

**评级：审慎推荐（首次评级）**
**食品饮料**
**公司半年报点评**
**证券研究报告**

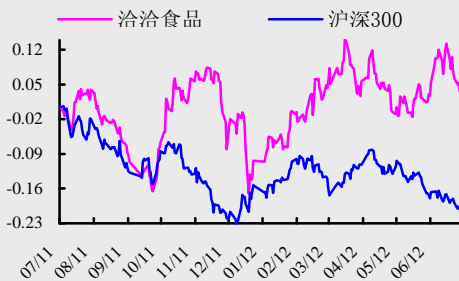
分析师 李镜池 S1080511060001  
 联系人 晁岱秀 S1080110100006  
 电话：0755-82485059  
 邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

**洽洽食品(002557)——**
**毛利提升已带来盈利增长，渠道改善将促使营收反转**
**交易数据**

上一日交易日股价（元）	19.8
总市值（百万元）	6,692
流通股本（百万股）	85
流通股比率（%）	25.00

**资产负债表摘要（06/12）**

股东权益（百万元）	2,410
每股净资产（元）	7.13
市净率（倍）	2.78
资产负债率（%）	16.96

**公司与沪深300指数比较**

**相关报告**
**事件：**

公司公布2012年上半年年报，实现销售收入11.66亿元，同比增长2.09%；实现利润总额1.50亿元，同比增长53.27%；归属于上市公司股东的净利润1.07亿元，同比增长48.19%，实现EPS0.32元。

预计1-9月份累计净利润保持在30~50%的增长幅度。

**点评：**

**营业收入增长低于预期，净利润增长符合预期。**2012年上半年实现了营业收入11.66亿元，同比增长2.09%，低于市场预期，我们认为除了受经济环境恶化、“陈年瓜子”事件影响之外，处于销售渠道的改善期也是主要原因之一。毛利率提升7.1个百分点，财务费用收益增厚EPS0.08元，以及2445万元的非经常性损益共同促使上半年净利润增长48%。

**葵花子类销售稳健增长，薯片销售低于预期。**葵花子类产品为公司的拳头产品，“洽洽”已是瓜子的代名词，依靠强大的品牌优势，公司葵花子类产品增速仍有8.33%的增长。其占公司营业收入和营业毛利的比重分别为78.1%和79.3%。薯片和其他产品销售低于预期，2012年上半年的销售收入为1.07亿元，同比下滑了23.4%。将在8-9月推出脆脆熊和一款波形薄薯片，将促进薯片销售增长。

**原材料价格下降和产品提价一起提升毛利率。**2012年上半年，公司产品的整体毛利率达到31.14%，比去年同期上升7.1个百分点，其中葵花子、薯片以及其他产品分别上升了5.78%、14.31%和7.18%。主要原因：1、主要产品原料价格比去年同期有所降低。2012年，国内葵花籽产量创历史新高，达到230万吨，将进一步促进国内葵花籽价格走低；而土豆价格经历小幅波动后继续走低。2、主要产品售价自2011年3月起开始上调5%左右，到6、7月全部调整完毕。

**销售渠道向扁平化、精细化转变，为后期销售收入增长做准备。**公司将之前的经销商、分销商、批发商的3级分销模式减少为2级，将批发商发展成为分销商或者销售终端，使公司更接近消费者，同时又促使各级经销商的利益最大化。启动渠道精耕，加强终端管控。将公司的销售人员从主要服务于经销商，转变为帮助经销商管理销售终端的铺货、动销、订单情况，增强公司对销售终端的控制力。预计到2012年底公司掌控的销售终端将从20万个增加到40万个，并在未来3-5年内要增加到100万个，将促使后期销售收入的增长。

**给予“审慎推荐”**预计2012~2014年公司的EPS为0.83(24X)、1.02(19X)、1.25(16X)，考虑到渠道改善对营业收入增长的促进效果仍需观察，且去年三季度后以进入业绩高点，都将对后期的利润增速产生影响，故给予“审慎推荐”评级。



**风险提示:** 销售收入低于预期; 食品安全事故发生

盈利预测

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,143.8	2,738.8	3,002.2	3,752.7	4,503.2
同比 (%)	30.0%	27.8%	9.6%	25.0%	20.0%
营业毛利	586.3	789.0	985.3	1,251.7	1,502.1
同比 (%)	27.0%	34.6%	24.9%	27.0%	20.0%
归属母公司净利润	152.1	212.8	279.3	344.5	421.2
同比 (%)	50.1%	39.9%	31.2%	23.3%	22.3%
总股本 (亿股)	3.38	3.38	3.38	3.38	3.38
每股收益 (元)	0.45	0.63	0.83	1.02	1.25
ROE	29.0%	8.6%	10.8%	11.8%	12.6%
P/E (倍)	44	31	24	19	16

资料来源: 公司公告 第一创业证券研究所整理



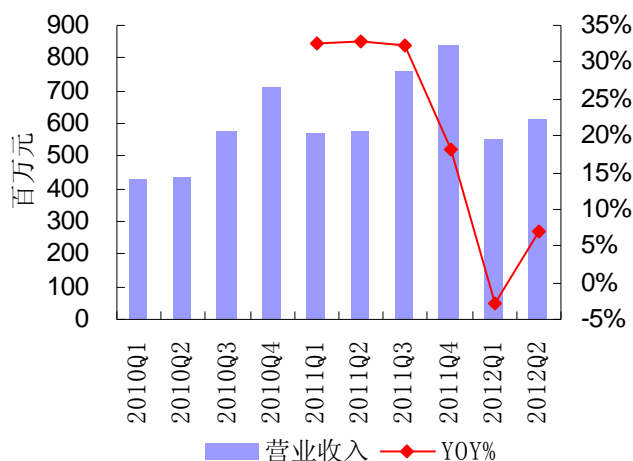
## 营收增长低于预期，净利润增长符合预期

2012年上半年实现了营业收入11.66亿元，同比增长2.09%，低于市场预期，我们认为除了受经济环境恶化、“陈年瓜子”事件的影响之外，公司对销售渠道的改革也是主要原因之一。实现净利润1.07亿元，同比增长48.19%；每股收益为0.32元，符合市场预期。公司并预计1~9月归属于上市公司股东的净利润在1.77~2.05亿元，同比增长30~50%。

2012Q2实现营业收入6.15亿元，同比增长6.93%，环比增长11.42%；实现营业利润6433万元，同比增长42.23%；归属上市公司股东的净利润为5121万元，同比增长63.58%，实现EPS0.15元。

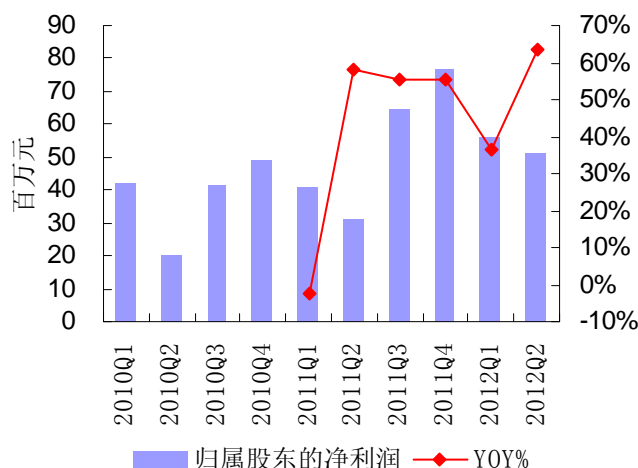
上半年的财务费用收益为2810万元，增厚EPS0.08元，其占净利润的比重达到26%。目前公司仍有17.24亿的货币资金，可保证三季度仍有约1400万元的利息收入，为净利润增速提供支持。

图1 2012Q2 营业收入增长6.93%



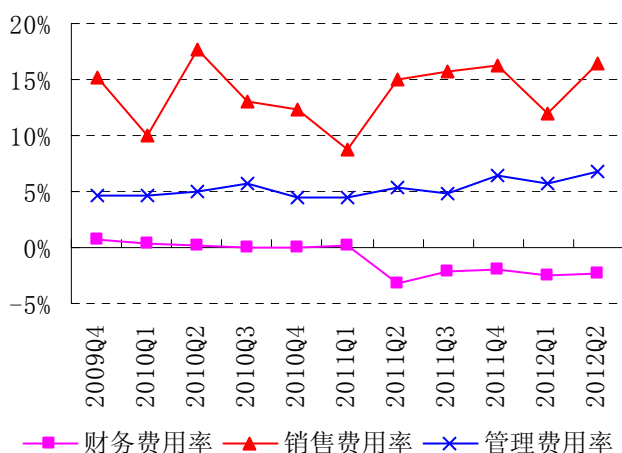
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图2 2012Q2 净利润增速为63.58%



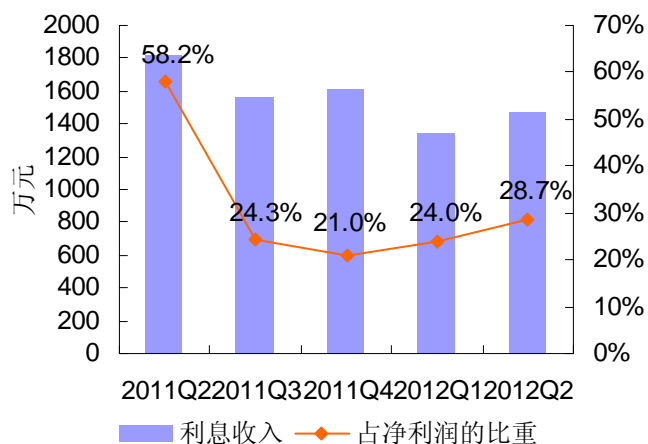
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图3 财务费用率继续维持在-2.4%左右



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图4 2012Q2 财务费用收益占净利润的比例上升至28.7%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



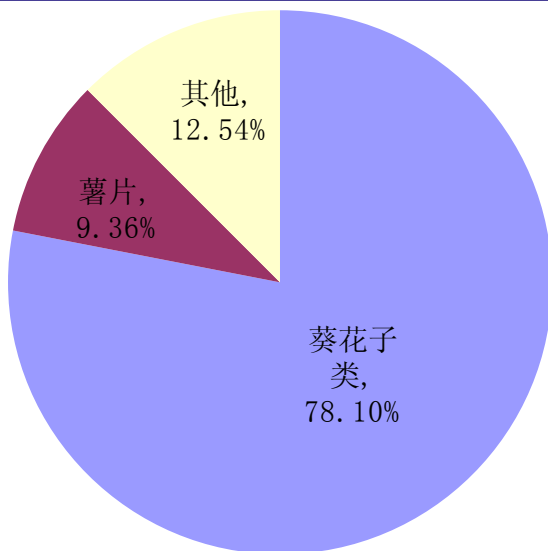
## 葵花子类销售稳健增长，薯片销售低于预期

**葵花子类销售稳健增长。**葵花类产品仍是公司的拳头产品，其占公司营业收入和营业毛利的比重分别为 78.1%和 79.3%。公司在瓜子领域的龙头地位相当稳固，“洽洽”已经是瓜子的代名词，依靠强大的品牌优势，公司葵花类产品增速仍有 8.33%的增长。

**薯片和其他产品销售低于预期。**自 2010 年推出“喀吱脆”非油炸薯片，2011 年销售收入达到 3 亿元；2012 年上半年的销售收入为 1.07 亿元，同比下滑了 23.4%，源于公司重新调整了薯片的销售策略，并将在 8-9 月份推出脆脆熊和另一款波形薄薯片。

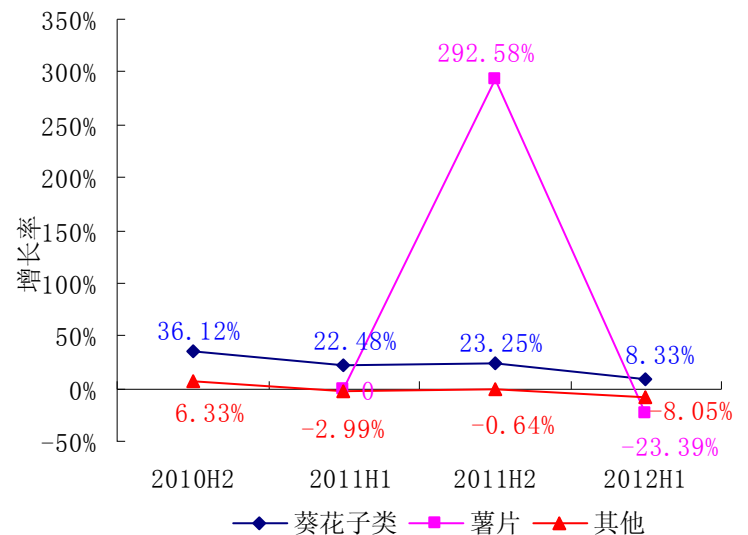
公司的其他产品包括西瓜子、豆类、南瓜子、派类、花生类、坚果类及年节礼盒产品等，上半年的销售收入为 1.44 亿元，同比下降 8.05%，仍然处于增长乏力的状况，其并不是公司的重点。

图 5 葵花子占营业收入的 78%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 6 葵花子类产品销售增速下滑至 8.33%



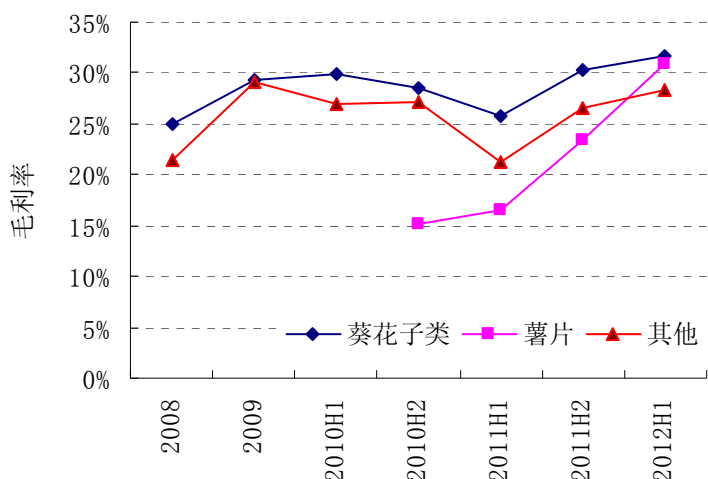
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

## 原材料价格下降和产品提价共同提升毛利率

2012 年上半年，公司产品的整体毛利率达到 31.14%，比去年同期上升 7.1 个百分点，其中葵花子、薯片以及其他产品分别上升了 5.78%、14.31%和 7.18%。主要原因：1、主要产品原料价格比去年同期有所降低。2012 年，国内葵花籽产量创历史新高，达到 230 万吨，经进一步促进国内葵花籽价格走低；而土豆价格经历小幅波动以后继续走低。2、主要产品售价自 2011 年 3 月起开始上调，到 6、7 月全部调整完毕。

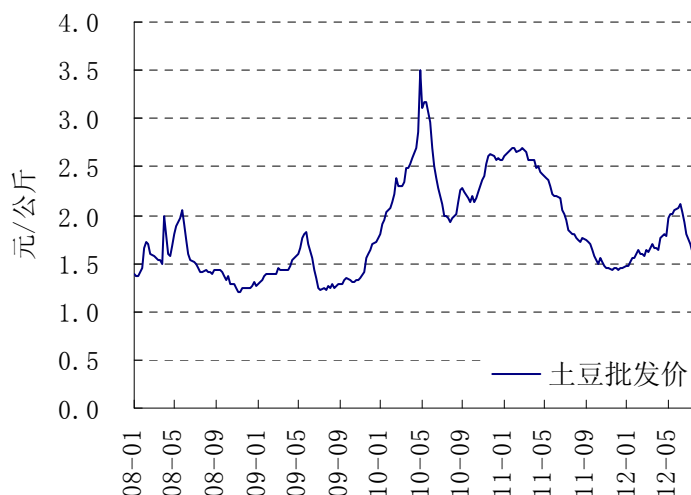


图 7 产品毛利率皆有大幅提升



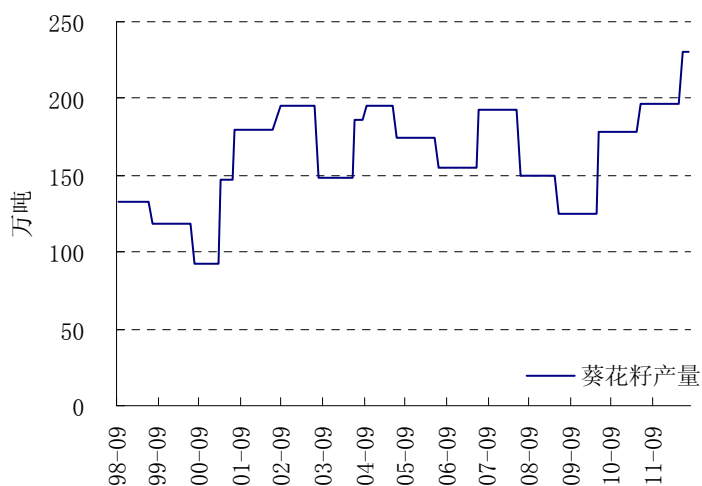
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 8 土豆价格持续走低



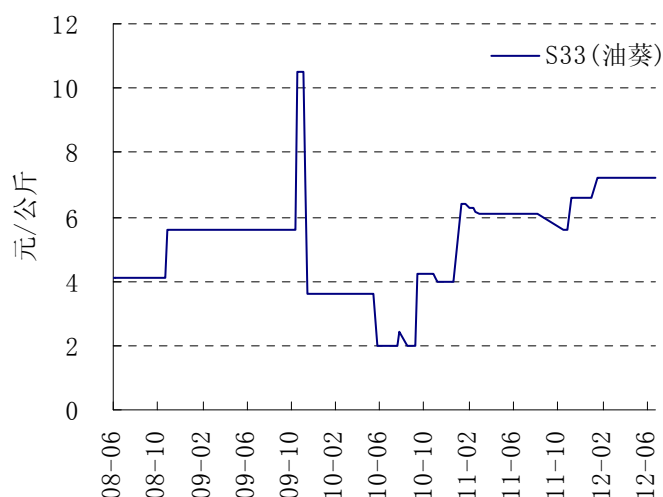
数据来源：wind 第一创业证券研究所

图 9 国内葵花籽产量创历史新高，达到 230 万吨



数据来源：wind 第一创业证券研究所

图 10 国内 S33 (油葵) 价格维持在 7.2 元/公斤



数据来源：wind 第一创业证券研究所

### 销售渠道向扁平化、精细化转变

销售渠道的扁平化，将经销商层级减少为经销商、分销商 2 级，并保证经销商在渠道中的利润分配。将公司之前的经销商、分销商、批发商 3 级的分销模式减少为 2 级，将批发商发展成为分销商或者销售终端，使公司更接近消费者，同时又保证了各级经销商的利益最大化。

启动渠道精耕，加强终端管控。将公司的销售人员从主要服务于经销商，转变为帮助经销商管理销售终端的铺货、动销、订单情况，增强公司对销售终端的控制力。2012 年底公司掌控的销售终端将从 20 万个增加到 40 万个，并在未来 3-5 年内要增加到 100 万个。



给予“审慎推荐” 考虑到公司渠道改革对促进营业收入的增长的效果仍需观察,以及去年三季度为业绩高点,都将影响之后的利润增速,预计 2012~2014 年 EPS 为 0.83(24X)、1.02(19X)、1.25(16X),给予“审慎推荐”评级。

风险提示: 销售收入低于预期; 食品安全事故发生

盈利预测

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,143.8	2,738.8	3,002.2	3,752.7	4,503.2
同比 (%)	30.0%	27.8%	9.6%	25.0%	20.0%
营业毛利	586.3	789.0	985.3	1,251.7	1,502.1
同比 (%)	27.0%	34.6%	24.9%	27.0%	20.0%
归属母公司净利润	152.1	212.8	279.3	344.5	421.2
同比 (%)	50.1%	39.9%	31.2%	23.3%	22.3%
总股本 (亿股)	3.38	3.38	3.38	3.38	3.38
每股收益 (元)	0.45	0.63	0.83	1.02	1.25
ROE	29.0%	8.6%	10.8%	11.8%	12.6%
P/E (倍)	44	31	24	19	16

资料来源: 公司公告 第一创业证券研究所整理



## 主要财务指标预测

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>	<b>2,613.0</b>	<b>2,774.3</b>	<b>3,229.4</b>	<b>3,775.0</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>2,738.8</b>	<b>3,002.2</b>	<b>3,752.7</b>	<b>4,503.2</b>
货币资金	1,867.0	1,857.9	2,115.6	2,460.8	减: 营业成本	1,949.9	2,016.9	2,501.0	3,001.1
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	17.2	23.4	29.7	35.6
应收款项	86.2	116.1	145.7	174.4	销售费用	391.8	442.3	562.9	675.5
预付款项	61.1	85.0	107.5	129.3	管理费用	145.0	176.3	202.8	233.2
存货	586.9	605.3	750.5	900.6	财务费用	-48.6	-31.0	-6.4	-7.7
其他流动资产	11.8	110.0	110.0	110.0	资产减值损失	2.4	1.4	1.3	1.3
<b>非流动资产</b>	<b>504.5</b>	<b>559.5</b>	<b>527.5</b>	<b>495.5</b>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	321.8	317.2	281.7	246.3	<b>二、营业利润</b>	<b>281.2</b>	<b>372.9</b>	<b>461.4</b>	<b>564.1</b>
在建工程	49.2	109.6	113.1	116.6	加: 营业外收入	13.3	20.8	21.8	22.6
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	5.0	6.8	9.1	10.3
无形及递延性资产	105.7	107.7	107.7	107.7	<b>三、利润总额</b>	<b>289.5</b>	<b>386.9</b>	<b>474.1</b>	<b>576.5</b>
其它非流动资产	27.9	24.9	24.9	24.9	减: 所得税费用	65.5	97.8	118.5	144.1
<b>资产总计</b>	<b>3,117.5</b>	<b>3,333.7</b>	<b>3,756.9</b>	<b>4,270.5</b>	<b>四、净利润</b>	<b>224.0</b>	<b>289.1</b>	<b>355.6</b>	<b>432.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>550.3</b>	<b>668.8</b>	<b>736.4</b>	<b>817.6</b>	归属母公司净利润	212.8	279.3	344.5	421.2
短期借款	12.6	82.6	82.6	82.6	少数股东损益	11.2	9.8	11.2	11.2
应付账款	271.5	311.2	385.4	462.0	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>338.0</b>	<b>338.0</b>	<b>338.0</b>	<b>338.0</b>
预收帐款	140.6	111.1	128.9	153.4	<b>EPS (元)</b>	<b>0.63</b>	<b>0.83</b>	<b>1.02</b>	<b>1.25</b>
其它流动负债	125.6	164.0	139.4	119.7					
<b>非流动负债</b>	<b>35.7</b>	<b>34.8</b>	<b>34.8</b>	<b>34.8</b>	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>成长能力</b>				
其它非流动负债	35.7	34.8	34.8	34.8	营业收入	27.8%	9.6%	25.0%	20.0%
<b>负债合计</b>	<b>586.0</b>	<b>703.6</b>	<b>771.1</b>	<b>852.4</b>	营业毛利	34.6%	24.9%	27.0%	20.0%
少数股东权益	46.3	47.6	58.8	69.9	主业盈利	20.4%	46.1%	32.9%	22.2%
股本	260.0	338.0	338.0	338.0	母公司净利	39.9%	31.2%	23.3%	22.3%
资本公积与其它	1,885.5	1,807.5	1,807.5	1,807.5	<b>获利能力</b>				
留存收益	339.7	437.0	781.4	1,202.6	毛利率	28.8%	32.8%	33.4%	33.4%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,485.2</b>	<b>2,582.5</b>	<b>2,926.9</b>	<b>3,348.1</b>	主业盈利/收入	8.6%	11.4%	12.2%	12.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,117.5</b>	<b>3,333.7</b>	<b>3,756.9</b>	<b>4,270.5</b>	ROS	8.2%	9.6%	9.5%	9.6%
					ROE	8.6%	10.8%	11.8%	12.6%
					ROIC	9.0%	10.8%	11.8%	12.6%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
<b>单位: 百万元</b>					资产负债率	18.8%	21.1%	20.5%	20.0%
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	利息保障倍数	-4.6	-9.3	-55.7	-56.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>213.1</b>	<b>272.5</b>	<b>254.9</b>	<b>340.9</b>	速动比率	3.66	3.08	3.22	3.38
净利润	224.0	289.1	355.6	432.3	经营现金净额/当期债务	16.93	3.30	3.09	4.13
折旧摊销	41.2	41.2	36.8	36.8	<b>营运能力</b>				
财务费用	-49.2	-30.9	-6.4	-7.7	总资产周转率	0.88	0.90	1.00	1.05
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	应收款天数	11.33	13.93	13.98	13.94
营运资金变动	2.9	-27.1	-123.4	-114.2	存货天数	108.36	108.03	108.03	108.03
其它变动	-5.9	0.2	-7.7	-6.3	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,438.3</b>	<b>62.2</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.5</b>	主业盈利/股本	0.70	1.02	1.35	1.65
资本支出	-159.0	-99.8	-3.5	-3.5	每股经营现金流	0.63	0.81	0.75	1.01
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	7.22	7.50	8.49	9.70
其它变动	-1,279.3	162.0	0.0	0.0	<b>估值比率</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,574.1</b>	<b>-118.0</b>	<b>6.4</b>	<b>7.7</b>	P/E	31.44	23.96	19.43	15.89
债务融资	-157.4	70.0	0.0	0.0	P/B	2.74	2.64	2.33	2.04
权益融资	1,895.7	0.0	0.0	0.0	P/S	2.44	2.23	1.78	1.49
其它变动	-164.1	-187.9	6.4	7.7	EV/EBITDA	12.52	13.26	9.90	7.71
<b>汇率变动影响</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>					
<b>现金净增加额</b>	<b>348.3</b>	<b>216.8</b>	<b>257.7</b>	<b>345.1</b>					

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135