



洽洽食品 (002557) 引入国外热卖产品的方式 值得关注

股票评级: **推荐**

研究机构: 五矿证券研究所

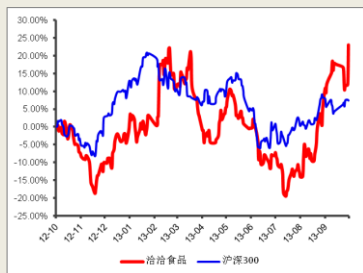
电话: 0755-23902411

邮箱: taominmin@wkzq.com.cn

基础数据 (2013年10月16日)

价 格	23.36
一年股价波动范围	15.29-23.63
最近 52 周涨幅	28.84%
同期上证指数涨幅	4.5%
流通 A 股 (万股)	8450
总股本 (万股)	33800
流通市值 (亿元)	19.97
总市值 (亿元)	79.87

相对指数表现



资料来源: 五矿证券研究所

相关报告:
长期跟踪公司的报告, 或者跟踪行业等类型报告

报告摘要

1、消费升级, 休闲食品成必需消费品: 随着经济发展和消费水平的提高, 休闲食品正在逐渐成为日常的必需消费品, 消费者对休闲食品的数量和质量要求不断提高。

2、坚果为主, 引入国外热卖产品改变公司产品格局: 公司是中国坚果炒货行业的领导品牌, 立志将公司打造成为休闲食品平台型公司, 将国际产品引入国内, 同时将中国特色产品国际化。公司引进风靡日本的蒟蒻果汁果冻——啵乐冻受到市场认可, 定位于高端消费的健康果冻有望成为公司新的业绩增长点。

3、全国化的渠道建设有助并购业务发展。 今年8月收购江苏洽康食品60%股权进入调味品行业, 依托公司30万家的终端网点, 未来业务顺利开展问题不大。我们预计公司将继续在食品产业链上进行进行并购。

4、四季度成本下降, 提升公司毛利率。 上半年由于有机构囤货, 原料价格大涨, 公司出于和上游博弈的角度, 没有进行大规模的营销工作。公司在新疆、内蒙、东北、赣南建生产种植地, 在澳大利亚寻找适应种葵花的基地, 预计到15年能掌控到30-40%, 有利于公司进行成本控制, 提高毛利率。

5、盈利与预测: 我们认为未来持续引入海外成熟产品带来的成长会再次获得市场认可, 未来并购也将增收公司收入, 我们预计公司在2013\2014年的EPS分别为0.86元\1.1元。










百万元/%	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入	2,025.70	1,649.35	2,143.82	2,738.84	2,749.85
同比	-18.58	29.98	27.76	0.40	6.70
净利润	104.10	101.35	152.10	212.84	283.15
同比	-2.64	50.08	39.93	33.03	-7.76
毛利率	23.76	27.98	27.35	28.81	30.85











一、公司产品种类趋于多样化，目前仍以坚果业务为主

公司成立以来，一直坚持以一创造美味产品，传播快乐味道为使命，经过十多年的发展，产品线日趋丰富，成功推广洽洽香瓜子、洽洽小而香、洽洽怪U味、洽洽早餐派、洽洽喀吱脆等各品类产品，深受消费者的喜爱，品牌知名度和美誉度不断提升，是中国坚果炒货行业的领导品牌。

图表：公司主要产品

主要产品	
瓜子类	<div data-bbox="295 593 654 907">  <p>洽洽香瓜子</p> <p>新标香瓜子 五香味</p> <p>口味：五香味</p> <p>规格：28g/65g/90g/110g/160g/200g/260g/308g</p> <p>特点：百煮入味香；神秘配方入味香，久吃不腻手。</p> </div> <div data-bbox="726 616 949 884">  <p>洽洽好南仁南瓜子 绿茶味</p> <p>洽洽瓜子专家为您精挑细选优质南瓜子，颗粒饱满，传承独特工艺，颗粒及雅清香，富含微量元素，是健康美味的好瓜子。绿茶清香，好吃不上火！</p> </div> <div data-bbox="1093 616 1268 884">  <p>洽洽开口西瓜子</p> <p>洽洽开口西瓜子，手剥两瓣开，方便又入味！富含油脂，有健胃、通便的作用，没有食欲或便秘时不妨来一颗西瓜子之美妙神仁。它富含不饱和脂肪酸，有降血压的功效。</p> </div>
烘焙类	<div data-bbox="295 1108 630 1377">  <p>洽洽喀吱脆 珍品原味</p> <p>口味：珍品原味</p> <p>规格：35g、51g</p> <p>特点：新鲜土豆 喀吱脆嘎吱脆</p> </div> <div data-bbox="678 1108 997 1377">  <p>洽洽早餐派 蛋黄味</p> <p>口味：蛋黄味</p> <p>规格：375g</p> <p>特点：美味从早餐开始</p> </div> <div data-bbox="1045 1108 1348 1377">  <p>洽洽喀吱脆 老坛酸菜味</p> <p>口味：老坛酸菜味</p> <p>规格：35g、51g</p> <p>特点：新鲜土豆 喀吱脆嘎吱脆</p> </div>
坚果类	<div data-bbox="295 1556 598 1848">  <p>喜悦碧根果 烘烤型</p> <p>口味：烘烤型</p> <p>规格：116g/261g</p> <p>特点：分享喜悦，分享健康</p> </div> <div data-bbox="678 1556 997 1848">  <p>喜悦开心果 盐焗味</p> <p>口味：盐焗味</p> <p>规格：50g/80g/150g/300g</p> <p>特点：分享喜悦，分享健康</p> </div> <div data-bbox="1045 1556 1348 1848">  <p>喜悦手剥核桃仁 奶油味</p> <p>口味：奶油味</p> <p>规格：180g</p> <p>特点：分享喜悦，分享健康</p> </div>



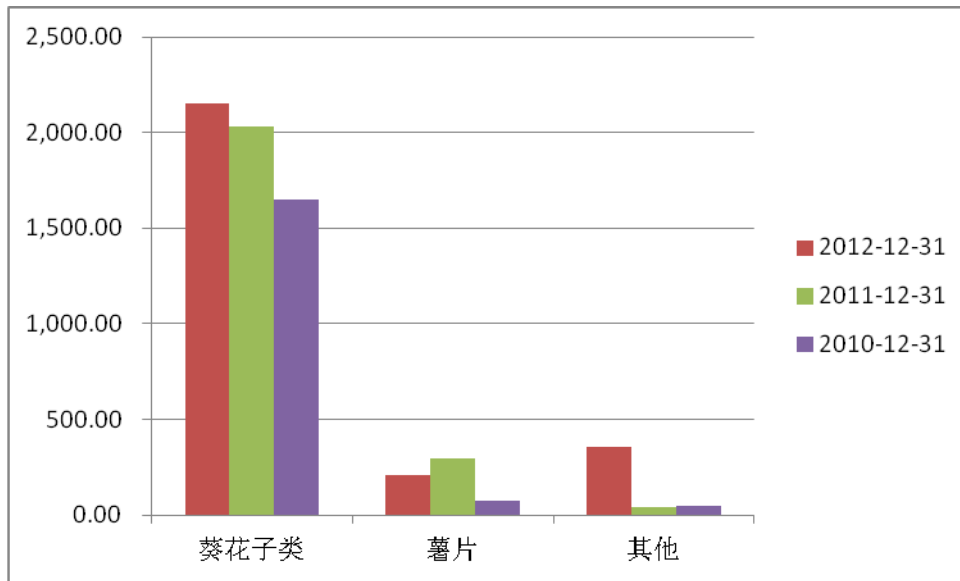
花生类	 <p>洽洽香花生 麻辣味</p> <p>一黑口酒香美酒 三四颗洽洽花生 五六人家中小聚 七八颗难舍真情</p> <p>洽洽香花生采用独特的秘制香料，创新的生仁漂渍工艺，佐以精选的花生仁制作而成，颗颗用心、粒粒青脆，让人回味！</p>	 <p>奶油香花生 奶油味</p> <p>口味：奶油味</p> <p>规格：130g/240g</p> <p>特点：粒粒香脆 让人回味</p>	 <p>椒盐香花生 椒盐味</p> <p>口味：椒盐味</p> <p>规格：88g/130g/240g</p> <p>特点：粒粒香脆 让人回味</p>
豆类	 <p>洽洽怪U味 怪味豆</p> <p>口味：五香</p> <p>规格：130g</p> <p>特色：洽洽精选颗粒饱满、大小均匀、完整无损的优质蚕豆，经数十道神秘生产工序，呈现给消费者香、酥、脆、脆，再加上洽洽精心调制的独特配料，口味一绝……</p>	 <p>洽洽怪U味 酱汁牛肉味</p> <p>口味：酱汁牛肉味</p> <p>规格：30g/60g/11g/200g</p> <p>特点：怪味怪味 怪U味</p>	 <p>洽洽怪U味 五香味</p> <p>口味：五香味</p> <p>规格：30g/60g/80g/130g</p> <p>特点：怪味怪味 怪U味</p>
其他	 		

数据来源：公司网站，五矿证券研究所

目前公司三大系列产品的调整计划：1) 高端坚果未来是重点，或通过收购丰富品类，提高产品等级。2) 薯片向薯脆过渡（强调非油炸），通过对产品定位梳理、口味改善、明年将推出薯浪新品，改成圆形，改善硬度；可能会有米脆、苹果脆等更多产品推出，形成系列。3) 果冻定位高端（包装上采用日本专利，提倡安全性、健康性，使用蒟蒻概念，促消化健康食品的定位，并将果冻从儿童定位推广到年轻女性），目前集中攻占华东市场，开发大批新经销商，三季度进军华中市场。果冻规模化后毛利率高达45%以上。



图表：近三年公司主营收入情况



数据来源：WIND，五矿证券研究所

2011年我国休闲食品市场容量已经高达960亿，传统炒货的市场格局每年有10%自然增长，高档坚果的增长更快为30%，同时休闲食品目前新品类几十万种，无论是品类还是市场容量都难有天花板。

二、引进国外畅销产品的方式值得关注

公司在海外市场的战略布局上也有了新的举措，新成立的上海奥通国际贸易有限公司业务已经启动、洽洽香港全资子公司的设立，将加快公司实施“走出去”的战略，坚持“引进来”和“走出去”相结合。公司长期的愿景是打造成为休闲食品平台型公司，将国际产品引入国内，同时将中国特色产品国际化。

为确保食品安全，公司在业内率先建立了以 ISO9001 和 HACCP 质量保证体系为基础的质量管理体系和食品安全管理体系。参与制定国内炒货行业第一个地方标准—《炒货食品卫生要求》(DB 34/330-2003)，牵头起草了炒货行业 1 项国家标准、5 项行业标准，负责编制了《坚果炒货工艺师职业标准》。

此前公司的最大短板是产品创新不足。传统的坚果炒货缺乏差异化是市占率难以提高的主要原因，简单的农产品初加工难以获得高溢价和绝对优势地位；随后推出的喀吱脆是泡吧小脆的跟随产品，上市后面临价格战以及口味、包装上的频繁调整使得销量低于预期。

在从坚果炒货向休闲食品扩张的过程中，公司摸索出新的产品开发模式——将国外畅销产品引入国内，并通过买断设备或者建立合资公司的方式在国内构筑竞争壁垒。

公司引入的第一个产品是风靡日韩的蒟蒻果汁果冻——啵乐冻。公司成立了专门的团队独立运作。6 月底已经开始在消费水平最高的华东地区试销，三季度也已经投放了新的广告片。



图表：啵乐冻广告

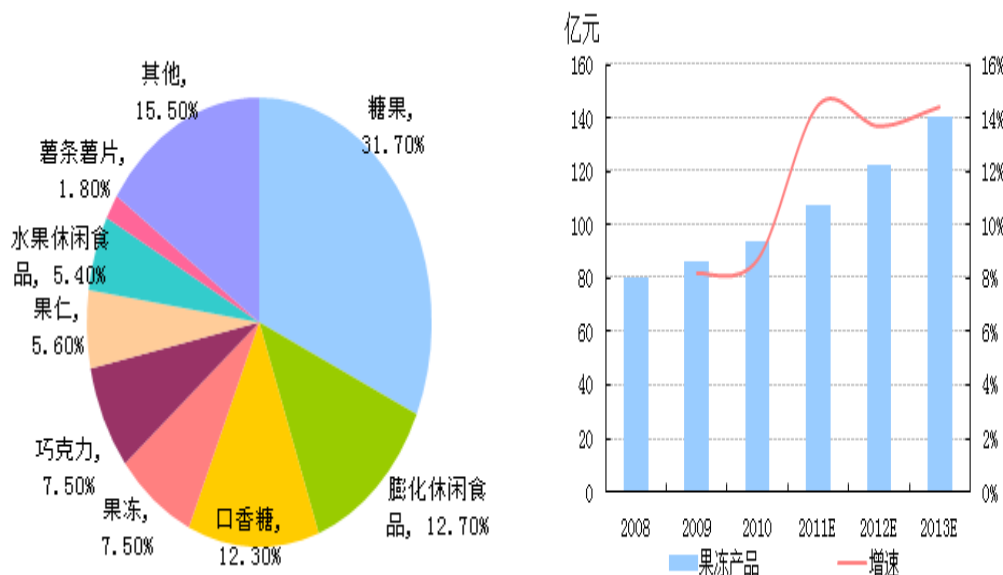


数据来源：五矿证券研究所

目前我国果冻市场主要企业有喜之郎、蜡笔小新、徐福记、旺旺以及福建亲亲。啵乐冻立足近年来增长较快的果冻饮料细分行业，并与对手形成差异化竞争：

在产品品质上主打“健康牌”：突出蒟蒻成分富含多种氨基酸、具有减肥、清肠作用的特点。包装上采用独特的 T 型袋设计：开口不爆汁，不脏手，食用起来卫生方便。价格定位于高端消费，终端定价为 120g 六小袋合计 6.0 元，高出喜之郎、蜡笔小新、旺旺等强势对手。产品定位于 5-15 岁的消费人群，主要针对担心孩子体重偏胖的家长心理以及爱美减肥的女学生心理。日本同样的产品定价高达 26 元/袋，公司的产品和日本生产的具备同样品质，设备、原料、包装都从日本进口。

图表：果冻在休闲食品类占比呈上升趋势



数据来源：公司公告，五矿证券研究所

蒟蒻果冻“啵乐冻”上市，切入休闲食品新品类。我国休闲食品行业近年来保持了年均20%左右的增长，目前市场规模已超过1000亿元。果冻行业作为休闲食品一重要细分品类，2013年市场规模超过150亿元，年均销售增速15%左右。啵乐冻系引进日本Orihiro公司同款产品的敬请阅读末页的重要说明



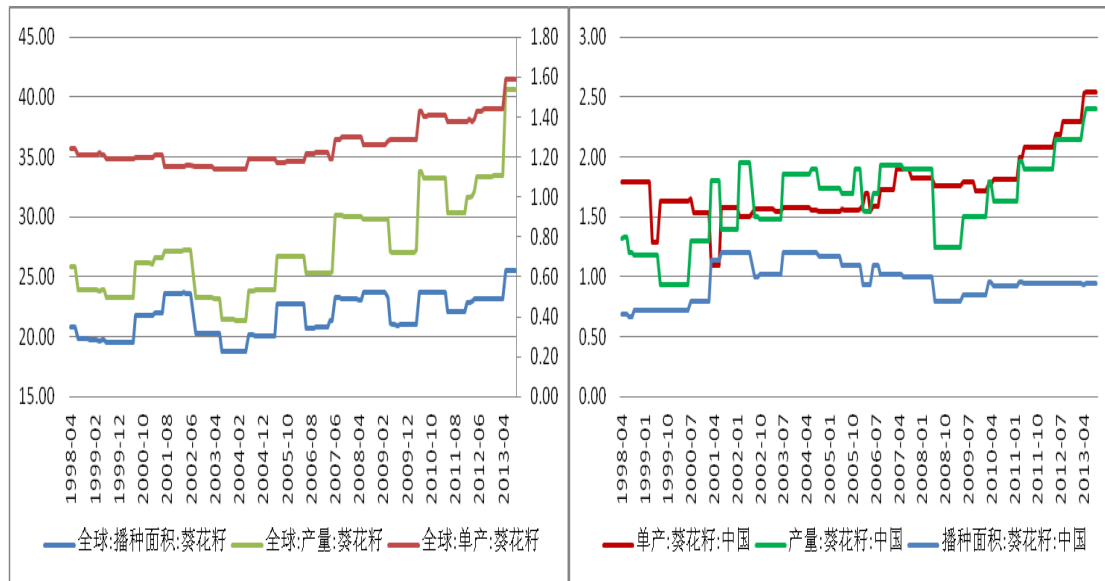
技术、设备研制而成，有望成为公司继传统炒货之外新的发力点。

公司采用引进国外畅销产品的方式，我们认为公司在产品创新上的运作思路值得关注

三、原材料自供比例的提高，降低成本对毛利率的波动影响

全国葵花籽种植面积约为 95 万公顷，近五年来基本没有增加，单产按照年均 5%左右的增速不断提升，2012 年产量为 240 万吨，增速温和，供给弹性不大。

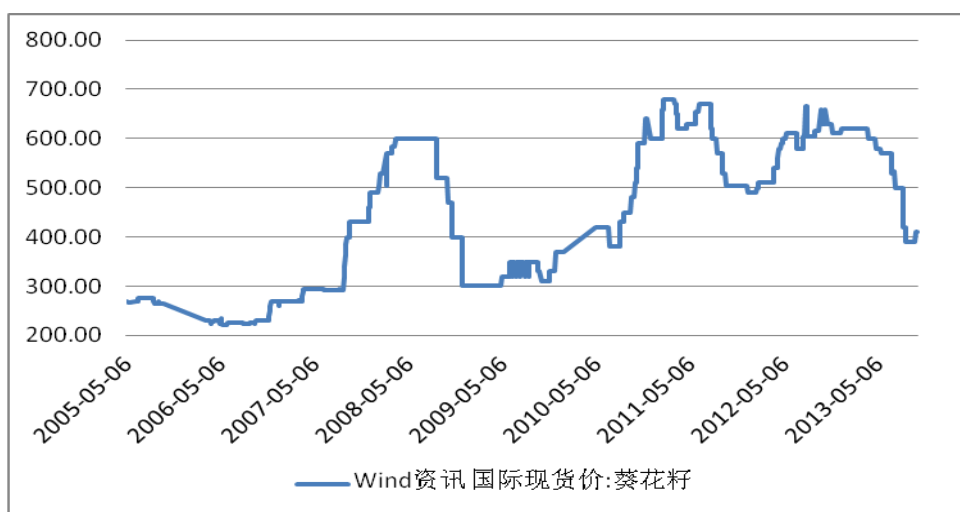
图表：葵花籽的播种面积增长缓慢，而单产与产量增加



数据来源：WIND，五矿证券研究所

在公司募投的项目中，新疆和内蒙投入 2-3 亿建设原料供应基地，同时在东北、赣南尝试大规模种植，专业从事农作物种植、农资销售、农机服务、农业技术推广等业务，将进一步提高农民种植葵花的积极性，增大优良葵花品种的种植面积，2015 年将缓解原料供应难题，国际原料拓展方面：在澳大利亚寻找适应种葵花的基地。目前公司可控原材料 10%（政府和种植户合作），预计到 15 年能掌控到 30-40%。

图表：国际葵花籽价格走势



数据来源：wind，五矿证券研究所



上半年由于有机构囤货，原料价格大涨，公司出于和上游博弈的角度，没有进行大规模的营销工作，经销商的订单也无法全部满足，上半年出现缺货现象。我们预计原料价格回落后公司会加大销售，传统的瓜子类产品收入增长将保持在15%以上。

2012年技术部门还牵头组织实施“600万油炉烟气和冷凝水余热回收利用项目”，项目完成后，每天可产蒸汽12吨，全年可产蒸汽3600吨，年节约标煤400吨，减少二氧化碳排放量150吨，减少二氧化硫和烟气排量6吨，回收冷凝水约4000吨，全年节约资金约80万元。

四、通过并购重组做大做强

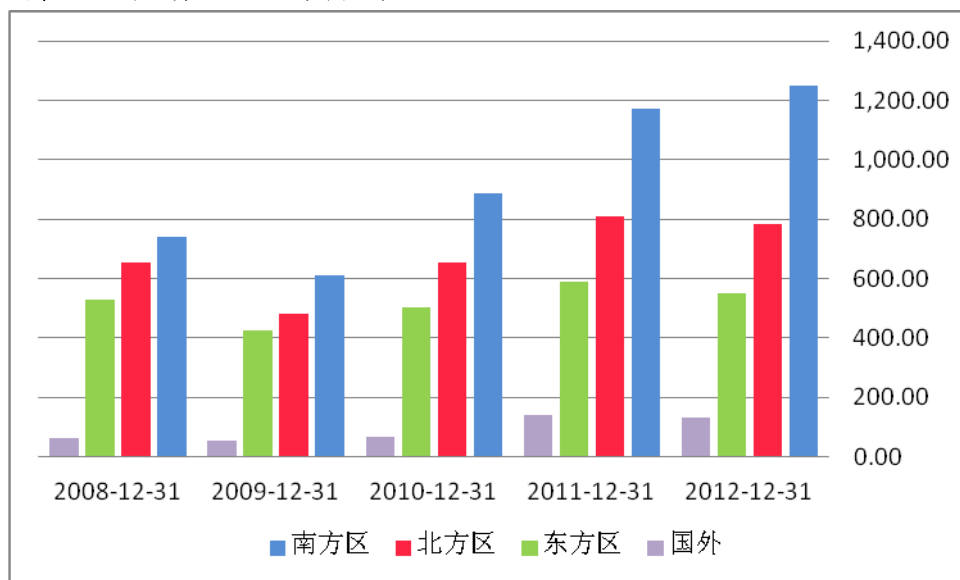
今年8月公司公告以9600万收购江苏洽康食品60%股权，进入调味品领域，洽康食品有20年发展历史，是江苏最大的酱制品企业，在牛肉酱细分领域是行业龙头，市场覆盖13个省近200座城市；2012年洽康食品净利润为900万元，收购后仍由原管理团队负责运营管理，韩圣波担任总经理，洽洽派财务总监和常务副总，总经理韩圣波承诺未来三年净利润年复合增长率不低于30%，否则现金补足。

公司拉开并购序幕，预计未来仍将在坚果炒货、调味品上展开收购，利用公司的品牌和渠道，进行优势互补。

五、全国化的渠道建设是公司获胜的基础

恰恰食品拥有全国的品牌市场，相比销售规模不足10亿的对手，公司可以投入更多资源，规模化还提升了资源利用的边际效用。

图表：公司业务收入区域增长均衡



数据来源：WIND，五矿证券研究所

2012年，公司持续推进“渠道精耕”和“县乡突破”两大工程，在总结经验教训的基础上，对操作方式进行了局部调整，如对精耕城市进一步细化执行动作，对县乡客户的开发，根据投



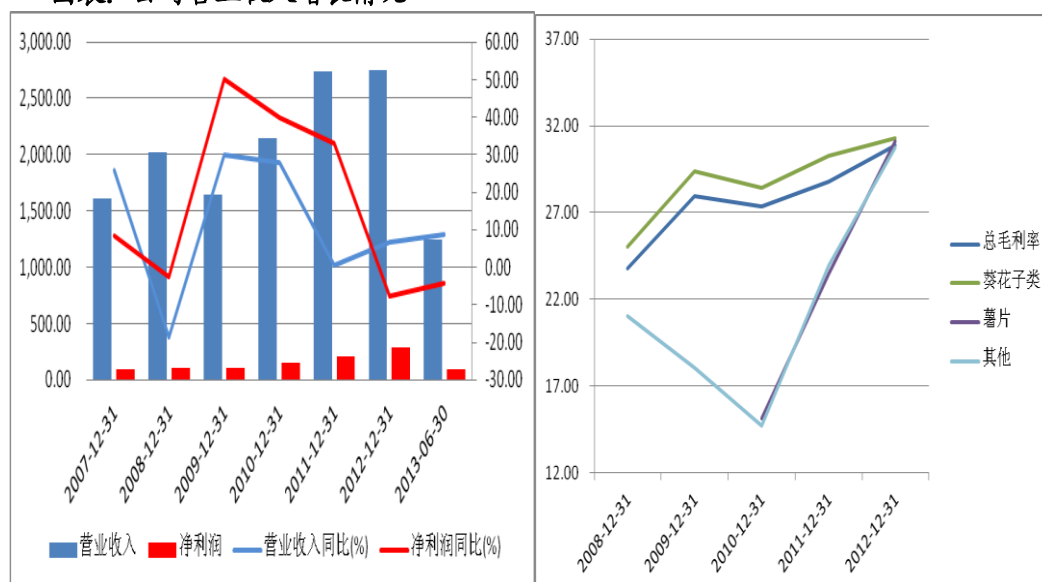
入产出比，适时进行梳理。同时，对渠道利润进行合理分配，进一步提升了渠道客户的积极性。截止2012年12月31日，公司终端网点数量由2011年度的19万家增加至本年度的近30万家。

新厂新线的建设步伐稳步加快，其中长沙洽洽项目一期顺利投产、哈尔滨洽洽二期项目顺利投产、重庆二期项目正式开工建设、新成立的甘南县洽洽食品有限公司等，都将进一步优化洽洽生产基地在全国的布局。

六、2013年上半年成本压制公司利润，业绩低于预期

2012年公司实现营业总收入2,749,847,176.42(合并)元,同比增长0.40%;实现营业利润362,624,021.10元,同比增长28.96%;实现利润总额383,335,954.19元,同比增长32.41%,实现归属于上市公司股东的净利润283,147,759.34元,同比增长33.03%,基本每股收益0.84元,同比增长25.37%。

图表：公司营业收入增长情况



数据来源：WIND，五矿证券研究所

2013年上半年公司实现营业收入1,244,401,976.73元,同比增长6.7%;实现归属于上市公司股东的净利润98,643,677.97元,同比下降7.76%;基本每股收益0.29元。

公司传统葵花籽销售稳定，半年实现收入9.8亿增长9.4%，收入占比80%，我们认为收入增长主要来自去年销售网点的增加带来的自然增长，产品本身变化不大。其他坚果类产品，包括西瓜子、南瓜子、花生和豆类产品，实现收入1.63亿增长13%，南瓜子今年主推“好南仁”品牌，产品已经上市，花生推出两款麻辣新口味产品。但薯片实现收入7800万下滑28%，判断新品推广进程低于预期和竞品竞争激烈是导致收入下降主要原因，公司上半年对薯片的调整是品牌再定位，将“薯片”重新定义为“薯脆”。

受成本上升影响，公司预计1-9月净利润下降10-20%，但其他种类的增长值得期待。



七、盈利与预测

随着经济发展和消费水平的提高，休闲食品正在逐渐成为日常的必需消费品，消费者对休闲食品的数量和质量要求不断提高。

新产品铺货后逐步贡献收入增长，三季度公司对各个产品提价了约 7%-10%，四季度将传导至终端，加速收入增长；此外，上半年为了抑制原料过快上涨，公司压低生产和销售，订单无法全部满足，渠道库存很少，同时也压缩了费用投入，没有做营销推广，9 月新采购季葵花籽原料价格大概率回落后公司会加大营销推广，前期渠道上的改善都将得以体现。预计四季度收入增长提速，明年将恢复至 20%-30%，其中葵花籽收入增速保持 15%以上，新产品啵乐冻实现 2 亿元收入，收购洽康实现 1 亿元收入，喀吱脆系列新产品推出后新增 1 亿元收入。

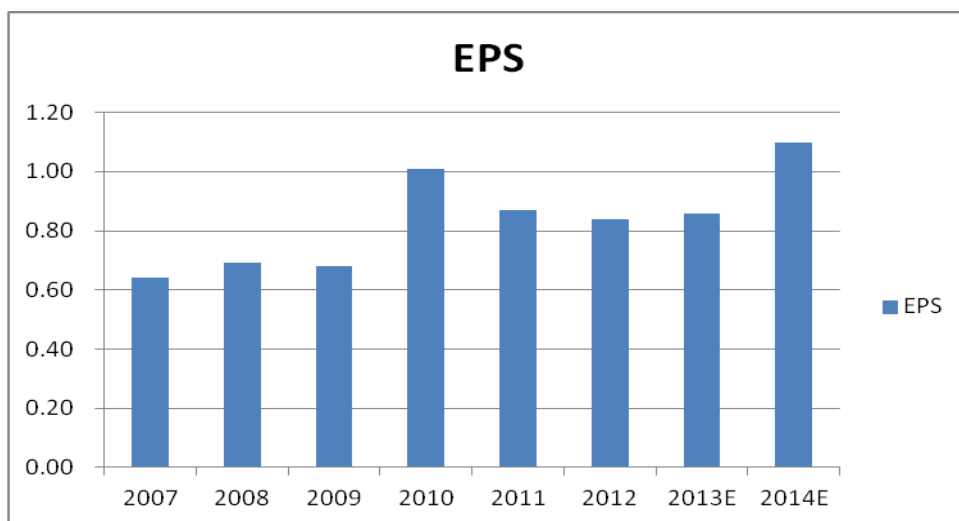
图表：营业收入预测

营业收入（百万元）	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013E	2014E
葵花子类	1,651.15	2,034.97	2,152.25	2475.0875	2970.105
薯片	75.87	297.85	209.07	250.884	301.0608
西瓜子类	176.15	195.02			
豆类	59.57	57.29			
南瓜子	34.37	39.18			
派类	29.33	21.85			
花生类	16.70	14.05			
坚果类	19.75	10.50			
其他	47.50	43.04	358.70	538.05	807.075
合计	2,110.39	2,713.75	2,720.02	3,264.02	4,078.24

数据来源：WIND，公司年报，五矿证券研究所

我们认为未来持续引入海外成熟产品带来的成长会再次获得市场认可，未来并购也将增收公司收入，我们预计公司在2013\2014年的EPS分别为0.86元\1.1元。

图表：洽洽食品 EPS 预测



数据来源：五矿证券研究所，WIND



风险提示

食品安全问题;
新品推广低于预期;
渠道改革受阻导致销售低于预期。



分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供五矿证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“五矿证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。