

2018年03月15日

证券研究报告·公司研究报告

洽洽食品(002557) 食品饮料

买入(维持)

当前价: 15.85元

目标价: 20.00元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 业绩反转元年, “国民零食巨头”重新起航

## 投资要点

- **推荐逻辑: 公司基本面调整到位, 业绩拐点已至。**瓜子业务老品止滑+新品放量, 有望维持10%以上稳定增长; 每日坚果“爆款”气质显著, 低渗透率下的快速放量带动坚果业务作为第二品类接力成长; 内部深化改革+品牌定位重塑保障内生增长动力持久性。**18年业绩反转元年, 收入利润增速超20%, 对应估值仅为20倍, 具备较高安全边际。**
- **老品止滑+新品放量, 瓜子业务有望维持10%以上稳定增长。**1、瓜子业务未触及天花板, 未来增量主要来自于两块: 1) 产品结构升级和口味创新; 2) 市场区域和渠道的进一步拓展。2、从产品看, 传统老品在原料升级后口感改善, 在17年9月份后开始止跌企稳, 18年Q1实现高个位数增长; 蓝袋系列口味创新产生增量, 目前渗透率仅为红袋的50%, 渠道下沉空间大, 新品生命周期内有望保持30%增长; 3、电商渠道发力和海外市场开发短期内将贡献持续稳定增量。在调整到位后瓜子业务有望企稳, 维持10%以上增速。
- **每日坚果: 低渗透率下快速放量, 坚果业务打造第二品类接力成长。**1、坚果行业赛道更佳, 增速快且行业集中度低, 每日坚果全新品类处于风口之上, 洽洽依托每日坚果大单品切入坚果市场竞争阻力小, 线下不具备强势的坚果品牌, 洽洽有望做大做强; 2、洽洽依托品牌优势和线下成熟渠道优势迅速放量, 每日坚果17年仅在20个城市就实现1.8亿销售额, 目前渗透率低(仅为20%), 18年将放开至50个城市, 高增长势头将会延续。3、新品成功案例验证洽洽品牌力和渠道价值, 围绕坚果大品类做新品延伸和开发, 打造坚果第二大品类接力成长。
- **内部机制改革到位保障内生增长动力持久性。**1、公司经过两年内部自上而下的机制改革, 董事长重心回归上市公司, 事业部改制、引入BU模式和阿米巴经营理念, 明确市场化薪酬和业绩PK晋升机制, 有效解决过去吃大锅饭和积极性不足问题; 2、通过两期员工持股计划将高管核心员工利益和公司发展绑定, 建立长效激励机制; 3、在品牌形象塑造和营销模式上也做大量创新, 弥补过去强品质强渠道弱营销的短板。改革成效显著, 内外机制理顺, 效率提升、创新加速, 这种内部机制改革到位带来的内生增长动力更具持久性。
- **盈利预测与投资建议。**2018年是洽洽业绩反转元年, 预计18、19年收入分别为43.3亿元(+20.6%)、51.5亿元(+18.8%), 实现归母净利润4亿(+26%)、4.92亿(+22.8%), EPS分别为0.79、0.97, 对应估值20倍、16倍, 给予18年25倍估值, 对应目标价20元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全风险, 老品继续下滑风险, 每日坚果增速或不及预期风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3513.01	3594.53	4334.19	5149.55
增长率	6.09%	2.32%	20.58%	18.81%
归属母公司净利润(百万元)	353.71	318.22	400.89	492.41
增长率	-2.81%	-10.03%	25.98%	22.83%
每股收益EPS(元)	0.70	0.63	0.79	0.97
净资产收益率ROE	11.84%	10.29%	12.13%	13.83%
PE	23	25	20	16
PB	2.65	2.62	2.49	2.36

数据来源: Wind, 西南证券

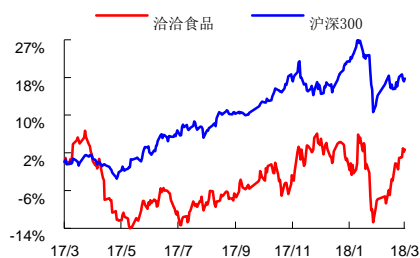
## 西南证券研究发展中心

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: zjfei@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)	13.2-16.99
总市值(亿元)	80.36
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): 基本面触底, 此时布局“洽洽”好 (2017-11-12)
2. 洽洽食品(002557): 传统品类增速放缓, 期待新品接力成长 (2017-08-18)
3. 洽洽食品(002557): 传统品类增速放缓, 新品类和电商接力 (2017-03-31)

## 目 录

1 基本面调整到位，业绩拐点已至 .....	1
2 瓜子：新品放量+老品止滑，重回 10%以上增速可期 .....	1
3 每日坚果：低渗透率下快速放量，打造坚果第二品类接力成长 .....	3
4 改革见成效：机制到位保障内生增长动力持久性 .....	4
5 盈利预测与估值 .....	7
6 风险提示 .....	8

## 图 目 录

图 1：公司 2012 年起营业收入增长情况 .....	1
图 2：公司 2012 年起归母净利率增长情况 .....	1
图 3：公司 2012 年起瓜子收入情况 .....	3
图 4：洽洽海外市场收入增速 .....	3
图 5：公司 2015 年起坚果收入情况 .....	4
图 6：洽洽每日坚果，营养均衡 .....	4
图 7：洽洽萌系风格包装展示 .....	6
图 8：洽洽部分成功的营销案例 .....	7

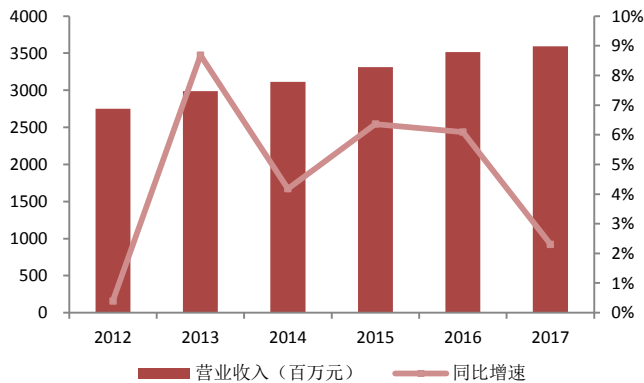
## 表 目 录

表 1：各种系列瓜子的价格情况 .....	2
表 2：洽洽管理制度层面和产品层面一系列的变化 .....	5
表 3：洽洽业务拆分明细（百万元） .....	7
附表：财务预测与估值 .....	9

## 1 基本面调整到位，业绩拐点已至

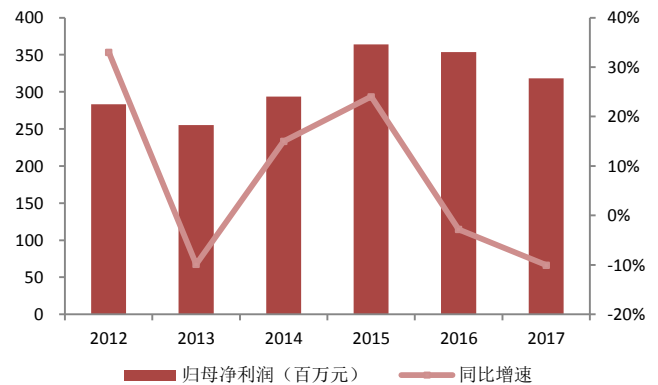
洽洽食品作为老牌休闲零食企业，葵花子领域绝对细分龙头，在全国市场享有较高的知名度。上市之后投资者对公司在瓜子领域的绝对垄断+依托洽洽品牌进行品类拓展打造休闲零食行业巨头抱有较大期望，但由于近些年来瓜子业务逐步放缓，第二品类拓展迟迟未能成功，公司经营与创新上的乏力，导致公司陷入收入增速趋缓、利润下滑的局面。

图 1：公司 2012 年起营业收入增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2012 年起归母净利润增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司也很早就意识到问题，从 15 年开始进行内部深化变革，积极研发瓜子新品和改良老品品质，同时大力推广新品-每日坚果。随着蓝袋新品和每日坚果放量，公司 17 年收入增速逐季改善，18 年有望业绩实现反转，彻底扭转整体下滑趋势，重归快速增长通道。

对于公司未来的发展，市场观点存有分歧，大家疑惑主要集中在以下三方面：（1）瓜子业务是否已触及天花板，未来增量来自于哪里？（2）每日坚果是“短期爆品”还是真能打造成持续稳定增长的第二品类？（3）公司变革成效如何、是否能带动业绩持续增长？

本研究报告主要从以上三个问题入手，分析洽洽业绩反转的原因以及未来的增长方向。

## 2 瓜子：新品放量+老品止滑，重回 10%以上增速可期

瓜子作为国民级休闲零食，在全国市场具有较高的渗透率。整个瓜子市场规模在 200 万吨左右，合计 300-400 亿，其中散装占比 80%。洽洽 17 年瓜子销售额约 25 亿元，以销售口径统计整体市占率为 10%，其中在包装瓜子的市占率超 50%，处于绝对的龙头地位。

市场一直对洽洽瓜子业务的成长性担忧，一方面碧根果、夏威夷果等坚果的普及一定程度上挤占了瓜子的消费需求，在消费总量上瓜子已经趋近平稳，另一方面消费品行业单一品牌很难做到绝对垄断，超 50% 的市占率则可能意味着离天花板很近了，继续提升空间较小，而在包装瓜子领域，洽洽的市占率已经接近 60%。近些年瓜子业务也表现出颓势，增速逐年放缓，五年复合增长率仅为 1.3%。我们认为国民消费瓜子的习惯很难改变，短期内也很难有新的品类能完全取代瓜子，瓜子业务未来有望保持一个较为平稳增长，增量部分主要来自两方面：（1）结构升级和口味创新；（2）市场拓展以及渠道丰富。

### ➤ 产品结构升级和口味创新产生增量

**产品升级和口味创新可以起到创造增量的作用。**过去洽洽瓜子主要依靠香瓜子和原味两款主力产品，销售体量达 14-15 亿和 7-8 亿，属于超级大单品。多年来未进行口味创新和品质升级，导致产品老化，从 15 年开始出现销量下滑。为迎合消费升级趋势，公司在 14/15 年陆续推出葵珍、皇葵和蓝袋等中高端系列产品，同时新增山核桃、焦糖、蜂蜜、咖啡等创新性口味（主要指蓝袋系列），丰富了消费者对于瓜子口味的选择，起到了良好的补充作用。新品经过市场推广取得非常好的成绩，17 年蓝袋系列（主要是山核桃和焦糖口味）实现营业收入 5.5 亿元（含税），增速在 100% 以上，葵珍和皇葵等高端产品逐步放量，销售收入达 2000 万以上。

新品在品质上的优势和口感上的创新与传统老品形成鲜明对比，在初期新品放量在一定程度上影响传统老品的增长，老品在 16/17 年出现了较大的下滑。公司在 17 年对传统老品的瓜子原料进行了切换，颗粒更饱满品质更优，同时对原有包装进行更替，从口感和质感上均进行升级，消费体验明显提升。从 17 年 9 月起，传统老品已经止住下滑趋势重拾涨势，18 年 Q1 同比增速大幅提升。市场普遍担心蓝袋系列新品对传统老品的替代效应，我们认为两者并不存在明显的替代性，以山核桃和焦糖味为主打的新品更多的是对传统口味的丰富，有助于提升洽洽在瓜子品类上绝对垄断优势，随着老品品质改善，替代效应也逐步减弱。同时，公司通过推出高价格高毛利的新品（蓝袋新品毛利率比普通产品高 5%-8%），对产品结构进行升级，间接抬升了整体价格中枢，在量增放缓的体况下，通过产品结构升级可继续保持收入的增长。

**表 1：各种系列瓜子的价格情况**

产品	价格 (元)	规格 (g)	单价 (元/500g)	描述
洽洽原味瓜子/香瓜子	10.9	285	19.2	传统产品，牛皮纸包装
山核桃/焦糖瓜子	6.9	108	31.9	蓝袋包装，15 年下半年推出
皇葵	8.5	110	38.6	黑色包装，电商特供
葵珍	8.9	98	45.4	14 年推出，高端产品

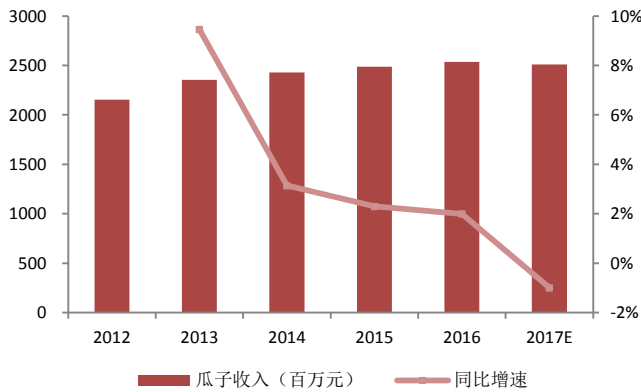
数据来源：京东商城，西南证券整理

### ➤ 市场区域和渠道进一步拓展

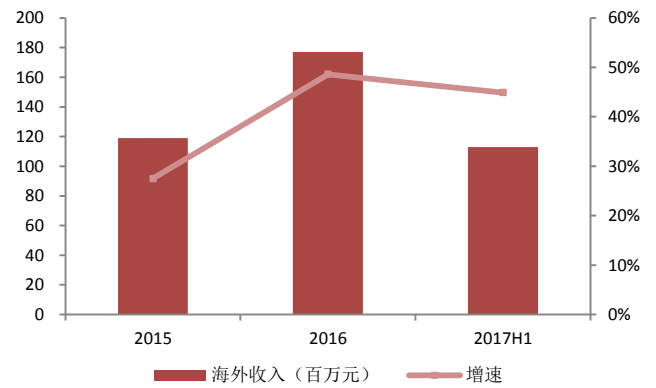
从市场渠道的角度来看，公司通过渠道的多元化和下沉以及海外市场的开拓，有望带来部分增量。洽洽已经搭建起密集的线下分销网络，产品下沉至乡镇，传统老品渗透程度已经相对较高，但蓝袋新品的渠道渗透率仅为老品的一半（约为 50%），随着三四线城市及乡镇消费力的崛起，新品仍具有较大的下沉空间。

同时，公司通过电商、特通渠道（加油站、饰品店、药店等）进一步加强网络密度，提升销售量。三只松鼠的成功证明线上渠道是一个非常好的流量入口，对销量的提升和品牌的宣传推广均能起到良好作用。公司电商起步较晚，规模小，增长弹性更大。公司目前已投资建成洽洽电商物流产业园，对线上业务的供应链进行优化完善，电商业务未来继续追赶竞争对手步伐，有望稳定持续贡献增量。另一方面，相对于国内市场，国外市场仍有较大的空间。像东南亚、中东等地区也有吃瓜子的习惯，开拓这些市场不需要高昂的消费者教育成本。公司从 15 年开始发力海外市场，销售额有明显加速，15、16、17H1 的销售收入分别是 1.19 亿、1.77 亿和 1.13 亿，同比+27.5%、+48.6%、+44.9%，贡献瓜子整体销售额 7%，这部分增量短期来看将是持续且稳定的。

总体来看，经历过产品结构调整后的瓜子业务将维持在一个稳定增长状态，蓝袋系列在新品生命周期内通过进一步下沉依旧能保持 30% 以上的增长，老品开始止滑回升，保持在 3%-5% 的正常增速，海外市场继续发力，贡献增量，整体有望回归到 10% 以上的增速水平。

**图 3：公司 2012 年起瓜子收入情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：洽洽海外市场收入增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3 每日坚果：低渗透率下快速放量，打造坚果第二品类接力成长

市场对洽洽的第二个担忧是公司的多元化受阻，迟迟未能开发出新品类接力瓜子成长。之前公司尝试过开发薯片、烘焙类等休闲食品，但发现当量做到一定程度就很难继续做大。市场认为是公司把“洽洽”品牌和瓜子绑定的太紧，以至于无法利用洽洽品牌做品类延伸。我们认为并非如此，“洽洽”品牌力足够去涵盖休闲食品品类，主要是因为薯片、烘焙类食品行业已经相对成熟，巨头垄断了绝大部分市场份额，同时消费升级趋势下，高热量低营销的零食逐渐被消费者所摒弃，在这样不增长且逐步萎缩的存量市场，想从巨头手中抢占份额是件非常困难的事。洽洽品类拓展的战略是正确的，只是发力的点没有选好。

2015 年公司成立坚果事业部，开始把品类扩张的重点放在坚果上。坚果行业无疑是更佳的赛道：从成长性看，坚果符合消费者对营养健康的追求，行业处于快速增长期（每年 20% 以上增速）；从竞争格局看，行业处于发展初期极度分散的阶段，即使像行业龙头三只松鼠、百草味等企业市占率不足 5%，坚果千亿市场容量能够容纳下更多的企业做大做强。洽洽坚果业务收入从 15 年的 2000 万增长至 17 年的 2.5 亿，实现快速发展，其中最亮眼的是每日坚果这款大单品，2017 年实现 1.8 亿销售额（含税），让市场看到了第二品类开始放量、接力成长的希望。

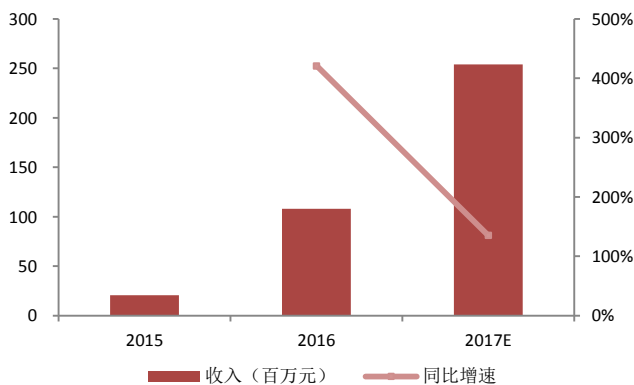
洽洽做每日坚果之所以能做成功，主要抓住了以下两个契机：（1）每日坚果产品迎来风口：消费者对传统单一坚果口味产生疲劳，更加注重营养和健康的均衡，每日坚果集齐多种坚果+果干，在营养均衡、口感美味同时还十分便捷，符合消费者需求，因此迎来需求爆发。相比较传统坚果，每日坚果可视为全新品类，目前正处于起步初期，竞争阻力较小，洽洽和沃隆、三只松鼠、中粮等相比，处于同一起跑线，并不存在后发劣势；（2）电商红利逐步褪去，线下渠道发挥优势。消费者愈发注重品质和消费体验，电商平台的价格优势逐渐丧失引

流的功效，消费者开始回归线下消费。在每日坚果产品推广初期，洽洽凭借庞大的成熟线下渠道优势，能快速实现铺货放量，在市占率上抢占先机。

每日坚果从 17 年 4/5 月份开始销售，8/9 月份发力，目前也仅覆盖了近二十个城市（与瓜子相比渗透率极低，不到 20%），但已实现 1.8 亿销售额（纯线下），目前每月出货量在 5000 万左右。凭借强大的品牌力和进口原料品质保障，洽洽每日坚果与竞品比较优势明显。目前布局较早的沃隆体量最大（15 年开始），洽洽每日坚果仅经过一年时间已发展成线下第二大品牌。18 年公司加大每日坚果的推广力度，将市场扩大至五十个城市，并辅以相应的营销费用支持，力争将洽洽打造成每日坚果第一大品牌。保守估计 18 年每日坚果的销售额有望达到 5 亿元，且市场拓展和渠道下沉仍具有较大空间。

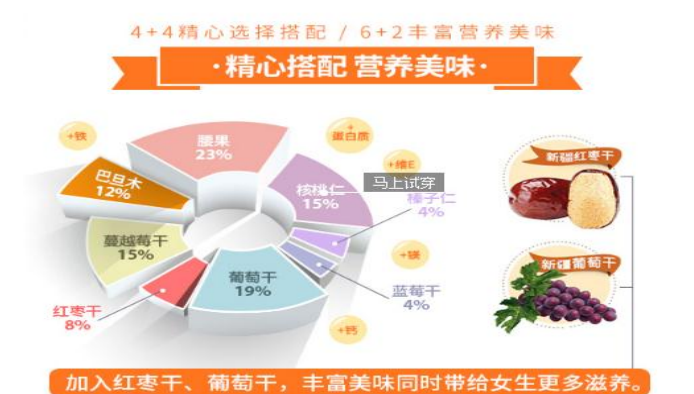
市场担忧每日坚果作为“爆款”的持续性能有多长，我们认为每日坚果作为新品的高增长周期仍可延续，同时坚果作为一个大品类，可延伸空间很大，例如正在试推广的每日坚果饮料，试销势头良好。短期内坚果作为第二品类有望持续增长，接力瓜子业务保持增速。从每日坚果的成功背后更应该看到洽洽品牌力和庞大线下渠道的价值，一款卖点突出真实迎合消费者需求的新品，经过洽洽品牌的品质背书和线下渠道的迅速推广，是能够实现快速放量的。目前公司已经储备了诸如山药脆片、康吃一口等不少有潜力成为爆款的新品，期待新品能次序放量，接力成长。

图 5：公司 2015 年起坚果收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：洽洽每日坚果，营养均衡



数据来源：西南证券整理

## 4 改革见成效：机制到位保障内生增长动力持久性

市场对洽洽的第三个担忧就是内部管理机制和外部营销模式问题，相比较三只松鼠、百草味这样拥有互联网基因的零食电商，他们机制更灵活、营销更擅长，洽洽未来如何应对他们的冲击。2012-2015 年期间公司是存在类似的问题，但从 2015 年开始公司实施深化改革，洽洽自上而下、由内而外均发生明显改变，改革卓见成效。

### ➤ 自上而下，内部管理机制大变革

事业部制改革+PK 机制，有效激发员工积极性和创新力，新品、爆品层出不穷。业绩增长乏力倒逼公司做出改变，从 14 年底开始一系列自上而下的制度性的改革，从董事长重新回归上市公司、事业部改制、引入 BU 模式和阿米巴经营理念，相当于对一个传统的企业管理机制进行了再造。同时业绩导向制的考核方式+PK 竞争晋升机制也解决了传统企业吃大锅

饭，晋升通道不顺畅的问题，在压力增大的同时有效激发员工积极性和动力。两期员工持股计划将上市公司业绩与管理层、员工切身利益绑定，建立长效激励机制，保障团队的稳定性。内部改革效果也是十分显著，产品创新明显加快，成功培育出蓝袋瓜子、每日坚果等爆款产品，随着坚果业务的快速增长，困扰公司已久的第二品类拓展问题有望迎来转机。

**表 2：洽洽管理制度层面和产品层面一系列的变化**

时间	改革行动	具体内容	效果
<b>管理制度层面</b>			
2014 年底	事业部改制	将原有的部门体系调整至五个职能事业部并行的模式，即：国葵事业部、炒货事业部、坚果事业部、烘焙事业部、销售事业部	明确职能分工，强化责权利的下放，使得资源向市场、向前端倾斜，减少了决策环节，更好、更快、更有效的对市场需求做出反应
2015 年初	董事长回归上市公司	董事长陈先保先生重新出任上市公司总经理，将工作重心回归洽洽	董事长回归标志着公司管理机制自上而下深化改革全面推进
2015 年 8 月	员工持股计划实施	公司高管和公司中层及核心员工一起认购了 5000 万元的劣后级员工持股份额，此次员工持股计划合计金额 1.5 亿元	实现了公司激励的长效机制，将高管、员工切身利益和公司发展绑定
2015 年底	引入 BU 机制	1、事业部下再进一步划分经营单元（BU），由 BU 负责人带领制定任务计划，自负盈亏	彻底解决过去吃大锅饭的问题，BU 赋予充分经营自主权，员工的压力和动力提升
		2、绩效为王，明确赏罚机制，通过绩效考核选拔干部	员工积极性更高，晋升机制更加透明有效， <u>目前公司 BU 负责人基本已是 80 后，整个中层管理团队年轻有拼劲</u>
		3、团队、部门间没两个月进行业绩 PK	提倡内部竞争文化，时刻保持高竞争力，以应对外部竞争
2015/2016 年	电商快速发展	电商团队、框架搭建完成，使用超募资金投资建设洽洽电商物流产业园	电商完成从无到有，16 年实现超 2.6 亿的销售收入
2015/2016 年	海外市场发力	打开了东南亚、中东等海外市场	17 年销售收入有望超 2 亿，贡献增量明显
2015/2016 年	<b>销售机制改革</b>	销售层级扁平化，销售人员直接对接销售，精简销售团队，以业绩定薪水，市场化薪资水平	提高整个销售环节的反应速度，激发销售人员的积极性，提升效率
2017 年	董事会+管理层换届	董事会成功换届，原国葵事业部领导晋升公司副总经理	管理层完成新老交接，更有能力和干劲的年轻一届上任
2017 年	事业部再变更	变更为：葵花事业部、坚果事业部、休闲产品事业部、产品事业部、销售事业部	进一步完善公司战略布局， <u>做大做强坚果的策略</u>
2017 年	员工持股计划二期	管理层再次购买公司股票，合计 1.46 亿元	绑定核心管理层，同时彰显对公司的信心
<b>产品层面</b>			
2015 年	国葵发力	对瓜子口味品质进行创新，推出袋装葵珍、“奇味小葵”、蓝袋系列（山核桃、焦糖口味）	瓜子产品线更加丰富，创新口味贡献增量
2016 年	各事业部产品创新全面爆发	烘焙事业部的薯片产品、坚果事业部的撞果仁、开心果等产品、恰康的牛肉酱等新品全面涌出	创新积极性空前高涨，各事业部的新品推出速度明显加快，新品的差异化和竞争优势明显
2017 年	每日坚果面世	4/5 月份开始推广每日坚果，目前在 20 多个城市销售	面世半年多即贡献 1.8 亿销量，有望成为超级大单品，支撑坚果业务发展，打造第二大品类
2017 年	红袋品质、包装升级	对传统老品进行品质和包装升级	在经历下滑后 9 月份开始止滑回升

数据来源：公司资料，西南证券整理

➤ 由内而外，品牌形象重定位，营销模式大创新

公司在外部的变革，主要体现在两方面：(1) 品牌形象的重新定位；(2) 营销模式的大创新。

**品牌定位国民化+年轻化，紧跟时代潮流。**洽洽作为老牌休闲食品品牌，给消费者的固有印象偏四平八稳，不像三只松鼠、百草味等新晋玩家那样会卖萌营销，吸引眼球，尤其是对新一代消费主力的吸引力不足（泛指 00 后）。因此，公司在包装设计和品牌定位上也进行了重新的梳理：对于传统的原味和香瓜子这类陪伴一代人成长的零食，依旧保持其经典的牛皮纸包装风格，继续其国民零食的定位；对于新产品焦糖、山核桃味瓜子、每日坚果，洽洽采取了醒目的蓝色、亮黄色的包装，更加抢眼；对于线上产品，如黑袋系列产品，洽洽采取了卡通式的画风，赋予瓜子、花生等坚果以人物化，搭配流行的宣传语，走卖萌耍贱路线，迎合以年轻一代为主的网购消费群体的消费观。在产品创新上，无论是撞果仁、蓝袋瓜子、还是每日坚果，明显看到了洽洽产品结构日益年轻化，贴近新一代消费者需求。无论是包装形象还是产品，洽洽相比较过去表现出明显的改观和创新。

图 7：洽洽萌系风格包装展示



数据来源：西南证券整理

**在营销模式创新上，洽洽自建大 IP，跨界蹭热点，玩转新媒体。**洽洽强在品质和渠道，但在营销上却是短板，因此洽洽也进行了一系列的品牌形象推广，营销模式上大创新。(1) **自建 IP**：公司从内部挖掘建立 IP，17 年发布的官方萌宠“艾塔”，呆萌可爱的形象刷新了消费者对洽洽的原有认知，基于此洽洽举行了舞林大会等一系列活动，拉近消费者距离，打造了属于自己的大“IP”；(2) **“文化+产品”跨界**：洽洽举办“洽洽葵花节”，携手携程，开辟“葵花节旅游专线”，消费者游葵园基地，赏美景食美葵了解葵花籽的文化；(3) **蹭热点，各种植入**：无论是在《人民的名义》、《那年花开月正圆》中的广告植入，还是蹭欧洲杯热点、与 FlowerPlus 合作借力七夕打造洽洽表白神器，洽洽都引发网络热议，赚足了眼球。洽洽从文化、跨界、IP 等多个维度，向目标消费群体进行传播与渗透，重新塑造洽洽年轻化品牌形象。

图 8：洽洽部分成功的营销案例



数据来源：西南证券整理

从以上两方面分析，公司的改变是自上而下、由内而外全方面的变革，是业绩压力下的自我管理机制革新和产品定位重塑，这种体制机制改革的真正到位能够保障内生增长动力的持久性。虽然公司管理机制、营销能力上离优秀企业仍有差距，但不可否认的是边际改善效果非常明显。内部调整必然伴随着业绩的不稳定性，从内部调整到位到业绩兑现存在时间差，公司经过近三年的调整，包括管理体制、产品结构、品牌定位，内外都已经梳理得比较顺畅，公司基本面已经早于报表业绩率先见底，我们认为业绩拐点已至，而且这种向上趋势将具有较长的持久性。

## 5 盈利预测与估值

17 年整体增速继续放缓，全年收入仅增长 2.3%，但单季度增速分别是-7.1%、0.7%、3.8%、10.5%，逐季改善迹象明显，业绩拐点已至。由于春节错峰影响，今年元月销量创出历史最高，一季度迎来开门红。18 年公司传统老品止滑回升，蓝袋新品持续保持 30%高增速，每日坚果通过市场开拓实现翻倍式增长，全年业绩重回快速增长通道，且内外合力下态势有望延续。预计 18、19 年的收入分别为 43.3 亿元(+20.6%)、51.5 亿元(+18.8%)，实现归母净利润 4 亿(+26%)、4.92 亿(+22.8%)，EPS 分别为 0.79、0.97，对应估值 20 倍、16 倍，给予 18 年 25 倍估值，对应目标价 20 元，维持“买入”评级。

表 3：洽洽业务拆分明细（百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>				
营业收入	3,513	3,595	4,334	5,150
yoy	6.1%	2.3%	20.6%	18.8%
总成本	2,422	2,476	2,955	3,507
毛利率	31.1%	31.1%	31.8%	31.9%
<b>葵花子</b>				
营业收入	2,535	2,510	2,844	3,161
yoy	2%	-1%	13%	11%
总成本	1,688	1,664	1,863	2,063

	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	33.4%	33.7%	34.5%	34.7%
<b>蓝袋系列</b>				
收入	214	470	702	912
yoy		100%	49%	30%
成本		287	428	556
毛利率		39.0%	39.0%	39.0%
<b>传统产品瓜子</b>				
收入	2,322	2,040	2,142	2,249
yoy		-12%	5%	5%
成本		1,377	1,435	1,507
毛利率		32.5%	33.0%	33.0%
<b>薯片</b>				
收入	213	160	160	160
yoy	-4%	-25%	0%	0%
成本	147.86	112	112	112
毛利率	30.5%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>坚果类</b>				
收入	108	254	590	990
yoy	421%	135%	132%	68%
成本	84.65	196	437	720
毛利率	22%	22.6%	26.0%	27.3%
<b>每日坚果</b>				
收入		154	470	846
yoy			206%	80%
成本		118	343	609
毛利率		23.0%	27.0%	28.0%
<b>普通坚果</b>				
收入	108	100	120	144
yoy	421%	-7%	20%	20%
成本	84.65	78	94	111
毛利率	22%	22%	22%	23%
<b>调味品</b>				
收入	78	77	77	77
yoy	-4%	-1%	0%	0%
成本	55.01	58	58	58
毛利率	29%	25%	25%	25%
<b>其他(花生、西瓜子、南瓜子、派类、新品等)</b>				
收入	579	594	664	761
yoy	12%	3%	12%	15%
成本	447	446	486	554
毛利率	23%	25%	27%	27%

数据来源: wind, 西南证券

## 6 风险提示

食品安全风险, 传统产品继续下滑风险, 每日坚果增速或不及预期风险。

**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	3594.53	4334.19	5149.55	净利润	359.04	323.01	406.93	499.83
营业成本	2421.65	2475.57	2955.44	3507.33	折旧与摊销	113.87	112.81	118.85	123.08
营业税金及附加	40.76	35.95	43.34	51.50	财务费用	-11.61	10.78	-4.33	-5.15
销售费用	450.75	518.47	628.46	720.94	资产减值损失	4.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	202.36	212.08	255.72	298.67	经营营运资本变动	306.12	-220.35	-364.25	-419.23
财务费用	-11.61	10.78	-4.33	-5.15	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>186.44</b>	<b>117.29</b>	<b>158.67</b>
投资收益	27.38	40.00	40.00	40.00	资本支出	-110.53	-90.00	-58.00	-62.00
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>-50.19</b>	<b>-18.09</b>	<b>-22.14</b>
<b>营业利润</b>	<b>432.47</b>	<b>381.49</b>	<b>495.48</b>	<b>616.12</b>	短期借款	-425.00	40.00	44.30	179.04
其他非经营损益	37.40	38.00	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>419.49</b>	<b>528.48</b>	<b>649.12</b>	股权融资	-5.64	0.00	0.00	0.00
所得税	110.83	96.48	121.55	149.30	支付股利	-253.50	-282.97	-254.57	-320.71
净利润	359.04	323.01	406.93	499.83	其他	-170.81	-16.53	4.33	5.15
少数股东损益	5.33	4.79	6.04	7.41	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-854.94</b>	<b>-259.50</b>	<b>-205.94</b>	<b>-136.53</b>
归属母公司股东净利润	353.71	318.22	400.89	492.41	<b>现金流量净额</b>	<b>-36.03</b>	<b>-123.25</b>	<b>-106.75</b>	<b>0.00</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	106.75	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	188.30	218.81	252.81	304.41	销售收入增长率	6.09%	2.32%	20.58%	18.81%
存货	1085.85	990.23	1182.18	1402.93	营业利润增长率	-2.02%	-11.79%	29.88%	24.35%
其他流动资产	1134.74	1437.81	1733.68	2059.82	净利润增长率	-1.68%	-10.03%	25.98%	22.83%
长期股权投资	57.78	57.78	57.78	57.78	EBITDA 增长率	0.20%	-5.54%	20.77%	20.34%
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	1109.30	1058.49	1004.02	毛利率	31.07%	31.13%	31.81%	31.89%
无形资产和开发支出	284.04	277.75	269.09	263.85	三费率	18.26%	20.62%	20.30%	19.70%
其他非流动资产	115.00	113.63	112.25	110.88	净利率	10.22%	8.99%	9.39%	9.71%
<b>资产总计</b>	<b>4220.14</b>	<b>4312.05</b>	<b>4666.27</b>	<b>5203.69</b>	ROE	11.84%	10.53%	12.63%	14.70%
短期借款	360.00	400.00	444.30	623.33	ROA	8.51%	7.49%	8.72%	9.61%
应付和预收款项	632.83	647.10	774.89	919.92	ROIC	10.49%	9.73%	11.27%	12.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.22%	14.05%	14.07%	14.25%
其他负债	195.83	195.98	225.76	260.01	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1188.66</b>	<b>1243.09</b>	<b>1444.95</b>	<b>1803.26</b>	总资产周转率	0.80	0.84	0.97	1.04
股本	507.00	507.00	507.00	507.00	固定资产周转率	3.44	3.36	4.08	5.06
资本公积	1582.30	1582.30	1582.30	1582.30	应收账款周转率	25.71	23.69	25.61	25.44
留存收益	857.37	892.62	1038.94	1210.63	存货周转率	2.13	2.38	2.72	2.71
归属母公司股东权益	2949.23	2981.92	3128.24	3299.94	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	87.04	93.08	100.49	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3031.48</b>	<b>3068.96</b>	<b>3221.32</b>	<b>3400.43</b>	资产负债率	28.17%	28.83%	30.97%	34.65%
负债和股东权益合计	4220.14	4312.05	4666.27	5203.69	带息债务/总负债	30.29%	32.18%	30.75%	34.57%
					流动比率	2.30	2.29	2.26	2.14
					速动比率	1.35	1.47	1.42	1.34
					股利支付率	71.67%	88.92%	63.50%	65.13%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.70	0.63	0.79	0.97
					每股净资产	5.98	6.05	6.35	6.71
					每股经营现金	0.93	0.37	0.23	0.31
					每股股利	0.50	0.56	0.50	0.63
业绩和估值指标									
EBITDA	534.73	505.08	609.99	734.06					
PE	22.72	25.25	20.05	16.32					
PB	2.65	2.62	2.49	2.36					
PS	2.29	2.24	1.85	1.56					
EV/EBITDA	15.09	16.29	13.74	11.66					
股息率	3.15%	3.52%	3.17%	3.99%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	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
	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