

休闲食品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 42.00元

当前股价: 30.52元

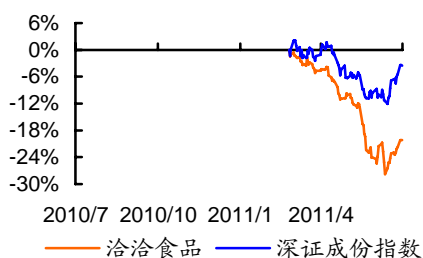
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12392.93
总股本(百万)	200
流通股本(百万)	50
流通市值(亿)	15
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.87
资产负债率	53.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
洽洽食品	-100.0	-100.0	0.00
深证成份指数	5.55	-3.86	-1.44



相关报告

- 《洽洽食品-调研简报: 二季度毛利率大幅回升, 目前市盈率偏低》2011-6-9
- 《洽洽食品-调研简报: 收入有望突破 30 亿, 利润弹性来自原材料价格下降》
- 《洽洽食品-调研简报: 收入有望突破 30 亿, 利润弹性来自原材料价格下降》

洽洽食品

002557

强烈推荐

下一个中国旺旺

本篇报告中我们以成功的休闲食品企业——中国旺旺作为标杆, 试图探讨洽洽食品未来的成长空间, 旺旺目前收入接近 150 亿, 仍维持 30% 的增速, 市值已经接近千亿港币, 近三年来股价翻了三倍, 我们仔细研究了中国旺旺获得成功的因素, 发现洽洽食品同样具备这些特质, 我们认为洽洽有望成为像旺旺一样成功的休闲食品行业巨头。

投资要点:

- **洽洽食品有望成为像中国旺旺一样成功的休闲食品行业巨头。** 旺旺最初在中国市场销售鲜贝、米饼等米果, 后来通过旺仔小馒头进入休闲食品市场, 通过旺仔牛奶进入风味奶市场, 通过 QQ 糖进入糖果市场, 成为了多个市场的龙头企业, 并且在乳品饮料行业的收入规模超过了米果行业收入规模。洽洽已经通过非油炸薯片产品成功迈出休闲食品多元化的第一步, 未来有望成为像旺旺一样成功的企业。
- **中国旺旺从一个仅生产米果的企业蜕变成业务多元化的食品饮料公司, 在资本市场上也给予了投资者很好的回报, 近 3 年股价翻了 3 倍, 市值接近 1000 亿港币。** 近 6 年收入复合增速 28%, 利润复合增速保持在 32%, 各类新老单品收入复合增速保持在 20%-40% 之间, 毛利率在 40% 以上。
- **洽洽正面临从传统坚果炒货向休闲食品领域转型, 目前收入 21.4 亿, 市值 60 亿, 相比还有很大发展空间。** 洽洽是坚果炒货行业的绝对龙头, 过去 10 年收入复合增速 36%, 利润率比同行高出 6 个百分点, 反应其品牌溢价, 品牌优势易于从坚果炒货向休闲食品领域延伸, 完善的经销渠道保障新产品能过快速铺开, 强大的推广新产品能力保证持续的高增长。
- **我们研究旺旺成功几个主要的条件洽洽都具备:** 两家都拥有经验丰富的管理团队, 拥有品牌知名度并配合适当宣传, 成功的多品牌策略, 严格的成本控制, 多元化的产品组合, 极强的新产品研发推广能力, 庞大的分销网络和完善的经销渠道。
- **洽洽未来 5 年 CAGR30% 以上, 百亿收入可期, 增长来自炒货优势产品渠道下沉和休闲食品领域新产品的推出。** 今年新产品薯片预计能够贡献 5 亿收入, 传统炒货县乡镇渠道下沉能够贡献新增的 4 亿收入, 收入有望突破 30 亿, 增长 40%; 因为今年原材料成本仍在高位, 同时新产品今年不能贡献利润, 利润增速慢于收入增速, 预计增长 30%; 明年新产品将进入盈利, 利润率将大幅提升。
- **未来 6 个月目标价 42 元。** 预测公司 11/12/13 年 EPS1.00/1.40/1.90 元, 对应 PE 仅 30/22/16 倍, 除去账面上接近 12 亿超募资金, 对应今年估值仅 24 倍, 按 12 年 30 倍 PE 算, 未来 6 个月目标价 42 元, 维持“强烈推荐”投资评级。
- **股价催化剂:** CPI 预期回落, 原材料成本降低, 收购等事项
- **风险提示:** 原材料成本继续大幅上涨

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2144	3007	3962	5065
同比(%)	30%	40%	32%	28%
归属母公司净利润(百万元)	152	200	280	380
同比(%)	50%	31%	40%	36%
毛利率(%)	27.3%	27.7%	28.3%	29.3%
ROE(%)	29.0%	7.6%	9.6%	11.6%
每股收益(元)	0.76	1.00	1.40	1.90
P/E	40.13	30.54	21.80	16.06
P/B	11.62	2.33	2.10	1.86
EV/EBITDA	31	21	15	11

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、旺旺的今天就是洽洽的明天	5
1. 旺旺发展历程：一个仅生产米果的企业蜕变成业务多元化的食品饮料公司，市值接近千亿港币 ..	5
2. 旺旺成功的几个主要因素洽洽都具备	7
3. 洽洽与旺旺的风险也相同	11
二、洽洽有望成为像旺旺一样的休闲食品行业巨头	11
1. 公司是坚果炒货行业的绝对龙头，十年收入复合增速 36%，品牌优势易于向休闲食品领域延伸 ..	11
2. 公司市场占有率不足 7%，市场集中度提高空间大，超募 13.6 亿，大量现金可以用来收购	12
3. 具备管理团队优势，激励机制到位	12
4. 不断加大原材料掌控力度以控制成本波动	13
5. 产品创新能力突出，推广新产品能力强，保证持续的高增长	15
6. 拥有稳定的渠道，易于进行新产品快速铺货	17
三、未来 30%复合增速，百亿收入可期，增长来自炒货优势产品渠道下沉和休闲食品领域新产品推出 ..	19
1. 新产品薯片今年收入有望突破 5 亿，贡献超过 20%的增长	19
2. 传统炒货在县乡镇渠道下沉有望突破 6 亿，贡献 15%的增长	21
3. 公司的规划是在十二五末达到 100 亿的规模	21
四、盈利预测	21

图目录

图 1	2004-2010 年收入复合增速 28%	5
图 2	2004-2010 年利润总额复合增速 32%	5
图 3	2004-2010 年各类产品复合增速 20%-40%	5
图 4	各类产品毛利率在 30%-50%	5
图 5	米果业务 2004-2010 年收入复合增速 20%	6
图 6	乳品饮料 2004-2010 年收入复合增速 41%	6
图 7	休闲食品 2004-2010 年收入复合增速 24%	6
图 8	大礼包受春节时间影响波动, 复合增速 38%	6
图 9	旺旺牛奶 2004-2010 年收入复合增速 43%	7
图 10	公司股价表现: 3 年 3 倍	7
图 11	旺旺是米国行业龙头企业	7
图 12	旺旺是膨化食品龙头企业	7
图 13	HKHL 的实际控制人是创始人	8
图 14	渠道结构	9
图 15	旺旺拥有广布全国的销售网络	9
图 16	“送旺下乡”	10
图 19	葵花籽是收入主要来源	11
图 20	开是从传统炒货向休闲食品转型	11
图 21	坚果炒货行业销售收入	12
图 22	公司股权结构	13
图 23	中国葵花籽播种面积同比有所提高	13
图 24	中国葵花籽产量近期有所提高	13
图 25	葵花籽国际现货价格	14
图 26	土豆价格已经下降	14
图 27	成本结构	14
图 28	原材料波动比较剧烈	14
图 29	季节性集中采购向均衡采购模式转变	14
图 30	公司各产品产销率都在 95%以上	16
图 31	研发投入占比不断提高	16
图 32	2010 年各产品毛利率	16
图 33	销售费用各部分占比	16
图 17	洽洽毛利率比旺旺低十个点	17
图 18	洽洽净利率比旺旺低十个点	17
图 34	公司销售网络	17
图 35	渠道主要是通过大型零售商	18
图 36	国内收入来源比较均衡	18
图 37	消费者购买薯片的首要因素是口味和价格	20
图 38	2010 各品牌市场占有率	20
图 39	薯片系列新产品脆脆熊	20

表目录

表 1 公司发展历程中从未停止研发新品.....	9
表 2 旺旺和洽洽各项费用比较.....	16
表 3 我国马铃薯人均消费量很低，薯片市场空间广阔	19

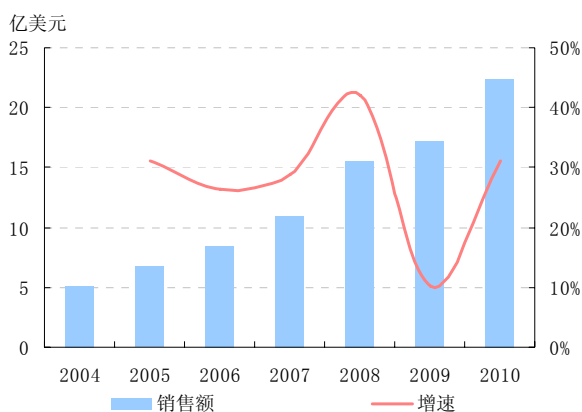
一、旺旺的今天就是洽洽的明天

1. 旺旺发展历程：从一个仅生产米果的企业蜕变成业务多元化的食品饮料公司，目前市值接近千亿港币，股价三年翻三倍

旺旺是中国最具领先地位的食品和饮料制造商之一，是中国最大的米果生产商，其米果、风味牛奶和软糖的市场占有率分别达到 68.6%、40.6%和 28.5%。过去二十多年，公司从一个仅生产米果的企业蜕变成业务多元化的食品饮料公司，近六年收入复合增速 28%，利润复合增速 32%，各类单品收入复合增速保持在 20%-40%，毛利率超过 40%。

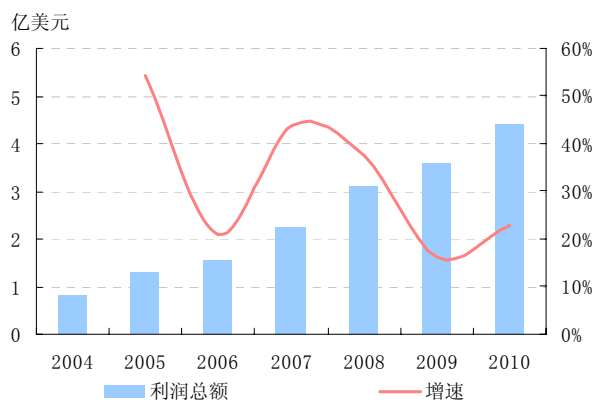
公司除了主营业务保持高速增长外，在资本市场上也给予了投资者很好的回报，最近 3 年股价翻了 3 倍，市值目前已经接近 1000 亿港币。

图 1 2004-2010 年收入复合增速 28%



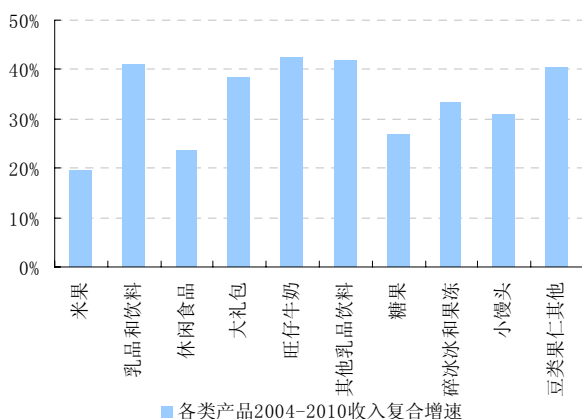
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 2004-2010 年利润总额复合增速 32%



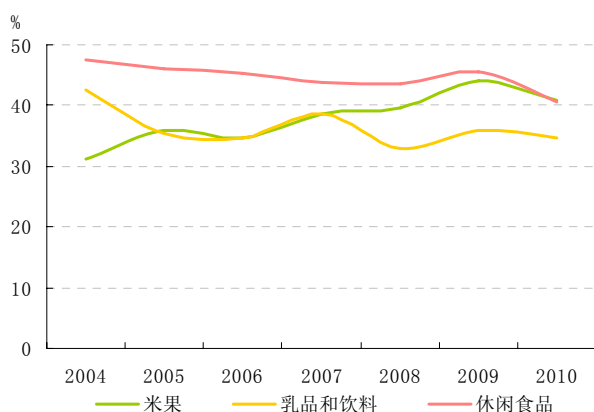
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 2004-2010 年各类产品复合增速 20%-40%



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 各类产品毛利率在 30%-50%



资料来源：公司公告、中投证券研究所

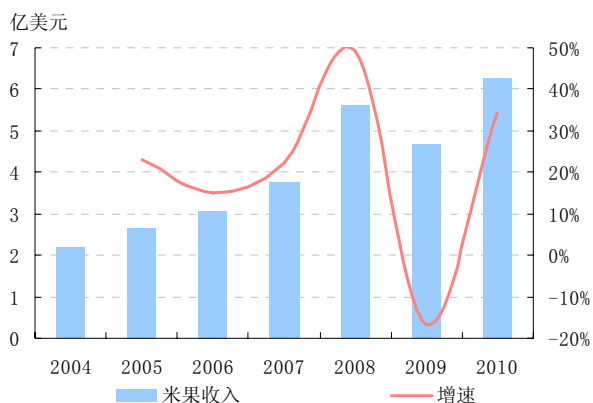
公司 92 年进入大陆市场销售鲜贝、雪饼等米果，是米果市场的龙头企业，市场占有率 68.6%。

公司是膨化食品市场的龙头，市场占有率 22.9%，94 年公司推出旺仔小馒头进入休闲食品市场，旺仔小馒头这一单品占休闲食品销售额的 18%，此外公司推出了多重休闲食品，包括果仁休闲食品，豌豆、海苔花生和蚕豆，还有饼干类黑白配、泡芙、珍棒。其后推出了市场上独一无二的茶滚冻和咖啡冻以及其他摇滚冻。

96 年通过旺仔牛奶进入风味奶行业，成为中国风味奶的领先企业，市场占有率 40.6%，收入规模深知超过米果产品；旺仔牛奶是公司的旗舰饮料产品，占饮料收入的 92%，成分添加了 DHA，售价比其他液态奶要高。其以味道与众不同、成分健康、包装精美作为卖点。后在 2003 年推出“0 泡果奶”非碳酸饮料和“邦德”即饮咖啡，2007 年推出了“哎呦益乐多”益生菌乳品。

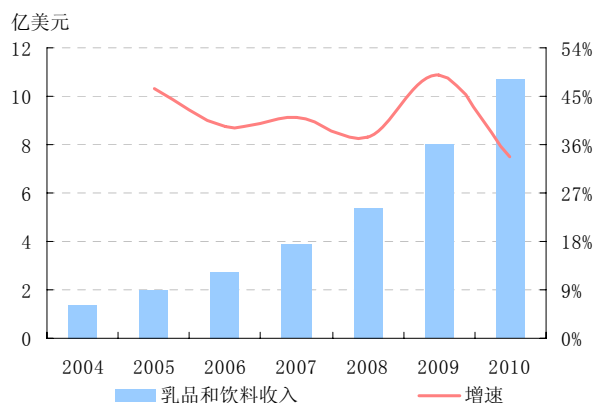
97 年和 05 年分别推出 QQ 糖和旺仔牛奶糖进入糖果市场，是软糖市场的龙头企业，目前市场占有率 28.5%。公司生产的休闲食品主要包括糖果、碎冰冰、果冻、小馒头以及豆类和果仁。公司糖果主要是软糖和牛奶糖。公司 1997 年推出 QQ 软糖，是国内市场龙头软糖生产商之一，2005 年推出旺仔牛奶糖，借助畅销的旺仔牛奶品牌形象设计，充分发挥两种产品交叉推广的机会。

图 5 米果业务 2004-2010 年收入复合增速 20%



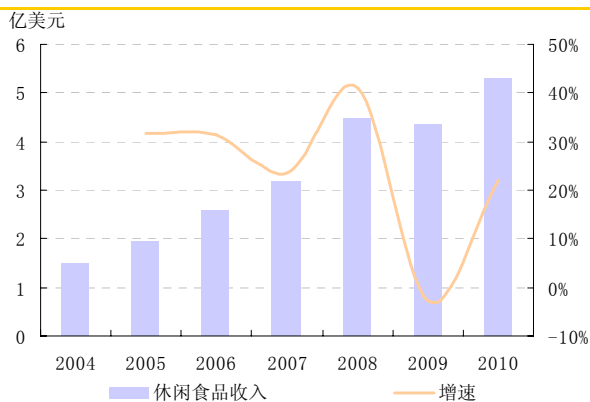
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 乳品饮料 2004-2010 年收入复合增速 41%



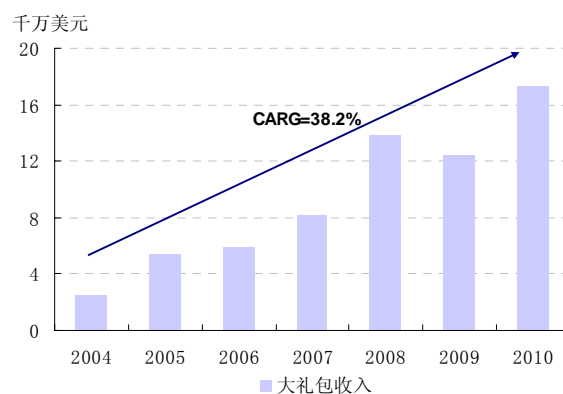
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 休闲食品 2004-2010 年收入复合增速 24%



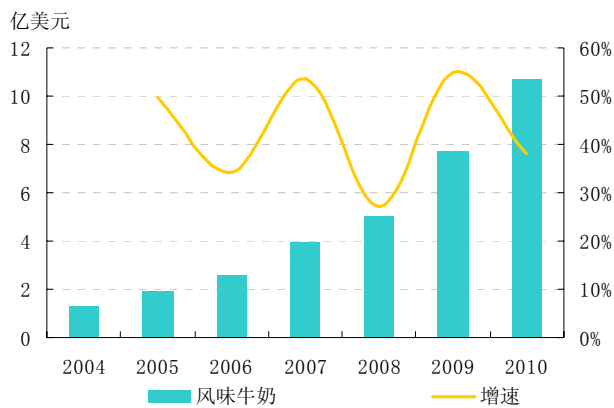
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 8 大礼包受春节时间影响波动，复合增速 38%



资料来源：公司公告、中投证券研究所

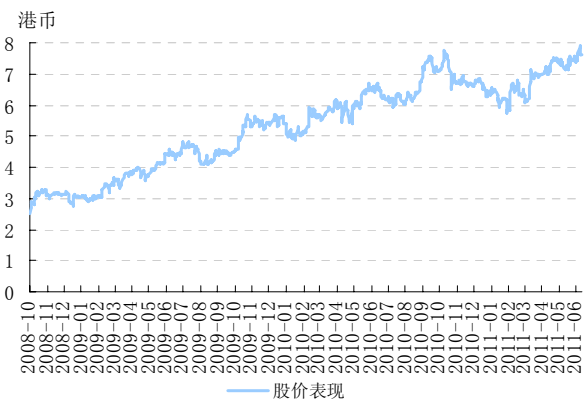
图 9 旺仔牛奶 2004-2010 年收入复合增速 43%



资料来源：公司公告、中投证券研究所

注：蛋白质含量在 2.9% 以上的定义为纯牛奶，蛋白质含量在 2.3%-2.9% 之间的定义为风味奶，蛋白质含量在 1.0% 至 2.3% 之间的定义为牛奶饮品。

图 10 公司股价表现：3 年 3 倍

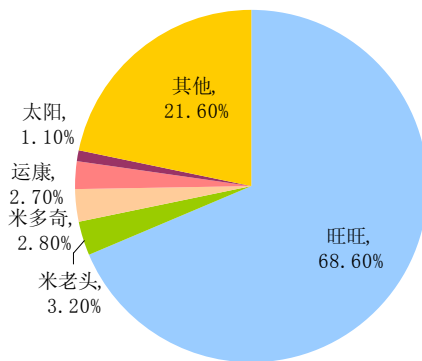


资料来源：中投证券研究所

2. 旺旺成功的几个主要因素洽洽都具备

行业集中度不断提高利好龙头企业。根据 AC 尼尔森的统计，中国休闲食品市场销售量和销售额分别保持 7.5% 和 8.4% 的复合增长率。休闲食品行业集中度不断提高，米果行业前 5 大公司市场占有率从 2005 年的 68.4% 提升至 2007 年的 78.4%，膨化食品前五大公司市场占有率由 2005 年的 50.2% 提升至 2007 年的 58.5%。旺旺在米果行业和膨化食品行业都具备绝对的优势。

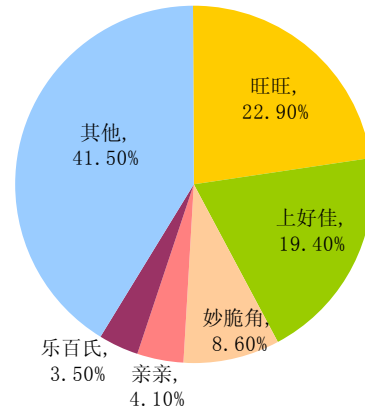
图 11 旺旺是米果行业龙头企业



资料来源：中投证券研究所

注：AC 尼尔森进行研究的地区涉及及超过 50% 的中国人口及接近 80% 的零售活动。在此范围内，AC 尼尔森对 6000 间高流量消费品零售店进行调查，包括卖场、超市、便利店、小食店、小食亭及其他店铺。

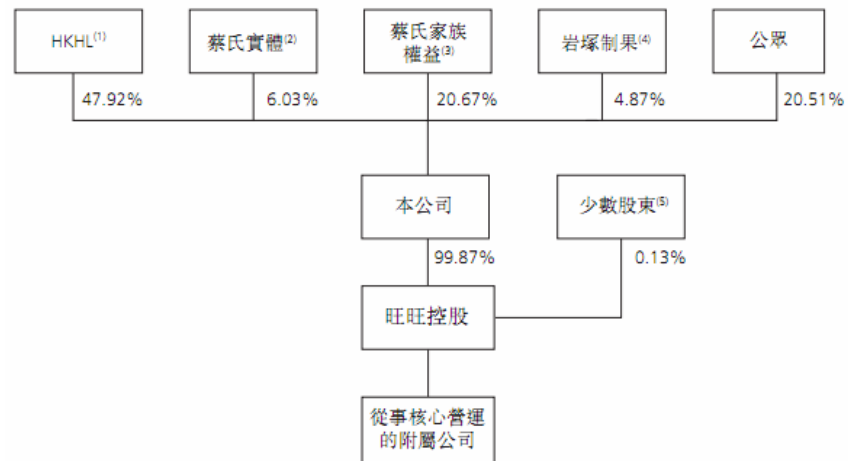
图 12 旺旺是膨化食品龙头企业



资料来源：中投证券研究所

拥有经验丰富的管理团队。同样是家族企业，管理团队如董事长、总经理、休闲食品事业部总经理都拥有 30 年以上食品饮料行业的经验，其他高管大部分加入公司也超过 15 年。

图 13 HKHL 的实际控制人是创始人



资料来源：公司公告、中投证券研究所

拥有品牌知名度，配合适当宣传。公司每年会用收入的 3%-4%进行广告推广，公司的广告与企业形象和文化贯彻一致，尤其把力量集中在电视黄金时段发放广告，也在日间儿童节目播广告。

多品牌策略成功。公司 2000 年开始公司采取多品牌策略，推出如 HAPPY、米太郎等附品牌，将产品推广至县乡镇，这使得公司米果产品市场占有率大幅提高。

严格成本控制。通过纵向整合制造和包装营运及增加在当地采购的原材料数量以管理生产成本。自设包装物料及若干原材料生产线。在公司内部为若干产品类别建立生产线及附属设备，大幅节省资本开支和生产成本。以中央管理方式采购大部分原材料，以获得规模经济效益及尽量提高与供应商的议价能力。

多元化产品组合。公司的产品品类非常丰富，包括米果类、乳品和饮料（风味牛奶、乳酸饮料、即饮咖啡、碳酸饮料、凉草茶及奶粉）、休闲食品（糖果、碎冰冰和果冻、小馒头，以及豆类和果仁）、其他产品（酒类）。公司率先开发了中国节日大礼包，进一步强化了整体产品组合。节庆主题的美观包装，是公司将新产品推向市场的有效方式，而且主要高峰期是产品进行营销的有效策略，公司 90%的大礼包是春节期间售出的。

开发新产品能力强。公司的研发活动目标明确，紧贴市场趋势。在新产品开发上不断力图独特创新，将产品开发的实力集中在改良现有产品和搜罗市场的成功产品上，新产品为公司未来增长和盈利不断注入动力。例如 09 年推出果汁饮料新品“口袋便利包”，占当年收入的 8.1%，2010 年收入已突破 7.93 千万美元。公司通过不断提高高毛利产品的份额，并推出高毛利产品如牛奶糖，O 泡果奶等高毛利新产品，毛利率不断提高。注重产品品质使公司可以以稍高的价格出售产品。公司在营销上不断加深儿童对品牌的认识，并进而扩展到家长层面。

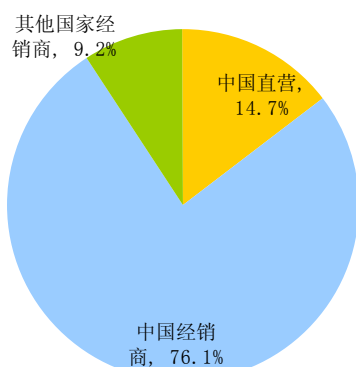
表 1 公司发展历程中从未停止研发新品

时间	事件
1962 年	宜兰食品工业股份有限公司在台湾成立，从事罐品农产品制造，主攻出口业务。
1983 年	与日本米果制造商岩塚制果株式会社合作开拓台湾米果市场，开始使用“旺旺”品牌。
1992 年	进入大陆市场，在国内销售米果产品，主要包括雪饼、鲜贝、小小酥等。
1994 年	在湖南成立首家附属公司，后在台湾、香港、新加坡和日本也设立了多家附属公司。
1994 年	推出了旺仔小馒头、豌豆、海苔花生和蚕豆、黑白配、泡芙、珍棒。
1995 年	推出了旺旺大礼包，专攻节庆和假日市场。
1996 年	凭借旺仔牛奶这种风味牛奶打开了乳品及饮料市场，在新加坡上市。
1997 年	推出 QQ 糖，旺旺碎冰冰和黑皮冰爆
1998 年	推出旺旺和旺仔果冻，其后推出了市场上独一无二的茶滚冻和咖啡冻以及其他摇滚冻。
2000 年	公司开始采取多品牌策略，推出副品牌以开拓县乡镇市场。
2003 年	“O 泡果奶”非碳酸饮料和“邦德”即饮咖啡
2005 年	推出旺仔牛奶糖，及其他范围广阔的不同产品，包括碎冰冰、果冻、小馒头、豆类以及果仁。
2006 年	旺旺控股获得了《福布斯》的亚洲 200 大最佳中小企业。
2007 年	推出了“哎呦益乐多”益生菌乳品。剥离了非核心营运的业务，私有化重组后在港交所上市。
2009 年	推出果汁饮料新品“口袋便利包”。
2010 年	推出定位清晰口味独享的口袋包饮料及非油炸的 Q 米面产品。

资料来源：中投证券研究所

拥有庞大的分销网络和完善的经销渠道。公司拥有全国性的销售和分销网络，有 330 个销售办事处和 15000 多家第三方经销商。85% 的产品通过批发经销商售卖，其余以直销方式售予超级市场、大型超级市场、连锁店及便利店等零售商。在台湾、香港、新加坡及日本都拥有业务，也将产品销往泰国、韩国、美国及加拿大等市场。公司经营 34 个生产基地及 106 家工厂，共 288 条生产线。生产基地靠近目标市场，有利于提高市场渗透率和增加分销效率，以及改善预测和迅速的回应市场变化的能力。对批发分销商分销网络进行积极的管理，每年检查每家经销商的表现，积极提高分销渠道效率。

图 14 旺旺拥有广布全国的销售网络



资料来源：中投证券研究所

图 15 旺旺拥有广布全国的销售网络



资料来源：公司公告、中投证券研究所

都是主要采取经销商模式，在各地建立办事处，管理制定区域的经销商，并负责发展新的经销商和零售商，作为指定区域经销商联络的中心，以有效控制经销商数目，防止其过分集中，同时管理其取得的销售订单；办事处的销售

人员要定期巡视经销商和零售商，以确保其有足够的存货数量，产品在有效期内出售给终端顾客，并按照公司的价格指引定价。办事处也会按总部的要求去进行营销或推广活动。经销商为独立第三方，一般为本地经销商，而非全国经销商，每家第三方经销商自行负责建立销售网络及与其客户接洽，客户为分销商或零售商，他们再将产品卖给消费者。公司每个省份与多家经销商保持联系，降低对某一经销商的依赖。

为扩大产品分销网络及加强产品的渗透率，公司的销售代表负责与现有批发分销网络并未覆盖的中小型零售商接洽。每名销售代表均获分配一条标准线路，负责处理每个销售点（包括超级市场、独立式经营的小店、餐厅、学校、运输枢纽、旅游点、零售亭、娱乐场所和网吧）的情况、直接向该等销售点收集销售订单。然后再将销售订单转交给选定的经销商群，让他们负责交付货品等物流支援。公司能够在较短时间内向市场推出新产品，此渠道降低了公司对经销商的现有客户基础的依赖，是公司能够加强控制终端零售商，直接与零售商商议零售价。经销商不可在指定分销地区销售竞争对手产品，并且要遵守价格指引。公司设定了每月经销商最低销售目标，也设定了最高供应限额，公司能够控制经销商的销售和库存。办事处代表定期巡视经销商和零售商，确保其有足够存货可以出售给终端客户。

公司也会把产品直接销售给你现代零售商，为增加销量，公司会向直销客户提供一些优惠，并进行推广活动，如特别展览、商业活动及宣传活动，以提高市场占有率和扩大分销层面。

公司目前实施“强网计划”和“送旺下乡”业务。强网计划即对一、二线城市的客户资源进行切实有效的整合，从中挑选优质客户签订独家经销合同，推广资源和终端源的有效组合，以 330 各办事处为管理单位，推行渠道精耕，增加终端网点陈列面。送旺下乡是从 2007 年 11 月开始，在全国 30 个省市自治区近 1500 个县乡级城市推动，覆盖约 40 多万个网点，未来公司将继续对上规模的县级市场按产品分线经营，透过 3000 多名专业送旺营业代表和送旺专车将产品送到中国各地的万村千乡。公司销售人员 2008 年从 7771 人上升至 2009 年 14316 人。

图 16 “送旺下乡”



资料来源：中投证券研究所

3. 洽洽与旺旺的风险也相同

面临原材料剧烈波动带来利润率波动的风险。旺旺和洽洽的原材料成本占总成本比重的70%以上，原材料的波动会带来利润率的波动，同时原材料波动不利于比较小的品类做大。旺旺受大米、白糖、进口奶粉价格的影响。

新产品开发面临市场接受风险。新产品成功与否有赖于公司迎合消费者的口味及饮食习惯的能力，以及消费者是否喜爱产品。消费者的喜好和消费习惯会随时转变，可能会对原来的产品消费量出现下降。能否及时推出新产品迎合消费者喜好非常关键。

产品的销售受季节性因素影响。休闲食品、礼品装的销售额一般会在传统节日假日上升。通过儿童时期就建立起客户对品牌和产品的认识，公司的策略是客户与产品共同成长，其未来子女也是未来的客户。

受宏观经济影响。2009年受金融危机的影响，公司米果类和休闲食品销售额分别下降16.6%和2.8%，但乳品和饮料因新品口袋便利装和送旺下乡进一步提升业务在农村市场渗透率，销售额大幅增长48.9%。大礼包受春节日期差异影响同比下降10%，但如果仅按春节期间销售收入来看，大礼包销售收入同比增长了10%。

二、洽洽有望成为像旺旺一样的休闲食品行业巨头

1. 公司是坚果炒货行业的绝对龙头，过去10年收入复合增速36%，高毛利反应品牌溢价，品牌优势易于从坚果炒货向休闲食品领域延伸

公司是坚果炒货行业的龙头企业，2010年收入21.44亿，是唯一一家销售规模超过10亿元的大型企业。主要产品有葵花子类、西瓜子类、豆类、南瓜子类、花生类等传统炒货产品和以开心果、核桃、杏仁等高档坚果产品。公司先后通过电视、网络、平面媒体等渠道投放了大量广告，1999年树立洽洽瓜子品牌，2000年洽洽瓜子的销售收入1亿元，到2010年达到21.44亿元，十年复合增速36%。是消费者最喜爱的炒货品牌。目前销售收入在1-10亿元的企业主要有真心、正林、徽记、阿明、天喔、大好大等。洽洽超过了市场上第二至第五名四家收入总和，处于绝对的龙头地位。

图 17 葵花籽是收入主要来源

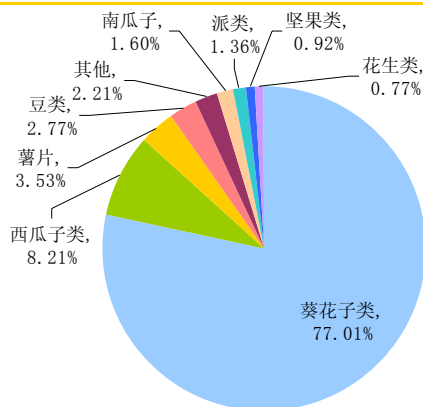
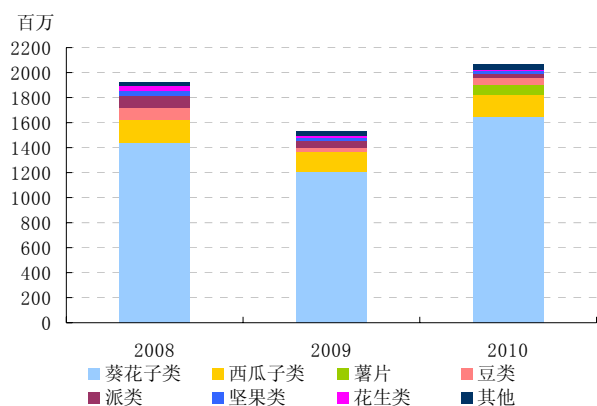


图 18 开是从传统炒货向休闲食品转型



资料来源：公司公告、中投证券研究所

资料来源：公司公告、中投证券研究所

炒货行业的企业都开始向新的领域延伸，四川徽记目前收入大约 7 亿，去年 4 月融资 1.2 亿以后，加大了豆腐干扩能技改项目，对原有的南溪豆腐干厂进行改造和升级；天喔向话梅等领域扩展；在安徽本地，洽洽的主要竞争对手是真心和小刘，真心目前收入大约 6 亿，小刘大约 1 亿。

从盈利能力来看，公司的毛利率处于行业较高水平，毛利率是品牌溢价的体现。公司产品价格比同类品牌高 5%-10%，净利率超过 7%，远高于行业其他企业不足 1%的水平，说明在炒货行业公司的品牌力远强于其他企业。

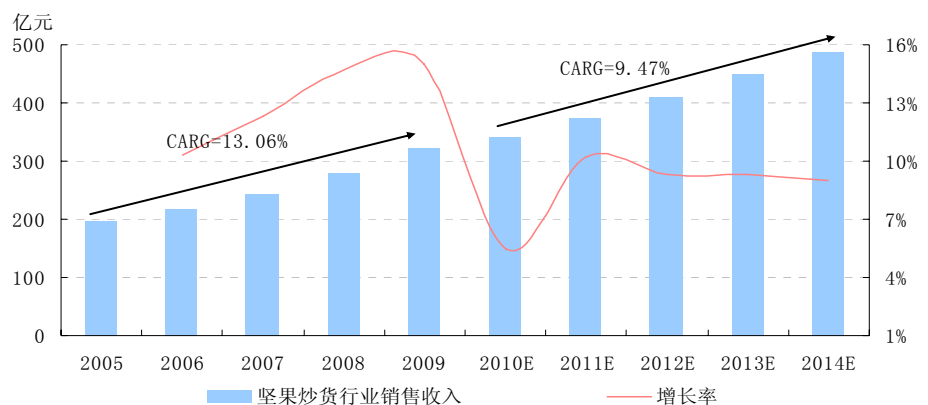
公司利用品牌优势和差异化非油炸薯片已经实现从炒货向休闲食品的成功过渡。洽洽品牌的定位就是迎合年轻人的休闲食品，推广快乐的味道。

2. 公司市场占有率不足 7%，市场集中度提高空间大，超募 13.6 亿，大量现金可以用来收购

坚果炒货行业销售收入在 05 年至 09 年实现了 13.06% 的年复合增长率，到 09 年已经达到 322 亿元，预计未来仍将保持 10% 左右的增速，目前炒货行业已占全国休闲食品社会零售总额的 35% 左右。相比行业龙头企业行业市场占有率仅 6%-7%，前五家市场份额仅 13%，行业集中度还有很大提高空间。最近一年原材料价格上涨了 10%，许多二线品牌企业都面临成本压力，再加上公司上市后资金充足，正是进行行业整合的时机。

因此我们认为公司也会抓住机遇通过收购加快行业整合。公司通过收购比自建产能有三方面的好处：首先，在一些销售相对薄弱的地区，收购当地二线区域品牌，可以扩充公司的销售渠道，比起通过竞争取得优势相对更容易；第二，通过收购可以快速的贡献产能。消灭竞争对手，提高市场占有率；第三，收购一些优秀的休闲食品企业，可以丰富公司的产品种类。

图 19 坚果炒货行业销售收入

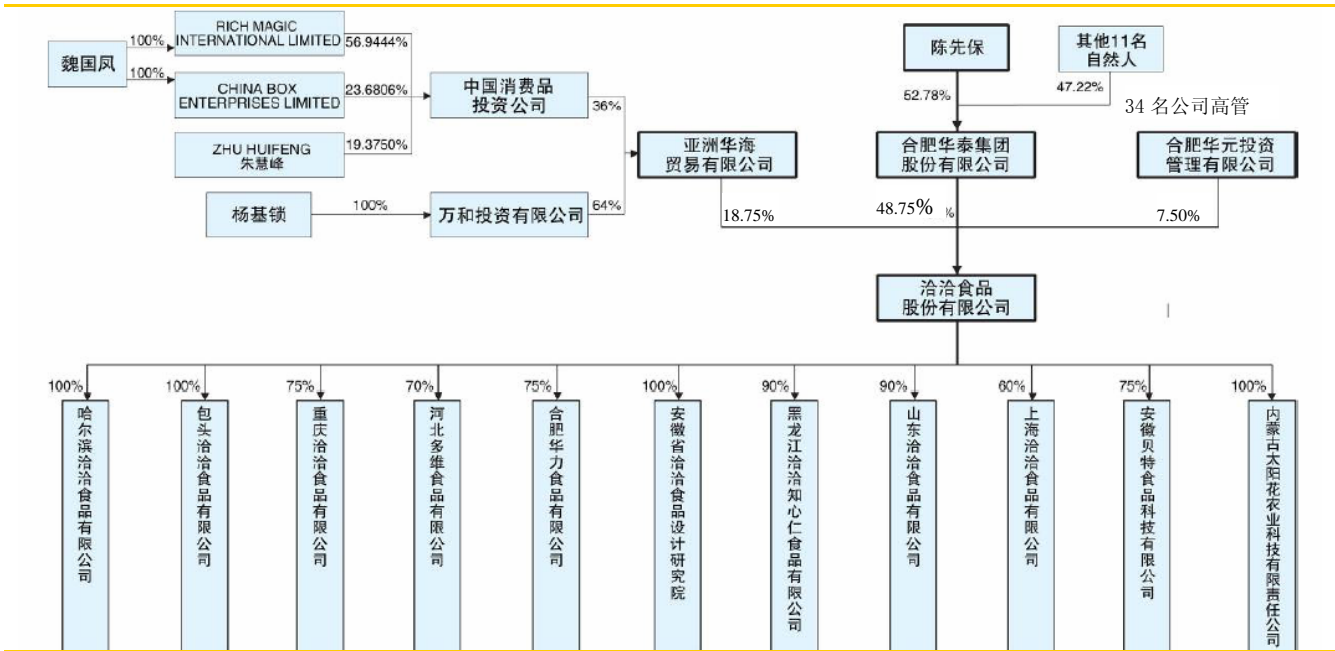


资料来源：招股说明书、中投证券研究所

3. 具备管理团队优势，激励机制到位

董事长陈先保先生经营食品行业十几年，在炒货行业率先将瓜子制作工艺变炒为煮，推出洽洽香瓜子，并经过一系列的营销创新，成功的使洽洽成为了炒货行业的第一品牌。公司 34 名主要管理人员都有持股，而且在公司都干了很多年，管理层激励机制和稳定性好。

图 20 公司股权结构



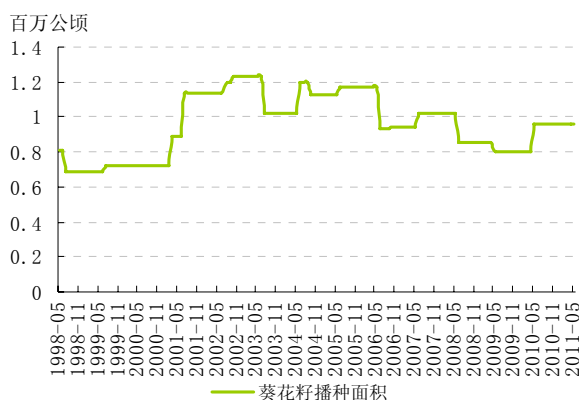
资料来源：招股说明书、中投证券研究所

4. 不断加大原材料掌控力度以控制成本波动

原材料成本波动是公司的主要风险。瓜子类原材料成本分别占公司生产成本的 70%左右。原材料价格主要受当年的种植面积、气候条件以及市场供求等因素的影响。目前全球葵花籽产量稳定增长，经达到 3200 万吨，中国已跃居全球第五大葵花籽生产国，目前产量约 2 百万吨。葵花籽的高产量保证了我国炒货的充足供应。我国核桃和杏仁产量也稳步增长，至 2009 年，核桃和杏仁产量分别为 91.5 万吨和 3.5 万吨，年复合增长率分别为 6.74%和 4.14%。

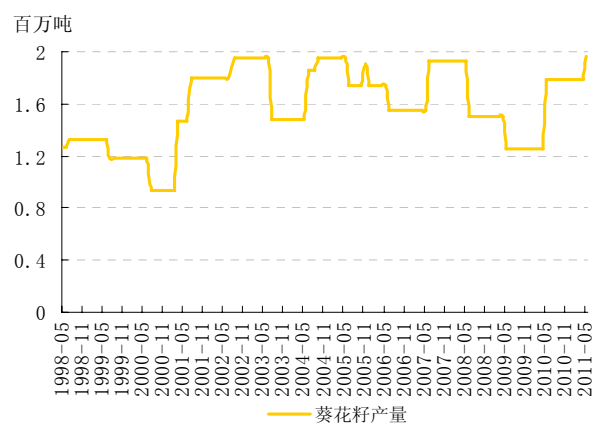
原材料价格波动剧烈会带来的利润率的波动，同时原材料波动不利于小品类做大。公司目前主要通过两种方式解决这个问题：一是通过分散采购；二是通过加大与原材料基地的合作力度。

图 21 中国葵花籽播种面积同比有所提高



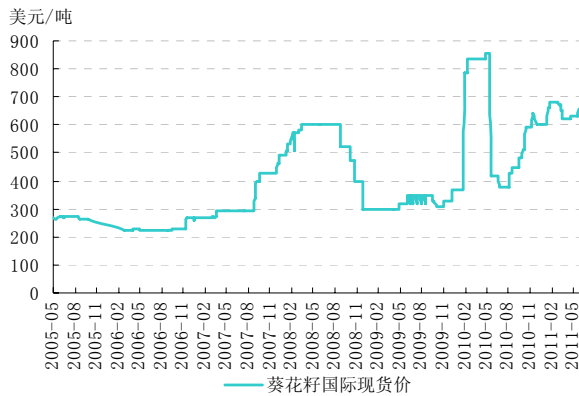
资料来源：美国农业部、中投证券研究所

图 22 中国葵花籽产量近期有所提高



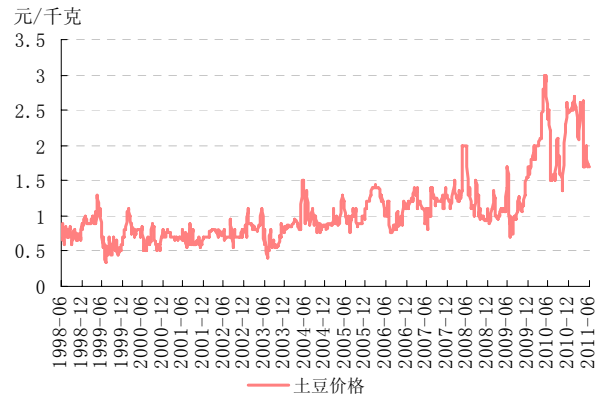
资料来源：美国农业部、中投证券研究所

图 23 葵花籽国际现货价格



资料来源：农业部、中投证券研究所

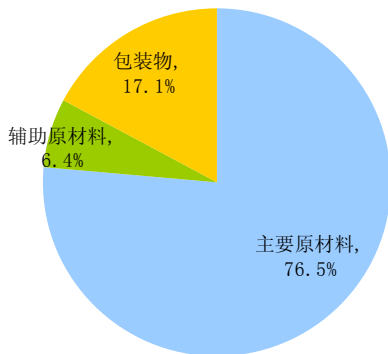
图 24 土豆价格已经下降



资料来源：农业部、中投证券研究所

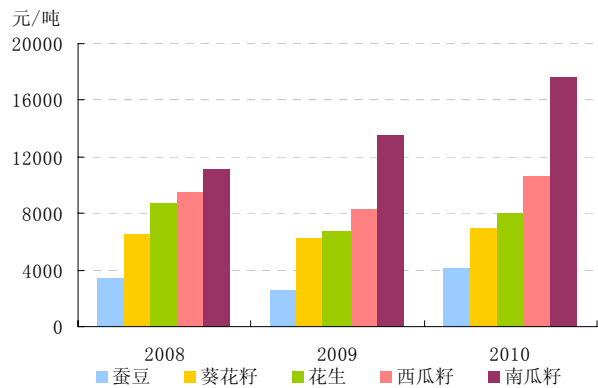
公司原料属于农产品，季节性强，每年9月份开始采购原料，至次年的8月份为一个采购年度。2007年之前公司采用集中季节性采购方式，即9-12月原料集中采购量占采购年度的80%以上。集中采购集中储存，也是当时行业通行的采购模式。2007年开始，公司开始逐步减少季节性集中采购量，2008年之后，公司调整采购策略，采用均衡采购模式，即每个月都有采购计划量，降低9-12月的集中采购量。9-12月原料采购量占采购年度采购量从2007年的79%降至2009年的54%。通过分散采购能够平滑成本。

图 25 成本结构



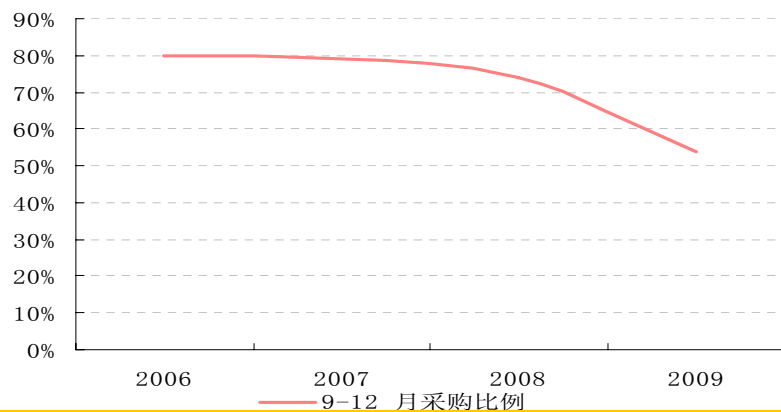
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 26 原材料波动比较剧烈



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 27 季节性集中采购向均衡采购模式转变



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司未来将加大对原材料的控制力度。公司计划来自控原材料占比达到40%，自控即“公司”+“农户”模式，公司从政府租地，提供给农民，给予其种植上的专业指导，产品成熟后公司回收。现在内蒙已经做了一个示范基地，如果能够实现40%自控，每年可以减少原材料成本7千万至8千万。

09年收入下滑为公司在成本波动下如何保证利润和收入提供了宝贵的经验。09年收入下滑主要有三个原因：首先，08年由于天气原因，原材料价格涨幅较大，公司在价格大涨时大批量采购原料，导致成本处于高位；第二，通常公司都是在上半年提价，根据公司经验，一般提价8%-10%消费者不会有太大的反应，但09年原材料价格上涨幅度较大，为了保持6%以上的净利率，公司于08年10月策划提价，再和经销商谈判，到12月才能真正切换过来，紧接着1月份是春节旺季，影响了春节销售，行业内除了真心其他都没有提价，同时09年春节距年初很近，这一方面使销售受08年提价的影响更为明显，另一方面也使公司一部分09年的春节收入折入08年收入里，由于提价幅度太大而且时间不合适，促销也没有跟上，造成收入大幅下降。此外，经济危机也有一定的影响。未来原材料波动时，公司会更好的制定提价计划以避免类似情况发生。

5. 产品创新能力突出，推广新产品能力强，保证持续的高增长

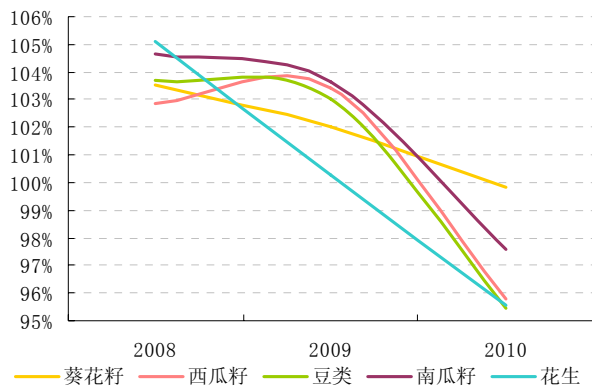
企业成长的每一步都离不开技术的创新，公司创新能力很强，率先将坚果炒货的加工方法“变炒为煮”，开发并建成了我国第一条坚果炒货机械化流水线，创新性的对主要产品大规模使用了纸塑包装。除了对在工艺上作为行业的领先企业，公司每年还会推出很多新产品。

公司将立足于传统炒货领域，实施主导产品多样化战略，在目前细分市场份额排名第一的葵花子类产品和小片西瓜子类产品基础上，力争再培育若干细分市场份额第一的炒货产品，如花生、南瓜子。未来精简产品线，集中精力在拳头新品的开发及推广。休闲食品行业竞争激烈，新产品层出不穷，必须不断开发新品迎合消费者需求，公司一直坚持产品多元化战略的原因。

原来一些品类销售规模仍比较小，主要原因有三个：一是因为进入市场时间较短，目前产品尚处于市场培育期，所以市场影响力有限。二是过去公司贪多贪快，新产品研发投入精力不够，而且做炒货相对容易，公司给的费用也多，所以老的经销团队不愿意下力气推广新产品。三是一些豆类原材料价格波动过大，不利于做大。

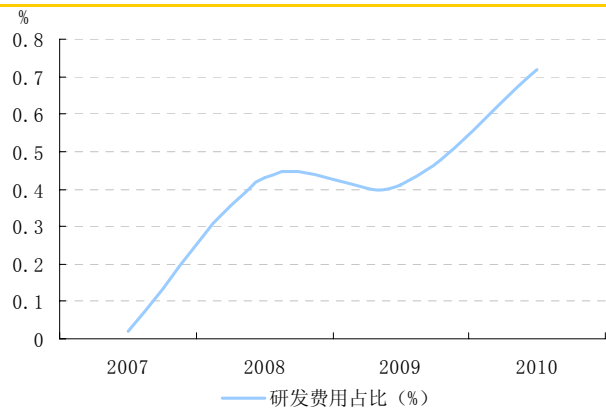
公司总结了以上经验，这两年果断砍掉了部分实验不成功或者不适合公司的品种。未来公司要进行产品聚焦，在产品线中选一两个品牌来重点做，例如“喀吱脆”“怪U味”；并且以后公司在推新产品时会成立独立的团队进行。公司目前在进行管理架构改善，实施产品人制度，从原料、生产工艺、包装、营销策划都由一个产品人负责。过去公司推广新产品从开发到销售由不同的人负责，新产品由研发部门开发出来之后，先拿到市场卖，如果效果不好慢慢就退回来了。去年开始公司实施产品人制度，每个产品人相应对各个产品负责，从原料、生产工艺、包装、营销策划都由其负责，产品销售的好坏都由产品人自己负责，目前有10个产品人，每一个新产品都是所有领导一起讨论，研发销售等各部门都大力推广，一个产品人可以调动各个环节的资源。

图 28 公司各产品产销率都在 95%以上



资料来源：公司公告、中投证券研究所

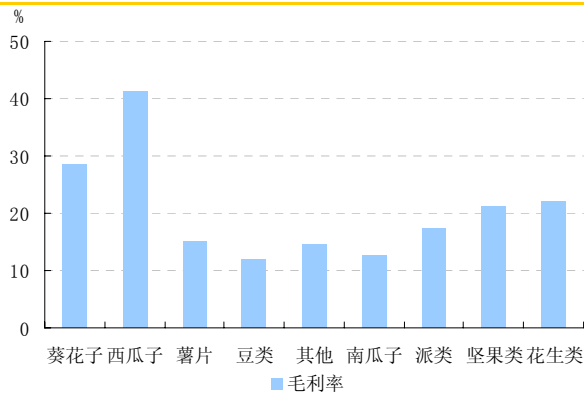
图 29 研发投入占比不断提高



资料来源：公司公告、中投证券研究所

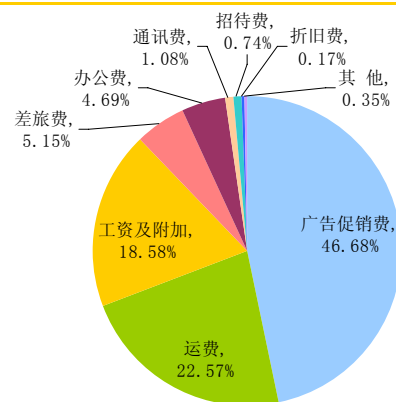
推新品一方面可以保证持续的高增长，另一方面也可以不断提高企业的利润率。例如前几年公司开发的小儿香西瓜子、葵珍等产品毛利率较高，市场需求旺盛。在原材料供给能够满足的情况下，未来将加大这类产品的产能，这些高端产品也会对利润率提升有较大贡献。未来公司将逐步提高产品附加值，并加大营销费用的投入力度。公司已经是炒货行业的领先者，未来要学习其他成功的休闲食品企业发展战略，一是提高产品毛利率，例如旺旺等企业毛利率超过 45%，而公司毛利率仅 28%；二是加大营销费用投入力度，例如旺旺等企业营销费用和管理费用占收入 40%左右，而公司还不足 20%。因此，公司未来将通过加大对上游原材料的掌控力度来控制成本，并且不断推出高附加值的新产品逐步提高公司的毛利率水平；过去公司为了追求利润，控制费用的投入，未来会加大费用投入吸引更多高端人才加入，并加大广告、销售渠道的投入力度。以前广告费用大约 6000 多万，2011 年广告投入计划大约 1.3 亿。

图 30 2010 年各产品毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 31 销售费用各部分占比



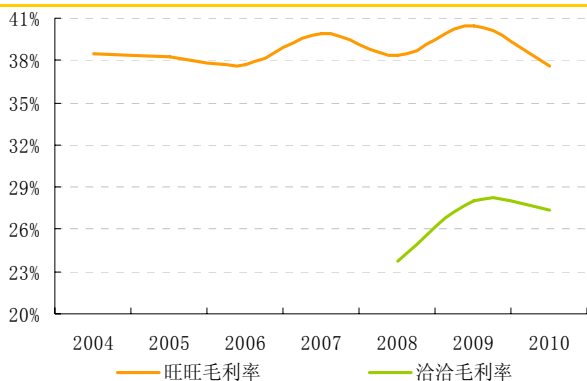
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 旺旺和洽洽各项费用比较

	毛利率	净利率	销售费用率	推广和广告费用占比	研发费用占比
旺旺	37.6%	16.0%	12.4%	3.3%	0.24%
洽洽	27.4%	7.5%	13.2%	6.1%	0.72%

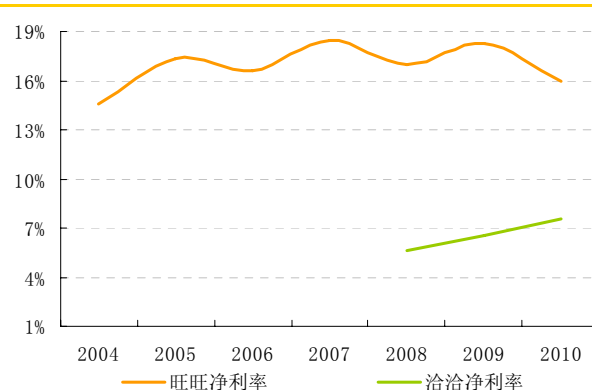
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 32 洽洽毛利率比旺旺低十个点



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 33 洽洽净利率比旺旺低十个点



资料来源：公司公告、中投证券研究所

6. 拥有稳定的渠道，易于进行新产品快速铺货

公司目前已经建立了覆盖国内大中型城市的全国性销售网络，各个地区收入贡献比较均衡，终端掌控能力强，市场反应速度快，销售渠道稳定、通畅，利用强大的品牌优势，公司可以模仿复制并占据领先优势，发现有好的产品拿过来在短时间内就可以在全国大范围铺开。

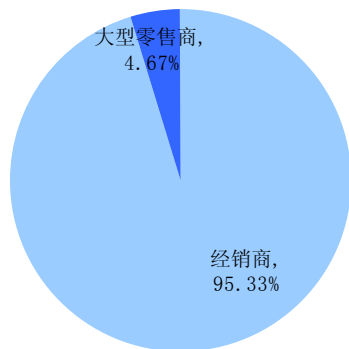
图 34 公司销售网络



资料来源：中投证券研究所

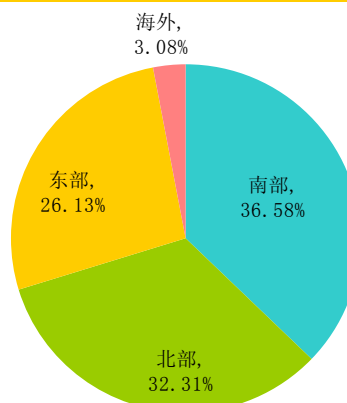
在重点城市公司大力实施“渠道精耕”战略，对渠道形态进行进一步细分，深度开发细分市场。一是在国内选择一批知名度高、经营实力强的国际卖场、内资卖场、商超连锁作为公司业务合作伙伴，逐步提高直营渠道的销售比重。近年来大型零售商的收入不断提高，今年公司计划把大型零售商从 4 家提高至 8 家。通过大型零售商销售可以减少中间环节利润的损失，也有利于培育公司的品牌。二深度开发传统渠道，在中心城市着重掌控核心渠道，全面打造核心经销商的服务能力；拓展二三线城市市场、开发扶植县级及弱势区域的经销商，将中小型经销商做大做强。三是积极培育学校、加油站、高速公路服务区、网购、夜场、休闲茶舍、行业联营等新的渠道市场。目前公司在 234 个 A 级城市拥有 1000 多个独家一级经销商，不能销售其他公司同类的产品。经销商会铺货铺到一些公司覆盖不到的小商场和零售店，目前从收入结果来看，经销商销售的产品 80%在零售店，20%是来自公司覆盖不到的商超。

图 35 渠道主要是通过大型零售商



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 36 国内收入来源比较均衡



资料来源：公司公告、中投证券研究所

在县乡镇地区公司今年推进“ABC 城市达标工程”和“千县万乡”计划，并最终建立全国中心城市、地市级城市和县乡（镇）全覆盖的市场体系。过去公司注重经营层次，将城市分为 ABC 类，333 个地级市做了 234 个 A 级城市，而 1997 个县只做了 400 个，去年起公司将县城做到营销方案内，去年县乡市场增长了 50%，未来县乡要与 ABC 类城市并列。公司将会专门成立县乡开发组织，可能会推出低价经济装的产品。县城目前贡献收入的 10%左右，2011 年突破县乡后，收入占比计划提高的 30%。在县乡镇的销售仍是通过代理商铺开，过去由于收入水平的问题，公司选择了先城市后农村的战略，现在公司会先在 1000 多个县乡中选择收入水平较高，经济实力最强的 1/3 先铺开，计划找 160 个经销商，每个县平均 2-3 个销售业务员与总代理一起下沉，根据县乡的销售效果，销售人员将从 2010 年的接近 1000 人提升至 2011 年的 1500-1800 人左右。县级经销商目标一年贡献 100 万的利润，国内中小型城市及农村市场将是公司下一轮的增长点。

公司设有海外销售部专门负责国际市场的开拓和销售，采用国外经销商经销的方式销售，目前产品主要出口到中国台湾、马来西亚、印度尼西亚、越南、美国、加拿大、澳大利亚、新西兰、中东等国家和地区。下一阶段要进一步重点开拓东南亚各国市场，同时积极拓展中东、美洲、澳洲等部分国家市场。公司海外销售的毛利和国内基本相同或略高，为 30%左右，净利率也略高于国内，为 8-9%，如果再加上退税的话净利率可达 15%。目前公司在海只是通过贸易来做，还没打品牌，去年海外销售增长 37%以上。未来公司要逐步推进品牌和渠道建设，以后要在海外中心市场建立工厂，在主流市场要建渠道。另外，公司通过调查发现，在回教国家以及俄罗斯、印度、西班牙等国，瓜子市场很大，当地人们也爱吃瓜子，甚至不亚于中国，为公司未来的海外扩张提供了很好的目标市场。目前公司海外业务还不是很大，大约 1000 多万美元，11 年增长目标为 50%以上。

公司市场掌控能力强，和经销商合作的策略使得公司占据优势地位。一级经销商实际上只是起到运输配送的作用，公司会通过一级经销商和二级经销商建立联系，一个季度对一级经销商考核一次，如果一级做的不好，利润下滑，会从二级经销商选一个出来替代一级经销商。开拓市场的费用公司承担 60%，经销商承担 40%，公司有专门的稽核部去检查，做完之后报销 60%。对于合作的商超，返点在 25%-30%左右。公司还有销售管理部，到年底 12 月份，为防止销售人员冲业绩让经销商压货，有规定 12 月给经销商发货不得高于上一个月的销售量的 120%。稽核部会去检查市场和经销商的库存，并且要求经销

商每个月出报告汇报情况，要求销售人员每个季度要把所有经销商跑一边。产品有识别码，查到窜货会严惩。

拥有对销售人员的完善的考核和监督体系。销售人员工资分3部分，第一部分是基本工资，占收入的30%；第二部分是绩效工资，由其业绩决定，占收入40%左右；第三部分是根据公司对他的考核，包括上架率、铺货率、执行力、货架上产品的货龄来决定，占收入的30%左右。除此之外，在年底还有业绩奖金，根据超额完成的任务量给其激励。原来公司只对业务员的总体销售额有要求，从今年开始，除了规定产品总的销售额，还规定各个品项的销售额，而且建立了一个手机订单系统，通过GPS每个业务员每天跑了多少家公司、是什么路线从系统都可以看到，一般每天20-30家店。

三、未来 30%复合增速，百亿收入可期，增长来自炒

货优势产品渠道下沉和休闲食品领域新产品的推出

1. 新产品薯片今年收入有望突破5亿，贡献超过20%的增长

休闲食品市场容量巨大，仅休闲食品中薯片一类，目前全球油炸薯片的年销售额已经突破200亿美元，仅美国乐事食品一年的年销售额就达到80亿美元。目前中国薯片行业收入200多亿，其中油炸薯片占150多亿，非油炸薯片占50多亿。美国的马铃薯食品占美国食品市场约31.7%左右的份额，品种多达70-80中，美国人均马铃薯食品年消耗量约为60kg左右，其中人均薯片消费量约9kg左右；日本马铃薯的食品加工率约在70%左右，每年350万吨马铃薯产量中50%用于薯片、薯条生产加工。相比我国鲜食率90%，薯片市场空间很大。

表3 我国马铃薯人均消费量很低，薯片市场空间广阔

	中国	美国
马铃薯人均消费量	18kg	60kg
深加工率	4%	80%
人均薯片消费量	<1kg	9kg

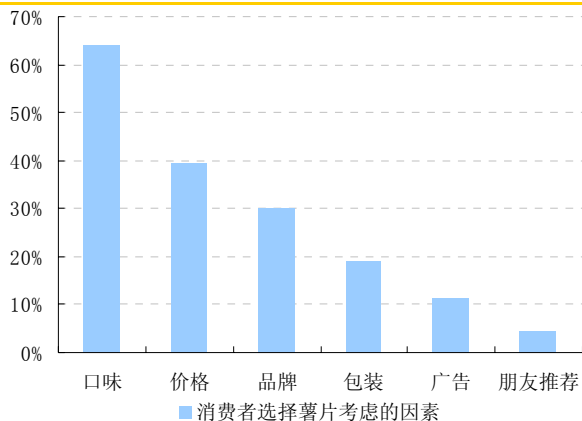
资料来源：中投证券研究所

薯片行业近几年成长很快，但主要是外资品牌，中国市场空间很大，应该有自己的民族品牌，并且应该超过外资品牌，例如在日本、新加坡本国的品牌消费都超过了外资品牌。薯片市场最大的几家包括乐事、可比克、上好佳、品客，多是外资品牌，主要生产油炸薯片。我国油炸薯片的年总销量5万吨，销售额达150亿人民币；复合薯片（如品客）销量超过10亿美元，目前我国复合薯片销量1.0-1.5万吨，品客在我国的销量为5-8千吨。

外资品牌的产品与公司产品在属性、特点、口感上均不同。消费者购买薯片产品的考虑的首要两个因素是口味和价格，与外资油炸薯片相比，洽洽喀吱脆薯片的口感更脆、价格更低，更受年轻人的喜爱。公司产品相对同行在质量上也有优势，公司的产品原材料有一部分是新鲜马铃薯做成土豆泥再加工，但同行基本都是用薯粉；而且公司产品是非油炸的，含油量只有油炸的一半，所以更健康。

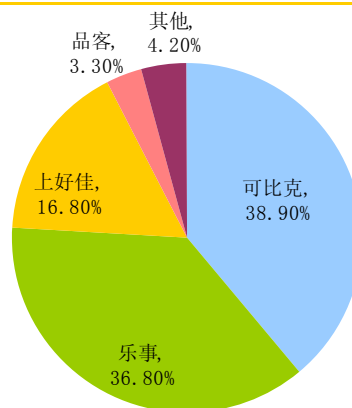
与同类非油炸薯片品牌泡吧小脆、乐吧相比，公司更具备品牌、规模、渠道、价格优势。乐吧销售规模接近 2 亿，单品售价 2 元，主要在北京天津销售，与其相比洽洽具备品牌和渠道优势；泡吧小脆销售额接近 4 亿，单品价格 3.9 元，销售额在萎缩，与其相比洽洽具备价格和渠道优势。

图 37 消费者购买薯片的首要因素是口味和价格



资料来源：中投证券研究所

图 38 2010 各品牌市场占有率



资料来源：中投证券研究所

2011 年主打产品薯片的规划收入超过 5 个亿，并推出了新品脆脆熊和薯乐脆。2010 年 7 月开始推广薯片，实现销售收入 7587 千万，市场反应良好，甚至出现断货。2011 年计划实现 5 亿收入，在组织架构、销售团队方面成立了专门的事业部负责薯片产品，目前有 165 个销售人员，2011 年要配到 300-400 人。公司 5 月份新加 4 条薯片生产线，逐步解决产能不足的问题。近期又推出了两个新产品：脆脆熊和薯乐脆，用新鲜马铃薯制作，毛利率超过 40%，脆脆熊主要为儿童开发，是小熊形状的薯片，包装也很卡通。而且由于公司已经具备品牌和渠道优势，新产品能够顺利的借助原先的渠道迅速的铺开，最早在广州深圳铺货，目前已经覆盖到北京、上海，今年计划在公司覆盖到的所有城市全面铺开。预计今年营销费用投入会有所提高，今年所花费的大量营销费用会逐步拉动对产品的需求，2011 年对收入也会有很大贡献，但对利润有明显贡献需要等到 2012 年。去年公司已经在非诚勿扰、快乐大本营等热门电视节目投放薯片广告，今年 1.3 亿广告投入主要是薯片产品。对于薯片产品给经销商的利润空间也会比瓜子略高一点。目前喀吱脆薯片产品 2011 年毛利率大约 20%，未来计划把薯片系列产品毛利率提高到 30%。

图 39 薯片系列新产品脆脆熊



资料来源：中投证券研究所

2. 传统炒货在县乡镇渠道下沉有望突破 6 亿，贡献 15% 的增长

在县乡镇地区公司今年推进“ABC 城市达标工程”和“千县万乡”计划，并最终建立全国中心城市、地市级城市和县乡（镇）全覆盖的市场体系。过去公司注重经营层次，将城市分为 ABC 类，333 个地级市做了 234 个 A 级城市，而 1997 个县只做了 400 个，去年起公司将县城做到营销方案内，去年县乡市场增长了 50%，未来县乡要与 ABC 类城市并列。公司将会专门成立县乡开发组织，可能会推出低价经济装的产品。县城目前贡献收入的 10% 左右，2011 年突破县乡后，收入占比计划提高的 30%。在县乡镇的销售仍是通过代理商铺开，过去由于收入水平的问题，公司选择了先城市后农村的战略，现在公司会先在 1000 多个县乡中选择收入水平较高，经济实力最强的 1/3 先铺开，计划找 160 个经销商，每个县平均 2-3 个销售业务员与总代理一起下沉，根据县乡的销售效果，销售人员将从 2010 年的接近 1000 人提升至 2011 年的 1500 人左右，原来县乡镇按销售人员很少，今年将增加 300 至 500 人。3 月公司对县乡销售人员进行了培训，5 月份产品在县乡将开始放量，国内中小型城市及农村市场将是公司下一轮的增长点。

3. 公司的规划是在十二五末达到 100 亿的规模

公司将立足于传统炒货领域，实施主导产品多样化战略，在目前细分市场份额排名第一的葵花子类产品和小片西瓜子类产品基础上，力争再培育若干细分市场第一的炒货产品，如花生、南瓜子。未来公司仍将以自主研发为主，开发更多休闲食品，同时也可能通过合资、兼并等方式借助资本市场加快发展。炒货行业自然增长速度约 10%-12%，优势企业的增速要远高于行业增速，未来传统炒货能够保持 20% 以上的增长，30 亿后增速可能会放缓，未来增长要靠不断推广新产品。葵花籽可以做到 30-40 亿，每年 20% 以上增长，西瓜子做到 10 亿以上，花生，核桃，开心果做到 5-8 亿，坚果炒货大约 60-70 亿，新产品薯片做到 20 亿，并购其他休闲食品企业可以贡献 20 亿，而且还会不断推出新产品，今年在研发饼干、膨化食品等，利用品牌、渠道优势可以保持快速增长。

四、盈利预测

未来三年的盈利预测关键假设如下：

1) 假设 2011 年葵花子价格涨幅大约 10% 左右；目前原材料价格已经开始下降。葵花籽种植面积今年与去年基本持平，去年涨幅超过 10%，今年到目前涨了 6%，已经出现下降趋势。

2) 假设土豆粉下半年维持在 10000 元/吨。土豆粉价格从年初的 14000 元/吨到目前 10000 元/吨，下半年有望回落至 9000 元/吨，10000 元/吨是盈亏平衡，回落至 10000 元/吨以下新产品薯片今年可以实现盈利，贡献利润主要在明年。

3) 假设全年产品价格提高 6%。一季度对产品提价目前已经反映到终端，二季度毛利率大幅回升。公司 3 月初只对传统产品葵花籽、西瓜子等进行了提价，提了 8% 左右，目前已经反映到终端销售收入，5 月薯片提价提了 13%，毛利率由之前的 15% 提高到 20% 以上，新推广的产品脆脆熊毛利率 40%。现

在综合毛利率比一季度提高了 5-6 个百分点，已经超过去年全年的水平（27.35%），提价目前来看对销量影响不大，大约减少了 3%销售量。

每年收入是上下半年 4:6，今年和明年过年早，因此今年上下半年的收入差别更大。预计上半年收入增长超过 30%，利润增长接近 20%；全年收入增长 40%，利润增长接近 30%，明年随着原材料成本下降和新产品盈利能力大幅提升，明年将进入利润高增长的阶段。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.0, 1.4 和 1.9，对应 PE 分别为 30, 22 和 16，维持强烈推荐评级。

附录：中投证券食品饮料团队近 6 个月来发布的报告

洽洽食品-下一个中国旺旺	2011/07/07
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴马火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16

双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即	2011/1/19
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
白酒行业-以五因素分析模型为工具，前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010/12/3
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010/11/29
古井贡酒-扩产能、布网点，加速回归一线名酒	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010/10/29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	816	3148	3593	4190	营业收入	2144	3007	3962	5065
现金	192	2263	2436	2727	营业成本	1558	2174	2840	3583
应收账款	42	74	98	125	营业税金及附加	3	4	5	6
其它应收款	3	4	5	6	营业费用	282	421	555	709
预付账款	46	65	85	107	管理费用	107	150	198	253
存货	531	739	966	1218	财务费用	2	-2	-13	-15
其他	2	3	4	5	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	406	408	399	396	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	248	258	260	257	营业利润	193	261	378	529
无形资产	89	89	89	89	营业外收入	12	12	12	12
其他	69	61	50	51	营业外支出	6	6	6	6
资产总计	1222	3556	3992	4586	利润总额	199	267	384	535
流动负债	618	839	976	1163	所得税	37	53	84	128
短期借款	170	200	200	200	净利润	162	213	299	407
应付账款	238	326	426	537	少数股东损益	10	13	19	27
其他	211	313	350	426	归属母公司净利润	152	200	280	380
非流动负债	30	30	30	30	EBITDA	195	292	404	558
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.01	1.00	1.40	1.90
其他	30	30	30	30					
负债合计	648	869	1006	1193	主要财务比率				
少数股东权益	48	62	81	108	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	150	200	200	200	成长能力				
资本公积	57	1907	1907	1907	营业收入	30.0%	40.3%	31.8%	27.8%
留存收益	318	518	798	1178	营业利润	56.2%	35.0%	44.9%	40.2%
归属母公司股东权益	525	2625	2905	3285	归属于母公司净利润	50.1%	31.4%	40.1%	35.7%
负债和股东权益	1222	3556	3992	4586	获利能力				
					毛利率	27.3%	27.7%	28.3%	29.3%
					净利率	7.1%	6.6%	7.1%	7.5%
					ROE	29.0%	7.6%	9.6%	11.6%
					ROIC	28.0%	32.1%	36.5%	43.8%
					偿债能力				
					资产负债率	53.0%	24.4%	25.2%	26.0%
					净负债比率	26.23	23.02%	19.89	16.76%
					流动比率	1.32	3.75	3.68	3.60
					速动比率	0.46	2.87	2.69	2.56
					营运能力				
					总资产周转率	1.96	1.26	1.05	1.18
					应收账款周转率	52	49	44	43
					应付账款周转率	7.96	7.71	7.55	7.44
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.76	1.00	1.40	1.90
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.89	1.00	1.58
					每股净资产(最新摊薄)	2.63	13.13	14.53	16.43
					估值比率				
					P/E	40.13	30.54	21.80	16.06
					P/B	11.62	2.33	2.10	1.86
					EV/EBITDA	31	21	15	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434