在长期被侵蚀的风险较小。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间处于中等水平，一方面，考虑到我国食用葵花籽消费量已饱和，公司业绩驱动力将主要来自坚果及其他新品类，预计公司收入CAGR将小幅放缓至0~5%。但另一方面，洽洽的终端已下沉至县乡市场，铺货率领先同业，我们认为其成长空间的确定性较高。

瓜子类(2.5星)：

该业务成长空间星级处于中等水平。一方面，由于我国食用葵花籽消费量已饱和，故该业务预计未来5年收入CAGR仅为0~5%，增量来自下沉市场包装瓜子对散称瓜子的挤占（随着社区团购与量贩店在下沉市场的扩张，其标品化采购模式将驱动行业包装化率提升）。但另一方面，公司在瓜子行业的龙一地位稳固，铺货率领先同业，并注重对三四线市场及县乡的精耕，我们认为其成长空间的确定性较高。

混合坚果(2.5星)：

该业务预计未来5年收入CAGR为5~10%，成长空间星级处于中等水平。一方面，参考日韩坚果行业，预计混合坚果将会受到口味坚果品类的挤占（口味坚果契合“风味+健康”的消费趋势），故该业务未来增速预计小幅放缓。但另一方面，洽洽的终端网点数领先同业，且积极拓展新兴渠道，如与会员商超合作定制化坚果系列，我们认为其成长空间的确定性较高。

其他休闲零食(2.5星):

该业务预计未来5年收入CAGR为5~10%，成长空间为中等水平。考虑到下游渠道（零食量贩及抖音电商）的扩容速度趋缓，行业未来增速预计也将小幅放缓。但另一方面，在下沉市场渗透&品类创新的驱动下，我们认为行业成长空间的确定性较高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势处于中等水平，零食行业内产品的差异化程度虽不算高，但洽洽在瓜子及混合坚果行业的龙一地位稳固；且凭借规模优势，瓜子业务盈利能力领先同业。

瓜子类(3星):

该业务的盈利趋势处于中等水平。瓜子行业CR5约35%，行业内产品的差异化程度并不算高；但洽洽凭借自主生产模式&规模效应，盈利能力较为领先。此外，考虑到行业包装化率的提升（下沉市场包装瓜子对散称瓜子的挤占），预计公司市占率将从2024年的24%小幅提升至稳态的26%。

混合坚果(2.5星):

该业务的盈利趋势处于中等水平。混合坚果属于坚果行业中的细分品类，格局较为集中（CR5约36%），洽洽当前为龙一（市占率约10%）。该品类由沃隆食品首先推出，此后洽洽食品和三只松鼠凭借渠道优势+品牌宣传，市占率反超沃隆。虽然该品类的同质化愈加明显，但洽洽在渠道调整优化下，预计未来市占率基本稳定。

其他休闲零食(2.5星):

该业务的盈利趋势处于中等水平。零食行业格局分散，洽洽除瓜子类和混合坚果外的品类（薯片和锅巴等）位列中部梯队，市占率约1%。在这些品类中，已有较多成熟品牌占据消费者心智，洽洽的品牌认知度和差异化优势相对一般。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好，零食中游制造的进入壁垒并不算高，但上下游议价能力较好、且品类的被替代风险较低。一方面，零食产业链上游主要是农副产品供应商，上游行业格局分散。而公司作为中游的自主生产型厂商，相较代工型厂商更能把控生产环节，在与下游渠道合作时更具话语权。另一方面，零食具有高频低价的特征，常与休闲、社交及娱乐等场景紧密关联，故该品类被替代的风险较低。

瓜子类(4星):

该业务产业格局较好，长期来看该行业产品的差异化程度虽不算高，但其上下游议价能力较好、业务的被替代风险较小。洽洽为行业龙一，经销商结算方式主要按照先款后货的方式，产业链话语权较强。此外，瓜子炒货在我国历史悠久，是春节团聚、休闲时光的常见零食，品类被替代的风险较小。

混合坚果(3星):

该业务产业格局处于中等水平。混合坚果行业与邻近行业（单品坚果&口味坚果）的区隔度一般，且行业的进入壁垒不算高；但其上下游议价能力较好。洽洽作为零食产业链中游的自主生产型厂商，相较代工型厂商更能把控生产环节，产业链话语权较强。

其他休闲零食(3星):

该业务产业格局处于中等水平。一方面，零食行业的进入壁垒不算高（资金门槛较低&技术和生产要求不高），且行业内产品的差异化程度一般。但另一方面，品类被替代的风险较小，如薯片和锅巴等品类口感酥脆&口味多样，消费场景丰富，不易被其他品类替代。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，具备品牌及线下渠道护城河等。一方面，消费者对其品牌认知仍停留在“传统瓜子品牌”，且其营销方式较传统，预计品牌力未来有一定被侵蚀的风险。但另一方面，公司具备深厚的线下根基，下沉市场渗透率领先竞争者，预计线下渠道力在长期被侵蚀的风险较小。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
瓜子类	(4.5星) 该业务的护城河宽度星级高。公司为行业龙一，市占率达24%。该业务经壹评级调整的ROE为41%，经壹评级调整的ROIC为24%，公司凭借规模优势以及产品结构升级（如山野系列瓜子&蓝袋瓜子），盈利能力领先同行，具备一定的超额收益。此外，公司业务控制力较好，系其经销商结算方式主要按照先款后货的方式，回款能力较好；且公司近年来通过优化供应链，提升库存周转效率，盈利质量进一步增强。	(4.5星) 该业务的护城河持续性优秀，主要具备品牌、线下渠道和利基市场垄断护城河。首先，消费者对其品牌认知仍停留在“传统瓜子品牌”，且其营销方式较传统，预计品牌力未来有一定被侵蚀的可能性。其次，洽洽具备深厚的线下根基，下沉市场渗透率领先竞争者，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。最后，在行业包装化率上升的驱动下，洽洽未来市占率将有所提升，预计利基市场垄断优势在长期被侵蚀的可能性较小。
混合坚果	(3.5星) 该业务的护城河较宽。公司为行业龙一，市占率为10%。该业务经壹评级调整的ROE为24%，经壹评级调整的ROIC为17%，由于树坚果类原材料（如夏威夷果、腰果等）本身价格较高，压缩了毛利率空间，故该业务的盈利能力低于瓜子业务。但另一方面，公司业务控制力较好，系其作为零食产业链中游的自主生产型厂商，相较代工型厂商更能把控生产环节，产业链议价权较强。	(3.5星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备品牌及线下渠道护城河。一方面，洽洽的联名营销活动未能充分契合年轻消费者的喜好，较难形成情感共鸣，预计品牌力未来有一定被侵蚀的可能性。但另一方面，公司积极拥抱会员店渠道，定制化合作意式火腿风味坚果仁等，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。
其他休闲零食	(3星) 该业务的护城河宽度处于中等水平。零食行业格局分散，洽洽位列中部梯队，市占率仅1%，在这些品类（薯片&锅巴等）中，已有较多成熟品牌占据消费者心智，洽洽的差异化优势有限。但另一方面，该业务经壹评级调整的ROE为20%，经壹评级调整的ROIC为14%，系公司持续深耕下沉市场网点，周转率在行业中较领先，故具备一定的超额收益。	(3星) 该业务的护城河持续性处于中等水平，主要具备线下渠道及产品力护城河。一方面，公司积极拥抱零食量贩渠道，且终端网点数稳步增加，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。但另一方面，其薯片和锅巴品类在口味创新和健康属性上缺乏独特卖点，且老牌薯片品牌（乐事&好丽友）已占据较大市场份额，预计产品力未来有一定被侵蚀的可能性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司未来业绩增量来自瓜子行业包装化率的提升、我国人均坚果消费量的提升，以及公司品类的推新，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，洽洽食品处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：瓜子类、混合坚果及其他休闲零食业务。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1：瓜子类业务

收入假设：

1) 行业端：瓜子行业处于成熟期，我国食用葵花籽消费量已饱和（近年来稳定在90万吨左右）。吨价方面，瓜子行业的产品结构升级空间有限（与辣条和薯片品类相比，瓜子的形态变化&原料延展想象空间较小），故预计未来5年该行业规模CAGR低于5%。

2) 公司市占率：一方面，考虑到社区团购与量贩店在下沉市场的扩张，其标品化采购模式将驱动行业包装化率提升（预计包装化率将从2024年的44%提升至稳态的49%）。另一方面，洽洽在包装瓜子中的市占率预计维持在53%（参考其他咸味零食品类，其龙一市占率约在51~54%）。综上，测算得洽洽在瓜子行业的市占率将从2024年的24%小幅提升至稳态的26%，维持龙一地位。

盈利能力假设：考虑到后续新采购季葵花籽主产区产量恢复，原材料价格有望回落；但另一方面，随着公司积极布局海外市场，销售费用投放将有所增加。综上，该业务经营性净利率预计维持在10%左右。

业务2：混合坚果业务

收入假设：

1) 行业端：一方面，预计国内人均坚果消费量有望提升（当前我国人均坚果消费量仅为美国的20%，预计稳态水平达到美国的50%，即2.8kg/人/年）；另一方面，参考日韩坚果行业，预计混合坚果将会受到口味坚果品类的挤占（口味坚果契合“风味+健康”的消费趋势）。综上，未来5年该行业规模CAGR预计为5~10%。

2) 公司市占率：混合坚果属于坚果行业中的细分品类，格局较为集中（CR5约36%），洽洽当前为龙一。该品类由沃隆食品首先推出，此后洽洽食品和三只松鼠凭借渠道优势+品牌宣传，市占率反超沃隆。当前该品类的同质化愈加明显，但考虑到洽洽积极拥抱会员店渠道，如定制化合作意式火腿风味坚果仁等，预计稳态市占率仍在10%左右。

盈利能力假设：考虑到公司为推动品牌年轻化，将加大广告营销费用投放；但另一方面，随着其渠道结构的优化，公司在传统商超渠道的促销费用有望收窄。综上，该业务经营性净利率预计维持在9%左右。

业务3：其他休闲零食业务

收入假设：

1) 行业端：考虑到下游渠道（零食量贩及抖音电商）的扩容速度趋缓，该行业未来增速预计也将小幅放缓。预计未来5年行业规模CAGR在5~10%，增量将主要来自下沉市场渗透&品类推新。

2) 公司市占率：零食行业格局分散，洽洽除瓜子类和混合坚果外的品类（薯片和锅巴等）位列中部梯队。一方面，公司积极拥抱零食量贩渠道，且新品魔芋&鲜切薯条的动销表现较好。但另一方面，其此前推出的薯片和锅巴品类在口味创新和健康属性上缺乏独特卖点，且老牌薯片品牌（乐事&好丽友）的产品竞争力有所增强。综上，预计该业务稳态市占率仍在1%左右。

盈利能力假设：考虑到零食行业迭代加速，公司需通过品宣提升品牌触达度，为新品铺市和渠道拓展创造条件。在费用投放增加下，其经营性净利率预计由2024年的9.8%小幅下滑至2030年的8.1%，并在半显性期维持在8%左右。

表2：公司整体业绩预测

洽洽食品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	68.8	68.1	71.3	71.9	75.0	78.7	81.3	83.5
归母净利润(亿)	9.8	8.0	8.5	5.9	7.8	8.9	9.2	9.4
归母净利润增速(%)	5.0	-17.7	5.8	-31.1	32.8	15.1	2.5	2.3
经营性净利润(亿)	8.8	7.0	7.4	4.7	6.6	7.7	8.0	8.2
经营性净利润增速(%)	5.0	-20.7	5.2	-36.2	39.9	17.5	3.2	2.5
经营性归母净利润(亿)	8.8	7.0	7.4	4.7	6.6	7.7	8.0	8.2
经营性归母净利润增速(%)	4.9	-20.5	5.2	-36.2	39.9	17.5	3.2	2.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

瓜子类	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	45.1	42.7	43.8	44.4	45.0	45.6	46.1	46.7
收入增速(%)	14.4	-5.4	2.6	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
经营性净利润(亿)	6.1	4.0	4.7	2.7	4.0	4.7	4.7	4.8
经营性净利率(%)	13.5	9.5	10.8	6.0	9.0	10.3	10.2	10.2
经营性净利润增速(%)	0.8	-33.5	16.9	-43.3	50.4	16.2	0.7	1.1
混合坚果	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	16.2	17.5	19.2	19.4	20.8	22.6	24.1	25.4
收入增速(%)	18.8	8.0	9.7	0.7	7.6	8.3	6.8	5.3
经营性净利润(亿)	2.0	2.3	1.8	1.4	1.8	2.2	2.4	2.5
经营性净利率(%)	12.1	12.9	9.5	7.2	8.6	9.7	9.8	9.8
经营性净利润增速(%)	14.6	15.5	-18.9	-24.1	28.8	22.2	7.8	5.2
其他休闲零食	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	7.5	7.8	8.3	8.1	9.2	10.6	11.1	11.4
收入增速(%)	10.8	4.6	5.6	-1.9	13.9	14.8	4.4	3.0
经营性净利润(亿)	0.8	0.7	0.8	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
经营性净利率(%)	10.6	9.0	9.8	7.8	8.2	8.1	8.2	8.2
经营性净利润增速(%)	18.9	-11.7	15.4	-21.7	19.5	13.8	5.4	2.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
其他休闲零食	1.4%	中低	较好	较强	7.8%	11.54	0.9
混合坚果	2.7%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	2.4
瓜子类	0.7%	中低	较好	强	7.8%	12.02	4.7
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
其他休闲零食(亿)	2.5	7.9	10.4	3.6	0.1	-	13.8
混合坚果(亿)	6.6	25.8	32.4	8.3	-	-	40.7
瓜子类(亿)	14.5	42.2	56.7	18.9	-	-	75.6
公司整体测算(亿)	23.6	75.9	99.5	30.7	0.1	-	130.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
其他休闲零食(亿)	7.0	4.3	11.3	3.6	0.1	—	14.7
混合坚果(亿)	18.6	15.7	34.3	8.3	—	—	42.6
瓜子类(亿)	35.6	20.0	55.6	18.9	—	—	74.5
公司整体测算(亿)	61.1	40.0	101.2	30.7	0.1	—	131.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性星级较高。虽然国内坚果行业仍处于成长期，行业未来的品类迭代及渠道变革较难预测；但洽洽与市场交流的频率较高，盈利预测的关键数据（公司各业务及各渠道的动销情况）披露频次较高，故公司数据的可持续跟踪性较好。整体来看，我们对于公司估值的确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。