

洽洽食品 (002557) \ 食品饮料

——电商梳理完毕，事业部制改革见成效

事件：

近期我们参加了洽洽食品2016年股东大会，对公司进行了实地调研，并与公司高管们就公司经营管理及未来战略进行了深层次的交流。

投资要点：

公司2016年实现营收35.13亿元，同比增长6%，归母净利润为3.5亿元，同比减少2.81%，主要财政性返还较少，50、09型号转变为更优质的原材料导致原材料价格上涨，广告费用及运输费用的加大销售费用的支出。

➤ 将持续优化葵花籽的产品结构，实现1+1>1。

公司2016年下半年推出的新品山核桃味瓜子和焦糖味瓜子创下2.5亿元的营收，有望超过2013年的薯片新品“喀吱脆”。同时将该款新品的渠道由一二线城市下沉至三四线城市，未来的销售规模将进一步增加。另一方面，对于红袋的传统瓜子，公司将提高产品品质，加大对优质等级瓜子的采购比例。

➤ 电商业务仍是公司发展重心。

公司2016年电商的营收为1.95亿元，与预期还有些距离，主要因为组织建设上的耽误；为了更接近阿里巴巴主战场，公司将电商前端搬迁至杭州，并花费4个月时间完成组织地架构以及人员配置的前期问题。其次，公司2016年一二季度电商营收增长较快，但这种高增速主要建立在公司进行大幅打折的基础上，公司意识到连续促销不可持续性。针对前期的不足，公司重新梳理了组织架构和产品。1.产品方面主要包括即将推出的皇系列和坚果系列，皇系列受皇葵启发，原先属于线上产品，但其火爆程度吸引了线下商超如麦德龙、屈臣氏主要要求加入线下销售。2.公司结合强大的线下网络可以反哺线上，为电商提供更多的流量入口。3.新设计的人物形象艾塔更加贴近年轻消费者，最近艾塔还出现在全国八大城市《速8》的贴片广告以及热播剧《人民的名义》爱奇艺的片头广告，营销方式紧跟潮流。

➤ 事业部制改革阶段性成果。

期间费用率创三年来新低，销售费用率和管理费用率同比下降0.24%和0.72%。公司以前是总部垂直管理，底层上报往往丢失信息、时效慢；同时管理层利用不对称的信息进行决策再传递到底层，最后只剩少量甚至是失真的信息。新制度推行后，权力同责任、任务相匹配，激发每个BU的积极性，加强了人才精英的存在感，以往1-2年才推一个新品，现在一个季度每个事业部就能推出数个，大大提高了新品效率，真正实现了“能者上、勇者让”。

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：16.01元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	507/507
流通A股市值 (百万元)	8,117
每股净资产 (元)	5.82
资产负债率 (%)	28.17
一年内最高/最低 (元)	20.68/15.01

一年内股价相对走势



王承 分析师

执业证书编号：S0590513090004

电话：0510-85630532

邮箱：wangc@glsc.com.cn

陈骊

电话：0510-85630532

邮箱：cl@glsc.com.cn

相关报告

1、《洽洽食品 (002557) 葵花籽增速放缓，树坚果带动新品放量》2017.04.07

➤ **整合上游产业链。**

公司始终坚持做良心产品，对原材料把控严格，委托代加工的比例不超过3%。目前已基本完成上游原材料端布局，葵花籽的自供率达到65%。树坚果产品不同于“淘品牌”的代加工模式，原材料统一从澳洲和美国进口，同时公司还在安徽池州和广西百色开展树坚果的种植工作，后期有望降低原材料价格。公司2017年还将引入海外两款产品预计可贡献营收1亿元。

➤ **盈利预测与估值。**

我们预计公司2017-2019年收入分别为37.4亿元、40.32亿元和44.27亿元，净利润为3.78亿元、4.24亿元和5.04亿元；摊薄EPS分别为0.75/0.84/0.99元股，对应估值22倍、20倍、17倍，看好公司产品结构优化及电商业务后期发展，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

食品安全问题；新品、电商渠道低于预期。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	272.13	146.47	374.00	838.44	1,379.6	营业收入	3,311.3	3,513.0	3,739.9	4,032.4	4,426.7
应收账款+票据	171.51	163.32	142.93	187.27	175.22	营业成本	2,233.9	2,421.6	2,565.2	2,713.0	2,905.7
预付账款	93.87	24.98	129.90	33.90	141.53	营业税金及附加	24.84	40.76	33.81	36.45	40.02
存货	1,183.0	1,085.8	1,232.4	1,219.4	1,406.6	营业费用	432.89	450.75	486.19	524.21	575.48
其他	1,305.6	1,134.4	1,134.4	1,134.4	1,134.4	管理费用	214.57	202.36	205.70	214.52	221.34
流动资产合计	3,026.1	2,555.0	3,013.7	3,413.4	4,237.4	财务费用	-7.16	-11.61	5.76	-4.00	-12.54
长期股权投资	139.92	57.78	57.78	57.78	57.78	资产减值损失	27.84	4.02	18.56	18.56	18.56
固定资产	1,002.4	1,085.8	978.20	806.16	634.12	公允价值变动收	-0.37	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	38.47	64.42	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	-1.37	0.00	0.00	0.00
无形资产	176.54	257.58	245.69	233.81	221.92	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	65.07	68.85	61.98	55.12	55.12	营业利润	384.11	403.72	424.70	529.66	678.19
非流动资产合计	1,422.4	1,534.4	1,343.6	1,152.8	968.93	营业外净收益	90.14	66.15	31.91	31.91	31.91
资产总计	4,448.6	4,089.5	4,357.3	4,566.3	5,206.4	利润总额	474.25	469.87	456.61	561.56	710.10
短期借款	785.00	360.00	201.07	0.00	0.00	所得税	109.09	110.83	114.15	140.39	177.53
应付账款+票据	488.98	392.24	529.45	445.34	598.69	净利润	365.15	359.04	342.46	421.17	532.58
其他	243.37	305.80	252.93	325.88	280.01	少数股东损益	1.21	5.33	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,517.3	1,058.0	983.45	771.22	878.71	归属于母公司净	363.94	353.71	342.46	421.17	532.58
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	6.36%	6.09%	6.46%	7.82%	9.78%
负债合计	1,517.3	1,058.0	983.45	771.22	878.71	EBIT	28.46%	-1.54%	0.49%	20.52%	25.04%
少数股东权益	77.23	82.25	82.25	82.25	82.25	EBITDA	26.07%	1.27%	10.54%	14.97%	18.20%
股本	507.00	507.00	507.00	507.00	507.00	归属于母公司净	15.00%	-2.81%	-3.18%	22.99%	26.45%
资本公积	1,587.9	1,582.3	1,582.3	1,582.3	1,582.3	获利能力					
留存收益	759.08	859.93	1,202.3	1,623.5	2,156.1	毛利率	32.54%	31.07%	31.41%	32.72%	34.36%
股东权益合计	2,931.2	3,031.4	3,373.9	3,795.1	4,327.6	净利率	11.03%	10.22%	9.16%	10.44%	12.03%
负债和股东权益总	4,448.6	4,089.5	4,357.3	4,566.3	5,206.4	ROE	12.75%	11.99%	10.40%	11.34%	12.54%
现金流量表						ROIC	10.70%	8.74%	9.55%	11.06%	14.89%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	313.66	333.17	318.53	397.24	508.64	资产负债率	34.11%	25.87%	22.57%	16.89%	16.88%
折旧摊销	99.43	113.87	172.24	172.24	165.37	流动比率	1.99	2.41	3.06	4.43	4.82
财务费用	-7.90	-12.22	7.22	-2.54	-11.09	速动比率	0.35	0.32	0.66	1.37	1.93
存货减少	-235.14	97.19	-146.61	13.06	-187.24	营运能力					
营运资金变动	85.56	-64.44	-0.18	40.49	11.91	应收账款周转率	26.85	23.43	35.76	23.74	33.68
其它	9.39	1.49	18.56	18.56	18.56	存货周转率	1.89	2.23	2.08	2.22	2.07
经营活动现金流	265.01	469.05	369.74	639.04	506.15	总资产周转率	0.74	0.86	0.86	0.88	0.85
资本支出	128.19	110.16	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	437.69	22.64	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.72	0.70	0.68	0.83	1.05
其他	430.13	473.88	23.93	23.93	23.93	每股经营现金流	0.52	0.93	0.73	1.26	1.00
投资活动现金流	-135.75	341.08	23.93	23.93	23.93	每股净资产	5.63	5.82	6.49	7.32	8.37
债权融资	205.00	-425.00	-158.93	-201.07	0.00	估值比率					
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	23.67	24.35	25.15	20.45	16.17
其他	-459.79	-429.94	-7.22	2.54	11.09	市净率	3.02	2.92	2.62	2.32	2.03
筹资活动现金流	-254.79	-854.94	-166.15	-198.53	11.09	EV/EBITDA	16.68	15.74	13.99	11.30	8.98
现金净增加额	-124.05	-39.33	227.53	464.45	541.17	EV/EBIT	20.21	19.62	19.18	14.78	11.10

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

