

食品综合

署名人: 蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

6-12个月目标价: 33.00元

当前股价: 20.80元

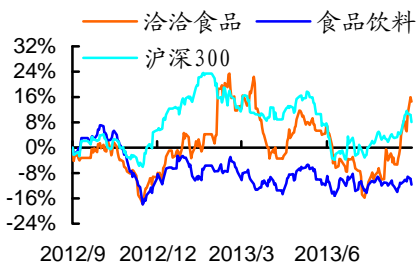
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2185.56
总股本(百万)	338
流通股本(百万)	85
流通市值(亿)	18
EPS	0.29
每股净资产(元)	7.24
资产负债率	17.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
洽洽食品	27.45%	9.76%	1.50%
食品饮料	0.34%	0.26%	-4.12%
沪深300	5.35%	0.98%	-4.43%



相关报告

《洽洽食品-产品创新打消成长疑虑, 业绩拐点即将出现》2013-9-6

《洽洽食品-提价和原料成本下降共助四季度盈利明显改善》2013-7-29

《洽洽食品-新原料采购季将迎来业绩改善》2013-7-25

《洽洽食品-二季度业绩见底, 下半年增速回升》2013-4-25

《洽洽食品-低估值反映低预期, 新产品4月发布是亮点》2013-4-9

《洽洽食品-基本符合预期, 看好新品发布》2013-2-26

《洽洽食品-新品发布在即, 长期投资价值仍在》2013-2-22

洽洽食品

002557

强烈推荐

果冻进入华东推广季, 宣传包装不断改进, 强烈推荐

近日我们强烈推荐的洽洽食品获得了越来越多投资者的认可, 自7月30日发布调研推荐报告以来公司涨幅超过40%。我们重申推荐逻辑, 我们认为洽洽食品是目前食品板块中为数不多具备市场预期低+四季度业绩拐点+引入海外新品支持长期成长的品种。详情欢迎参阅9月5日深度报告《产品创新打消成长疑虑, 业绩拐点即将出现》。

- **市场预期低, 有安全边际。** 近日连续上涨后估值也仅25倍, 处于行业较低水平, 估值充分反映了市场对于三季度原料价格高位运行、新品推广费用率上升后较差的三季报业绩预期, 具备足够安全边际。
- **四季度迎来业绩拐点。** 目前早熟的葵花籽原料价格已经出现向下趋势, 预计9月底原料大批量采购时原料价格会下降0%-10%, 回归正常价格, 加之三季度提价7%-10%, 预计四季度毛利率有望从26%提高至30%, 将带动业绩重回上升通道。
- **引入海外新品支持长期成长。** 公司过去新品没有达到预期我们认为主要是原来的产品研发采取跟随策略, 产品本身缺乏独特竞争力。未来公司打算通过不断引入日本、欧美等海外独特成熟产品的方式推出新品。第一个与日本合作的新产品, 蒟蒻果汁果冻8月底已经完成华东市场现代渠道铺货, 新总经理上任后公司全面改善, 都会使收入增速逐步加快。我们认为公司成长性会再次获得市场认可。
- **果冻9月在华东地区进行大规模推广活动。** 8月底华东现代渠道铺货完成后, 公司9月在华东各大卖场做试吃促销、网络抽奖活动; 计划10月底在华南市场铺货, 明年2月在全国市场推广。目前我们对该产品的预期是, 今年4个月销售3000万元, 明年销售2亿元。淘宝网站上从6月开始销售果冻产品, 8月时果冻的销量已达到其薯片销量的65%, 并且在网络销售果冻的客户购买评价较高。
- **果冻产品宣传、包装不断改进。** 公司在产品宣传上加入了蒟蒻功能以及产品独特性介绍, 针对0脂肪纤体概念, 指出女性每日必备, 有代餐、通便、维生素营养的健康作用。关于此前经销商提出建议包装无法站立的问题, 公司已经进行了包装的改进, 开发了同时具备5重口味、可以站立的大包装。
- **预计13-15年EPS分别为0.84/1.10/1.40元, 继续强烈推荐, 目标价33元。** 详情欢迎参阅9月5日深度报告《产品创新打消成长疑虑, 业绩拐点即将出现》。

➢ 风险提示: 销量增长低于预期; 新品推广速度低于预期; 原料价格降幅不达预期

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2750	3053	3826	4598
收入同比(%)	0%	11%	25%	20%
归属母公司净利润	283	284	371	472
净利润同比(%)	33%	0%	31%	27%
毛利率(%)	30.8%	29.5%	32.0%	32.6%
ROE(%)	11.0%	10.8%	12.4%	13.6%
每股收益(元)	0.84	0.84	1.10	1.40
P/E	25.43	25.36	19.40	15.26
P/B	2.78	2.73	2.40	2.07
EV/EBITDA	16	15	11	9

资料来源: 中投证券研究所

图 1 在日本生产同样产品的 ORIHIRO



资料来源：中投证券研究总部

图 2 洽洽破乐冻



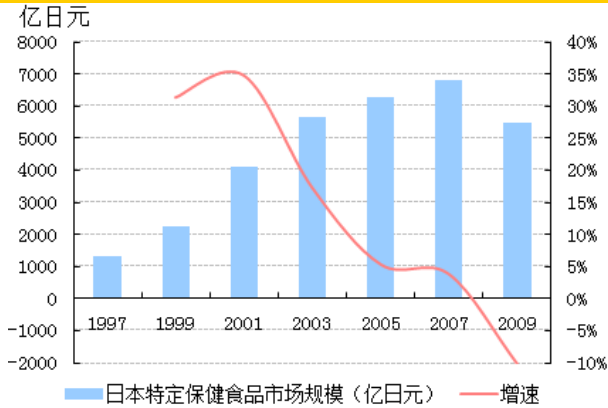
资料来源：中投证券研究总部

表 1 日本健康相关产品分类

	分类	特点	产品
具有保健功能食品	特定保健食品 FOSHU	介乎于一般食品和医药品之间，被制度化并通过国家严格审查具有促进健康等相关效果的产品，可有功能标示	含低聚糖、乳酸菌、食物纤维、大豆蛋白、壳聚糖、植物固醇、DHA/EPA 等的食品
	FHC 营养机能食品 FNFC	以补充特定的营养成分为目的的保健机能食品，标示成分达到规定可在产品标示	含 12 种维生素和 5 种矿物质
健康食品	营养辅助食品	有益于健康而通用的食品，作用机理尚未得到证明，在国家规定之外，如何表示是厂家的自由	如食用菌、叶绿素、酸和酵母、海产品、茶类、健康水、减肥食品、微量元素、机能成分等
	功能性食品		
	功能性饮料		

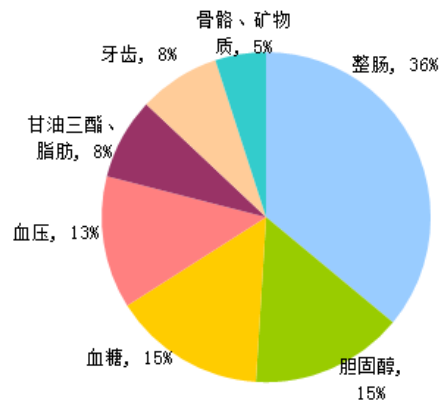
资料来源：中投证券研究总部

图3 日本特定保健食品市场复合增速 10%+



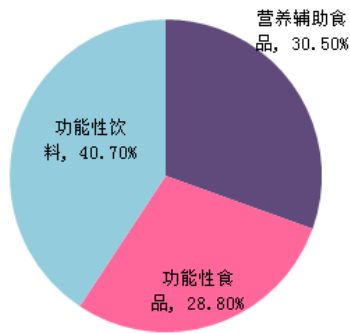
资料来源：日本健康营养食品协会、中投证券研究总部

图4 整肠类产品占特定保健食品主要构成



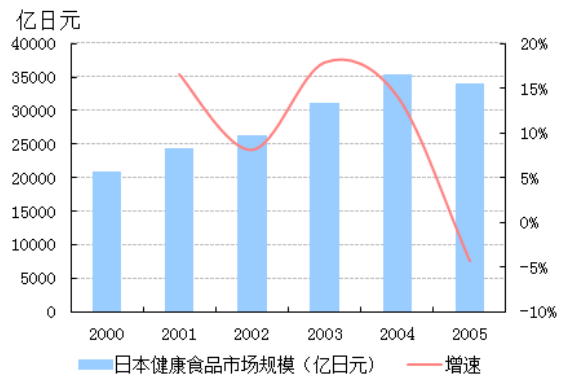
资料来源：日本健康营养食品协会、中投证券研究总部

图5 健康食品市场零售产品分类



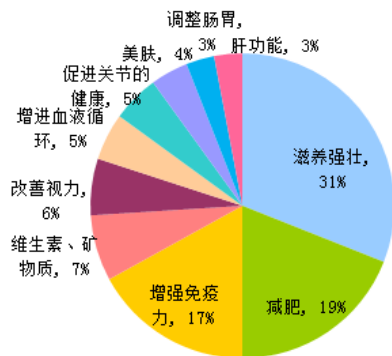
资料来源：Fuji Keizai, NBJ and GNG Analysis, 中投证券研究总部

图6 日本健康食品市场规模



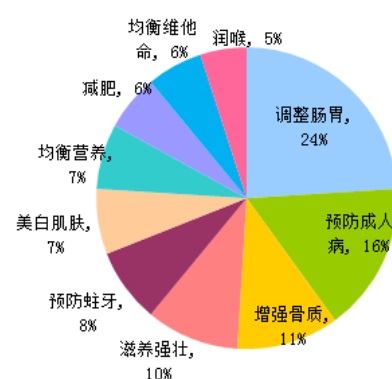
资料来源：Fuji Keizai, NBJ and GNG Analysis, 中投证券研究总部

图7 辅助健康食品分类



资料来源：Fuji Keizai, NBJ and GNG Analysis, 中投证券研究总部

图8 功能性食品饮料市场分类



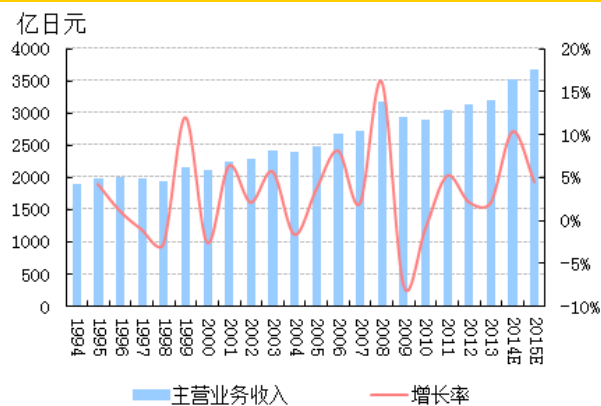
资料来源：Fuji Keizai, NBJ and GNG Analysis, 中投证券研究总部

图 9 ORIHIRO 胶原蛋白、胎盘素美容啫喱/儿童配合服药果冻



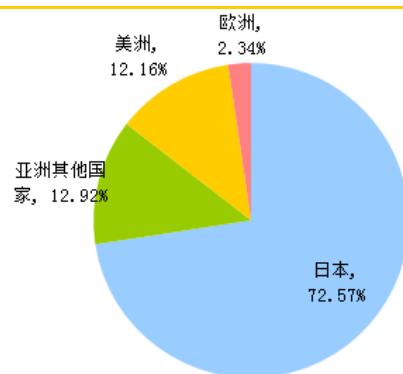
资料来源: 中投证券研究总部

图 10 养乐多 Yakult 收入持续增长



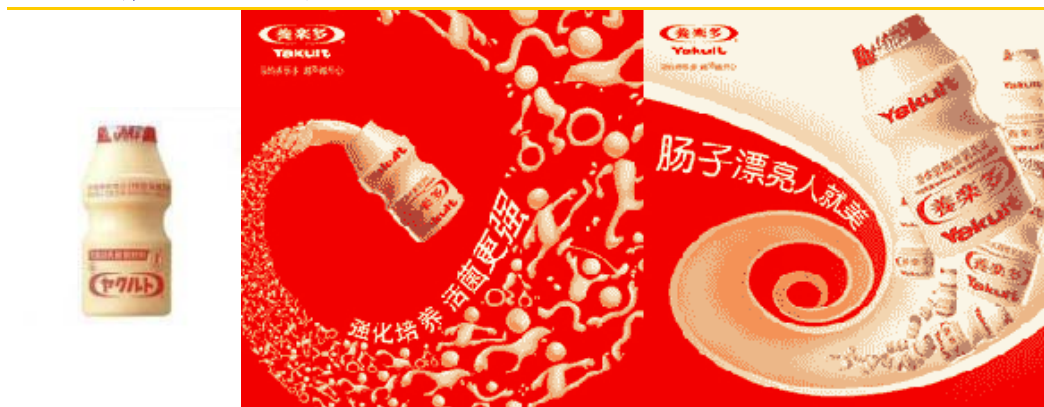
资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

图 11 养乐多 Yakult 收入地区占比



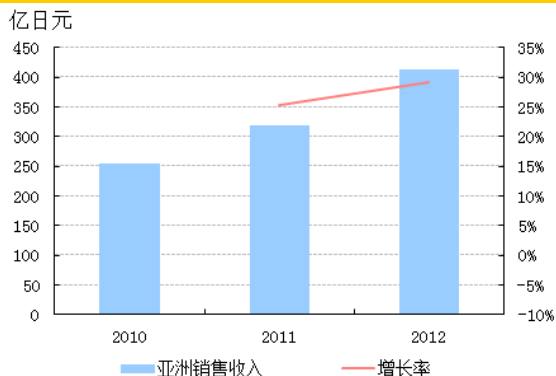
资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

图 12 养乐多——活菌数量多且能直达肠内



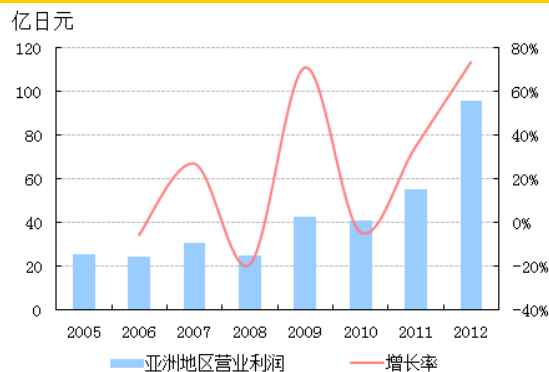
资料来源: 中投证券研究总部

图 13 Yakult 在日本外亚洲国家收入增长快



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 14 Yakult 在亚洲其他国家营业利润高速增长



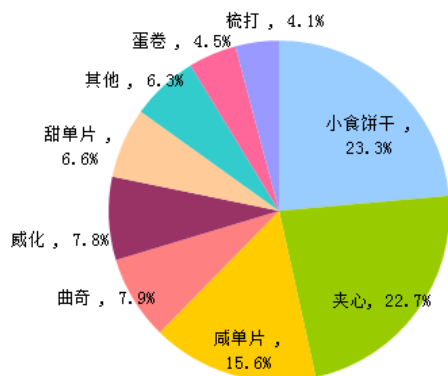
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 2 饼干行业收入增长主要是结构升级贡献

	全国整体	现代渠道	传统渠道
销售额增长率	21.3%	18.1%	31.4%
销售量增长率	3.2%	0.8%	8.3%
价格增长率	17.6%	17.1%	21.3%

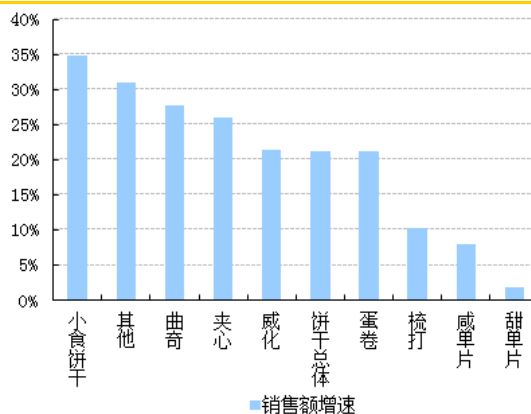
资料来源：中投证券研究总部

图 15 小食饼干快速增长为饼干第一大品类



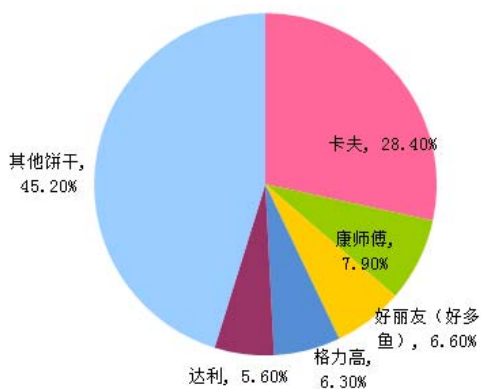
资料来源：中投证券研究总部

图 16 小食饼干是增长最快的细分品类



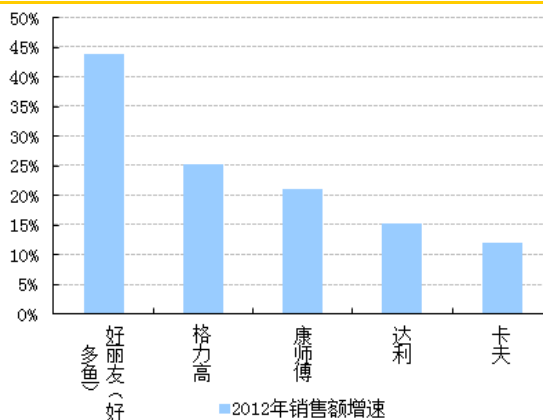
资料来源：中投证券研究总部

图 17 2012 年格力高占到饼干市场 6.3%的份额



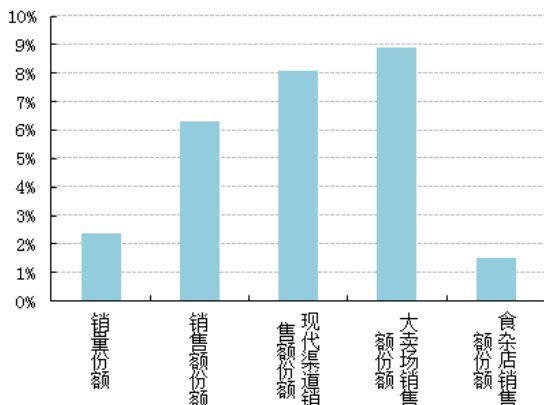
资料来源：中投证券研究总部

图 18 2012 年格力高销售额增长 25%



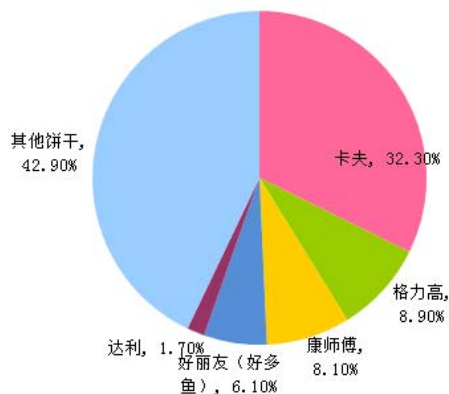
资料来源：中投证券研究总部

图 19 2012 年格力高在现代渠道市占率高



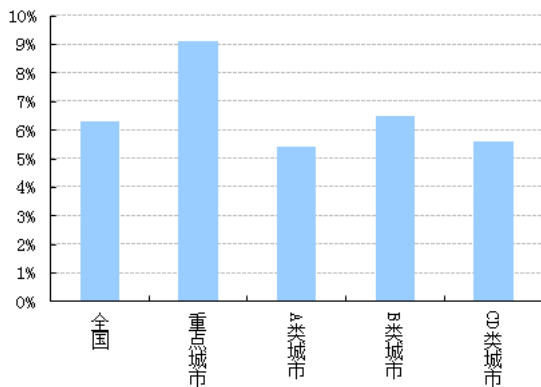
资料来源：中投证券研究总部

图 20 格力高在大卖场占有率第二



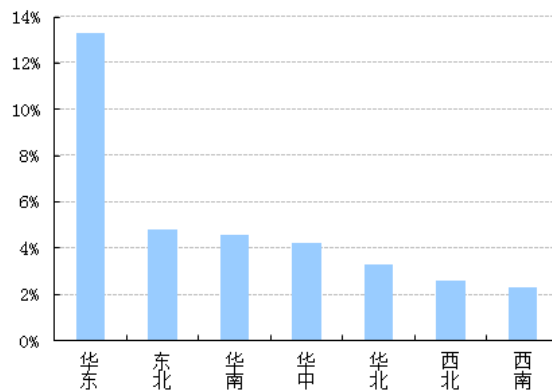
资料来源：中投证券研究总部

图 21 格力高在重点城市份额较高



资料来源：中投证券研究总部

图 22 格力高在最发达的华东市场占有率最高



资料来源：中投证券研究总部

表 3 格力高主打产品差异性

产品	特点
百奇	覆盖巧克力的饼干条，第一款风靡日本的产品
百醇	奶油注心饼干条，中国主打产品
百力滋	百奇咸味版本，口味繁多，满足各类人群需要
菜园小饼	少量心形饼干，激发年轻人购买寻觅热情
慕纱	价格高，形象优雅高贵，宣传攻势凌厉

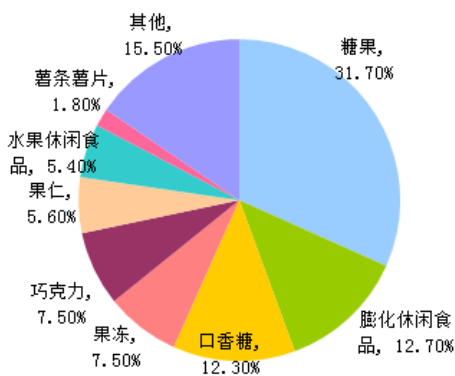
资料来源：中投证券研究总部

图 23 格力高: 纸盒包装轻巧, 色泽鲜明, 视觉冲击力强



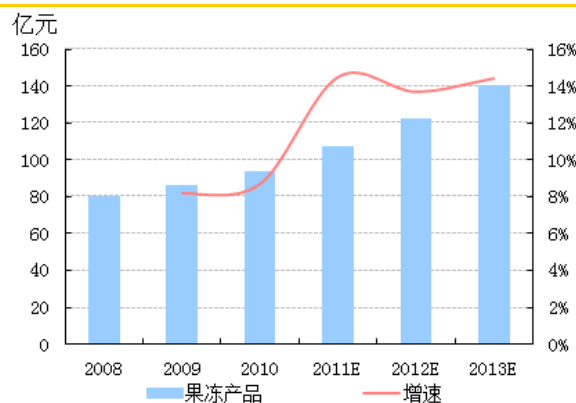
资料来源: 中投证券研究总部

图 24 果冻占休闲食品市场 7.5%的比重



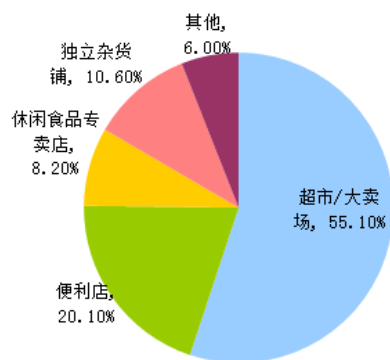
资料来源: 公司公告, 中投证券研究总部

图 25 果冻行业 2010-2013 年预计复合增速 14.2%



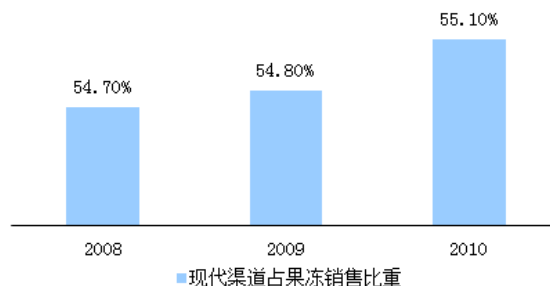
资料来源: 公司公告, 中投证券研究总部

图 26 果冻产品按分销渠道占比



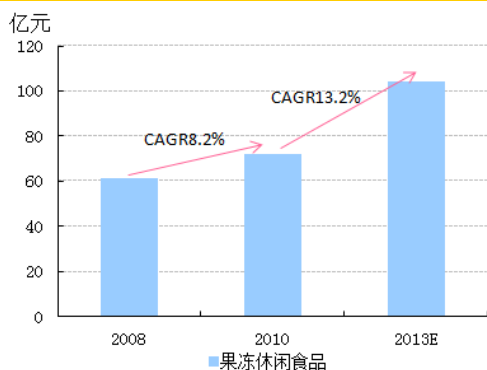
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 27 现代渠道占比不断提升



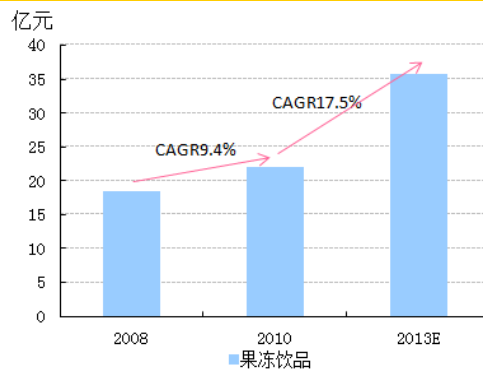
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 28 果冻休闲食品近三年复合增速 13.2%



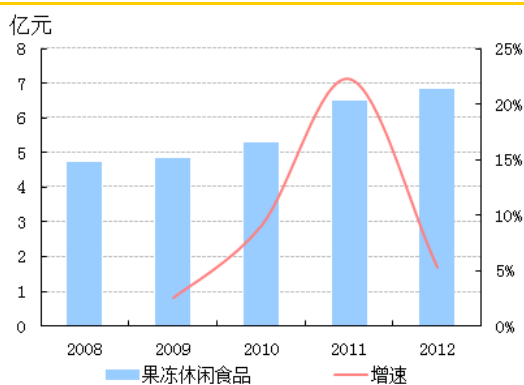
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 29 果冻饮品近三年复合增速 17.5%



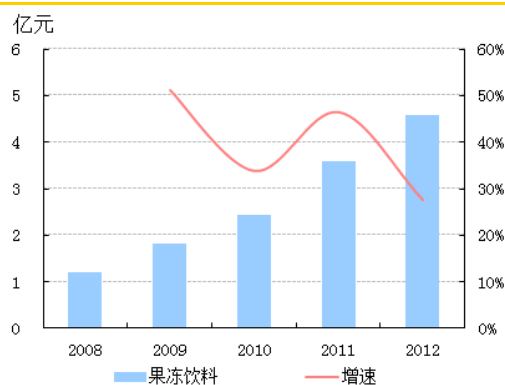
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 30 蜡笔小新果冻休闲食品五年复合增速 9.5%



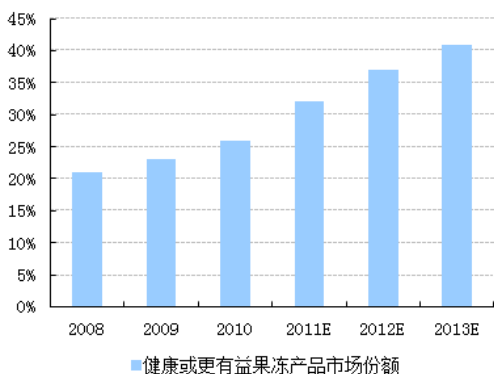
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 31 蜡笔小新果冻饮料五年复合增速 39.5%



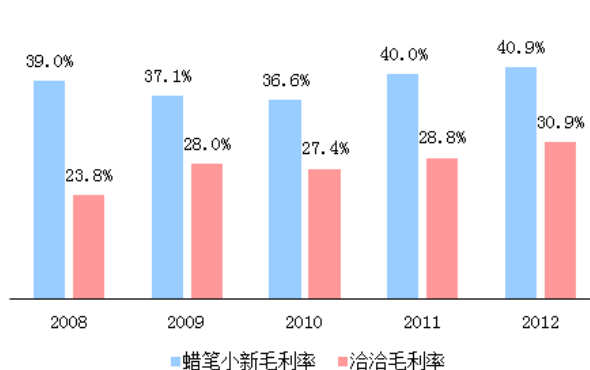
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 32 健康或更有益果冻产品市场份额不断提升



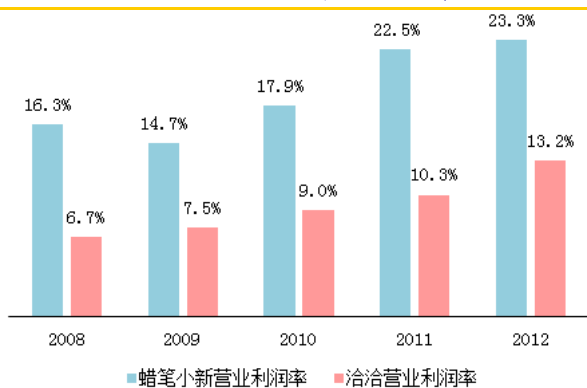
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 33 蜡笔小新毛利率比洽洽高出 10 个点



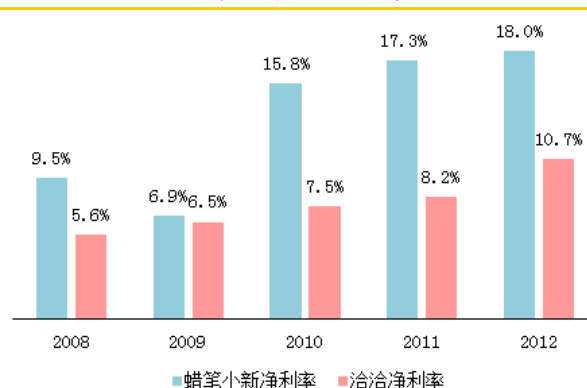
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 34 蜡笔小新营业利润率比洽洽高出 10 个点



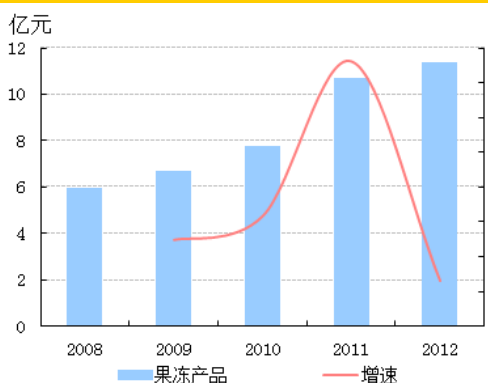
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 35 蜡笔小新净利率比洽洽高出 7 个点



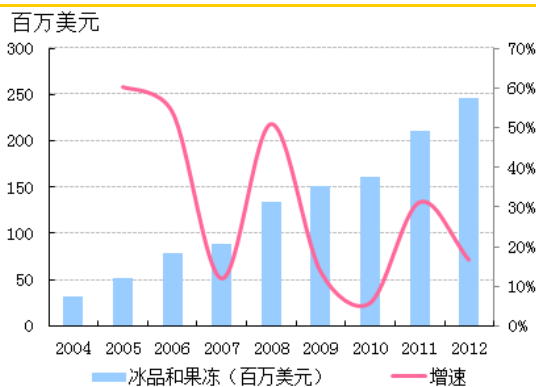
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 36 蜡笔小新果冻产品 5 年复合增速 17.6%



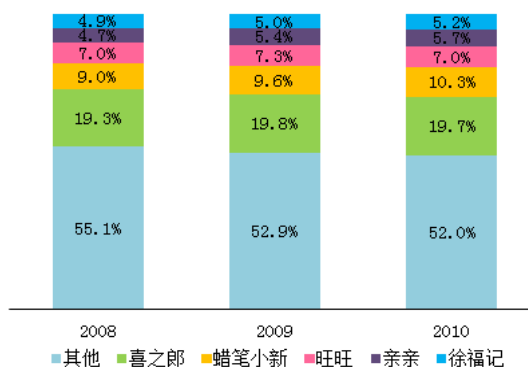
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 37 旺旺的冰品及果冻 9 年复合增速 29.1%



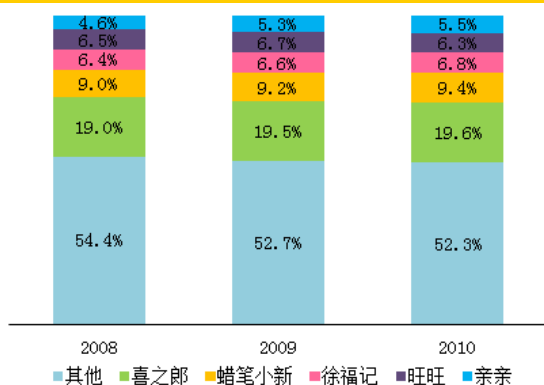
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 38 果冻产品市场竞争格局



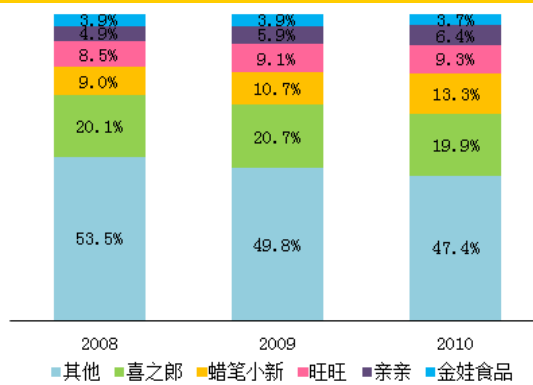
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 39 果冻休闲食品市场竞争格局



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 40 果冻饮料市场竞争格局



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 4 果冻行业价格比较，啵乐冻定位高

品牌	产品名称	规格 (g)	零售价 (元)
喜之郎	蜜桔/黄桃蜜桃/葡萄苹果果肉杯果冻	200	4.5
	什锦果肉果冻杯	200	3.9
	CICI 维 C 果冻爽 (袋)	150	2.5
	CICI 果粒爽 (袋)	258	2.9
	CICI 果粒爽饮料	250	3.9
	苹果高钙果冻爽杯	218	1.5
	成长祝福果冻礼包	1760	33.0
	美好祝福果冻礼包	1220	20.8
洽洽	蜜桃/青提/西柚/苹果/葡萄蒟蒻果汁果冻	120	6.0
水晶之恋	袋装果肉果冻	150	2.2
旺旺	黄桃蜜桃/什锦/桔子菠萝/葡萄果肉果冻	200	4.0
	巧克力/草莓旺仔摇滚冻	116	3.5

	桃子/菠萝/葡萄/橙子维多粒果冻爽	150	2.2
	旺旺咖啡冻	108	3.0
	旺旺茶果冻	108	3.0
	苹果/荔枝/草莓/葡萄蒟蒻果冻	170	3.0
蜡笔小新	异度果吧果汁果冻	1000	29.5
	算青梅果散装果肉杯果冻	1000	42.0
	黄桃果挞果冻	400	26.0
	芒果布甸果冻	660	28.0
	含乳型 Q 冰饮果冻酸奶冰爽	60	3.0
	无糖果味型果冻	390	23.0
	C 果吧吸吸冻	500	14.0
	C 果吧愤怒小鸟可吸果冻	150	3.0
	办公室炫冻缤果味果汁果冻	90	3.0
	愤怒小鸟慕斯/优酪酸奶果冻	350	38.0
徐福记	散装高级果冻	500	12.9
	水果果冻	500	12.8
	果肉果冻	500	15
	水果果冻	500	11.5
亲亲	果肉果冻	500	10.8
	吸吸果冻	150	2.4
	果冻杯	218	2.4
	果冻杯	218	2.4

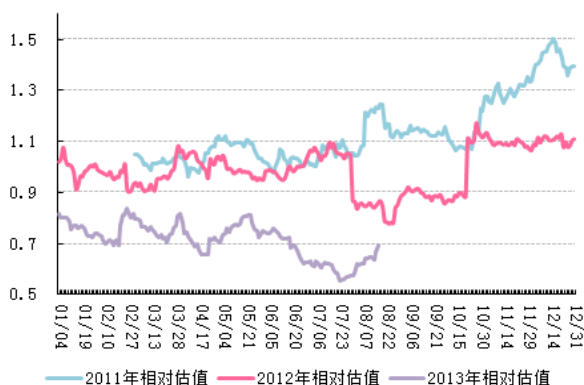
资料来源：中投证券研究总部

图 41 喀吱脆薯脆新广告



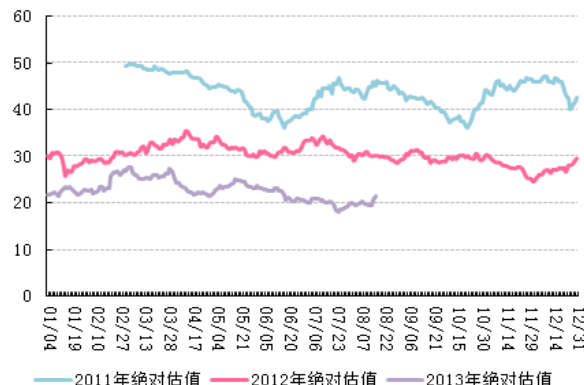
资料来源：中投证券研究总部

图 42 2012 年开始相对估值大幅回落



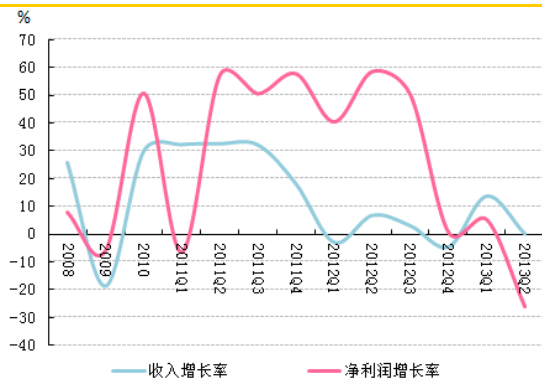
资料来源: WIND、中投证券研究总部

图 43 绝对估值持续下降反映市场预期不断降低



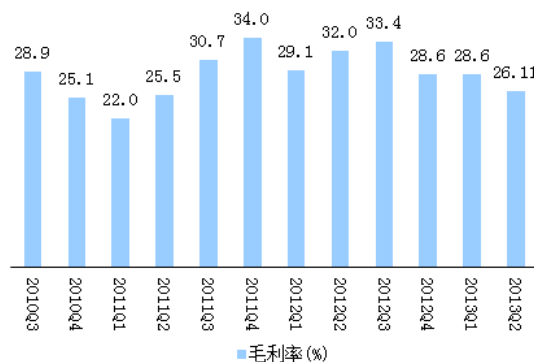
资料来源: WIND、中投证券研究总部

图 44 去年利润增速维持高位, 收入增速放缓



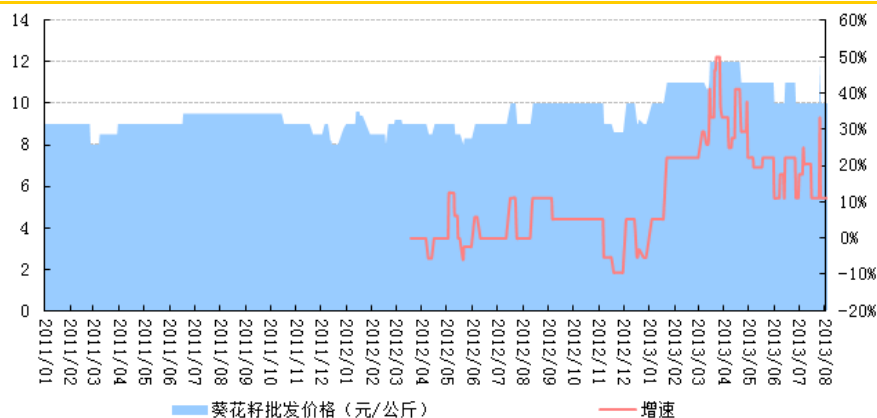
资料来源: WIND、中投证券研究总部

图 45 毛利率从去年四季度明显下降



资料来源: WIND、中投证券研究总部

图 46 原材料价格大幅上涨 10%+



资料来源: 商务部、中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2482	2570	3076	3724	营业收入	2750	3053	3826	4598
现金	1602	1638	1905	2284	营业成本	1902	2152	2601	3099
应收账款	88	96	120	144	营业税金及附加	20	21	27	32
其它应收款	9	9	11	13	营业费用	352	382	536	630
预付账款	117	182	260	353	管理费用	169	183	230	276
存货	528	646	780	930	财务费用	-59	-46	-44	-52
其他	137	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	814	816	784	753	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	115	115	115	115	投资净收益	-4	0	0	0
固定资产	346	416	433	421	营业利润	363	360	477	612
无形资产	109	109	109	109	营业外收入	25	25	25	25
其他	243	176	126	108	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	3296	3387	3860	4477	利润总额	383	381	498	633
流动负债	606	643	727	850	所得税	88	84	110	139
短期借款	90	13	13	13	净利润	295	297	389	494
应付账款	208	258	312	372	少数股东损益	12	13	17	22
其他	309	371	402	465	归属母公司净利润	283	284	371	472
非流动负债	41	35	35	35	EBITDA	352	365	497	633
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	0.84	1.10	1.40
其他	41	35	35	35					
负债合计	647	678	762	885					
少数股东权益	63	76	94	116	主要财务比率				
股本	338	338	338	338	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	1758	1758	1758	1758	成长能力				
留存收益	490	537	908	1380	营业收入	0.4%	11.0%	25.3%	20.2%
归属母公司股东权益	2585	2633	3004	3476	营业利润	29.0%	-0.7%	32.6%	28.3%
负债和股东权益	3296	3387	3860	4477	归属于母公司净利润	33.0%	0.2%	30.8%	27.1%
					获利能力				
					毛利率	30.8%	29.5%	32.0%	32.6%
					净利率	10.3%	9.3%	9.7%	10.3%
					ROE	11.0%	10.8%	12.4%	13.6%
					ROIC	23.2%	25.2%	30.7%	36.0%
					偿债能力				
					资产负债率	19.6%	20.0%	19.8%	19.8%
					净负债比率	13.91	1.92%	1.70%	1.47%
					流动比率	4.09	4.00	4.23	4.38
					速动比率	3.22	2.99	3.16	3.29
					营运能力				
					总资产周转率	0.86	0.91	1.06	1.10
					应收账款周转率	30	32	34	33
					应付账款周转率	8.63	9.24	9.12	9.06
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.84	0.84	1.10	1.40
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	0.91	0.78	1.08
					每股净资产(最新摊薄)	7.65	7.79	8.89	10.28
					估值比率				
					P/E	25.43	25.36	19.40	15.26
					P/B	2.78	2.73	2.40	2.07
					EV/EBITDA	16	15	11	9

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
2013-9-6	深度报告: 产品创新打消成长疑虑, 业绩拐点即将出现
2013-7-29	调研简报: 提价和原料成本下降共助四季度盈利明显改善
2013-7-25	公司点评: 新原料采购季将迎来业绩改善
2013-4-25	公司点评: 二季度业绩见底, 下半年增速回升
2013-4-9	公司点评: 低估值反映低预期, 新产品4月发布是亮点
2013-2-26	公司点评: 基本符合预期, 看好新品发布
2013-2-21	公司点评: 依然看好公司新品, 长期投资价值仍在
2012-12-25	公司点评: 负面报道不会影响公司销量, 明年存在预期差
2012-10-25	公司点评: 业绩略超预期, 持续推出新品注入增长动力
2012-7-25	公司点评: 业绩略超预期, 产品研发开创新模式
2012-05-10	公司点评: 网络报道停牌点评
2012-04-18	季报点评: 新口感新口味薯片上市, 3月旺销至断货
2012-03-27	年报点评: 毛利率提升超预期, 利润增长将加速
2012-03-22	调研简报: 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	季报点评: 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	季报点评: 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	中报点评: 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
2011-04-15	季报点评: 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

蒋鑫, 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士, 2010 年加入中国中投证券。

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

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