

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: 33.80元

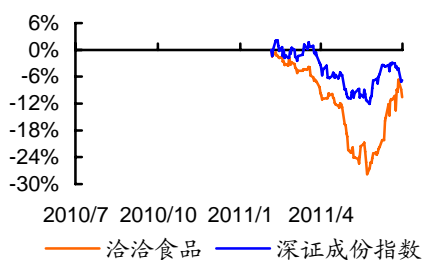
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12116.86
总股本(百万)	200
流通股本(百万)	50
流通市值(亿)	17
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	14.81	-1.66	0.00
深证成份指数	0.75	-1.96	2.73



相关报告

- 《洽洽食品-股价连续上涨点评: 进入利润率拐点的休闲食品新贵》2011-7-22
- 《下一个中国旺旺》2011-7-8
- 《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

002557

强烈推荐

中报符合预期, 毛利率持续回升

洽洽食品7月27日晚公布2011年半年度报告, 上半年营业收入11.42亿元, 同比增长32.58%; 利润总额和归属上市公司股东的净利润同比分别增长18.77%和17.05%, 实现基本每股收益0.39元/股, 利润分配预案是每10股派7元现金股利, 以资本公积金向全体股东每10股转增3股, 符合我们的预期。

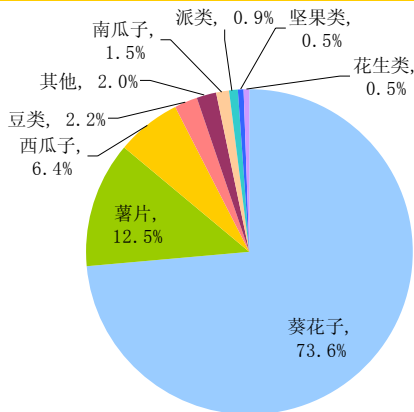
- 二季度单季各项财务指标较一季度明显改善。二季度单季营业收入5.75亿元, 同比增长32.79%, 收入继续维持高增长; 营业成本同比增长39.09%, 相比一季度43.94%的增幅有所放缓; 营业利润同比增长74.39%, 利润总额同比增长74.44%, 净利润同比增长58.23%。主要得益于二季度成本增幅放缓和产品提价效果显现。
- 上半年营收11.42亿元, 同比增长32.58%, 主要是传统炒货渠道在县乡镇下沉以及新产品喀吱脆薯片快速增长, 薯片上半年收入1.4亿, 贡献了16.24%的增长。渠道上, 目前公司的渠道已经覆盖全国的重点县城, 在一二线城市继续渠道精耕; 产品上, 对主要产品重新梳理和定位, 并通过新产品喀吱脆薯片成功进入休闲食品市场, 上半年实现1.4亿收入, 薯片系列产品将是公司近两年的重要增长点。
- 从各类产品收入来看, 产品线重新梳理后主营炒货类产品收入都获得较快增长。其中葵花籽收入增长22.48%, 西瓜子收入增长4.82%, 豆类增长14.83%, 南瓜子增长6.21%。薯片去年下半年才推向市场, 收入比重从去年的3.5%提高到今年上半年的12.5%, 已经证明了公司向休闲食品领域的成功转型。
- 上半年营业成本同比增长41.51%, 主要是原材料成本上涨, 伴随公司提价效果显现, 毛利率由一季度的22.00%提升至二季度的25.47%, 盈利能力大幅回升。原材料价格大幅上涨, 同时新产品薯片在初期预计无法盈利, 上半年毛利率由去年的28.56%降至今年的23.75%, 但随着提价效果显现, 盈利能力已经回升, 二季度毛利率较一季度提高3.47个百分点, 下半年的表现将更加明显。
- 上半年营业利润、利润总额和净利润分别同比增长14.82%、18.77%和17.05%, 慢于收入增长但远高于一季度增速, 主要因为毛利率的回升和政府补助增加。
- 维持之前对于全年收入增长40%, 利润增长30%的预期, 下半年盈利能力会继续提高。往年上下半年收入占比为4:6, 明年春节更早, 因此今年下半年收入占比应该更高, 新产品规模化之后盈利能力会提升。预测11/12/13年EPS1.00/1.40/1.92元, 对应PE仅35/25/19倍, 除去账面上接近8.68亿超募资金, 对应今年估值仅29倍, 按12年30倍PE, 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: 原材料价格下降, 下半年收购等事项
- 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	3021	4045	5176
同比(%)	30%	41%	34%	28%
归属母公司净利润(百万元)	152	200	280	384
同比(%)	50%	32%	40%	37%
毛利率(%)	27.3%	27.7%	28.1%	29.2%
ROE(%)	29.0%	7.6%	9.6%	11.7%
每股收益(元)	0.76	1.00	1.40	1.92
P/E	44.44	33.78	24.12	17.62
P/B	12.87	2.57	2.33	2.06
EV/EBITDA	35	23	17	12

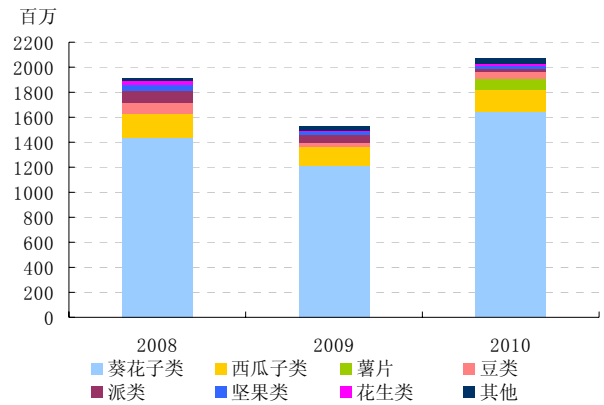
资料来源: 中投证券研究所

图 1 薯片已成为第二大收入来源



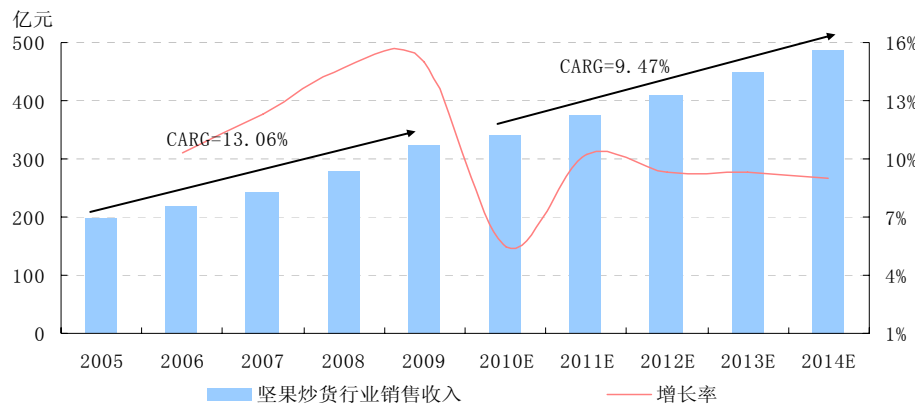
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 开始从传统炒货向休闲食品转型



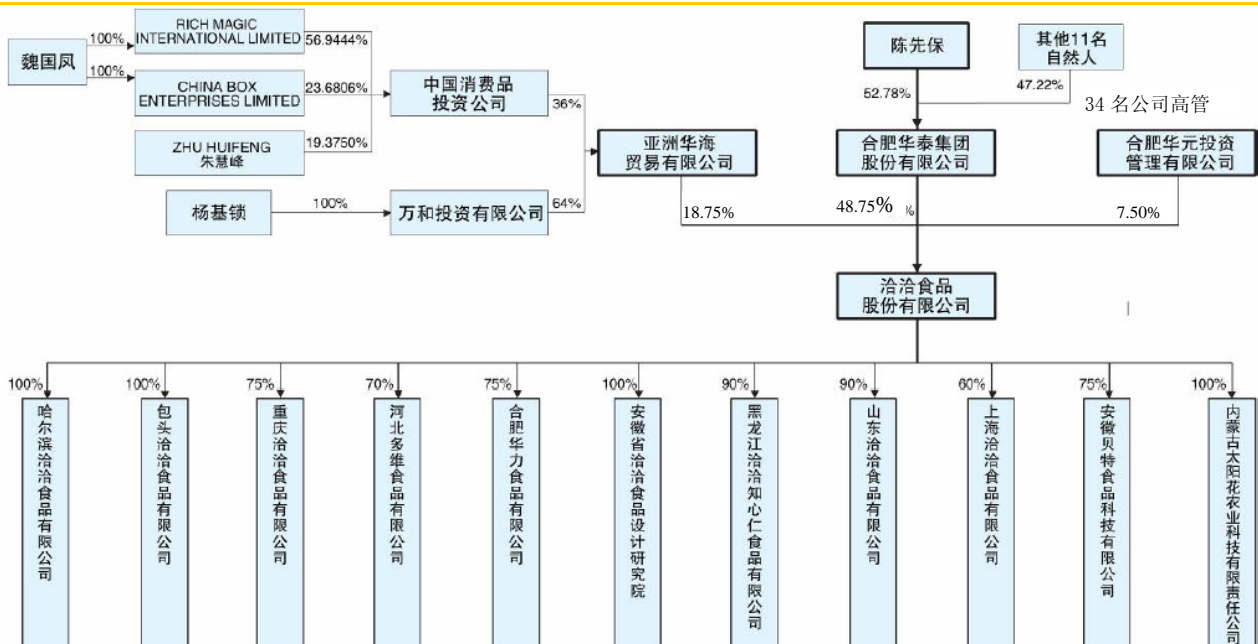
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 坚果炒货行业销售收入



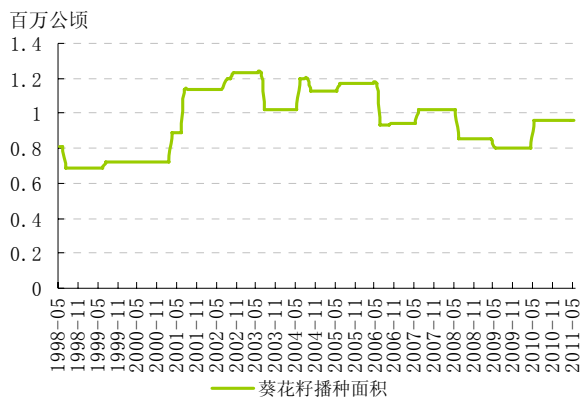
资料来源：招股说明书、中投证券研究所

图 4 公司股权结构



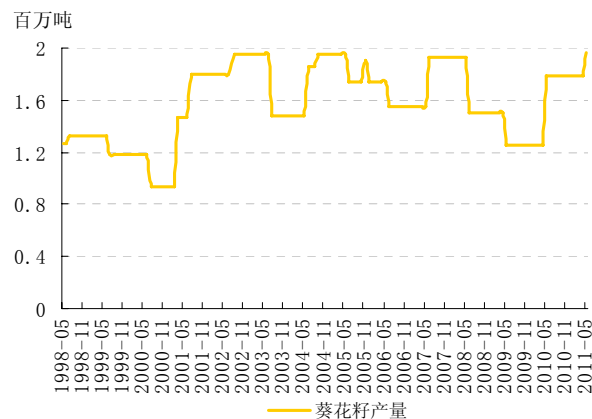
资料来源：招股说明书、中投证券研究所

图 5 中国葵花籽播种面积同比有所提高



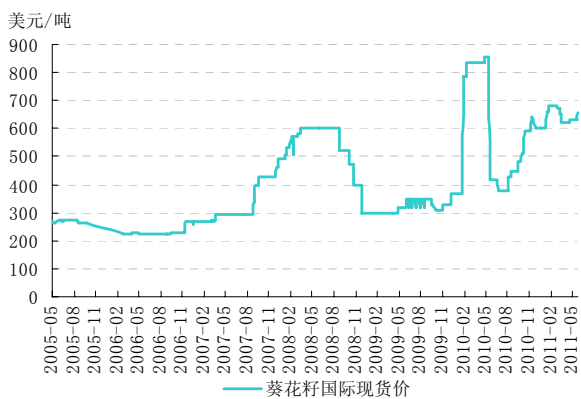
资料来源：美国农业部、中投证券研究所

图 6 中国葵花籽产量近期有所提高



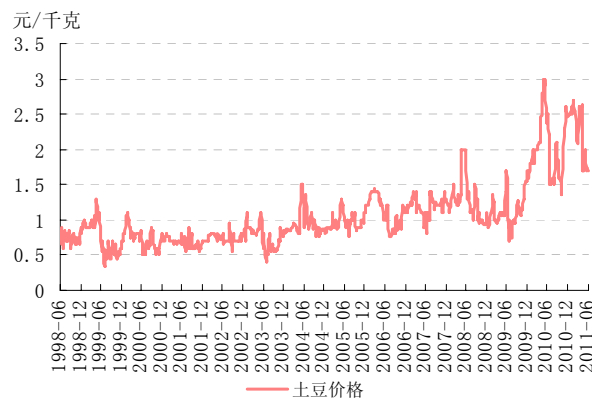
资料来源：美国农业部、中投证券研究所

图 7 葵花籽国际现货价格



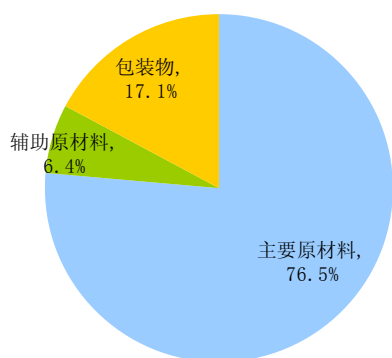
资料来源：农业部、中投证券研究所

图 8 土豆价格已经下降



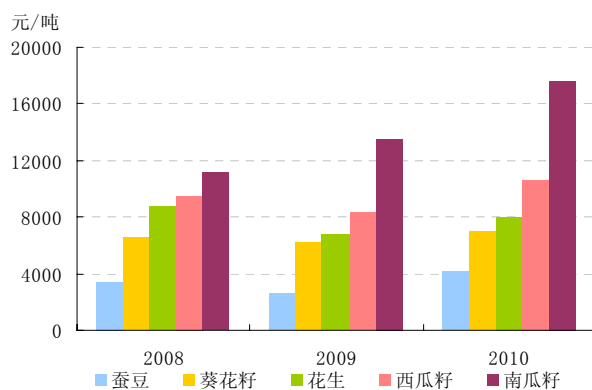
资料来源：农业部、中投证券研究所

图 9 洽洽食品成本结构



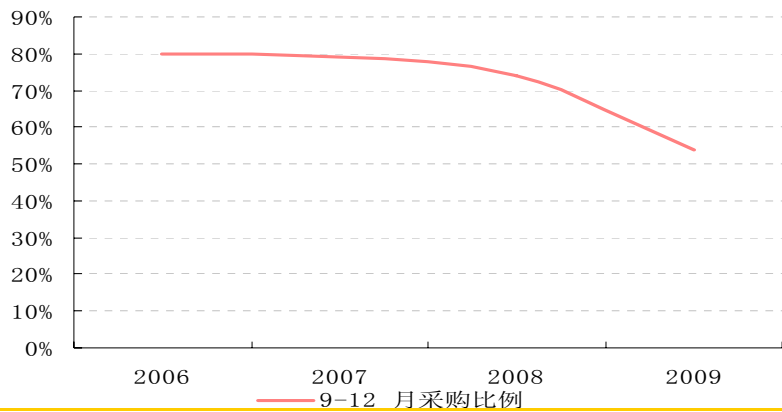
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 10 原材料波动比较剧烈



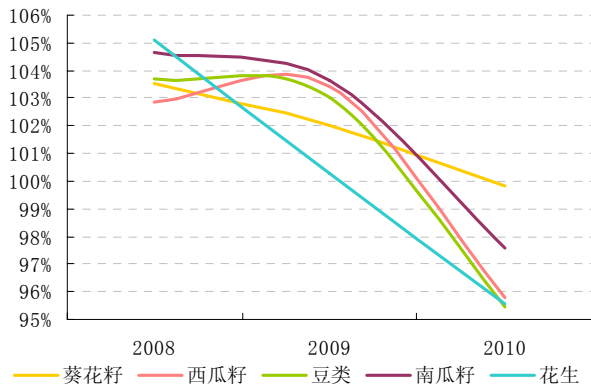
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 11 季节性集中采购向均衡采购模式转变



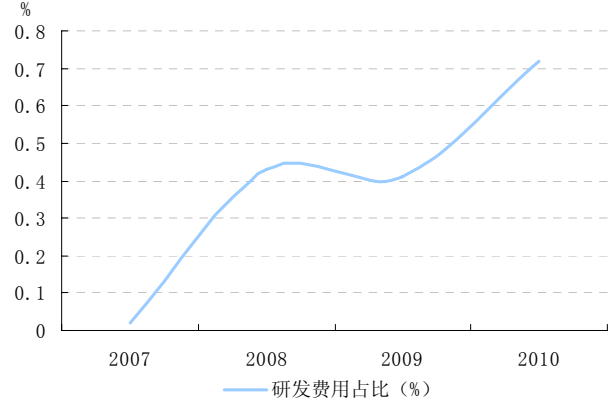
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 12 公司各产品产销率都在 95%以上



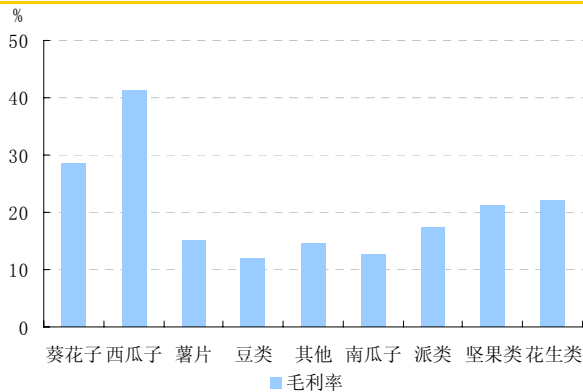
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 13 研发投入占比不断提高



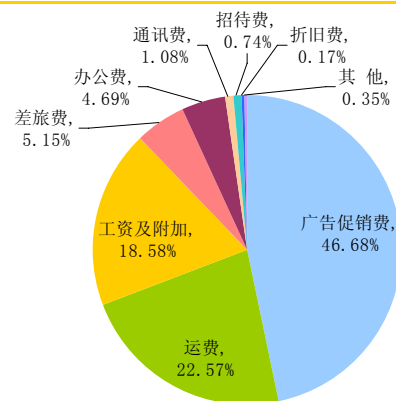
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 14 2010 年各产品毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 15 销售费用各部分占比



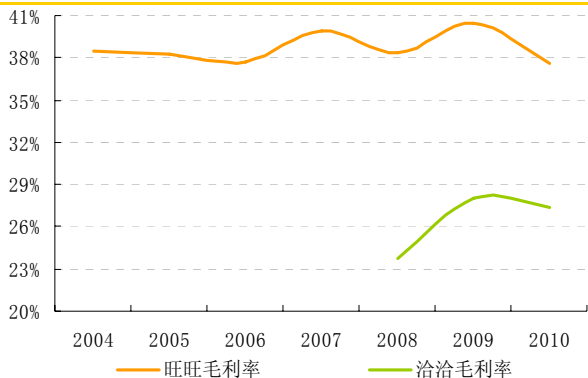
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 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%

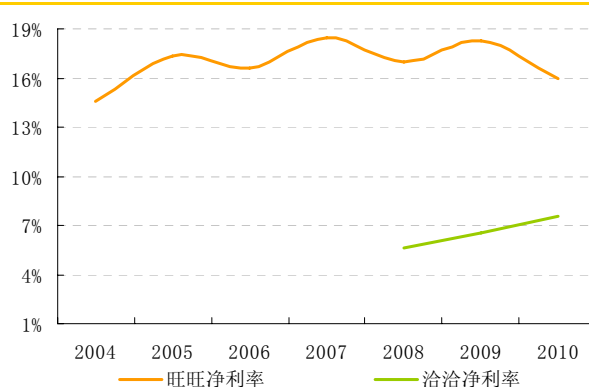
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 16 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 17 洽洽净利率比旺旺低十个点



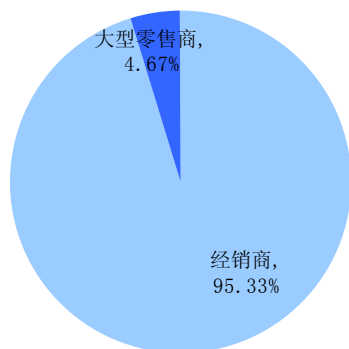
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 18 公司销售网络



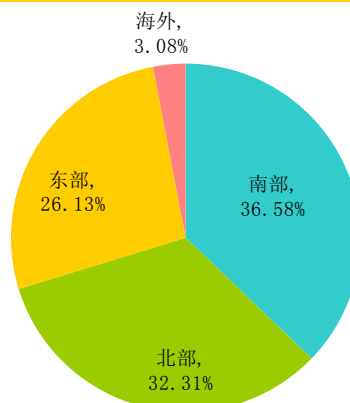
资料来源：中投证券研究所

图 19 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 20 国内收入来源比较均衡



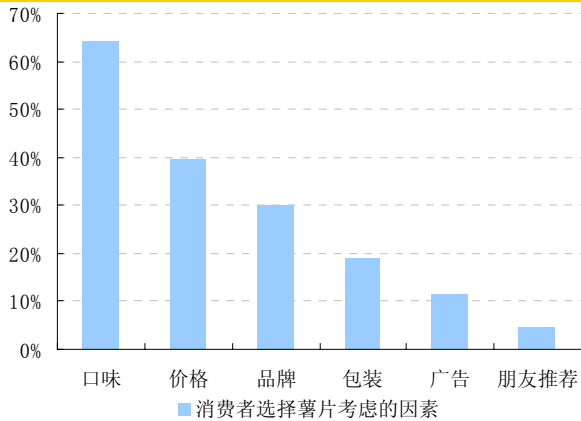
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 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

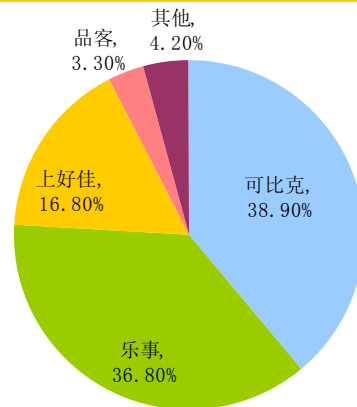
资料来源：中投证券研究所

图 21 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 22 2010 各品牌市场占有率



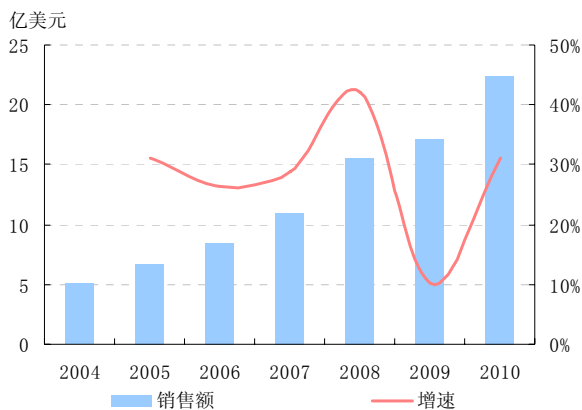
资料来源：中投证券研究所

图 23 薯片系列新产品脆脆熊



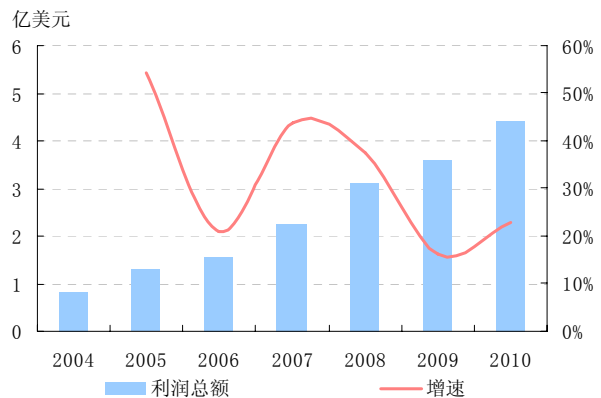
资料来源：中投证券研究所

图 24 中国旺旺 2004-2010 年收入复合增速 28%



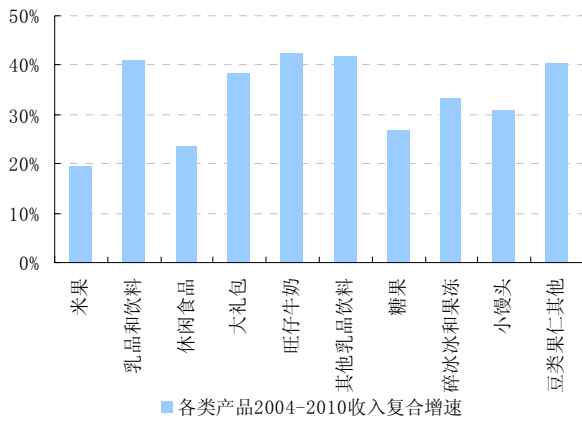
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 25 中国旺旺 2004-2010 年利润总额复合增速 32%



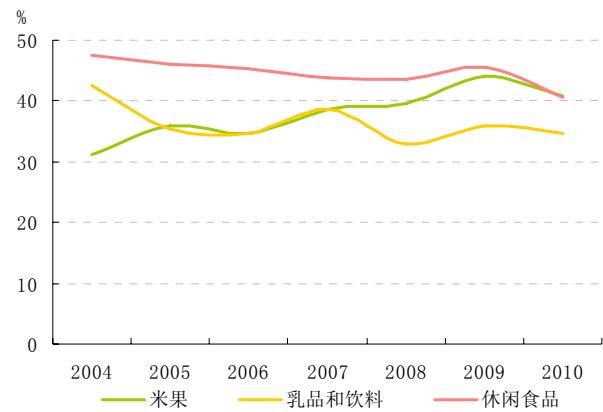
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 26 旺旺 2004-2010 年各产品复合增速 20-40%



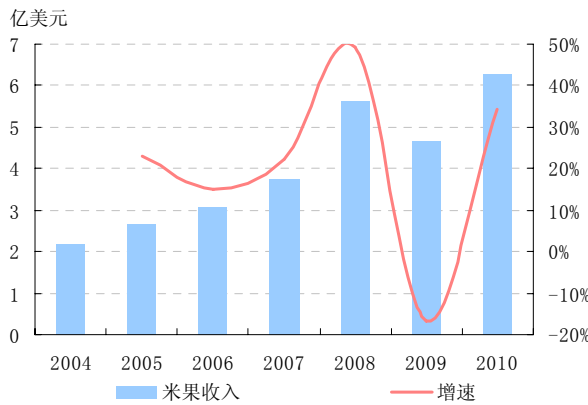
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 27 旺旺各类产品毛利率在 30%-50%



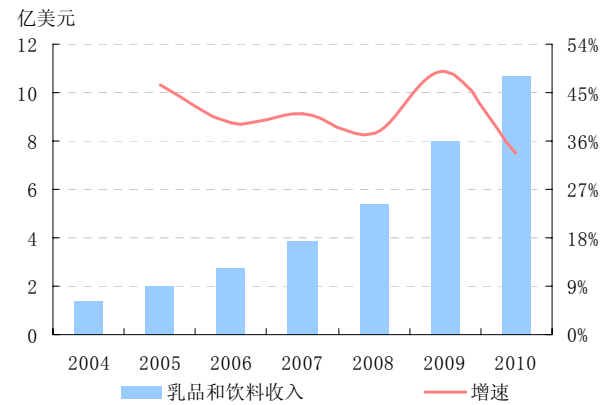
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 28 米果业务 2004-2010 年收入复合增速 20%



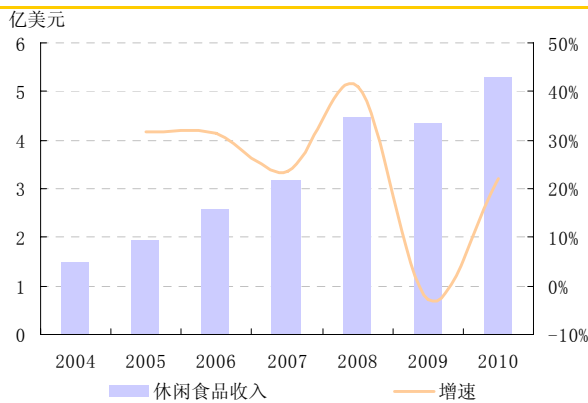
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 29 乳品饮料 2004-2010 年收入复合增速 41%



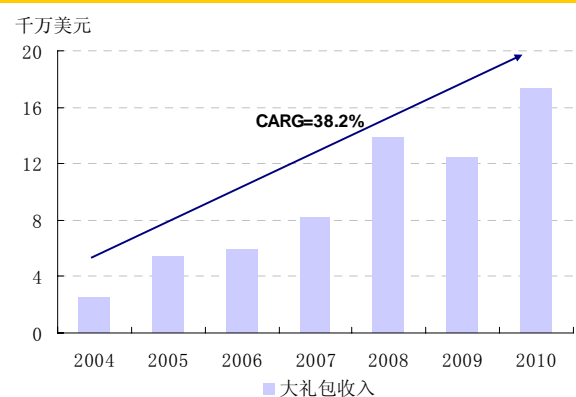
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 30 休闲食品 2004-2010 年收入复合增速 24%



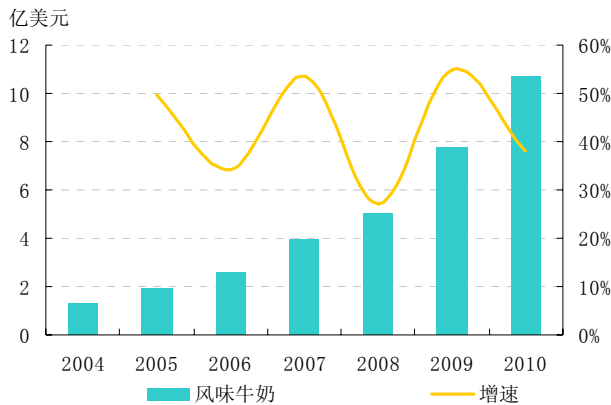
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 31 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

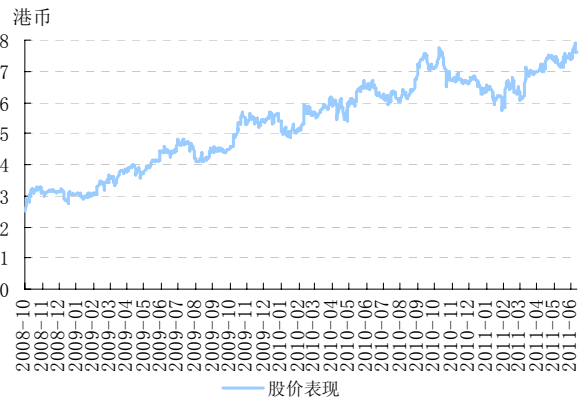
图 32 旺旺牛奶 2004-2010 年收入复合增速 43%



资料来源：公司公告、中投证券研究所

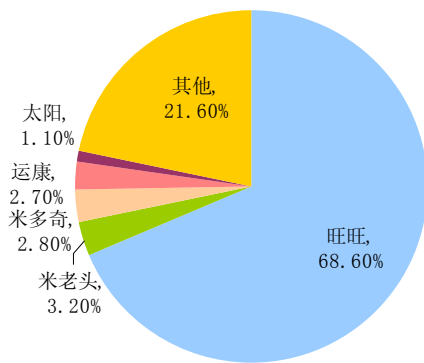
注：蛋白质含量在 2.9% 以上的定义为纯牛奶，蛋白质含量在 2.3%-2.9% 之间的定义为风味奶，蛋白质含量在 1.0% 至 2.3% 之间的定义为牛奶饮品。

图 33 中国旺旺股价表现：3 年 3 倍



资料来源：中投证券研究所

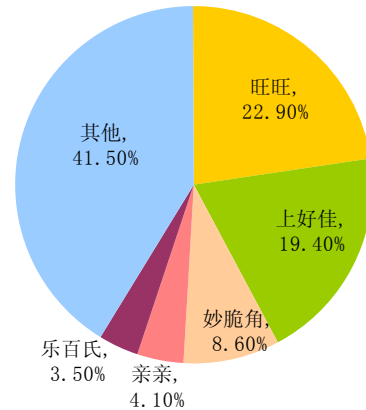
图 34 旺旺是米国行业龙头企业



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 35 旺旺是膨化食品龙头企业



资料来源：中投证券研究所

表 3 公司发展历程中从未停止研发新品

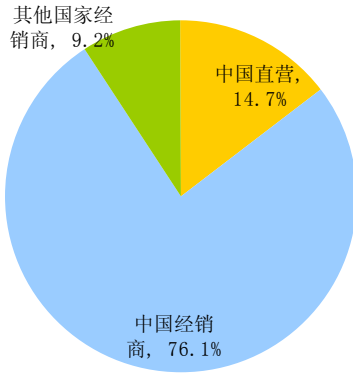
时间	事件
1962 年	宜兰食品工业股份有限公司在台湾成立，从事罐品农产品制造，主攻出口业务。
1983 年	与日本米果制造商岩塚制果株式会社合作开拓台湾米果市场，开始使用“旺旺”品牌。
1992 年	进入大陆市场，在国内销售米果产品，主要包括雪饼、鲜贝、小小酥等。
1994 年	在湖南成立首家附属公司，后在台湾、香港、新加坡和日本也设立了多家附属公司。
1994 年	推出了旺旺小馒头、豌豆、海苔花生和蚕豆、黑白配、泡芙、珍棒。
1995 年	推出了旺旺大礼包，专攻节庆和假日市场。
1996 年	凭借旺旺牛奶这种风味牛奶打开了乳品及饮料市场，在新加坡上市。
1997 年	推出 QQ 糖，旺旺碎冰冰和黑皮冰爆
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	“0 泡果奶”非碳酸饮料和“邦德”即饮咖啡
2005 年	推出旺旺牛奶糖，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

图 36 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 37 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

图 38 “送旺下乡”



资料来源：中投证券研究所

**附录：中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告**

洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升	2011/7/27
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/7/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/7/22
酒鬼酒 000799-公司点评：营销中心拟前移至长沙，加快决策速度-强烈推荐	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
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-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-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
<b>流动资产</b>	816	3151	3609	4214	<b>营业收入</b>	2144	3021	4045	5176
现金	192	2261	2425	2717	营业成本	1558	2185	2906	3667
应收账款	42	75	100	128	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	423	566	725
预付账款	46	66	87	110	管理费用	107	151	202	259
存货	531	743	988	1247	财务费用	2	-2	-13	-15
其他	2	3	4	5	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	193	261	378	534
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
<b>资产总计</b>	1222	3559	4008	4610	<b>利润总额</b>	199	267	384	540
<b>流动负债</b>	618	841	991	1183	所得税	37	53	84	130
短期借款	170	200	200	200	<b>净利润</b>	162	213	300	411
应付账款	238	328	436	550	少数股东损益	10	13	19	27
其他	211	314	355	432	<b>归属母公司净利润</b>	152	200	280	384
<b>非流动负债</b>	30	30	30	30	EBITDA	195	292	404	563
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	1.01	1.00	1.40	1.92
其他	30	30	30	30					
<b>负债合计</b>	648	871	1021	1213	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	48	62	81	108	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	150	200	200	200	<b>成长能力</b>				
资本公积	57	1907	1907	1907	营业收入	30.0%	40.9%	33.9%	28.0%
留存收益	318	518	799	1182	营业利润	56.2%	35.1%	44.9%	41.4%
归属母公司股东权益	525	2626	2906	3290	归属于母公司净利润	50.1%	31.6%	40.1%	36.9%
<b>负债和股东权益</b>	1222	3559	4008	4610	<b>获利能力</b>				
					毛利率	27.3%	27.7%	28.1%	29.2%
					净利率	7.1%	6.6%	6.9%	7.4%
					ROE	29.0%	7.6%	9.6%	11.7%
					ROIC	28.0%	32.0%	36.0%	43.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	53.0%	24.5%	25.5%	26.3%
					净负债比率	26.23	22.95%	19.59	16.49%
					流动比率	1.32	3.75	3.64	3.56
					速动比率	0.46	2.86	2.64	2.51
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.96	1.26	1.07	1.20
					应收账款周转率	52	49	44	43
					应付账款周转率	7.96	7.73	7.61	7.44
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.76	1.00	1.40	1.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.88	0.95	1.59
					每股净资产(最新摊薄)	2.63	13.13	14.53	16.45
					<b>估值比率</b>				
					P/E	44.44	33.78	24.12	17.62
					P/B	12.87	2.57	2.33	2.06
					EV/EBITDA	35	23	17	12

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