

## 洽洽食品 (002557) 2012 年中报点评: 毛利率提升, 薯片业务低于预期

行业分类: 食品饮料

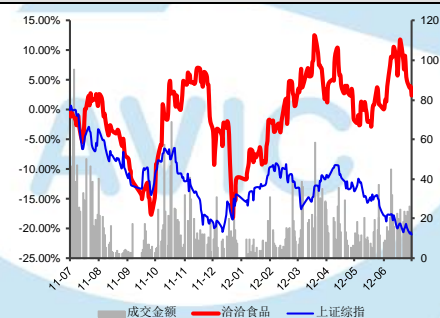
2012 年 07 月 26 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	22.80
当前股价 (12.07.25)	19.80

### 基础数据

上证指数	2136.15
总股本 (亿)	3.38
流通 A 股 (亿)	0.85
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	16.73
总市值 (亿)	66.92
每股净资产 (元)	7.13
ROE (2012Q2)	4.26%
资产负债率	16.96%
动态市盈率	25.9
市净率	2.6

### 近一年公司与上证综指走势对比



资料来源: wind

### 主要观点:

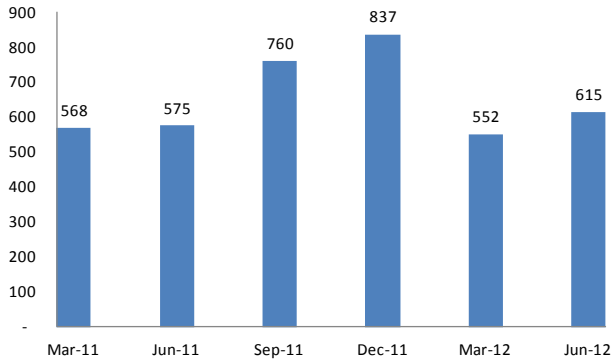
- **公司上半年经营业绩低于我们预期。** 报告期公司实现营业收入 11.66 亿元, 同比增长 2.09%; 实现营业利润 1.39 亿元, 同比增长 49.56%; 归属于公司股东扣除非经常性损益净利润 0.82 亿元, 同比增长 20.06%。
- **毛利率继续提升, 得益于产品提价和原材料价格下降。** 上半年公司整体毛利率 30.66%, 相对于去年同期的 23.75% 有了大幅提升, 其中去年 3 月份的提价是重要原因之一, 而原材料价格的下降也起到部分作用。毛利率从去年 3 季度其逐渐稳定, 未来继续提升的空间有限。
- **薯片业务毛利率上升, 但收入同比下滑较大, 公司产品创新受挫较大。** 在经历了多个创新品种的失败后, 薯片业务是被市场寄予厚望的创新业务, 但上半年薯片业务收入同比下降 24%, 虽然毛利率上升明显, 但对于新品而言市场的扩张才是关键, 薯片业务的下滑或表明公司创新业务受到较大挫折。
- **公司华北、华东和海外地区收入同比下降, 仅华南市场收入同比上升, 市场竞争加剧。**
- **公司销售费用率和管理费用率上升较快, 利息收入和政府补贴对利润作出一定贡献。** 公司上半年销售费用和管理费用分别同比增加 3154 万和 1795 万元, 但现金支出的广告促销费用同比减少了 5195 万元。得益于公司超募资金的规模和新建的两处厂房, 本期利息收入和政府补助同比增加了 1404 万元和 702 万元。
- **公司资金充裕, 加强产品创新能力是关键。** 公司目前有账面现金 17.23 亿元, 现金创造能力良好, 足以支撑公司较长时期发展。但是, 薯片业务的下滑或表明公司在产品创新能力方面依然有待改进, 而良好的创新能力是我们认为公司未来快速成长的关键。公司当前的瓜子产能并不紧张, 若不能发掘新的市场, 依靠产能推动的增长并非良策。
- **维持“持有”评级。** 鉴于公司薯片业务发展不理想, 同时部分地区出现收入下降, 我们调低公司薯片业务盈利预期。预测公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.76 元、0.90 元和 1.08 元, 给予公司 2012 年 30 倍 PE 的估值, 每股价格为 22.8 元。

联系人: 李润平 联系人电话: 0755-83692762  
 联系人邮箱: rplink@hotmail.com

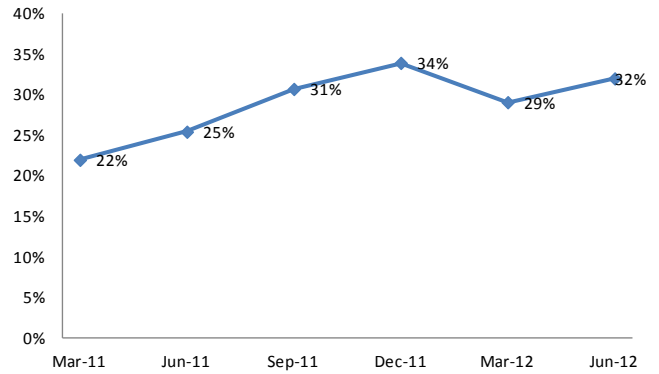
中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

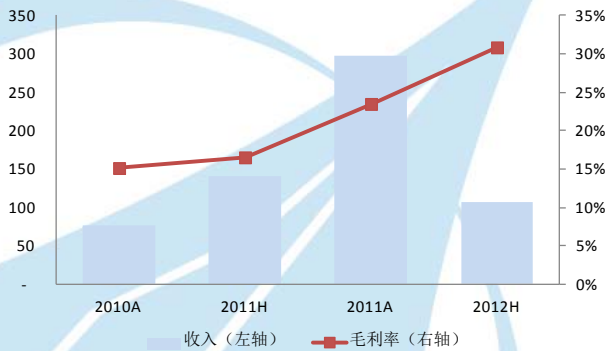
联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
 公司网址: www.avicsec.com  
 联系电话: 0755-83692635  
 传真: 0755-83688539

**图表 1 公司单季度收入变动 (百万元)**


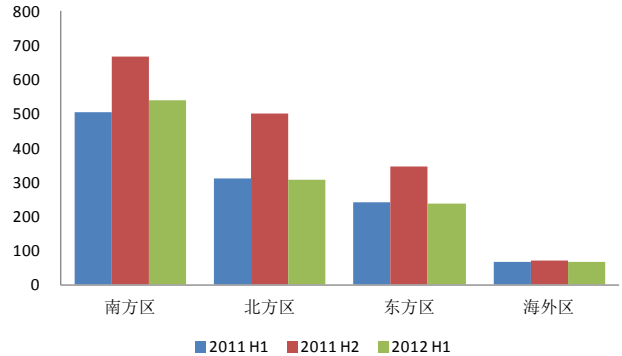
资料来源:公司公告、中航证券金融研究所

**图表 2 公司单季度毛利率变动**


资料来源:公司公告、中航证券金融研究所

**图表 3 公司薯片产品收入和毛利率变动**


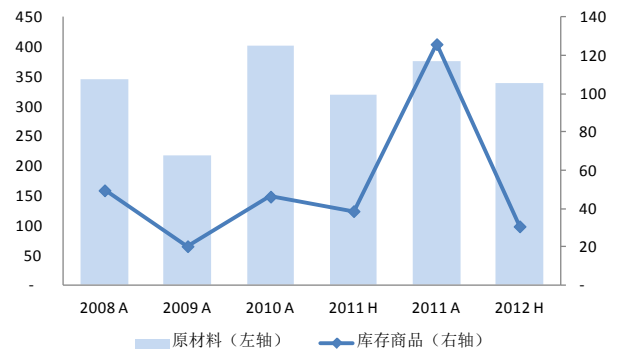
资料来源:公司公告、中航证券金融研究所

**图表 4 公司近期区域销售收入变动 (百万元)**


资料来源:公司公告、中航证券金融研究所

**图表 5 公司单季销售费用率和管理费用率变动**


资料来源:公司公告、中航证券金融研究所

**图表 6 公司库存商品变动 (百万元)**


资料来源:公司公告、中航证券金融研究所

**图表 7 公司财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	2613	2430	2646	3115	<b>营业收入</b>	2739	3217	3912	4701
现金	1867	1506	1581	1859	营业成本	1950	2244	2727	3273
应收账款	86	118	130	168	营业税金及附加	17	20	25	30
其他应收款	3	4	5	6	营业费用	392	448	550	659
预付账款	61	100	80	60	管理费用	145	193	226	275
存货	587	701	849	1021	财务费用	-49	-33	-30	-34
其他流动资产	9	1	2	2	资产减值损失	2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	505	868	1081	1128	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	300	300	300	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	322	377	491	567	<b>营业利润</b>	281	345	416	499
无形资产	98	103	104	101	营业外收入	13	21	15	16
其他非流动资产	84	87	186	159	营业外支出	5	5	5	5
<b>资产总计</b>	3118	3298	3727	4244	<b>利润总额</b>	290	361	426	510
<b>流动负债</b>	550	644	753	887	所得税	65	90	106	127
短期借款	13	10	10	10	<b>净利润</b>	224	271	319	382
应付账款	233	293	346	419	少数股东损益	11	13	15	18
其他流动负债	305	341	397	458	<b>归属母公司净利润</b>	213	258	305	365
<b>非流动负债</b>	36	34	34	34	EBITDA	271	345	428	519
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.82	0.76	0.90	1.08
其他非流动负债	36	34	34	34	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	586	677	788	921	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	46	59	74	92	<b>成长能力</b>				
股本	260	338	338	338	营业收入	27.8%	17.5%	21.6%	20.2%
资本公积	1835	1757	1757	1757	营业利润	45.7%	22.8%	20.5%	20.0%
留存收益	390	466	771	1135	归属于母公司净利润	39.9%	21.4%	17.9%	19.7%
归属母公司股东权益	2485	2562	2866	3231	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	3118	3298	3727	4244	毛利率(%)	28.8%	30.3%	30.3%	30.4%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	7.8%	8.0%	7.8%	7.8%
					ROE(%)	8.6%	10.1%	10.6%	11.3%
					ROIC(%)	26.3%	27.7%	26.6%	29.3%
<b>经营活动现金流</b>	213	181	300	345	<b>偿债能力</b>				
净利润	224	271	319	382	资产负债率(%)	18.8%	20.5%	21.1%	21.7%
折旧摊销	39	32	42	53	净负债比率(%)	2.15%	1.48%	1.27%	1.09%
财务费用	-49	-33	-30	-34	流动比率	4.75	3.78	3.51	3.51
投资损失	0	0	0	0	速动比率	3.68	2.69	2.39	2.36
营运资金变动	3	-95	-32	-59	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	-4	5	-0	2	总资产周转率	1.26	1.00	1.11	1.18
<b>投资活动现金流</b>	-1438	-390	-254	-100	应收账款周转率	41	30	30	30
资本支出	161	90	250	100	应付账款周转率	8.28	8.54	8.54	8.56
长期投资	0	300	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
其他投资现金流	-1277	-0	-4	-0	每股收益(最新摊薄)	0.63	0.76	0.90	1.08
<b>筹资活动现金流</b>	1574	-152	30	34	每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.54	0.89	1.02
短期借款	-157	-3	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.35	7.58	8.48	9.56
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	110	78	0	0	P/E	31.44	25.91	21.98	18.36
资本公积增加	1778	-78	0	0	P/B	2.69	2.61	2.34	2.07
其他筹资现金流	-157	-149	30	34	EV/EBITDA	18	14	11	9
<b>现金净增加额</b>	348	-361	75	278					

资料来源: 中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤，SAC 执业证书号：S0640511040001，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。