



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品:食品及饮料

刘都

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001
(8621) 2032 8511
du.liu@bocichina.com

*操礼艳为本报告重要贡献者

洽洽食品: 以瓜子为基石, 向休闲食品企业转型

洽洽食品(002557.SZ/人民币 18.98, 未有评级)是国内坚果炒货行业的龙头企业。其葵花子产品已在全国范围内建立了很高的品牌认知度。公司期望以此为基础,在现有销售网络上推广新产品如薯片等,向综合的休闲食品企业过渡。初步预计公司2012年全面摊薄每股收益0.83元,目前的股价相当于23倍2012年市盈率。

要点

- **葵花子业务为公司提供稳定的收入增长。**2010年-2012年上半年的葵花子业务收入同比增速分别为36%、23%和8%,占到营业收入的比率均在75%左右。虽然今年上半年受经济大环境的影响增速有所下滑,但是长期来看随着居民收入的持续提高和公司渠道下沉,其葵花子业务有望在未来2-3年仍维持较稳定的增长。目前公司县乡市场占收入的比率不到20%,其规模从2010年的2亿元增长到2011年的4亿元,预计今年仍能保持50%以上的增长。
- **薯片和高端坚果是公司新品开发的重点。**公司的目标是成为国内休闲食品行业的龙头企业,注重新产品的研发和推广。经过前几年的实践和探索,公司新产品研发的方向和重点逐渐清晰,锁定为薯片类产品和高端坚果类产品。其中薯片类产品2012年上半年更改了配方,导致短期收入下滑,但是长期来看新的配方更适合消费者的需求,对增长有利。另外,下半年公司还会推出脆脆熊、薯浪等薯片新品,也将对收入增长有所贡献。高端坚果类产品目前在收入中的占比还比较小,但其毛利率较高,约40%,公司计划通过OEM的方式尝试快速介入该品类,其成果仍有待观察。
- **营销职能逐步加强。**洽洽食品在过去几年内积极引进外部营销人才,期望通过营销变革实现突破。虽然到目前为止,该进程并不顺利,但是在逐步探索的过程中,我们看到公司新品研发的方向和渠道改革的目标逐渐清晰,并且营销方面的投入也在逐渐增加。我们预计公司今年的广告费用增加40%,占收入的比率近5%。期待营销投入与新品上市相配合,在下半年旺季来临时获得较好的成效。

投资摘要

年结日:12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币百万)	2,144	2,739	3,172	3,868	4,599
变动(%)	29.98	27.76	15.80	21.94	18.92
净利润(人民币百万)	152	213	280	352	405
全面摊薄每股收益(人民币)	0.45	0.63	0.83	1.04	1.20
变动(%)	50.08	39.93	31.53	25.60	15.14
市场预期每股收益(人民币)			0.82	1.02	1.25
全面摊薄市盈率(倍)	42.18	30.14	22.92	18.24	15.84

资料来源:公司数据,万得数据库,中银国际研究预测

下面是与公司的问答纪要：

Q：公司今年下半年发展的方向和策略是什么？

公司下半年还是延续上半年的发展策略，主要开展两方面的工作：

- 渠道精耕细作还要继续去做，目前公司有 1,000 家直接对口的经销商，年底要发展到 1,200 家。
- 陆续推出新品：在原有的基础上推出多味瓜子、花生等产品，现在正在做前期的准备工作。

Q：新品推出的流程和效率怎么样？

市场部在市场前沿做市场的信息调研，研究消费趋势。我们有合肥研究院和上海研究院。研究院的人员根据信息确定研发方向，然后生产样品出来小试吃。小试吃通过后做调研中试吃，中试吃通过后再决定重点推什么产品。

一般一个新品开发需要一年的时间，比如说咯吱脆。如果是改进类的产品上市时间会更快，如多味瓜子开发到上市只需要半年。

Q：我们的很多新产品在刚上市的一两年做的不错，但是后劲不足，主要原因是什么呢？

第一是跟公司的重视度和持续的支持度有关系。比如说开心果 2008 年开始大规模推出，原料是从美国和伊朗进口的，成本很贵，如果再用高费用的推广就是亏损的，所以后面推广的力度就没有那么大了。

第二，经销商的积极性也有一定的关系。经销商喜欢买现成的盈利的产品，不太愿意去投入。现在我们开始要求经销商在产品中搭配一定比率的新产品。

Q：下半年我们新产品研发的重点是什么？

薯片类：薯片还是重点。咯吱脆我们换了新配方。另外会陆续推出脆脆熊、薯浪等产品。

高端坚果类：核桃等。随着消费水平和消费习惯改变，葵花子的涨幅还是受到一定的限制，需要高档坚果类的产品来补充。今年计划以 OEM 的方式做起来，这是一个尝试。高端坚果毛利在 40% 左右，推广的费用会更高一些。

花生类：花生的消费者基础还是很好的，国外销售的也非常好。

Q：洽洽的经销体系是怎么样的？

公司去年直接掌控的终端有 19 万个，今年目标是达到 40 万个，上半年达到了 25 万个。其中，各类终端的占比情况是：

- A 类 1,000-3,000 平米：50%。
- B 类 500-1,000 平米：13%。
- C 类 100-500 平米：13%。
- KA：5-8%。沃尔玛，麦德龙，苏果和乐购等。
- 其他：夫妻老婆店等，公司不直接掌控。

Q: 下半年渠道网络建设的重点是什么?

全国有东北、华北、华中、华东、华西五大销售公司。

下半年渠道网络建设的重点是渠道下沉，城市层面的精细耕作已经做得很不错了，进一步下沉的空间不大。重点还是做县乡的渠道下沉，将一些县级的经销商提升为一级经销商。

Q: 上半年销售收入没有增长的原因?

分产品看葵花子领域有一定的增长；小而香，坚果有一些下降。

分地区看，城市受到整个经济环境的影响较大，而县乡成长还是比较快的。目前县乡占比达到 18.8%。去年从 2 个亿增长到 4 个亿，还有很大的空间，需要靠渠道下沉去拉动。

Q: 咯吱脆的销售在哪些区域表现比较好?

华南和华西比较好，华北下滑比较明显。

Q: 今年的广告推广费用?

今年规划的是 1.4 个亿元，去年 9,800 万。广告主要投放在薯片产品，另外年底春节的时候在瓜子上做一些广告。主要投放到一些年轻人喜欢的节目，如非诚勿扰、快乐大本营等。

Q: 产品成本的波动是否明显?

葵花子的成本平均 7,000 元/吨左右。西瓜子、南瓜子需要上万元/吨。我们的大规模采购一般是 10-11 月。今年内蒙受一些影响但程度不大。

洽洽的产能利用率并不高，但是还是要扩厂，这个类似于水库原理，春节时期产能利用率 100%，平时可能就只有 70%左右。我们的产能规划由原料产能布局向市场产能布局转变，这样反应更快，先有市场再有工厂。

Q: 去年海外增长为什么那么快?

我们到东南亚，如越南、印尼、泰国等考察，发现国外的潜力很大。另外我们新上任了一位海外事业部的老总，在市场开拓方面比较积极，效果显著。

Q: 产品的提价进度是怎么样?

产品的提价是根据原料成本来提价的，成本不维持的时候不建议提价。

Q: SAP 系统什么时候上线?

SAP 系统预计在 9 月 1 号就要正式上线了。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371