

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: 33.60元

评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数 12002.42

总股本(百万) 200

流通股本(百万) 50

流通市值(亿) 17

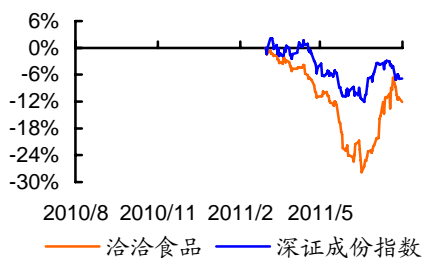
EPS (TTM)

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	12.34	-1.29	0.00
深证成份指数	-1.44	-2.52	0.09



相关报告

《中报符合预期, 毛利率持续回升》

2011-7-27

《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

002557

强烈推荐

调研简报: 基本面持续好转, 成长空间巨大

近日我们到洽洽食品进行了调研, 与公司高管就近期经营情况进行了沟通, 在成本压力逐步放缓和提价效果显现的情况下, 公司的盈利能力正在持续好转, 我们认为这种情况在下半年仍将持续。我们维持前期观点, 认为公司有望成为像旺旺一样成功的休闲食品巨头。

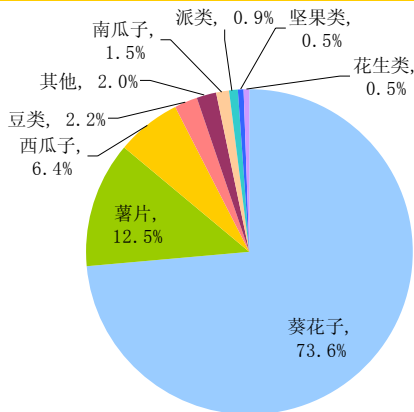
- **毛利率持续提高, 主要得益于产品提价。**从终端观察, 5月份炒货等产品价格有所提高, 反映在毛利率上是由一季度的22.00%提升至二季度的25.47%, 随着提价产品占比的提高, 毛利率将持续好转。同时从终端观察薯片产品近期终端价格也有所上涨, 每包从2.3元/60g提高至2.8元/60g, 并且薯片系列高毛利的新产品脆脆熊近期也推向市场, 因此下半年炒货和薯片的毛利率都将继续提升。
- **原材料价格近期保持平稳, 如果下降将为利润率带来很大弹性。**根据农业部的数据显示, 去年四季度原材料价格大幅上涨, 今年一季度后保持平稳。目前相比去年同期, 葵花籽上涨13%, 西瓜子上涨10%, 豆类上涨20%。原材料价格高涨时正值春节前的旺季, 公司并没有对产品进行提价, 因此一季度毛利率较低。今年葵花籽面积880万吨, 与去年持平, 往后上涨的可能性不大, 预计9月采购季节时价格在8000-9000元/吨。未来公司将加大原料基地建设, 保持原料价格平稳。进口薯粉价格较去年翻倍, 如果下半年能有所下降, 将为利润率带来很大弹性。
- **上半年新产品销售和渠道下沉都按计划进行。**上半年薯片产品在产能不足的情况下实现销售收入1.4亿元, 公司不断增加新生产线, 目前刚满足市场需求, 下半年产能比上半年大幅提高。同时下半年节假日较多, 占收入比重更大, 还有新品推出, 我们认为全年5亿的目标能够完成。公司在哈尔滨、重庆、长沙在建的项目明年都能贡献新增产能。5月县乡镇的业务人员已经下沉, 县乡收入大幅上涨。
- **公司未来将会在产品上不断推陈出新, 继续渠道下沉, 增加生产、销售密集布点。**7月7日我们曾发表过一篇深度报告《下一个中国旺旺》, 我们认为洽洽有望成为像旺旺一样成功的休闲食品巨头。旺旺目前收入150亿, 市值接近千亿港币, 洽洽将旺旺作为学习的对象, 未来也将继续不断推出新产品, 并学习国外休闲食品成功案例引入中国, 目前在研发高档饼干, 春节之前会推广高档坚果大礼包, 渠道上继续县乡下沉, 不断调节生产销售的合理布点, 提高反应效率。
- **预测11/12/13年EPS1.00/1.40/1.90元, 对应PE仅33.7/24.0/17.7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	4069	5205
同比(%)	30%	41%	35%	28%
归属母公司净利润(百万元)	152	199	279	379
同比(%)	50%	31%	40%	36%
毛利率(%)	27.3%	26.5%	27.3%	29.1%
ROE(%)	29.0%	7.6%	9.6%	11.6%
每股收益(元)	0.76	1.00	1.40	1.90
P/E	44.18	33.68	24.04	17.71
P/B	12.79	2.56	2.31	2.05
EV/EBITDA	35	26	18	12

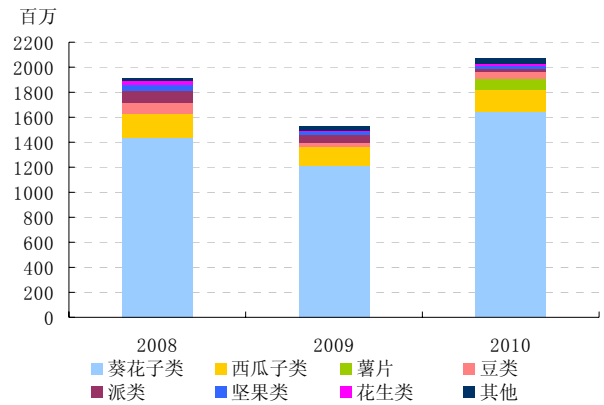
资料来源: 中投证券研究所

图 1 薯片已成为第二大收入来源



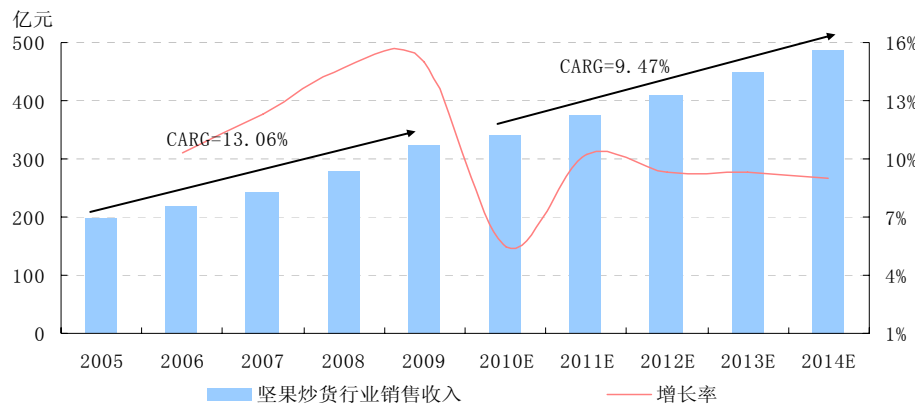
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 开始从传统炒货向休闲食品转型



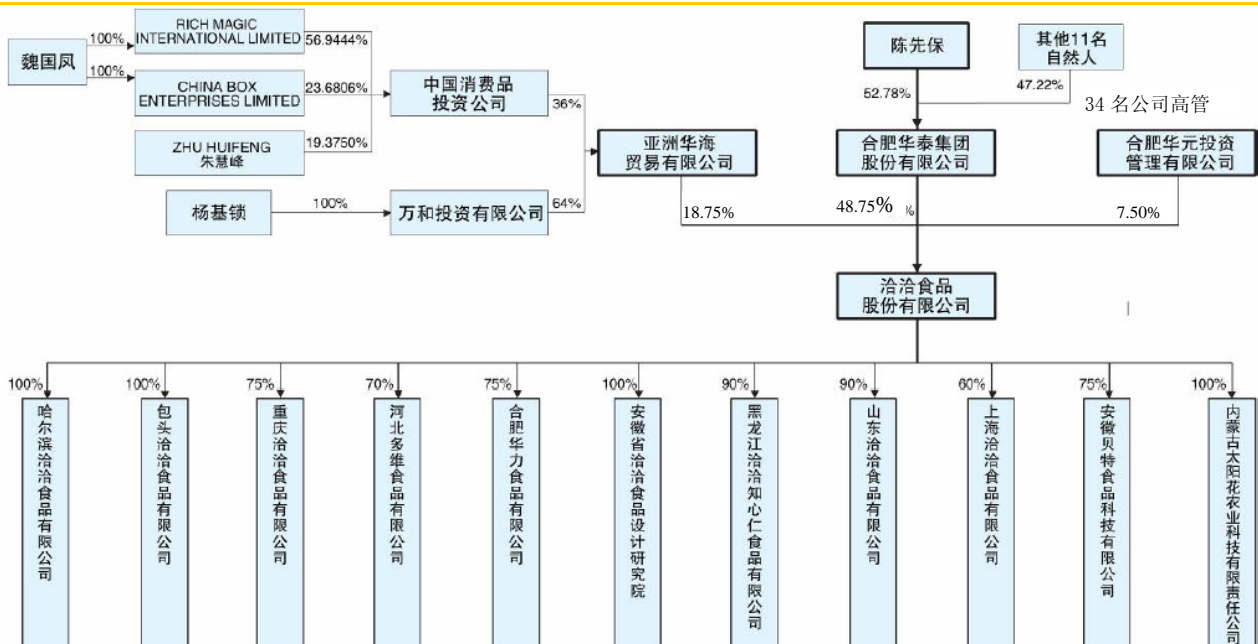
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 坚果炒货行业销售收入



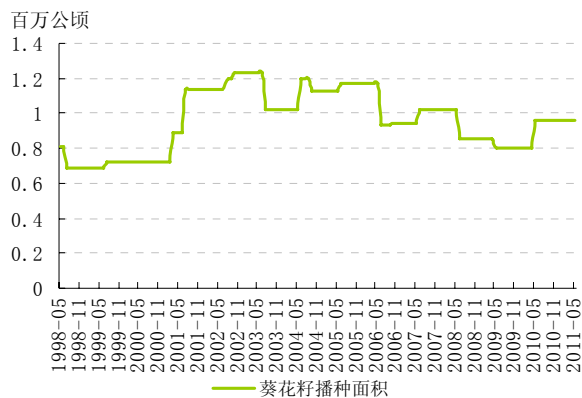
资料来源：招股说明书、中投证券研究所

图 4 公司股权结构



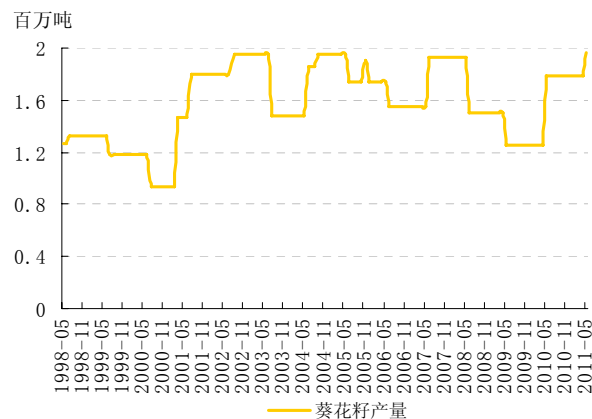
资料来源：招股说明书、中投证券研究所

图 5 中国葵花籽播种面积同比有所提高



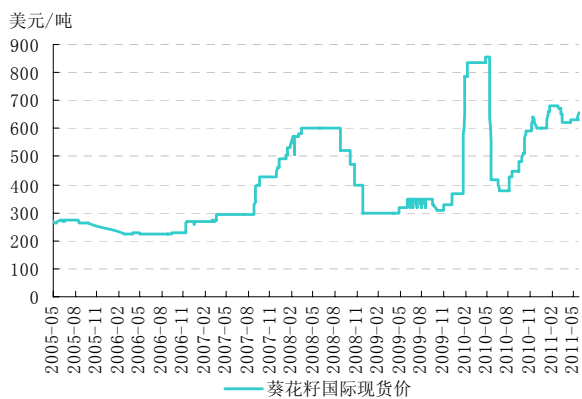
资料来源：美国农业部、中投证券研究所

图 6 中国葵花籽产量近期有所提高



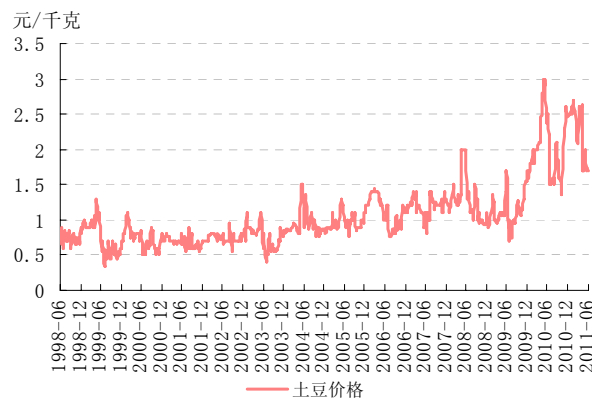
资料来源：美国农业部、中投证券研究所

图 7 葵花籽国际现货价格



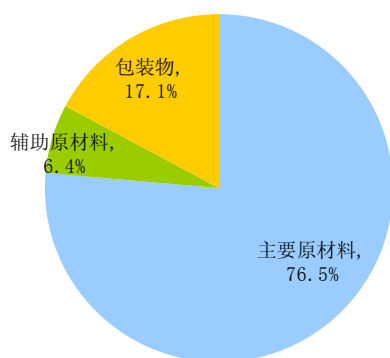
资料来源：农业部、中投证券研究所

图 8 土豆价格已经下降



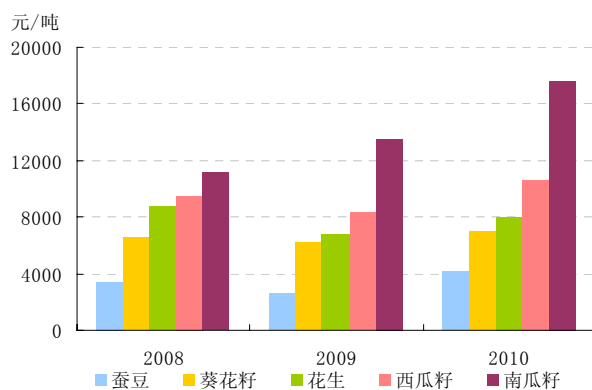
资料来源：农业部、中投证券研究所

图 9 洽洽食品成本结构



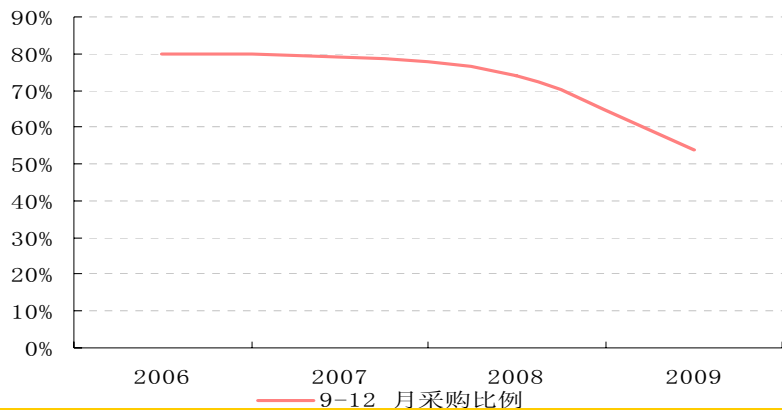
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 10 原材料波动比较剧烈



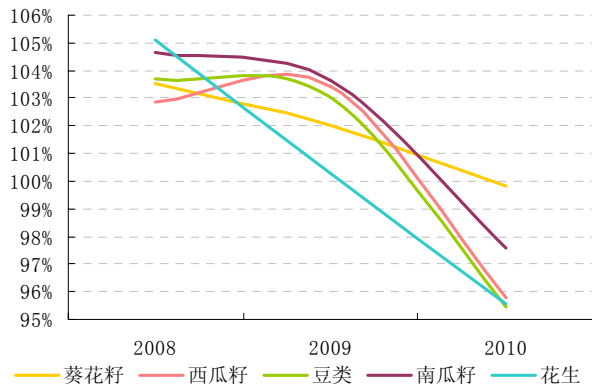
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 11 季节性集中采购向均衡采购模式转变



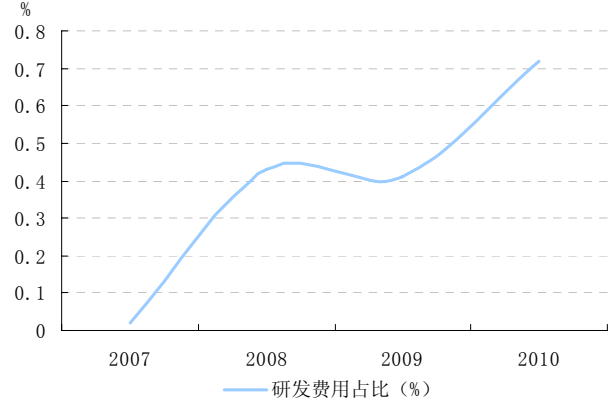
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 12 公司各产品产销率都在 95%以上



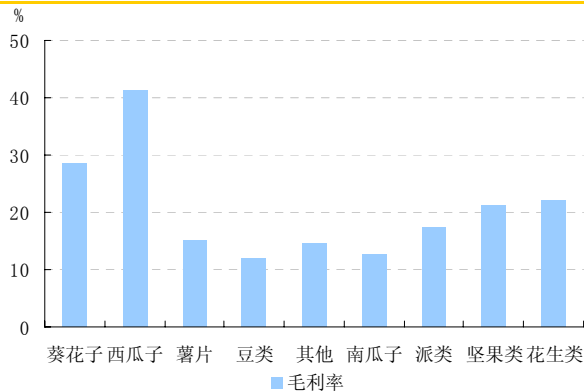
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 13 研发投入占比不断提高



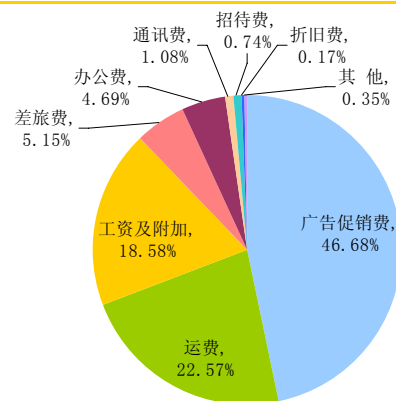
资料来源：公司公告、中投证券研究所

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



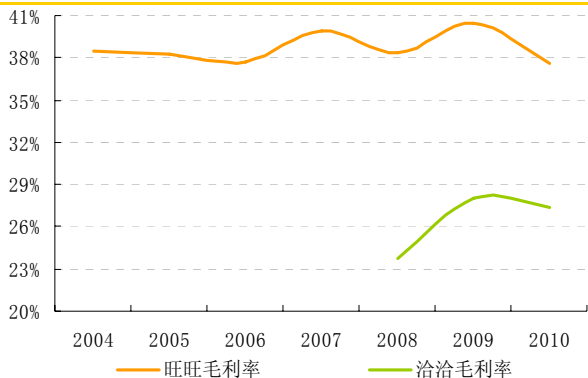
资料来源：公司公告、中投证券研究所

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%

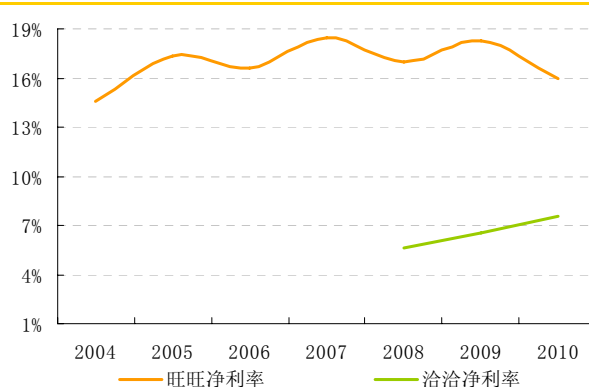
资料来源：公司公告、中投证券研究所

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



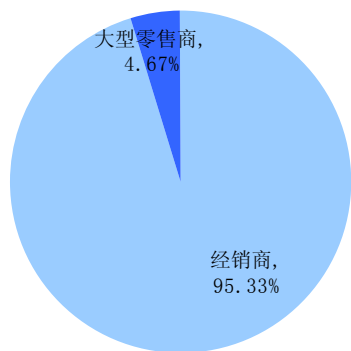
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 18 公司销售网络



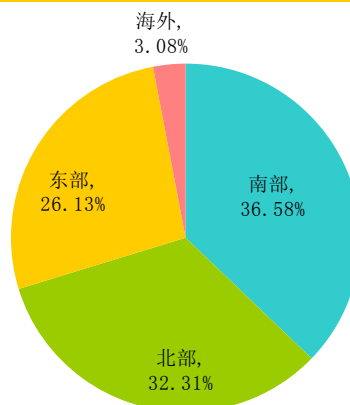
资料来源：中投证券研究所

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



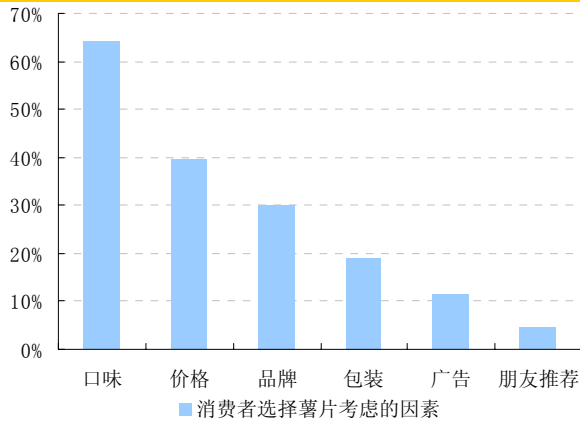
资料来源：公司公告、中投证券研究所

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

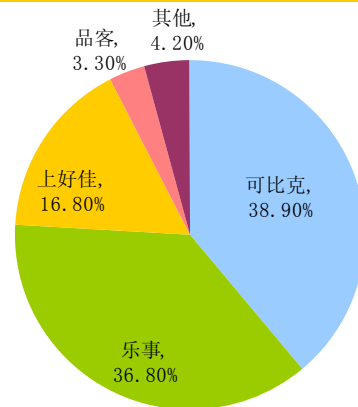
资料来源：中投证券研究所

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



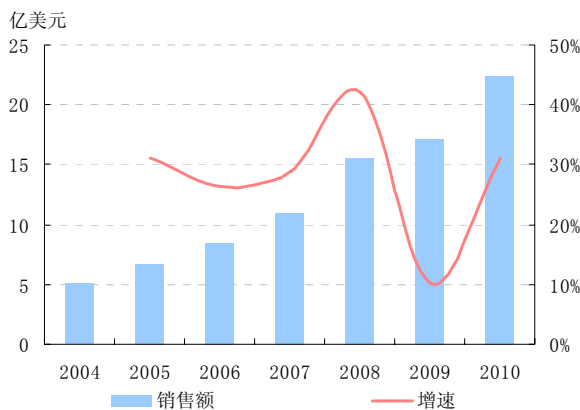
资料来源：中投证券研究所

图 23 薯片系列新产品脆脆熊



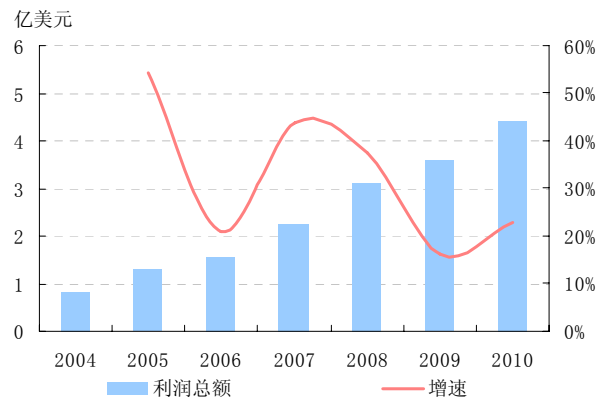
资料来源：中投证券研究所

图 24 中国旺旺 2004-2010 年收入复合增速 28%



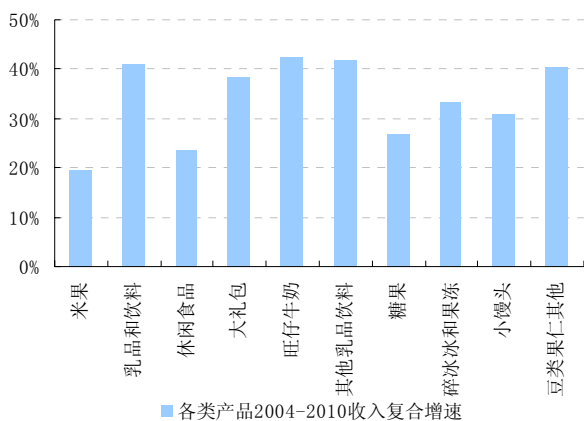
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 25 中国旺旺 2004-2010 年利润总额复合增速 32%



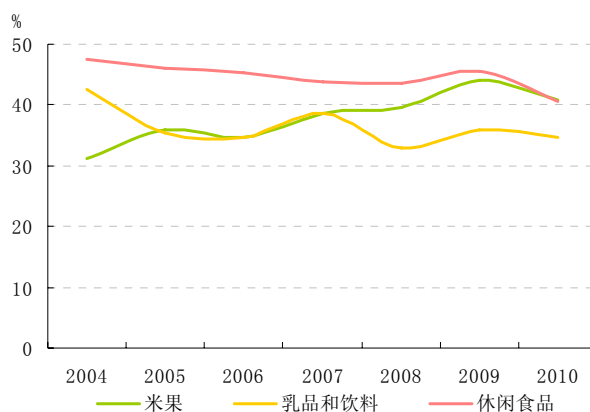
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 26 旺旺 2004-2010 年各产品复合增速 20-40%



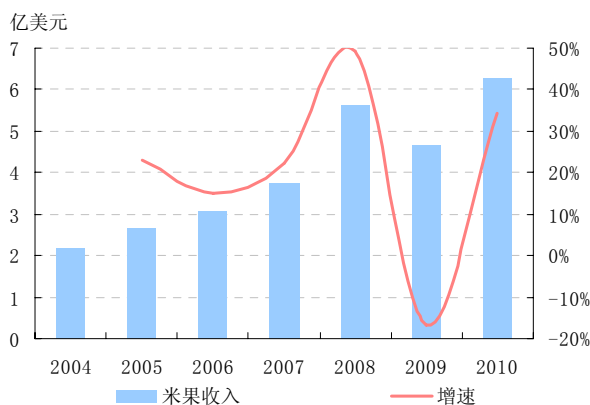
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 27 旺旺各类产品毛利率在 30%-50%



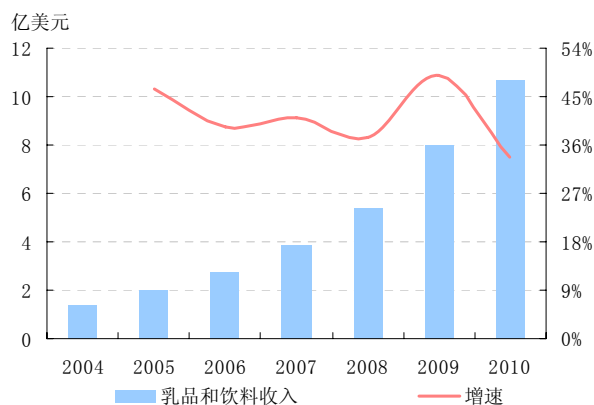
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 28 米果业务 2004-2010 年收入复合增速 20%



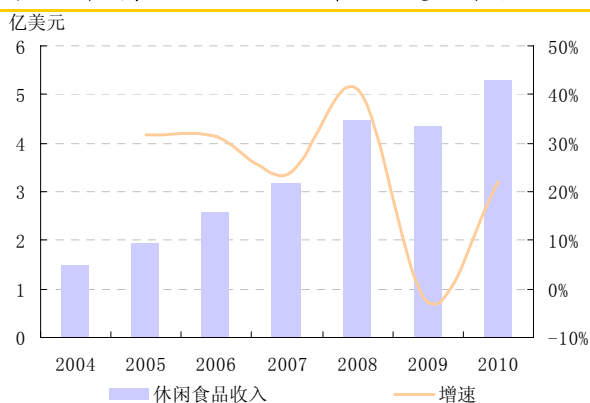
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 29 乳品饮料 2004-2010 年收入复合增速 41%



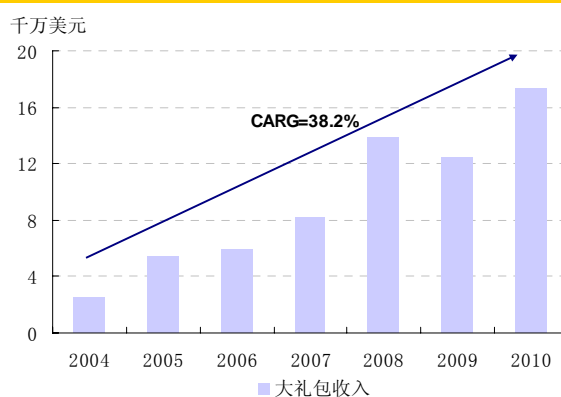
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 30 休闲食品 2004-2010 年收入复合增速 24%



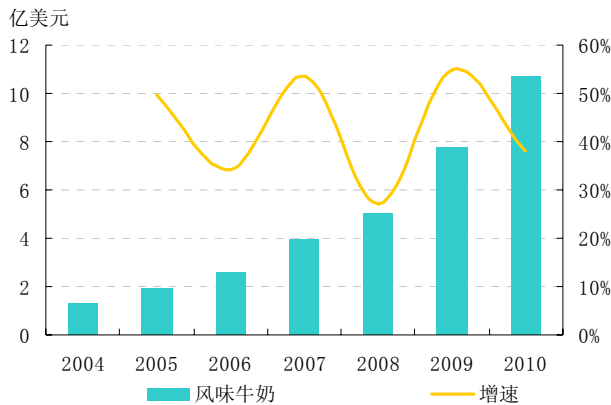
资料来源：公司公告、中投证券研究所

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

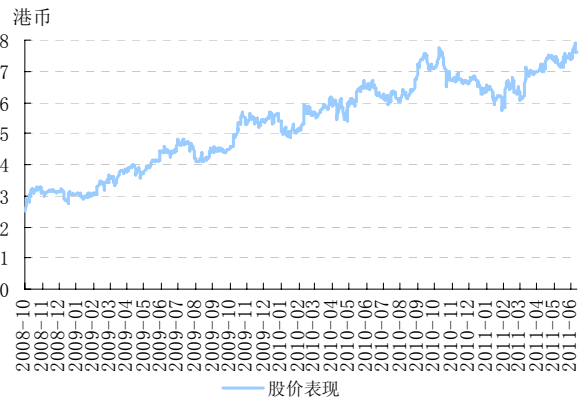
图 32 旺旺牛奶 2004-2010 年收入复合增速 43%



资料来源：公司公告、中投证券研究所

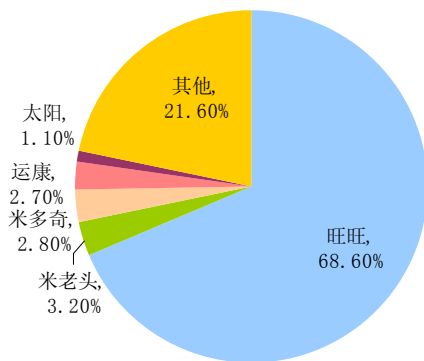
注：蛋白质含量在 2.9% 以上的定义为纯牛奶，蛋白质含量在 2.3%-2.9% 之间的定义为风味奶，蛋白质含量在 1.0% 至 2.3% 之间的定义为牛奶饮品。

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

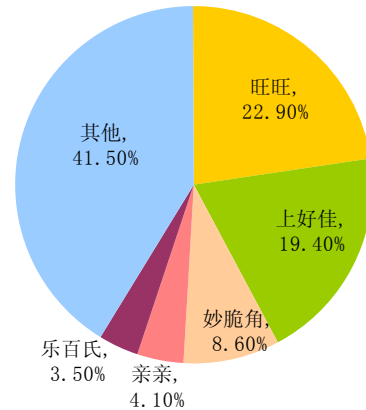
图 34 旺旺是米国行业龙头企业



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

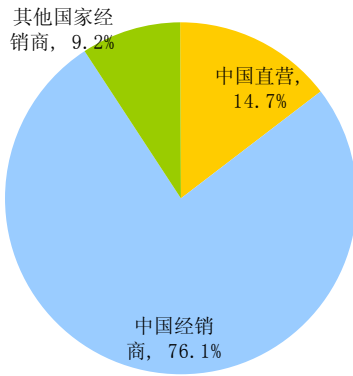
时间	事件
1962 年	宜兰食品工业股份有限公司在台湾成立，从事罐品农产品制造，主攻出口业务。
1983 年	与日本米果制造商岩塚制果株式会社合作开拓台湾米果市场，开始使用“旺旺”品牌。
1992 年	进入大陆市场，在国内销售米果产品，主要包括雪饼、鲜贝、小小酥等。
1994 年	在湖南成立首家附属公司，后在台湾、香港、新加坡和日本也设立了多家附属公司。
1994 年	推出了旺旺小馒头、豌豆、海苔花生和蚕豆、黑白配、泡芙、珍棒。
1995 年	推出了旺旺大礼包，专攻节庆和假日市场。
1996 年	凭借旺旺牛奶这种风味牛奶打开了乳品及饮料市场，在新加坡上市。
1997 年	推出 QQ 糖，旺旺碎冰冰和黑皮冰爆
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-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大	2011/8/1
五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评	2011/8/1
酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力	2011/7/28
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
五粮液-老茅市值创新高，五粮液还远吗？（差 29%！）	2011/7/21
酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度	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	2011/7/07
酒鬼酒-销售好转，增发稳步推进，关注管理持续改善为复兴奠定扎实基础	2011/6/28
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-巴玛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	2957	3417	4013	营业收入	2144	3021	4069	5205
现金	192	2054	2214	2507	营业成本	1558	2222	2956	3690
应收账款	42	75	100	129	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	570	729
预付账款	46	67	89	111	管理费用	107	151	203	260
存货	531	755	1005	1255	财务费用	2	-38	-43	-9
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	260	377	528
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	3365	3816	4409	利润总额	199	266	383	534
流动负债	618	648	801	988	所得税	37	53	84	128
短期借款	170	0	0	0	净利润	162	213	299	406
应付账款	238	333	443	554	少数股东损益	10	13	19	27
其他	211	315	358	434	归属母公司净利润	152	199	279	379
非流动负债	30	30	30	30	EBITDA	195	256	373	563
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	678	831	1018	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%	40.9%	34.7%	27.9%
留存收益	318	518	797	1177	营业利润	56.2%	34.7%	44.9%	40.2%
归属母公司股东权益	525	2625	2904	3284	归属于母公司净利润	50.1%	31.2%	40.1%	35.8%
负债和股东权益	1222	3365	3816	4409	获利能力				
					毛利率	27.3%	26.5%	27.3%	29.1%
					净利率	7.1%	6.6%	6.9%	7.3%
					ROE	29.0%	7.6%	9.6%	11.6%
					ROIC	28.0%	27.2%	32.6%	43.3%
					偿债能力				
					资产负债率	53.0%	20.2%	21.8%	23.1%
					净负债比率	26.23	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.32	4.56	4.27	4.06
					速动比率	0.46	3.40	3.01	2.79
					营运能力				
					总资产周转率	1.96	1.32	1.13	1.27
					应收账款周转率	52	49	44	43
					应付账款周转率	7.96	7.78	7.61	7.40
					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	0.67	0.79	1.62
					每股净资产(最新摊薄)	2.63	13.12	14.52	16.42
					估值比率				
					P/E	44.18	33.68	24.04	17.71
					P/B	12.79	2.56	2.31	2.05
					EV/EBITDA	35	26	18	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