

食品综合

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 34.50元

当前股价: 25.98元

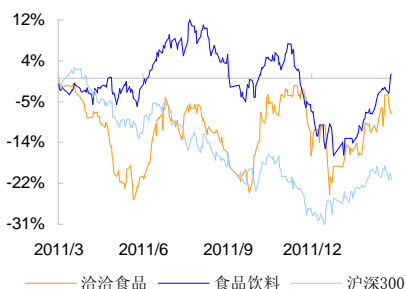
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2349.54
总股本(百万)	260
流通股本(百万)	65
流通市值(亿)	16
EPS	1.01
每股净资产(元)	3.50
资产负债率	53.04%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
洽洽食品	7.40	0.35	9.88
食品饮料	7.40	9.41	-0.87
沪深300指数	-1.71	9.04	-4.94



相关报告

洽洽食品 - 推出新品“蒸优味”核桃, 业绩有望继续超预期 2012-03-22

洽洽食品 - 业绩超预期, 预计一季报高增长将持续 2012-02-21

利润增速超预期, 目前估值偏低 2011-10-25

洽洽食品

002557

强烈推荐

毛利率提升超预期, 利润增长将加速

3月26日洽洽食品公布2011年年报, 实现收入27.39亿元, 同比增长27.76%; 营业利润同比增长45.67%; 利润总额同比增长45.45%; 归属母公司净利润同比增长39.93%, 实现每股收益0.82元。利润分配方案: 每10股派发现金股利7.0元, 每10股转增3股。其中毛利率提高幅度超预期, 我们上调了盈利预测, 维持强烈推荐。

- 葵花籽实现收入20.35亿元, 同比增长23.25%, 薯片实现2.98亿元, 与我们此前预期的3亿一致, 同比增长292.57%, 总收入27.39亿元, 同比增长27.76%, 收入增长主要来自城市渠道精耕和县乡渠道下沉, 此外公司海外销售额1.4亿元, 增长101.83%。2012年公司继续推进全覆盖市场体系, 预计2012年收入增速至少在25%以上, 其中传统炒货增长20%以上, 薯片增长60%-100%, 薯片仍为今年推广的重点产品, 旺季时将推出新广告和试吃活动。
- 四季度在原料价格下降、减少经销商费用支持背景下, 毛利率高达33.96%, 提升幅度超预期, 毛利率提升、利息费用增加使得营业利润增长45.67%。二季度炒货提价6%、薯片提价8%, 四季度葵花籽原料价格降3%-5%、进口薯粉价格降20%, 同时公司减少给经销商的费用支持, 使得2011年毛利率逐月提升, 由1季度的22%提升至4季度的34%, 2011年毛利率提升是利润快于收入增长的原因之一。此外, 利息收入占营业利润的17.29%, 剔除利息收入后营业利润增长20.49%。考虑去年四季度原料价格回落锁定和全年平均售价的提高, 预计2012年毛利率会继续提升。
- 营业费用率从13.2%提升至14.3%, 主要是加大广告和促销投入。广告费从6564万上升至9816万, 同比增长50%, 促销费从6551万上升至8000万, 同比增22%。2011年公司加大营销网络的建设投入, 销售人员从2010年的1098提升至2011年的1522。经销商数量从1100提升至1500多家。预计2012年销售人员和经销商都将超过2000。伴随毛利率的提升, 费用率预计也会提升。
- 拟设立投资公司, 通过股权投资、财务投资的方式进一步与休闲食品相关产业的优秀企业加强合作, 通过参股、并购等方式整合公司相关产业。符合我们预计公司有收购兼并的想法。此外, 公司拟作为有限合伙人使用自有资金3亿元入伙蔚然(天津)股权投资基金合伙企业, 从事对未上市企业的投资, 投资方向以消费品类及相关领域企业项目为主。推动投资基金去收购或参股符合公司发展战略需要的上下游企业, 以产业整合及并购重组等方式, 提高和巩固龙头地位。
- 结合毛利率提升超预期, 我们上调盈利预测至12-14年EPS分别为1.15, 1.50, 1.95, 除去6.5亿超募资金, 对应12年PE仅21倍。根据终端调研, 春节后销量增速大幅回升, 结合毛利率同比提高12个百分点, 我们保守预计一季报利润增速在40%以上。今年公司引入新高管提升管理效率, 近期推出新品“蒸优味”核桃, 包含兼并收购等催化剂, 且毛利率上升趋势确定, 业绩存在持续超预期可能。我们强调洽洽仍是我们最看好的公司之一, 维持强烈推荐。风险提示: 原料价格波动

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2739	3460	4379	5482
收入同比(%)	28%	26%	27%	25%
归属母公司净利润	213	299	390	507
净利润同比(%)	40%	40%	31%	30%
毛利率(%)	28.8%	32.1%	32.5%	33.4%
ROE(%)	8.6%	10.7%	12.3%	13.8%
每股收益(元)	0.82	1.15	1.50	1.95
P/E	32.60	23.2456628135781	17.79	13.68
P/B	2.79	2.49	2.19	1.89
EV/EBITDA	19	12	10	7

资料来源: 中投证券研究所

2012 年亮点梳理:

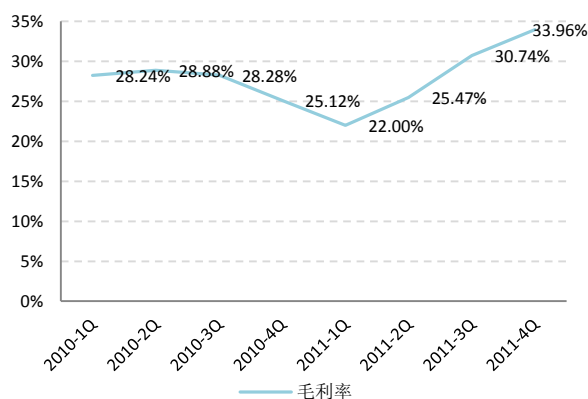
1, 今年进行营销体系改革, 终端精细化管理、以品牌带动产品扩张、优化利润结构。公司新聘请的营销副总裁郑嘉春, 曾任职于百事、农夫山泉, 负责市场营销。郑总将过去在百事实行的终端精细化管理模式成功运用于农夫山泉, 并将引入洽洽。今年将对渠道结构进行调整, 管理到供应链最终端, 建立终端管理系统, 零售店服务系统, 管理产品陈列销售, 努力制造消费者购买机会, 提高产品易得性, 加快周转速度, 拉动销量; 并进行品类管理, 以品牌带动产品扩张, 力争单品份额最大化; 通过终端管理优化利润结构, 毛利率预计会提高, 同时加大市场营销、品牌宣传。

2, 薯片已经改善酥脆口感, 旺季来临将推出新广告和试吃活动, 仍是今年重点推广的产品, 预计今年可实现 5-6 亿销售收入 (增长 60%-100%)。去年薯片实现收入 2.98 亿元, 根据终端调研, 有几点值得注意: 一是四季度是瓜子的消费旺季, 薯片的旺季是 6-8 月; 二是去年进口薯粉春节后价格大涨, 产品毛利下降, 公司减少了费用投入, 年中公司对产品提价, 后来又缩减包装规模, 价格调整至市调最容易接受的价格, 消费者接受有一个过程; 三是消费者反映口感偏硬, 今年改善了酥脆口感, 根据不同地方的不同喜好使用不同配方, 旺季时将推出新广告和试吃活动, 终端调研显示 10 月以来逐月环比都有提升, 我们认为单品销量过 10 亿问题不大。

3, 春节后推出新品“蒸优味”核桃, 建立坚果炒货品类里的一个新品牌, 公司目前有 6.5 亿超募资金可用于新品推广和兼并收购, 利用已有品牌和渠道实现迅速放量。目前中国核桃销量超过 100 万吨, 山核桃则主要集中在浙皖, 仅临安市产量过万吨。但尚未形成强势品牌。公司目前很多品类已建立起子品牌, 如蒸优味、小而香、喀吱脆、怪 U 味等, 但在一些行业例如山核桃、开心果、豆类、大片西瓜子等公司规模不大, 我们认为行业整合兼并是大势所趋, 公司可能通过收购那些品牌力不足、销售额不大, 但拥有好的产品或控制了原料的公司, 收购后可利用已建立的品牌和渠道实现迅速放量, 提高市占率。公司领导近日到日本考察休闲食品市场, 我们认为可能会有新品开发出来。公司未来可能在海外建厂, 也可能进口国外流行食品。公司设立投资公司印证了我们对于公司一直有收购兼并的想法。

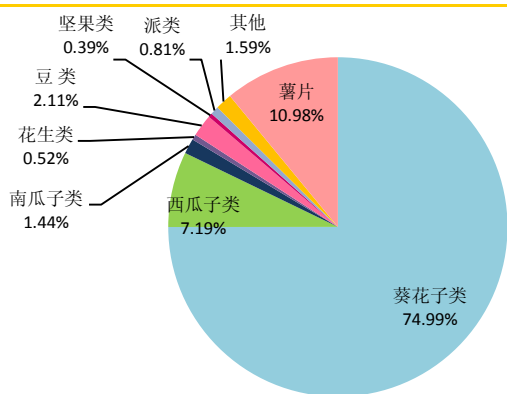
4, 毛利率持续提升, 趋势确定, 今年利润释放将持续高于收入增长。去年一季度原材料处于高点, 公司的毛利率仅 22%; 二季度公司对炒货和薯片进行了提价, 炒货提了 6%, 薯片提了 8%, 提价后二季度开始毛利率有所回升; 四季度是葵花籽的采购季节, 原材料价格有所下降, 葵花籽采购价格同比减少 3%-5%, 进口薯粉价格也由年初的 14000 元/吨持续降至 8000-9000 元/吨, 同时公司减少对经销商费用支持, 致使毛利率持续提高至 33.96%。由于炒货原料成本已经锁定, 薯粉价格目前也保持平稳, 国内土豆价格有所下降, 因此预计毛利率有继续改善的空间。

图 1 毛利率持续提升



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 2 薯片收入占比由 2010 年 3.6% 提升到 2011 年 11%



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 3 新产品“蒸优味”核桃



注：山核桃仁终端价 55 元/120g 促销价 46 元/120g；手剥山核桃终端价 42 元/150g 促销价 31 元/150g；薄壳核桃终端价 36 元/200g 促销价 30 元/200g，资料来源：中投证券研究所

图 4 主营业务收入（万元）

分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
食品	271,376.34	192,692.46	28.99%	28.59%	26.34%	1.26%
主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
葵花子	203,497.37	141,913.35	30.26%	23.25%	20.12%	1.81%
薯片	29,784.97	22,787.37	23.49%	292.57%	253.97%	8.34%
西瓜子类	19,502.38	12,580.58	35.49%	10.71%	21.47%	-5.71%
派类	2,184.73	2,061.06	5.66%	-25.51%	-14.90%	-11.76%
豆类	5,729.32	4,666.55	18.55%	-3.82%	-10.97%	6.54%
南瓜子	3,918.12	3,300.91	15.75%	13.99%	9.70%	3.29%
花生类	1,404.73	1,122.94	20.06%	-15.88%	-13.69%	-2.02%
坚果类	1,050.25	987.45	5.98%	-46.83%	-36.41%	-15.41%
其他	4,304.48	3,272.25	23.98%	-9.39%	-19.23%	9.26%

资料来源：中投证券研究所

图 5 销售费用明细（广告促销、运费、人工上涨）

项目	2011 年	2010 年
广告促销费	178,155,218.80	131,667,164.32
运费	95,421,883.52	63,651,321.18
工资及附加	81,777,321.60	52,399,714.24
差旅费	14,602,315.91	14,519,065.86
办公费	13,850,513.09	13,214,920.41
通讯费	3,903,235.16	3,034,232.28
招待费	2,760,177.44	2,094,221.19
折旧费	522,214.16	467,394.20
其他	797,431.57	990,502.55
合计	391,790,311.25	282,038,536.23

资料来源：中投证券研究所

附录一：洽洽食品股份有限公司关于设立投资公司的公告

一、对外投资概述

公司拟出资设立一家投资公司，注册资本人民币 5,000 万元，全部以自有资金出资，占投资公司注册资本的 100%，作为公司未来战略发展的需要，通过股权投资、财务投资的方式进一步与休闲食品相关产业的优秀企业加强合作，提升公司的核心竞争力和盈利能力。

二、投资主体介绍

本公司是投资公司的唯一投资主体，无其他投资主体。

根据《深圳证券交易所股票上市规则》和《公司章程》，本次出资不涉及关联交易，尚需提交公司股东大会审议批准。

三、投资标的基本情况

拟设立的投资公司注册资本 5,000 万元人民币，全部以自有资金出资，占投资公司注册资本的 100%，注册地位于上海市，经营范围为：项目投资及投资管理；实业投资；创业投资。

四、本次投资的目的及对公司的影响

1、设立投资公司是公司实施发展战略的一项重要举措，对公司未来发展具有积极推动意义。投资公司的主要投资方向以休闲食品及相关领域企业项目为主。

2、投资公司设立后，将通过参股、并购等方式与相关产业的优秀企业加强合作；通过寻找、培育有竞争优势公司的相关产业项目进行投资，使公司达到产业经营与资本经营的良性互动，提升公司的核心竞争力和盈利能力，给投资者以更好的回报。

3、本次出资由本公司以自有资金投入，且出资设立的子公司为本公司持股 100%的全资子公司；本次出资对本公司的财务状况和经营成果无重大影响。

附录二：洽洽食品股份有限公司关于拟投资蔚然（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）的公告

一、对外投资概述

公司本次拟作为有限合伙人使用自有资金 3 亿元入伙蔚然（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙），占蔚然投资基金认缴出资总额的 59.9988%。

二、投资标的基本情况

企业名称：蔚然（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）

成立日期：2011 年 8 月 30 日

执行事务合伙人：卓优（天津）股权投资管理合伙企业（有限合伙）

营业范围：从事对未上市企业的投资，对上市公司非公开发行股票的投资及相关咨询服务。

经营目的：通过购买、持有及处置中国境内消费品类拟上市优质企业股权及其他资产等投资活动以及其他合法的经营活动，为合伙人获取满意的资本回报。投资方向以消费品类及相关领域企业项目为主。

截止目前，蔚然投资基金合伙人共有两名，其中有限合伙人合肥华泰集团股份有限公司认缴出资 5 亿元，占认缴出资总额的 99.998%；普通合伙人卓优（天津）股权投资管理合伙企业（有限合伙）认缴出资 1 万元，占认缴出资总额的 0.002%。

三、关联关系情况

（1）卓优（天津）股权投资管理合伙企业（有限合伙）

宋向前先生领导的团队是中国本土一家优秀的私募股权投资管理团队，重点投资于具有高成长空间、行业领导性的企业，提供股权投资以及境内外上市服务等资本运营服务，投资领域主要集中在消费品领域，目前的成功投资案例均集中在消费品领域，包括奥瑞金包装股份有限公司、加加食品集团股份有限公司、嘉宝莉化工集团股份有限公司，其中加加食品已经上市。

（2）合肥华泰集团股份有限公司

法定代表人：陈先保

注册资本：28,000 万元

华泰集团最近一年财务状况：（单位：亿元）

项目	2011 年 12 月 31 日
营业收入	32.3
净利润	2.15
总资产	63
净资产	30.8

合肥华泰集团股份有限公司（以下简称“华泰集团”）为公司控股股东，持有公司 48.99%的股权；公司实际控制人兼董事长陈先保先生，直接和间接持有合肥华泰集团 69.64%的股权

（注：在洽洽正式认缴之前，华泰将会减少对蔚然投资基金 3 亿元的认缴出资，认缴出资额变更为 2 亿元，占蔚然投资基金认缴出资总额的 39.9992%。）

洽洽食品本次投资完成后，蔚然投资基金认缴出资总额为 5 亿元，洽洽食品认缴出资 3 亿元，华泰集团认缴出资 2 亿元，卓优投资认缴出资 1 万元。

（一）本次投资的目的

公司认缴蔚然投资基金，目的是为了通过利用蔚然投资基金的资源优势及其各种专业金融工具放大公司的投资能力，推动投资基金去收购或参股符合公司发展战略需要的上下游企业，以产业整合及并购重组等方式，提高和巩固公司在行业内的龙头地位，并借助蔚然投资基金等专业机构的力量，壮大公司的实力和提升公司的形象。

（二）、公司本次投资存在的风险

尽管公司在项目选择、投资标准、项目决策等方面坚持较高标准，但由于宏观经济、行业竞争等风险的客观存在，无法完全规避投资失败的风险；但通过投资蔚然投资基金，可以借助其专业来规避相关的风险,更好地保护了股东的利益。

（三）、本次投资对公司的影响

1、通过借鉴蔚然投资基金的投资经验和较强的综合管理能力以及中介机构的增值服务方面，为公司的资本运作提供丰富的经验与资源；

2、通过投资蔚然投资基金可促进公司发展模式由产业经营为主向以产业经营与资本运营相结合的模式转变，发挥双轮驱动作用，为投资者提供更高的回报。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2613	3061	3611	4335
现金	1867	2172	2493	2950
应收账款	86	108	137	172
其他应收款	3	4	5	7
预付账款	61	71	89	110
存货	587	705	886	1096
其他流动资产	9	0	0	1
非流动资产	505	518	500	488
长期投资	0	0	0	0
固定资产	322	323	317	305
无形资产	98	98	98	98
其他非流动资产	84	96	84	85
资产总计	3118	3579	4111	4823
流动负债	550	693	808	978
短期借款	13	13	13	13
应付账款	233	282	355	438
其他流动负债	305	398	441	526
非流动负债	36	35	35	35
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	36	35	35	35
负债合计	586	728	843	1013
少数股东权益	46	67	94	129
股本	260	260	260	260
资本公积	1835	1835	1835	1835
留存收益	390	688	1078	1586
归属母公司股东权益	2485	2784	3174	3681
负债和股东权益	3118	3579	4111	4823

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	213	297	310	446
净利润	224	319	417	543
折旧摊销	39	43	48	54
财务费用	-49	-40	-51	-51
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	3	-10	-116	-99
其他经营现金流	-4	-16	11	0
投资活动现金流	-1438	-32	-40	-40
资本支出	161	40	40	40
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1277	8	0	0
筹资活动现金流	1574	40	51	51
短期借款	-157	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	110	0	0	0
资本公积增加	1778	0	0	0
其他筹资现金流	-157	40	51	51
现金净增加额	348	305	321	457

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2739	3460	4379	5482
营业成本	1950	2350	2954	3653
营业税金及附加	17	22	28	35
营业费用	392	529	670	839
管理费用	145	183	236	301
财务费用	-49	-40	-51	-51
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	281	415	542	705
营业外收入	13	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	290	415	542	705
所得税	65	95	125	162
净利润	224	319	417	543
少数股东损益	11	21	27	35
归属母公司净利润	213	299	390	507
EBITDA	271	418	539	707
EPS (元)	0.82	1.15	1.50	1.95

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	27.8%	26.3%	26.6%	25.2%
营业利润	45.67	47.4%	30.64	30.1%
归属于母公司净利润	39.93	40.3%	30.64	30.1%
获利能力				
毛利率	28.8%	32.1%	32.5%	33.4%
净利率	7.8%	8.6%	8.9%	9.3%
ROE	8.6%	10.7%	12.3%	13.8%
ROIC	26.3%	41.9%	47.5%	57.3%
偿债能力				
资产负债率	18.8%	20.3%	20.5%	21.0%
净负债比率	2.15%	1.79%	1.54%	1.28%
流动比率	4.75	4.42	4.47	4.43
速动比率	3.68	3.40	3.37	3.31
营运能力				
总资产周转率	1.26	1.03	1.14	1.23
应收账款周转率	41	34	34	34
应付账款周转率	8.28	9.13	9.28	9.21
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.82	1.15	1.50	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.14	1.19	1.72
每股净资产(最新摊薄)	9.56	10.71	12.21	14.16
估值比率				
P/E	32.60	23.25	17.79	13.68
P/B	2.79	2.49	2.19	1.89
EV/EBITDA	19	12	10	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-03-22	洽洽食品 - 推出新品“蒸优味”核桃，业绩有望继续超预期
2012-02-22	调研简报：营销体系改革，精细化管理提升整体营销能力
2012-02-21	点评：业绩超预期，预计一季报高增长将持续
2011-11-02	调研简报：年报有望超预期
2011-10-25	点评：利润增速超预期，目前估值偏低
2011-10-20	跟踪报告：传统炒货销量增长加快，利润率高弹性已显现
2011-08-02	调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大
2011-07-27	点评：中报符合预期，毛利率持续回升
2011-07-22	股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵
2011-07-08	深度报告：下一个中国旺旺
2011-06-09	调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低
2011-05-03	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
2011-05-03	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
2011-04-15	点评：收入快速增长，成本趋稳和提价促盈利能力回升
2011-03-28	调研简报：糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大
2011-03-20	调研简报：稳居炒货龙头，打造休闲食品新贵

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。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

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