

洽洽食品 (002557.SZ)

食品行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

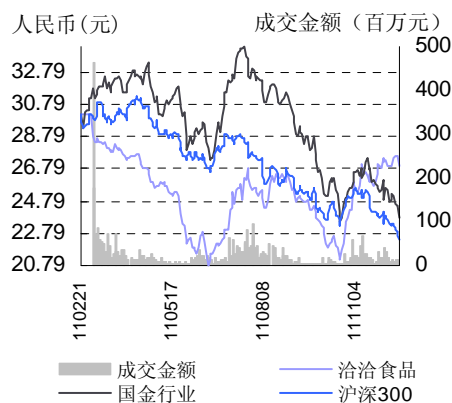
市价(人民币): 26.99元

目标(人民币): 32.36元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	64.37
总市值(百万元)	7,017.40
年内股价最高最低(元)	30.15/20.79
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《休闲的洽洽, 快乐的味道;》, 2011.3.2

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

赵晓媛 联系人
(8621)61038227
zhaoxy@gjzq.com.cn

趁势而起: 借助单品能力展现渠道力量

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.676	1.014	0.787	1.079	1.310
每股净资产(元)	2.50	3.50	13.19	14.46	16.04
每股经营性现金流(元)	1.91	0.69	2.11	1.72	2.15
市盈率(倍)	N/A	N/A	34.27	25.02	20.60
行业优化市盈率(倍)	107.87	132.45	104.55	104.55	104.55
净利润增长率(%)	-2.64%	50.08%	34.61%	36.98%	21.47%
净资产收益率(%)	27.07%	28.95%	7.76%	9.70%	10.62%
总股本(百万股)	150.00	150.00	260.00	260.00	260.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **从棒棒冰到瓜子到薯片, 嗅觉敏锐单品运作能力强, 对于定位休闲食品的企业这是最核心的能力。** 凭借市场敏锐性, 三年内将棒棒冰从零卖到数千万; 凭借创新能力, 五年内将瓜子从零卖到 8 亿; 凭借对单品潮流的把握和强大通路能力, 预计两年内将薯片卖到 4 亿。连续三个单品的成功运作表明创始人强大的单品运作能力。
- **渠道人人都在做, 执行到位是关键, 真正落地的渠道管理。** 公司经销为主(95%)直销为辅(5%), 目前铺点密度不高, 全国有 1100 家左右经销商(旺旺食品全国约有 1.5 万个经销商, 一批约 8000 个)。考虑到费用以及和现有经销商共同成长的关系, 公司未来仍以经销模式作为主要销售模式。公司经销商管理细腻, 销售体系较规范, 现金流顺畅, 我们在合肥的渠道调研显示, 商超食品部经理对洽洽的业务人员满意度高, 渠道扎实。
- **1-3 年看乡镇市场渠道铺开(新增 600-700 家乡镇经销商), 炒货品牌化趋势进入乡镇, 县乡市场启动带动新一轮增长。** 公司的目标是在全国 1900 个左右的县级行政区中选取 700 个最富裕的县做渠道下沉。经销商方面, 由于城市市场相对布点比较全面, 预计今年新增的 600-700 家经销商大部分来自乡镇, 假设第一年(2012 年)每个乡镇平均销售收入为城市的 1/2, 约在 90 万左右, 则可以推测县乡启动后这部分新增经销商能够增加 5.4-6.3 亿的收入(2011 年县乡收入预计在 4 亿左右)。随着县乡销售网点布局进一步推进, 县乡市场的启动值得期待。
- **3-5 年看对上游掌控能力的提升和品类延伸的高确定性, 长期投资机会可期。** 通过在产地建设存储基地和种植示范基地可以与当地农户形成良好关系, 以较轻的资产加强对上游原料的掌控以及优化。品类延伸方面, 休闲食品的空间毋庸置疑, 可以看到公司的风格是做熟一个产品再做另一个产品, 新品稳健推进使未来 3 年以上的增长有高确定性。

估值和投资建议

- **2011E-2013E 收入预计 28.04 亿、33.65 亿和 40.32 亿, 净利润达 2.05 亿、2.80 亿和 3.41 亿; 每股收益达 0.787 元、1.079 元和 1.310 元。给予 30x 的 2012E PE, 相对目前行业中值有 25.6% 的溢价, 目标价格 32.36, 相对于 26.99 的收盘价有 19.9% 的上涨空间, 给予买入评级。**

风险

- 经济减速降低消费需求; 原料价格飙升; 渠道下沉/薯片推广不达预期。

内容目录

一、以瓜子类为首的干果炒货类产品提供稳定增长基础	4
1、葵花子是十亿级单品，西瓜子和豆类向亿级靠拢	4
2、炒货&坚果行业：市场分散、品牌化不明显，公司收入增长超行业增速 ..	4
3、薯类和其他休闲食品：增长迅速空间巨大，品类明星是胜出关键。	5
二、薯片销售大获成功，品类之王初现	6
三、中短期看县乡市场，长期看对上游掌控力和品类延伸	9
1、中短期投资机会：看县乡市场增长，执行是缔造渠道实力的关键	9
2、长期投资机会：看上下游打通和增加新品类	10
四、盈利预测和投资建议	13
1、收入和毛利的分项预测：瓜子类为基础，薯片增长迅速	13
2、盈利预测和估值：2012E EPS 为 1.079 元，目标价格 32.36 元	14
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

图表 1: 瓜子类是主要收入来源（数字为 2010 年，M）	4
图表 2: 西瓜子毛利率最高，葵花子毛利率稳定	4
图表 3: 豆类有望向亿级产品靠拢，花生坚果类受原料影响波动性很大（M） ..	4
图表 4: 坚果炒货行业稳步增值，洽洽增速在 2-3xGDP 增速	5
图表 5: 休闲食品的市场规模、历史增长及增长预测（2005-2015E，亿，%） ..	5
.....	5
图表 6: 油炸薯片代表：品客、乐事	6
图表 7: 烘焙型中，饼干类发展迅速	6
图表 8: 非油炸薯片的规模居中，近几年增长快	6
图表 9: 中国土豆深加工率低（%）	6
图表 10: 复合烘焙型中的饼干/膨化型发展速度惊人	7
图表 11: 洽洽食品的瓜子产品是明星类，未来将成为奶牛类，薯片是未来之星 ..	7
.....	7
图表 12: 2010 年主要薯片企业的销售收入估计（单位：亿）	8
图表 13: 公司整体销售体系以经销为主，整体上经销利润率稍高于直供商超 ..	9
图表 14: 公司各个区域的增长情况（单位：%）	10
图表 15: 旺旺和通用磨坊的销售费用水平和广告投放水平	10
图表 16: 瓜子类农产品价格波动较大	10
图表 17: 公司 9-12 月份原料采购占比逐步下降，平抑价格波动是首要作用 ..	11
图表 18: 内蒙和新疆是葵花籽主要产区（2008，万吨）	11
图表 19: 原料采购和生产基地分离，原料储存因地制宜	11
图表 21: 公司超募资金和目前可以使用的资金都十分充裕	12

图表 22: 公司主要项目的收入预测.....	13
图表 23: FCFE 贴现估值 39.3 元, 我们 32.36 元的目标价相对于 FCFE 估值 有 21.4%的折价.....	14

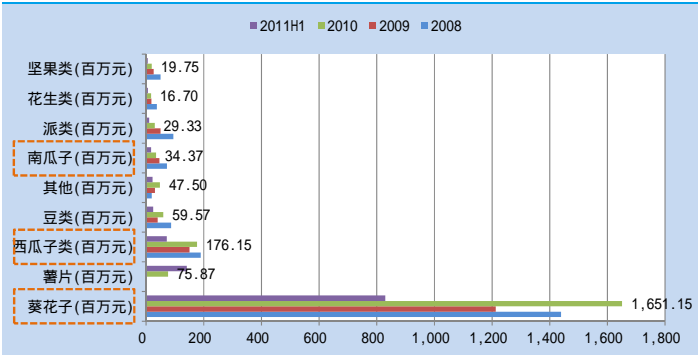
一、以瓜子类为首的干果炒货类产品提供稳定增长基础

1、葵花子是十亿级单品，西瓜子和豆类向亿级靠拢

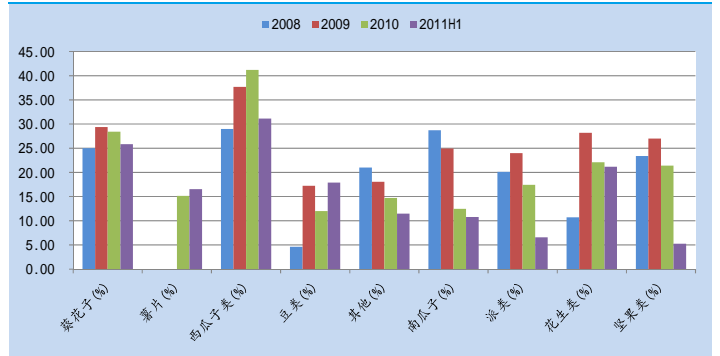
■ 公司目前产品主要分布于炒货&坚果（葵花子、西瓜子等）以及薯片

- 瓜子类是主要收入来源，包括葵花子（奶香瓜子等）、西瓜子（小而香等）和南瓜子；葵花子是十亿量级产品，西瓜子收入近亿。公司主要产品是葵花子，2010年销售16.51亿，收入占比达到77.02%，毛利占比达到80.26%；其次是西瓜子，2010年销售7169万，收入占比6.27%，毛利占比达到8.24%。

图表1：瓜子类是主要收入来源（数字为2010年，M）



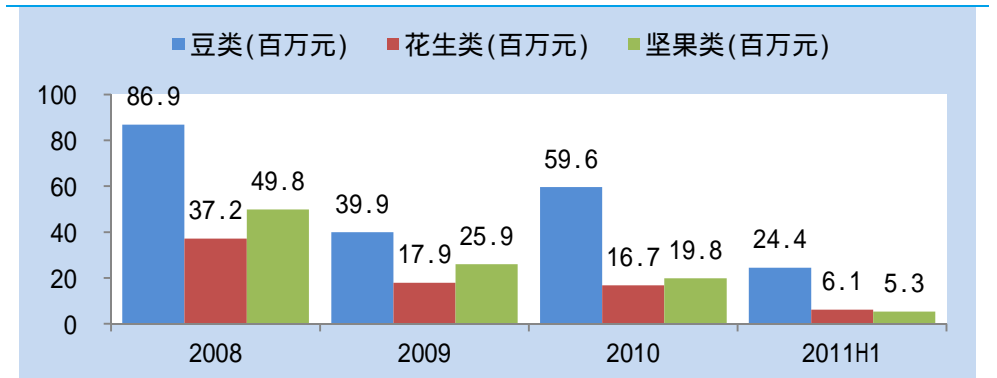
图表2：西瓜子毛利率最高，葵花子毛利率稳定



来源：国金证券研究所

- 豆类、花生类和坚果类受原材料价格和产量影响，收入波动较大。豆类有潜力向亿级产品发展，花生和坚果类为千万量级。

图表3：豆类有望向亿级产品靠拢，花生坚果类受原料影响波动性很大（M）



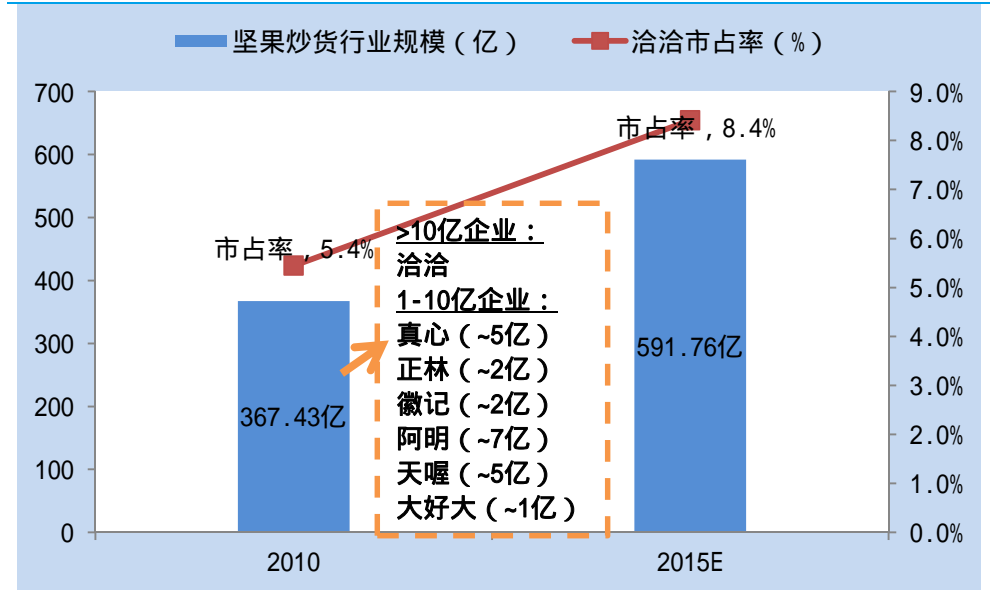
来源：国金证券研究所

2、炒货&坚果行业：市场分散、品牌化不明显，公司收入增长超行业增速

■ 2005-2009 行业复合增速 13.06%，未来 5 年将维持 10% 的自然增长。

- 2009 年，坚果炒货行业销售规模 322.31 亿（其中瓜子市场规模 150-160 亿），洽洽市占率超过 5%（其中瓜子的市占率为 15%）。2005-2009 行业复合增长率 13.06%。
- 预计公司未来 5 年炒货&坚果的复合增长率约为 2-3xGDP 增速，平均约 20%。预计未来 5 年炒货&坚果行业的自然增长率在 10% 左右，通过有品牌产品对无品牌产品的替代，以及品牌公司更强的提价能力，洽洽的增长将超过行业平均，使市占率进一步提升。

图表4: 坚果炒货行业稳步增值, 洽洽增速在 2-3xGDP 增速



来源: 国金证券研究所

3、薯类和其他休闲食品: 增长迅速空间巨大, 品类明星是胜出关键。

- **休闲食品: 2005-2010 年复合增长率 29%, 预计未来 5 年至少能持续 20% 的行业增速。**
 - 中国休闲食品工业增长迅速, 2005-2010 年复合增长率 29%, 2010 年市场规模 814 亿。而中国人均休闲食品消费 642g, 大大低于发达国家评价 3KG 左右的水平, 预计中国休闲食品未来 5 年至少能持续 20% 以上的复合增速, 到 2015 年市场规模总额达到 2025 亿, 人均消费 1.6KG。

图表5: 休闲食品的市场规模, 历史增长及增长预测 (2005-2015E, 亿, %)



来源: 国金证券研究所

- 休闲食品市场空间大, 但是把握住这一机会的主要手段就是能不断推出明星产品, 并能够有相应的渠道配合新产品的销售, 帮助打造明星产品。目前来看, 洽洽食品仅进入了干果炒货及烘焙食品两个领域, 品类开发空间极大, 而对比世界上其他休闲食品霸主, 多品类是其做大做强不二选择。

二、薯片销售大获成功，品类之王初现

■ 薯片行业：市场渗透率仍然不高，烘培薯片成长迅速，薯片收入增长爆发

- 薯片分为油炸薯片、烘培（非油炸）和鲜切薯片。其中复合油炸薯片的市场规模最大，而复合烘培（非油炸）薯片的增长最快，鲜切薯片的发展速度较慢。国内做复合烘培薯片第一家成规模的企业是薯愿，增长速度极快。
- 在非油炸薯片中，由福建海新生产的泡吧小脆带动了新型经典产品，它由饼干线生产，口感和价格都十分符合消费者的需求。海新的泡吧小脆、凯涛奇的乐吧纷纷创造销售奇迹，洽洽的咔吱脆薯片定位于这种新型薯片，2010年销售7700万，2011年销售预计可达4亿，增长十分迅速。

图表6：油炸薯片代表：品客、乐事



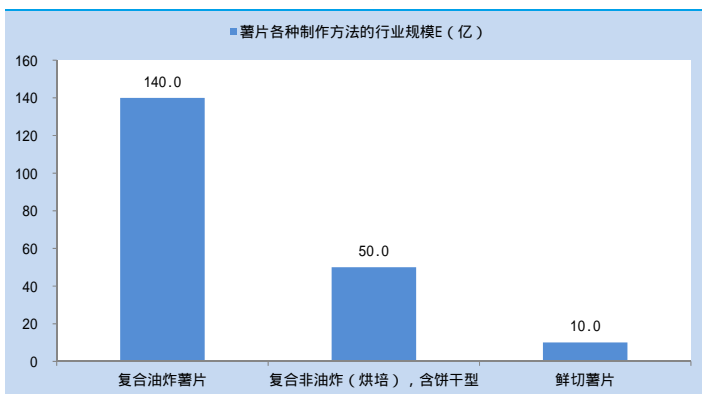
来源：国金证券研究所

图表7：烘培型中，饼干类发展迅速



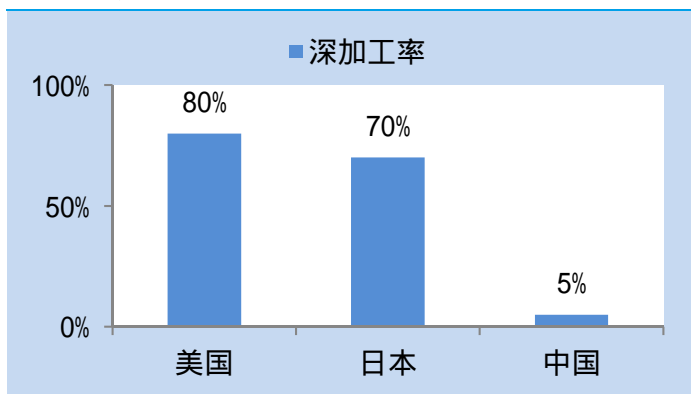
- 中国土豆深加工率低，薯片作为一种主流零食的消费率也不高，但参考洋快餐在中国的成长路径，土豆制品作为主流零食在口味上毫无障碍。另外，中国土豆的深加工率低，低附加值不利于中国农产品市场的发展。市场容量测算：假设35%的人有吃薯片的习惯，人均二包/月（100g，一年1.2KG，美国是9公斤/年），那么14亿人口就是120万吨，假设3万-5万/吨，市场容量就是360-600亿，在现有规模上有2-3倍的成长。行业自然增长加上公司品牌力+基数低，公司销售规模突破6亿后的增长约35%，2015E年达到20亿（也就是现在可比克的收入），市占率3.3-5.6%。

图表8：非油炸薯片的规模居中，近几年增长快



来源：国金证券研究所

图表9：中国土豆深加工率低（%）

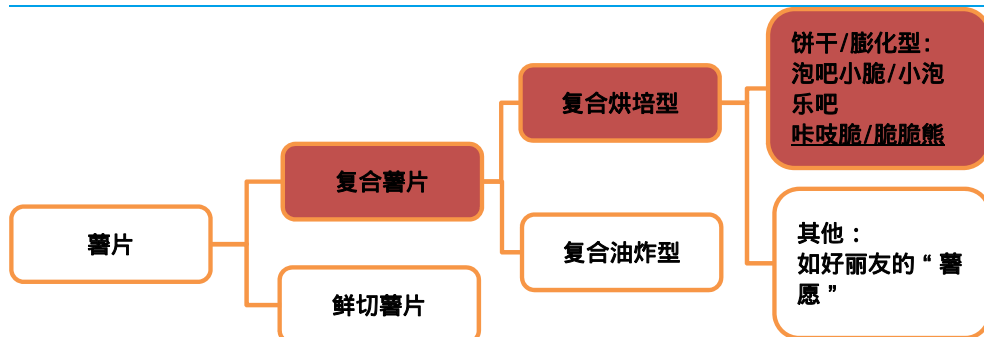


■ 薯片是下个品类之王，刚刚进入成长期的利润提升阶段。

- 产品生命周期：导入期（活下来）、成长期（活得长）、成熟期（活得久），洽洽的薯片产品刚刚开始进入成长期。所谓成长期是指产品通过试销效果良好，购买者逐渐接受该产品，产品在市场上站住脚并

且打开了小路，进入需求增长阶段后，需求量和销售额迅速上升，生产成本大幅度下降，利润迅速增长。在薯片各个品类中，烘焙型薯片由于含有健康绿色概念且基数较低，增长速度超过薯片行业平均，其中的饼干型/烘焙型崛起于 2009 年，2 年时间销售规模超过 20 亿，增长速度惊人，涌现出泡吧、乐吧、喀吱脆等知名品牌。

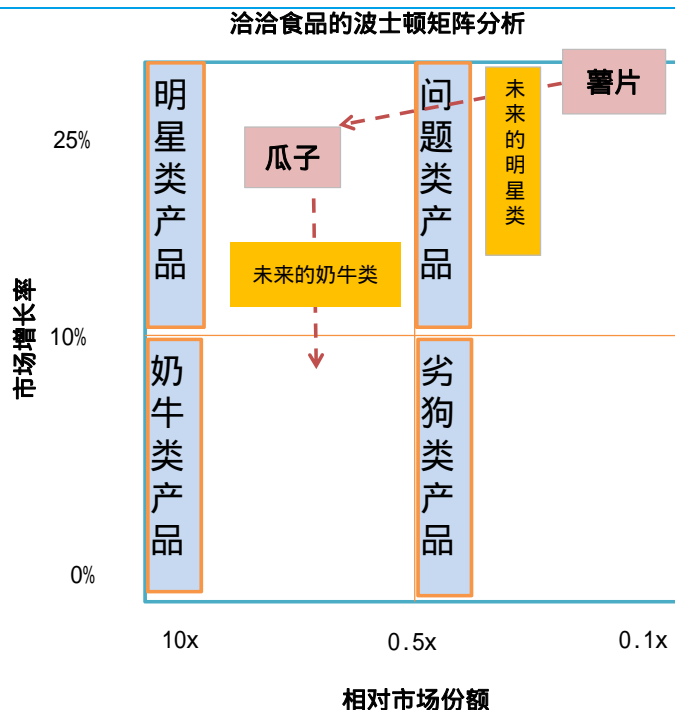
图表10: 复合烘焙型中的饼干/膨化型发展速度惊人



来源：国金证券研究所

- 瓜子是经典的明星产品，薯片是下个明星。所谓明星产品，是指高增长，同时具有高相对市场份额的产品，目前的瓜子即为这类明星产品，目前销售收入的增长在 2-3xGDP 增速，增长主要来自对无品牌和小品牌产品的替代，以及市场规模的稳步提升。而目前洽洽约 20 亿的销售规模基本相当于市场第 2-4 名销售收入的总和，相比排名第二的真心瓜子，相对市场份额在 2x 以上，属于明显的明星类产品。

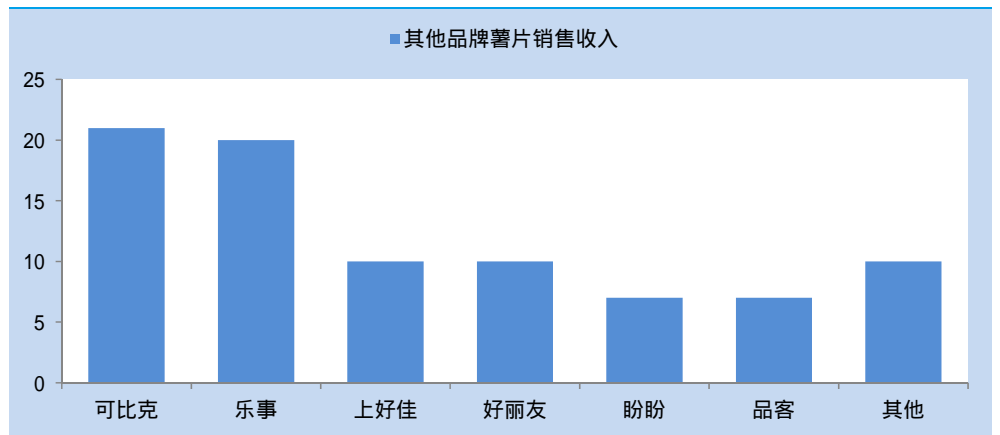
图表11: 洽洽食品的瓜子产品是明星类，未来将成为奶牛类，薯片是未来之星



来源：国金证券研究所

- 薯片明星产品的未来值得展望。公司在 2010 年推出薯片产品后，当年就实现了 7700 万的销售收入，顺利完成 7 个月的新品导入阶段。在 2011 年，销售将有大幅度增长，而这个产品刚刚开始进入成长期（完成了 7 个月导入期和 7 个月推广期），在经历未来 4 年复合 50% 的增长之后，产品销售规模在 2015 年预计达到 19.24 亿，仅为可比克当前的销售规模，市占率约 3.3% 到 5.6%。

图表12: 2010年主要薯片企业的销售收入估计(单位: 亿)



来源: 国金证券研究所

■ **销售体系是保障薯片成为下一个明星产品的关键**

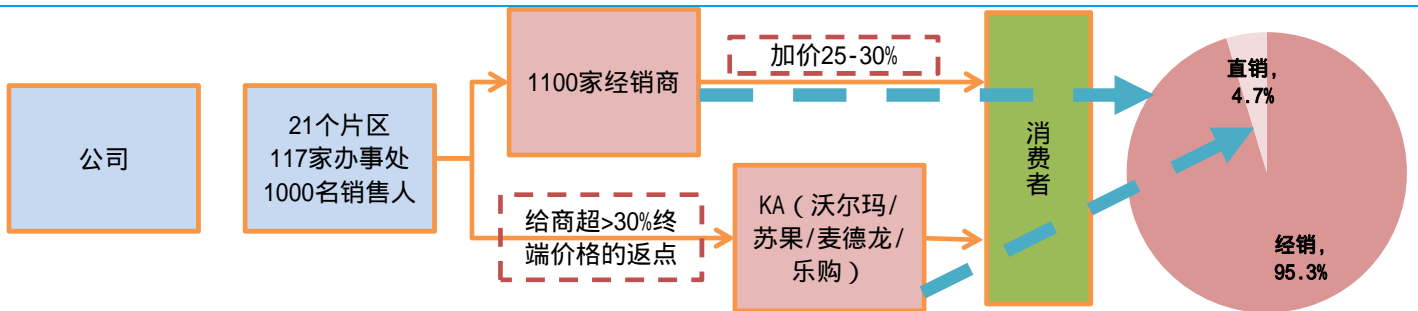
- 薯片销售渠道与瓜子经营模式一致，公司与经销商合作基础好，共享原有经销商资源使薯片产品能够推广迅速。2011年的旺销有理由让经销商相信，薯片是公司的长线、重点产品，从而更有利于明年的销售推广。
- 销售体系 2012年全国铺开，全面增长可期。薯片新产品脆脆熊、薯乐脆最早在广州深圳铺货，目前已经覆盖到北京、上海，公司计划2012年1季度在公司覆盖到的所有城市全面铺开。

三、中短期看县乡市场，长期看对上游掌控力和品类延伸

1、中短期投资机会：看县乡市场增长，执行是缔造渠道实力的关键

- **销售体系：经销为 95% 直销为 5%，1100 家经销商（一批为主）+4 家大型商超（直销）**
 - 公司经销为主直销为辅。渠道广度方面，公司目前铺点密度不高，全国有 1100 家左右经销商（旺旺食品全国约有 1.5 万个经销商，一批约 8000 个）。考虑到费用以及和现有经销商共同成长的关系，公司未来也以经销模式作为主要销售模式。从单个经销商创收角度看（一批），洽洽食品和旺旺食品都在 180-200 万。
 - 渠道深度方面，城市是目前主要的收入来源。预计目前县乡贡献的收入占比为 14%-15%，而公司今年的重点就是拓展县乡体系，我们预计未来县乡市场会贡献可观的增量。

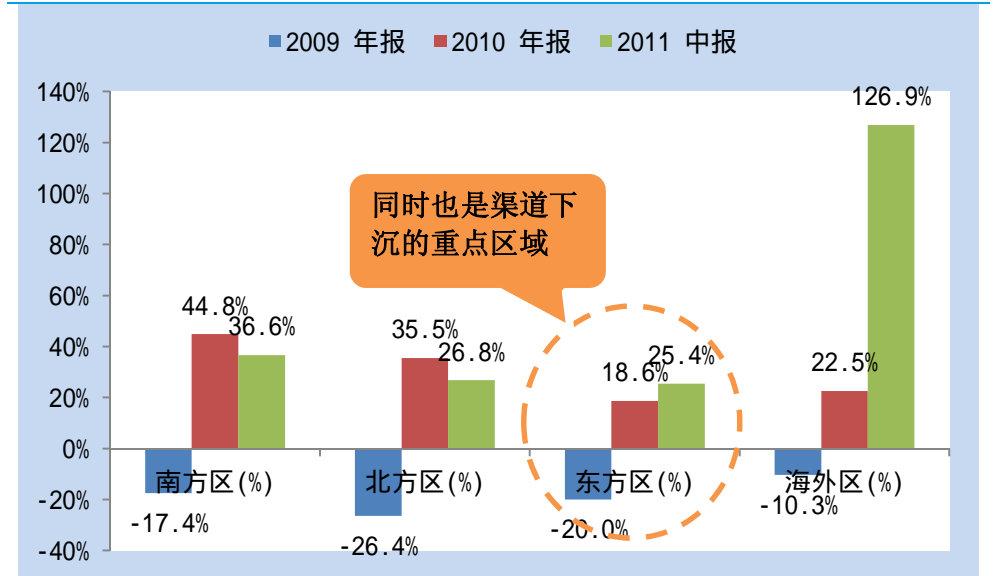
图表13：公司整体销售体系以经销为主，整体上经销利润率稍高于直供商超



来源：国金证券研究所

- **经销商管理细腻，销售体系较规范，现金流顺畅。**管理方面，公司通过稽核部对经销商进行管理（按月抽查），同时通过 1200 个左右的销售人员做日常销售渠道和终端的维护，做到“人跟货走”，注重渠道精耕。回款方面，公司基本是现款现货，且会根据经销商平均的销售额对公司的订货要求进行调节和限制，防止产品在渠道中停留时间过长。从销售体系激励看，公司 1200 个销售人员的收入中，60%以上取决于销售人员的日常考核（铺货率、货龄、巡店情况）和绩效情况（总体销售额和单品销售额），目前公司单个销售人员的人销为。
- **增长突破：县乡启动和西部地区进入，增长远超城市。**
 - **渠道进一步下沉，县乡开始启动，海外地区增长迅速。**2010 年，公司总销售收入 21.44 亿，其中县乡收入超过 2 亿，我们预计，随着 2011 年 5 月份县乡市场的经销商效果体现，县乡市场会开始启动。另外，随着公司在上海设立全资贸易公司对出口市场做特别开拓，出口业务在 2011 年录得相当好的成长，上半年出口增速达 126.9%；由于上半年公司已经完成 6757 万的出口，而今年春节的提前使公司在年末进入旺季，预计 2011 年出口总量会超过 1.5 亿。
 - **县乡收入水平的增长是保障渠道下沉的首要因素。**县级行政区指行政地位与“县”相同的行政区划单位的总称，其管辖乡级行政区。县乡过去十年的炒货消费以街边小店为主，对于品牌化的炒货需求不大。随着县乡人均收入的提升，炒货品牌化会复制大城市的路径，从而激发公司产品另一轮增长。
 - **县乡突破的具体路径也以收入水平为主要考量指标。**公司的目标是在全国 1900 个左右的县级行政区中选取 700 个最富裕的县做渠道下沉。经销商方面，由于城市市场相对布点比较全面，预计今年新增的 600-700 家经销商大部分来自乡镇，假设第一年（2012 年）每个乡镇平均销售收入为城市的 1/2，约在 100 万，则县乡启动后这部分新增经销商能够增加 6-7 亿的收入（2011 年县乡收入预计在 4 亿左右）。随着县乡销售网点布局进一步推进，县乡市场的启动值得期待。

图表14: 公司各个区域的增长情况 (单位: %)



来源: 国金证券研究所

■ **空中广告持续投放, 助力渠道广度和深度的延伸。**

- 公司 2011E 营销费用占比预计达到 3.73 亿, 占销售收入 13.5%, 其中预计空中广告投放 1.2 亿 (薯片是集中投放广告的产品), 占比达到 4.3%, 广告投放稳健, 属于消费品的一般投放水平。

图表15: 旺旺和通用磨坊的销售费用水平和广告投放水平

	销售费用 (千美元)		销售费用率 (%)		宣传&广告费用 (千美元)		宣传&广告费用率 (%)	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
旺旺	222,595	277,409	13.01%	12.36%	55,222	73,060	3.23%	3.26%
通用磨坊	3,162,700	3,192,000	21.61%	21.45%	843,700	908,500	5.76%	6.11%

来源: 国金证券研究所

2、长期投资机会: 看上下游打通和增加新品类

■ **内蒙古和新疆原料基地启动, 2015 年控制 3 成以上的瓜子类产品原料。**

- 农产品初级加工属性未改, 瓜子类产品成本中 70%左右为原材料瓜子类原材料属于小农产品, 价格变动幅度较大。

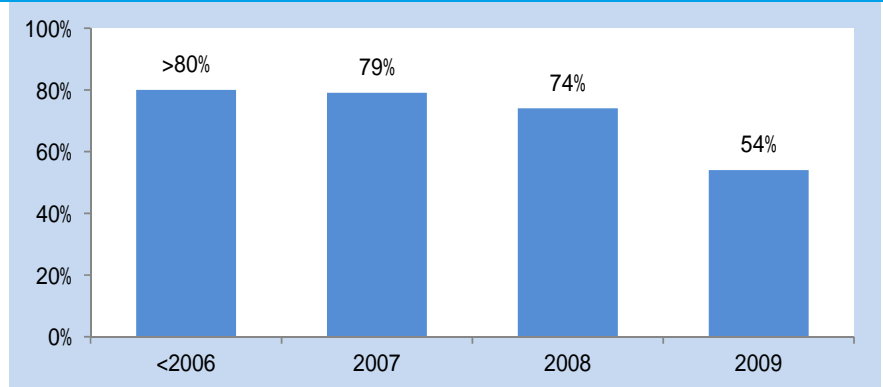
图表16: 瓜子类农产品价格波动较大

原材料价格	2010年度		2009年度		2008年度	
	单价	同比%	单价	同比%	单价	同比%
葵花籽	6,970	11.76	6236.33	-5.06	6,569	34.69
西瓜籽	10,632	27.36	8347.75	-11.88	9,474	28.95
南瓜籽	17,567	29.74	13540.86	22.05	11,094	11.55

来源: 国金证券研究所

- 公司瓜子采购集中在 9-12 月份, 占总采购量的一半左右, 2011 年集中采购价格下降约 1%。集中采购占比逐步下降, 可以平抑原料采购价格、减少年末资金压力、降低存货仓储成本。

图表17: 公司 9-12 月份原料采购占比逐步下降, 平抑价格波动是首要作用

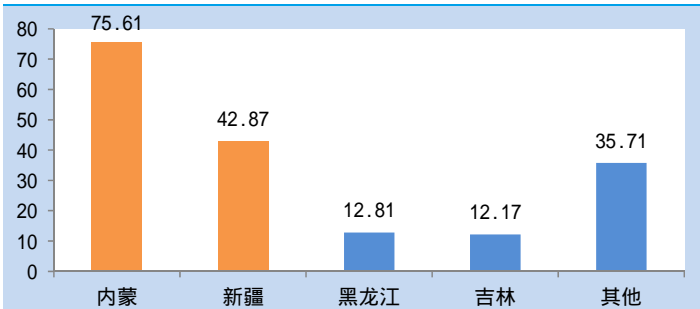


来源: 国金证券研究所

■ **内蒙古和新疆原料基地建设有助于进一步管控原料的价格和质量**

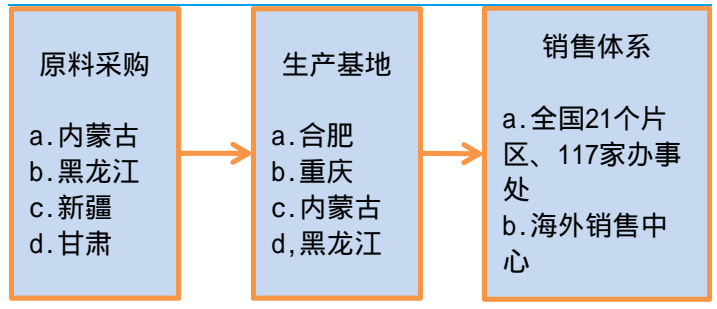
- **内蒙和新疆是我国葵花籽的主要产区, 二者产出全国将近 7 成的葵花籽。**公司目前有 50%的葵花籽原料来自于内蒙古巴彦淖尔市及其周边的包头市和鄂尔多斯市。
- **内蒙: 原料初选和保险储存。**内蒙原料基地建设的目的主要是即时收储原材料, 并利用内蒙温度湿度适合葵花籽储存的特点来建设存储基地。内蒙基地投资 9262.07 万, 来自募投资金, 项目建设期 1 年, 建成后将拥有原料储存能力 2.5 万吨/年、选料能力 2.7 万吨/年、烘干能力 3 万吨/年。
- **新疆: 原料存储+标准种植基地。**新疆昌吉地区 and 新疆阿勒泰区域是公司最需要的“三道眉”葵花品种和“黑小片西瓜子”品种的杜伊产区和主产区, 在此地区设立原料存储基地和种植示范区的目的明确, 就是通过与产地更密切而直接的接触提高重要原料的掌控能力。新疆基地投资总额 1.689 亿, 来自超募资金, 项目建设期 1.5 年, 建成后将拥有原料储存能力 2 万吨/年、选料能力 3 万吨/年、1 万亩“葵花”和“打瓜”标准种植基地。

图表18: 内蒙和新疆是葵花籽主要产区 (2008, 万吨)



来源: 国金证券研究所

图表19: 原料采购和生产基地分离, 原料储存因地制宜



■ **公司创始人有极强的单品运作历史, 休闲食品渠道一致性强; 从棒棒冰到瓜子到薯片, 陈先保先生展现极强市场敏锐度和单品运作能力。**

- **凭借市场敏锐性, 三年内将棒棒冰从零卖到数千万。**陈先保先生于 1995 年于省糖烟酒公司辞职, 创办华泰集团, 主营为针对儿童市场的“双截棍”棒棒冰, 三年内凭借此单品达到了数千万的销售收入。
- **凭借创新能力, 五年内将瓜子从零卖到 8 亿。**1998 年, 华泰集团开始涉足瓜子行业, 凭借极强的创新能力将传统产品卖成经典现代休闲食品。‘洽洽’瓜子在配方、工艺、产品、外包装、营销等诸多方面进行了创新, 并且至少有四项是全国首创。第一项改革是将传统炒瓜子改为煮瓜子, 把吃炒瓜子上火的成分给去掉了, 中草药的香味更能进入到瓜子仁里面, 所以吃起来味道特别好; 第二是外包装上首先采用

了环保的纸制包装；第三是在包装袋里面放入文化卡片，消费者在品尝瓜子的同时，还可以品尝文化；第四是在第一年的利润还不到 400 万元的情况下，拿出了 400 万元在央视一套节目做品牌广告。

- **凭借对单品潮流的把握和强大通路能力，预计两年内将薯片卖到 4 亿。**烘培型薯片是薯片中发展最迅速的一个品类，其中的泡吧小脆、泡吧小泡、乐吧小脆、好丽友好多鱼都是迅速崛起的非油炸薯片单品。凭借强大细腻的渠道能力，洽洽食品在推出薯片的第一年就卖到了 7600 万，预计今年可达到接近 4 亿的销售额。
- **休闲食品市场空间巨大，以他山之石预测洽洽食品未来发展路径**
 - 休闲食品市场空间大（参见图表 5），但是把握住这一机会的主要手段就是能不断推出明星产品，并能有相应渠道配合新产品销售，帮助打造明星产品。
 - 目前来看，洽洽食品仅进入了干果炒货及烘培食品两个领域，品类开发空间极大（如糖果蜜饯、肉干肉脯、安徽传统小吃、饮料等），而对比世界上其他休闲食品霸主，多品类是其做大做强不二选择。公司超募 13.68 亿，除了 2 个超募项目的投资，目前还剩余 6.49 亿，不管是将来进行新品开发、推广，还是通过并购进行品类延伸，公司都有极大潜力。

图表20：公司超募资金和目前可以使用的资金都十分充裕

实际募资		188,840					
募投项目	立项审批情况	项目投资额 (万)	建设投资	流动资金	折旧年限	折旧额 (万)	项目建设期
哈尔滨洽洽食品有限公司食品加工项目	黑发改外资[2009]526 号	27,539.50			10	2753.95	2
洽洽食品股份有限公司内蒙古原料基地建设项目	巴彦淖尔市巴发改服务字[2008]630 号	9,262.07			20	463.1035	1
洽洽食品股份有限公司食品生产工艺提升及自动化项目	合肥市发改核[2008]345 号	12,204.60			10	1220.46	1.5
洽洽食品股份有限公司供产销全流程业务信息平台建设项目	合肥市发改核[2008]344 号	2,998.73			10	299.873	2
	合计	52,004.90				4,737.39	
超募资金投资							
募投项目	立项审批情况	项目投资额 (万)	建设投资	流动资金	折旧年限	折旧额 (万)	项目建设期
长沙洽洽食品有限公司食品加工项目		31,064.20	26,901.60	4,162.60			2
设立上海奥通国际贸易有限公司		5000					
新疆原料项目基地		16,892.00					1.5
其他用途							
偿还银行贷款		19,000.00					
置换自筹资金		14,500.00					
还剩余超募资金		64,878.90					

来源：国金证券研究所

四、盈利预测和投资建议

1、收入和毛利的分项预测：瓜子类为基础，薯片增长迅速

图表21：公司主要项目的收入预测

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
1、葵花子					
平均售价 (元/吨)	15,473.33	15,421.39	16,038.25	16,198.63	16,360.61
增长率 (YOY)	10.87%	-0.34%	4.00%	1.00%	1.00%
销售数量 (吨)	78,391.54	107,068.75	123,129.06	141,598.42	162,838.19
增长率 (YOY)	-24.00%	36.58%	15.00%	15.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	1,212.98	1,651.15	1,974.77	2,293.70	2,664.13
增长率 (YOY)	-15.74%	36.12%	19.60%	16.15%	16.15%
毛利率	29.36%	28.45%	28.59%	28.65%	28.72%
销售成本 (百万元)	856.85	1,181.40	1,410.25	1,636.53	1,899.12
增长率 (YOY)	-20.60%	37.88%	19.37%	16.05%	16.05%
毛利 (百万元)	356.13	469.75	564.52	657.17	765.01
增长率 (YOY)	-1.16%	31.90%	20.17%	16.41%	16.41%
占总销售额比重	77.09%	78.43%	71.53%	69.18%	67.04%
占主营业务利润比重	77.30%	80.33%	75.95%	67.84%	65.11%
2、薯片					
平均售价 (元/件)	--	35,000.00	37,800.00	38,556.00	39,327.12
增长率 (YOY)	--	--	8.00%	2.00%	2.00%
销售数量 (吨)	--	2.17	10.05	15.08	21.11
增长率 (YOY)	--	--	363.76%	50.00%	40.00%
销售收入 (百万元)	0.00	75.87	380.00	581.40	830.24
增长率 (YOY)	--	--	400.86%	53.00%	42.80%
毛利率	--	15.15%	20.75%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	0.00	64.38	301.15	377.91	539.66
增长率 (YOY)	--	--	367.80%	25.49%	42.80%
毛利 (百万元)	--	11.49	78.85	203.49	290.58
增长率 (YOY)	--	--	585.99%	158.07%	42.80%
占总销售额比重	0.00	3.60%	13.77%	17.54%	20.89%
占主营业务利润比重	0.00	1.97%	10.61%	21.01%	24.73%
3、其他坚果炒货					
销售收入 (百万元)	284.60	329.25	370.84	405.44	444.32
增长率 (YOY)	-34.53%	15.69%	12.63%	9.33%	9.59%
毛利率	30.07%	28.62%	25.75%	25.55%	25.86%
销售成本 (百万元)	199.02	235.03	275.34	301.86	329.44
增长率 (YOY)	-41.41%	18.09%	17.15%	9.63%	9.14%
毛利 (百万元)	85.58	94.22	95.50	103.58	114.89
增长率 (YOY)	-9.93%	10.09%	1.36%	8.46%	10.92%
占总销售额比重	18.09%	15.64%	13.43%	12.23%	11.18%
占主营业务利润比重	18.58%	16.11%	12.85%	10.69%	9.78%
4、派类					
销售收入 (百万元)	50.05	29.33	20.00	20.00	20.00
增长率 (YOY)	-46.90%	-41.40%	-31.81%	0.00%	0.00%
毛利率	23.97%	17.42%	7.00%	7.00%	7.00%
销售成本 (百万元)	38.05	24.22	18.60	18.60	18.60
增长率 (YOY)	-49.47%	-36.35%	-23.21%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	12.00	5.11	1.40	1.40	1.40
增长率 (YOY)	-36.68%	-57.41%	-72.60%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	3.18%	1.39%	0.72%	0.60%	0.50%
占主营业务利润比重	2.60%	0.87%	0.19%	0.14%	0.12%
5、其他					
销售收入 (百万元)	25.91	19.75	15.00	15.00	15.00
增长率 (YOY)	-48.00%	-23.77%	-24.05%	0.00%	0.00%
毛利率	26.99%	21.39%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	18.92	15.53	12.00	12.00	12.00
增长率 (YOY)	-50.47%	-17.93%	-22.71%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	6.99	4.22	3.00	3.00	3.00
增长率 (YOY)	-39.92%	-39.59%	-28.99%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.65%	0.94%	0.54%	0.45%	0.38%
占主营业务利润比重	1.52%	0.72%	0.40%	0.31%	0.26%
销售总收入 (百万元)	1573.54	2105.35	2760.62	3315.54	3973.70
销售总成本 (百万元)	1112.84	1520.55	2017.35	2346.90	2798.81
毛利 (百万元)	460.70	584.80	743.27	968.64	1174.88
平均毛利率	29.28%	27.78%	26.92%	29.22%	29.57%

来源：国金证券研究所

2、盈利预测和估值：2012E EPS 为 1.079 元，目标价格 32.36 元

- 我们预计，2011E-2013E 的销售收入将达到 28.04 亿、33.65 亿和 40.31 亿，同比增长 30.8%、20.0%和 19.8%；净利润达到 2.05 亿、2.8 亿和 3.41 亿，同比增长 34.61%、36.98%和 21.47%；每股收益达到 0.787 元、1.079 元和 1.310 元。
- 2011E 利润的增长主要来自于募集资金到位使财务收入提升，部分弥补了毛利率的下降；2012E 利润的增长主要来自于葵花籽原料价格下跌、土豆粉价格下跌带来的毛利率提升，以及薯片放量增长对整体毛利率的提升。
- 目前非酒精的估值中值为 35.4x2011E PE，23.89x2012E PE，根据洽洽食品未来增长的明确性和长期性，我们给予其 30x 的 2012E PE，相对目前行业中值有 25.6%的溢价，目标价格 32.36，相对于 26.99 的收盘价有 19.9%的上涨空间，给予买入评级。

图表22：FCFE 贴现估值 39.3 元，我们 32.36 元的目标价相对于 FCFE 估值有 21.4%的折价

III、FCFE 贴现

每股价值	39.30		TV增长率	4.0%								
企业值	5,894.93		Ke	10.72%								
股票价值	5,894.93		债务	170.00								
			投资	0.00								
			少数股东权益	48.47								
会计年度截止日：12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合计
FCFE	-446.14	-39.99	116.58	181.97	267.50	361.33	464.72	579.09	706.11	847.66	13,124.83	16,163.67
PV(FCFE)	-402.95	-32.62	85.90	121.10	160.79	196.16	227.87	256.47	282.46	306.26	4,741.96	5,943.40

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012	2013		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,026	1,649	2,144	2,804	3,365	4,032	货币资金	200	227	192	1,675	1,630	1,710
增长率		-18.6%	30.0%	30.8%	20.0%	19.8%	应收款项	80	39	47	58	69	83
主营业务成本	-1,544	-1,188	-1,558	-2,048	-2,382	-2,840	存货	460	314	531	505	587	700
%销售收入	76.2%	72.0%	72.7%	73.1%	70.8%	70.4%	其他流动资产	114	26	46	84	97	116
毛利	481	462	586.29	755.54	982.92	1,191.51	流动资产	853	606	816	2,321	2,384	2,609
%销售收入	23.8%	28.0%	27.3%	26.9%	29.2%	29.6%	%总资产	75.1%	63.0%	66.7%	72.8%	66.7%	64.8%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-3	-3	-4	长期投资	0	0	0	312	311	311
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	217	254	295	457	772	992
营业费用	-246	-249	-282	-378	-471	-564	%总资产	19.1%	26.4%	24.1%	14.3%	21.6%	24.6%
%销售收入	12.2%	15.1%	13.2%	13.5%	14.0%	14.0%	无形资产	62	92	92	97	105	113
管理费用	-78	-77	-107	-137	-168	-202	非流动资产	282	356	406	868	1,190	1,417
%销售收入	3.9%	4.7%	5.0%	4.9%	5.0%	5.0%	%总资产	24.9%	37.0%	33.3%	27.2%	33.3%	35.2%
息税前利润 (EBIT)	155	134	195.12	236.89	340.13	421.48	资产总计	1,135	962	1,222	3,190	3,574	4,026
%销售收入	7.6%	8.1%	9.1%	8.4%	10.1%	10.5%	短期借款	217	184	170	0	0	0
财务费用	-17	-12	-2	28	30.4	30.6	应付款项	507	258	403	554	650	776
%销售收入	0.8%	0.8%	0.1%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	其他流动负债	49	78	45	95	107	123
资产减值损失	-1	2	0	0	0	0	流动负债	773	519	618	649	758	899
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	-190	-189	-188
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	3	29	30	30	30	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	776	549	648	489	599	711
营业利润	136	124	193	265	371	452	普通股股东权益	311	374	525	2,638	2,893	3,207
营业利润率	6.7%	7.5%	9.0%	9.5%	11.0%	11.2%	少数股东权益	48	39	48	62	82	107
营业外收支	-2	9	6	5	5	5	负债股东权益合计	1,135	962	1,222	3,190	3,574	4,026
税前利润	135	133	199	270	376	457	比率分析						
利润率	6.7%	8.0%	9.3%	9.6%	11.2%	11.3%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-21	-25	-37	-51	-75	-91	每股指标						
所得税率	15.6%	19.2%	18.8%	19.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.694	0.676	1.014	0.787	1.079	1.310
净利润	114	107	162	219	300	366	每股净资产	2.076	2.496	3.503	13.191	14.463	16.036
少数股东损益	10	6	10	14	20	25	每股经营现金净流	1.007	1.909	0.687	2.110	1.716	2.150
归属于母公司的净利润	104	101	152.1	205	280	341	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	5.1%	6.1%	7.1%	7.3%	8.3%	8.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	33.43%	27.07%	28.95%	7.76%	9.70%	10.62%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	9.17%	10.53%	12.45%	6.42%	7.85%	8.46%
净利润	114	107	162	219	300	366	投入资本收益率	22.68%	18.13%	21.31%	7.64%	9.77%	10.78%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	27	31	38	40	57	83	主营业务收入增长率	25.92%	-18.58%	29.98%	30.77%	20.04%	19.80%
非经营收益	18	4	-4	11	-16	-16	EBIT增长率	21.49%	-13.46%	45.62%	21.41%	43.58%	23.92%
营运资金变动	-8	145	-93	153	1	-3	净利润增长率	8.48%	-2.64%	50.08%	34.61%	36.98%	21.47%
经营活动现金净流	151	286	103	422	343	430	总资产增长率	-5.96%	-15.21%	26.97%	161.02%	12.05%	12.66%
资本开支	-124	-77	-83	-205	-374	-305	资产管理能力						
投资	-13	0	0	-312	0	0	应收账款周转天数	6.6	9.6	6.7	7.0	7.0	7.0
其他	2	28	2	0	0	0	存货周转天数	119.4	118.9	99.1	90.0	90.0	90.0
投资活动现金净流	-135	-50	-81	-516	-374	-305	应付账款周转天数	60.2	64.5	45.9	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	0	1,934	0	0	固定资产周转天数	37.7	55.5	42.3	33.8	49.3	56.5
债权募资	-48	-33	-14	-360	1	-29	偿债能力						
其他	-111	-199	-20	3	-15	-15	净负债/股东权益	4.85%	-10.45%	-3.85%	-69.05%	-61.13%	-57.27%
筹资活动现金净流	-158	-232	-34	1,577	-14	-44	EBIT利息保障倍数	9.0	10.7	107.8	-8.4	-11.2	-13.8
现金净流量	-142	5	-12	1,483	-45	81	资产负债率	68.37%	57.02%	53.04%	15.33%	16.75%	17.67%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	7	9	21
买入	0	2	7	8	16
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.53	1.50	1.46

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B