



## 基本面触底, 此时布局“洽洽”好

### 投资要点

- **消费股中估值洼地, 市场预期略显悲观。**17年是消费大年, 在业绩确定性增长之下消费股受市场追捧, 股价扶摇直上, 估值亦水涨船高。目前食品饮料行业整体估值35倍, 细分行业龙头更是享受估值溢价, 抬升行业整体估值中枢, 绝大部分的股票估值已经充分反应18年业绩的乐观预期。纵观行业, 洽洽食品目前估值仅为23倍, 是消费股中为数不多的估值洼地。我们认为对于业绩稳健的老牌休闲食品龙头企业来说, 仅23倍的估值实属低估, 市场对公司瓜子业务的持续增长、新品类业务拓展和管理机制的改善略显悲观。
- **内部调整逐步到位, 基本面已先于报表数据见底。**从报表能看到的是, 公司近些年瓜子收入增速持续放缓, 第二品类迟迟未能放量接力成长, 洽洽发展看似陷入停滞不前的状态。但从报表里无法看到的是, 公司正在积极做调整, 为二次腾飞蓄力, 我们看到公司在以下方面做出了明显的改善:**1、瓜子产品结构升级。**公司对瓜子原材料进行升级, 进一步提升产品口感。同时开发新口味的高端产品缓解消费者口感疲劳, 迎合消费升级趋势。以焦糖、山核桃口味为代表的蓝袋系列前三季实现3.5亿销售收入, 同比增长翻倍, 有效扭转瓜子整体下滑趋势。**2、每日坚果大单品雏形初现, 有望成为增长驱动力。**在瓜子大品类之外, 公司一直在积极培育第二品类接力成长, 公司跨品类所做的薯片、烘焙食品均未实现大规模放量。目前公司聚焦与瓜子有协同效应的树坚果品类, 今年4月上市的每日坚果受到市场青睐, 大有打造爆款大单品势头, 预计全年达到1-1.5亿销售额, 带动整个大坚果品类呈现高速增长态势。**3、管理机制全面改善。**董事长再次出山进行大刀阔斧改革, 在事业部基础框架下成立一个个小BU(业务单元), 引入竞争机制和奖罚机制, 激发团队活力。同时缩短考核周期至2个月, 业绩PK竞争上岗, 大胆启用新人增强公司活力拼劲。员工和高管持股计划进行利益绑定, 有效激发内部积极性。种种迹象表明公司调整逐步到位, 基本面见底后好转, 而报表数据可能会滞后1-2季度才会体现。
- **业绩拐点大概率在18年Q1出现, 提前布局“洽洽”好。**公司Q3收入同比+3.8%, 瓜子经典产品系列已止滑企稳, 高费用投入下, 利润端短期承压。预计四季度将延续环比逐步改善趋势, 单季度收入实现高个位数增长。18年将是公司管理、产品、营销全面调整到位后的经营元年, 瓜子业务在产品结构升级+海外市场扩展下有望实现高个位数增长, 坚果类继续放量, 估计能有翻倍增长, 带动整体业绩重回双位数增速。考虑到17Q1是业绩低点, 18Q1业绩大概率同比亮眼, 重塑市场信心。我们认为目前洽洽估值严重被低估, 当市场认知从悲观回归理性, 洽洽将有望迎来一波估值修复行情。如果再配合业绩反转, 无疑将实现“双击”。作为为数不多的估值洼地, 此时提前布局“洽洽”好。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2017-2019年收入增速分别为2.8%、12.2%、12.7%, 归母净利润三年增速分别为-6.5%、14%、14%, EPS分别为0.65、0.74、0.85元, 对应动态PE为22、19、17倍, 估值安全边际高, 拐点有望在明年出现, 建议提前布局, 上调至“买入”评级, 给予18年25倍估值, 对应目标价18.5元。
- **风险提示:**瓜子业务持续下滑, 坚果增长或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3513.01	3611.96	4053.37	4566.65
增长率	6.09%	2.82%	12.22%	12.66%
归属母公司净利润(百万元)	353.71	330.85	377.28	430.34
增长率	-2.81%	-6.46%	14.03%	14.06%
每股收益EPS(元)	0.70	0.65	0.74	0.85
净资产收益率ROE	11.84%	10.65%	11.48%	12.31%
PE	21	22	19	17
PB	2.40	2.31	2.18	2.05

数据来源: Wind, 西南证券

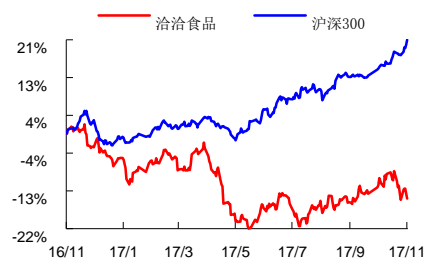
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌  
执业证号: S1250517080001  
电话: 021-58351839  
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲  
电话: 0755-23614240  
邮箱: zijfei@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.07
流通A股(亿股)	5.07
52周内股价区间(元)	13.2-17.71
总市值(亿元)	72.75
总资产(亿元)	43.07
每股净资产(元)	5.88

### 相关研究

1. 洽洽食品(002557):传统品类增速放缓, 期待新品接力成长 (2017-08-18)
2. 洽洽食品(002557):传统品类增速放缓, 新品类和电商接力 (2017-03-31)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3513.01	3611.96	4053.37	4566.65	净利润	359.04	335.84	382.96	436.82
营业成本	2421.65	2504.61	2814.46	3172.06	折旧与摊销	113.87	90.73	95.13	100.03
营业税金及附加	40.76	34.81	40.27	46.19	财务费用	-11.61	9.03	-4.05	-4.57
销售费用	450.75	505.67	543.15	593.66	资产减值损失	4.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	202.36	209.49	235.10	264.87	经营营运资本变动	306.12	-75.43	-198.84	-244.59
财务费用	-11.61	9.03	-4.05	-4.57	其他	-299.07	-39.81	-39.91	-39.86
资产减值损失	4.02	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>472.35</b>	<b>320.35</b>	<b>235.29</b>	<b>247.83</b>
投资收益	27.38	40.00	40.00	40.00	资本支出	-110.53	-70.00	-98.00	-122.00
公允价值变动损益	0.00	-0.19	-0.09	-0.14	其他	451.61	39.81	39.91	39.86
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>341.08</b>	<b>-30.19</b>	<b>-58.09</b>	<b>-82.14</b>
<b>营业利润</b>	<b>432.47</b>	<b>388.15</b>	<b>464.35</b>	<b>534.30</b>	短期借款	-425.00	68.05	61.40	107.44
其他非经营损益	37.40	48.00	33.00	33.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>469.87</b>	<b>436.15</b>	<b>497.35</b>	<b>567.30</b>	股权融资	-5.64	0.00	0.00	0.00
所得税	110.83	100.31	114.39	130.48	支付股利	-253.50	-212.23	-198.51	-226.37
净利润	359.04	335.84	382.96	436.82	其他	-170.81	-14.78	4.05	4.57
少数股东损益	5.33	4.98	5.68	6.48	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-854.94</b>	<b>-158.96</b>	<b>-133.06</b>	<b>-114.37</b>
归属母公司股东净利润	353.71	330.85	377.28	430.34	<b>现金流量净额</b>	<b>-36.03</b>	<b>131.20</b>	<b>44.14</b>	<b>51.33</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	229.99	361.20	405.34	456.66	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	188.30	220.23	237.30	271.10	销售收入增长率	6.09%	2.82%	12.22%	12.66%
存货	1085.85	1123.05	1261.98	1422.32	营业利润增长率	-2.02%	-10.25%	19.63%	15.06%
其他流动资产	1134.74	1166.70	1309.28	1475.07	净利润增长率	-1.68%	-6.46%	14.03%	14.06%
长期股权投资	57.78	57.78	57.78	57.78	EBITDA 增长率	0.20%	-8.76%	13.84%	13.38%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1124.45	1127.67	1157.24	1203.05	毛利率	31.07%	30.66%	30.57%	30.54%
无形资产和开发支出	284.04	261.47	236.14	213.67	三费率	18.26%	20.05%	19.10%	18.70%
其他非流动资产	115.00	113.63	112.25	110.88	净利率	10.22%	9.30%	9.45%	9.57%
<b>资产总计</b>	<b>4220.14</b>	<b>4431.70</b>	<b>4777.31</b>	<b>5210.53</b>	ROE	11.84%	10.65%	11.48%	12.31%
短期借款	360.00	428.05	489.45	596.89	ROA	8.51%	7.58%	8.02%	8.38%
应付和预收款项	632.83	653.34	733.86	827.01	ROIC	9.44%	9.02%	9.99%	10.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.22%	13.51%	13.70%	13.79%
其他负债	195.83	197.79	217.01	239.20	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1188.66</b>	<b>1279.17</b>	<b>1440.33</b>	<b>1663.10</b>	总资产周转率	0.80	0.83	0.88	0.91
股本	507.00	507.00	507.00	507.00	固定资产周转率	3.44	3.34	3.62	3.95
资本公积	1582.30	1582.30	1582.30	1582.30	应收账款周转率	25.71	23.75	24.78	24.82
留存收益	857.37	976.00	1154.77	1358.74	存货周转率	2.13	2.27	2.36	2.36
归属母公司股东权益	2949.23	3065.30	3244.07	3448.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.37%	—	—	—
少数股东权益	82.25	87.23	92.91	99.39	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3031.48</b>	<b>3152.53</b>	<b>3336.98</b>	<b>3547.43</b>	资产负债率	28.17%	28.86%	30.15%	31.92%
负债和股东权益合计	4220.14	4431.70	4777.31	5210.53	带息债务/总负债	30.29%	33.46%	33.98%	35.89%
					流动比率	2.30	2.32	2.30	2.24
					速动比率	1.35	1.41	1.40	1.36
					股利支付率	71.67%	64.15%	52.62%	52.60%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.70	0.65	0.74	0.85
					每股净资产	5.98	6.22	6.58	7.00
					每股经营现金	0.93	0.63	0.46	0.49
					每股股利	0.50	0.42	0.39	0.45
业绩和估值指标									
EBITDA	534.73	487.91	555.43	629.77					
PE	20.57	21.99	19.28	16.91					
PB	2.40	2.31	2.18	2.05					
PS	2.07	2.01	1.79	1.59					
EV/EBITDA	13.67	14.84	13.07	11.61					
股息率	3.48%	2.92%	2.73%	3.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn