

聚焦瓜子坚果，产品升级进行时

首次覆盖报告

马浩博(分析师) 袁雨曦(联系人)
010-69004650 010-69004650
证书编号: S0280518060002 证书编号: S0280118010037

● 聚焦瓜子，已成行业龙头

创立与2001年，公司主营葵花子类休闲零食，葵花子/薯片/坚果占收入比分别为69%、5%、7%。我们测算公司在瓜子(散装+包装)行业市占率约10%；包装瓜子市场市占率约40-50%，处于业内领先地位。公司产品定价虽高于同行5-20%，但缺乏核心单品因而提价能力弱。过去研发新品(薯片、果冻)收效甚微，2015年创始人回归重新聚焦瓜子。

● 行业处于高速增长区间，渠道成主要竞争要素

(1) 行业处于高速增长扩容期：坚果炒货行业预计2020年市场规模达1660亿元，过去3年CAGR16%。(2) 受原材料价格影响大：上游直对种植业，生产成本70%是原材料，供给充足下趋于平稳，偶有波动。(3) 产品同质化严重，毛利提升空间有限：休闲零食行业产品标准化高，品牌间模仿多因而单个企业定价权弱。(4) 线上流量红利充分释放：2014年-2017年，食品电商交易规模由485亿元增至2480亿元，3年CAGR70%，预计2022年将达6000亿元。坚果类占零食类网购比重60%。(5) 线下连锁、KA商超多元化发展。对比同业，洽洽食品主打KA和流通渠道，线上辅助；良品铺子、来伊份布局连锁店+线上销售；三只松鼠主打线上。

● 瓜子产品结构升级+新品坚果线上发力，双轮驱动业绩增长

2015年底推出高端蓝袋瓜子(山核桃、焦糖口味)，价格高于红袋约40%，2017年蓝带实现含税收入5.3亿元，同比增长超100%。2017年每日坚果含税销售额约1.6亿元，预计2018年实现3-4亿收入，坚果有望成为公司瓜子以外第二大品类。

● 盈利预测及投资评级

我们预计公司2018-2019年收入为42.5/48.3亿元，同比分别增长18.1%/13.5%。净利润为3.8/4.5亿元，同比分别增长19.7%/17.7%。对应2018年/2019年PE分别为20x/17x，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：新品市场推广不及预期，食品安全风险，线上布局不及预期

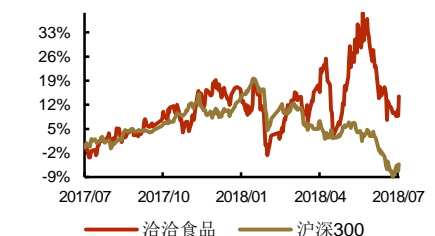
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3513	3,603	4,254	4,827	5,468
增长率(%)	6.1	2.6	18.1	13.5	13.3
净利润(百万元)	353.7	319	382	450	516
增长率(%)	-2.8	-9.8	19.7	17.7	14.8
毛利率(%)	31.1	29.9	30.4	30.1	30.2
净利率(%)	10.1	8.9	9.0	9.3	9.4
ROE(%)	11.8	10.3	11.5	12.8	13.5
EPS(摊薄/元)	0.70	0.63	0.75	0.89	1.02
P/E(倍)	21.03	23.3	19.5	16.5	14.4
P/B(倍)	2.52	2.4	2.3	2.1	2.0

推荐(首次评级)

市场数据	时间 2018.07.12
收盘价(元):	15.43
一年最低/最高(元):	13.16/19.23
总股本(亿股):	5.07
总市值(亿元):	78.23
流通股本(亿股):	5.07
流通市值(亿元):	78.23
近3月换手率:	85.4%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.79	6.84	14.69
绝对	-15.64	-6.64	7.52

相关报告

目 录

1、 坚果炒货龙头，股权结构优.....	4
1.1、 坚果炒货龙头，葵花子贡献 70% 收入.....	4
1.2、 家族式企业，股权结构集中.....	5
2、 行业处于高增长区间，得渠道者得天下.....	6
2.1、 坚果炒货行业处高增长区间：受经济影响小+符合健康诉求.....	6
2.2、 上游农副产品种植业，成本控制是关键.....	7
2.3、 下游直对消费市场：口味决定毛利，同质化难以拉开价格区间.....	7
2.4、 渠道变革：流量红利放缓，电商格局逐步形成.....	8
2.5、 线下格局：KA 商超 VS 加盟连锁，正面冲突小.....	10
3、 小包装提价与新品坚果双翼驱动业绩增长.....	10
3.1、 瓜子产品结构优化，蓝袋引领发展提升毛利.....	11
3.2、 坚果品类扩充：小包装大单价，新品开发添活力.....	13
4、 渠道扩张：品类扩容已成型，布局电商拓展分销路径.....	15
5、 休闲食品无明显渠道偏好，蓝袋、坚果产品较受欢迎.....	17
6、 盈利预测及投资评级.....	19
附： 财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1： 主要产品.....	4
图 2： 2013-2018Q1 营收、归母净利及其增速.....	4
图 3： 70% 收入来自葵花子.....	4
图 4： 股权结构.....	5
图 5： 2015 年-2020 年间休闲食品市场规模.....	6
图 6： 每年人均休闲食品消费（美元）.....	6
图 7： 炒货坚果行业占 7%，健康诉求下期提升.....	7
图 8： 2008-2017 年 坚果炒货行业 10 年 CAGR 16%.....	7
图 9： 1998-2014 年国内葵花籽产量波动上升.....	7
图 10： 2018 年 1 月原材料价格脉冲.....	7
图 11： 2014 年以来食品电商交易规模迅速攀升.....	8
图 12： 食品电商渠道优势.....	8
图 13： 炒货行业 10 年趋势：地域性作坊-精细化企业.....	9
图 14： 三只松鼠天猫旗舰店.....	9
图 15： 食品电商发展历程.....	9
图 16： 品类丰富，主要产品：葵瓜子+薯片+坚果.....	10
图 17： 主要增长看点：葵瓜子+坚果.....	10
图 18： 不断推出新品，口味新奇单价高.....	11
图 19： 洽洽食品葵花子系列营收及其增速.....	12
图 20： 葵花子业务收入占比略有下降.....	12
图 21： 2017 年瓜子产品结构占比.....	13
图 22： 蓝袋产品营收增长明显（亿元）.....	13
图 23： 洽洽食品葵花子系列毛利率.....	13
图 24： 每日坚果产品营养丰富.....	14
图 25： 每日坚果补充给日能量.....	14
图 26： 2014-2017 年 坚果产品收入 CAGR 350%.....	15

图 27: SKU 品类存扩充空间.....	16
图 28: 线上 SKU 丰富.....	16
图 29: 洽洽食品线上销售额: 3 年 CAGR 350%.....	17
图 30: 对比良品铺子、来伊份线上增量空间可期.....	17
图 31: 参与人员年龄分布.....	17
图 32: 每月坚果零食消费.....	17
图 33: 消费者品牌偏好.....	17
图 34: 消费者渠道偏好.....	17
图 35: 购买洽洽食品产品渠道偏好.....	18
图 36: 对新品购买意愿.....	18
图 37: 每日坚果产品消费偏好.....	18
图 38: 对未推出新品有无期待.....	18
表 1: 洽洽食品发展历程.....	5
表 2: 贡献利润的子公司.....	5
表 3: 影响子行业毛利率因素: 消费动机+口味.....	8
表 4: 洽洽食品、来伊份电商收入占比 10%, 良品铺子 43%, 三只松鼠 85%	10
表 5: 洽洽食品主要产品.....	12
表 6: 每日坚果产品对比: 洽洽的产品包装设计感强、知名度、果仁品质最佳	14
表 7: 可比公司估值.....	19

1、坚果炒货龙头，股权结构优

1.1、坚果炒货龙头，葵花子贡献 70% 收入

公司创立于 2001 年，是一家主要生产坚果炒货类、焙烤类休闲食品，集自主研发、规模生产、市场营销为一体的休闲食品企业。2011 年深交所正式挂牌。

洽洽食品主营葵花子类等休闲食品，葵花子、薯片、其他产品、其他业务分别占比 69%、4%、21% 和 5%。2017 年实现营收 36 亿元，同比增长 2.55%；归母净利润 3 亿元，同比减少 10%。

图1：主要产品



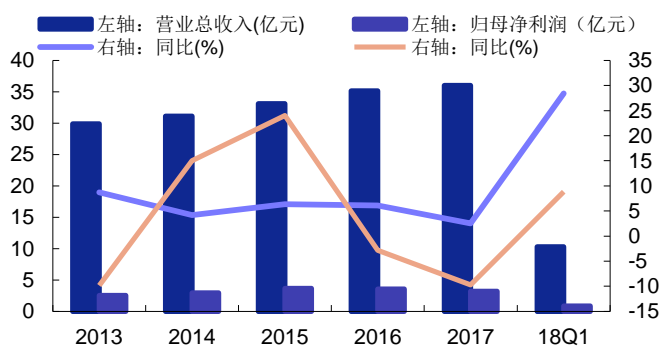
新品：蓝袋、绿袋、黄袋

传统瓜子产品

热销品：撞果仁

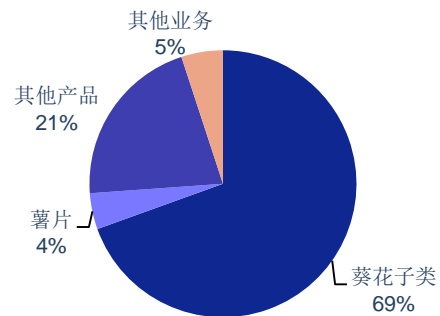
资料来源：草根调研家乐福，新时代证券研究所

图2：2013-2018Q1 营收、归母净利润及其增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：70% 收入来自葵花子



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表1: 洽洽食品发展历程

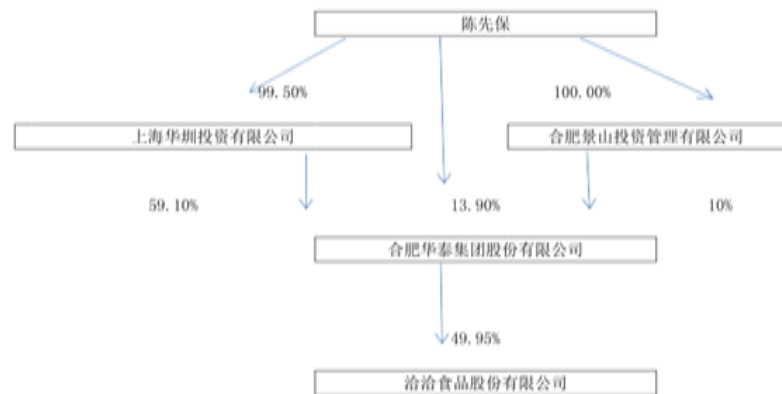
时间	发展概况
2001	洽洽食品有限公司成立
2002	“洽洽”商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”
2006	公司被认定为中国“100 最具有价值驰名商标”
2010	洽洽“嘎嘣脆”新品顺利投产
2011	深交所挂牌
2016	“每日坚果”正式上市

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

1.2、家族式企业, 股权结构集中

公司最终控制人陈先保先生(董事长、总经理, 1959年生), 通过合肥华泰集团持股 50%, 多元化布局。2015 年后重出任公司总经理, 多元化布局决策。

公司旗下目前拥有子公司 25 家, 其中重庆市南部洽洽、阜阳洽洽、珠海洽洽、齐齐哈尔洽洽为主要的收入来源。2017 年三家公司合计贡献占营业收入 70%。

图4: 股权结构

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表2: 贡献利润的子公司

被参控公司	参控关系	持股 (%)	营业收入 (亿元)	主营业务
珠海横琴洽洽食品销售有限公司	子公司	100	7.3	预包装食品批发与零售
齐齐哈尔市洽洽食品销售有限公司	子公司	100	5.23	食品销售
重庆市南部洽洽食品销售有限公司	子公司	100	9.51	食品销售
江苏洽康食品有限公司	子公司	60	0.77	蔬菜制品, 调味料, 酱, 豆制品, 预包装食品销售
重庆洽洽食品有限公司	子公司	75	2.99	食品加工
安徽贝特食品科技有限公司	子公司	75	0.99	食品加工

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

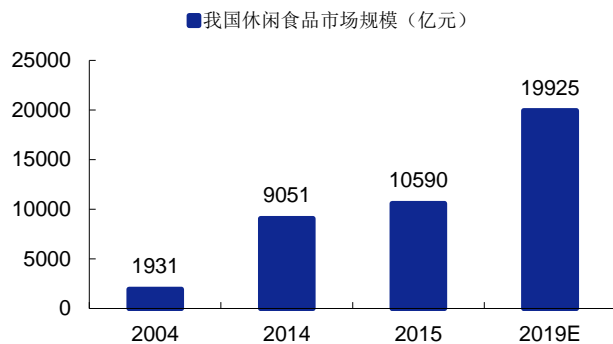
2、行业处于高速增长区间，得渠道者得天下

2.1、坚果炒货行业处高速增长区间：受经济影响小+符合健康诉求

休闲食品行业 3 年 CAGR 近 17%，增长快但未及天花板。根据中国产业信息网，2004-2015 年，10 年间国内休闲食品行业年规模从 1931 亿元增长到 10590 亿元，CAGR 16.70%，预计到 2020 年将达 20000 亿元。高速增长趋势下，空间巨大：就人均消费而言，目前我国年人均消费休闲食品约 30 克，只相当于美国的 1/4，日本、韩国的 1/3。

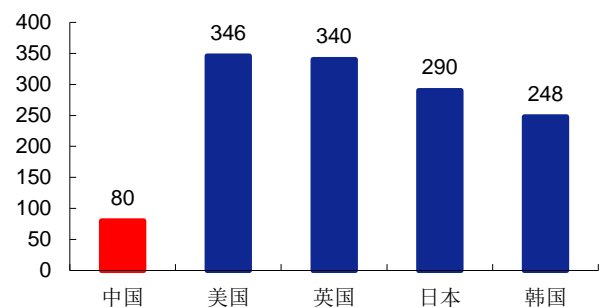
休闲食品属于享受型消费。随着国民收入水平的提高，人们的消费品味由从生存型逐渐转变为享受型，随之而来的是享受型消费品的增量空间，为休闲食品行业带来了更加广阔的发展空间。

图5：2015年-2020年间休闲食品市场规模



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

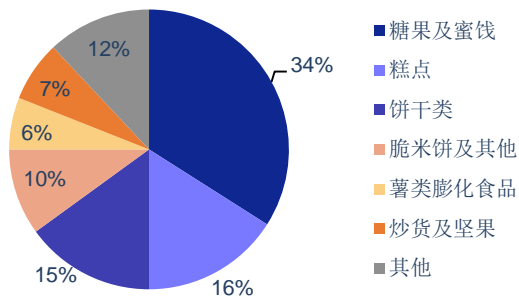
图6：每年人均休闲食品消费（美元）



资料来源：Frost & Sullivan，新时代证券研究所

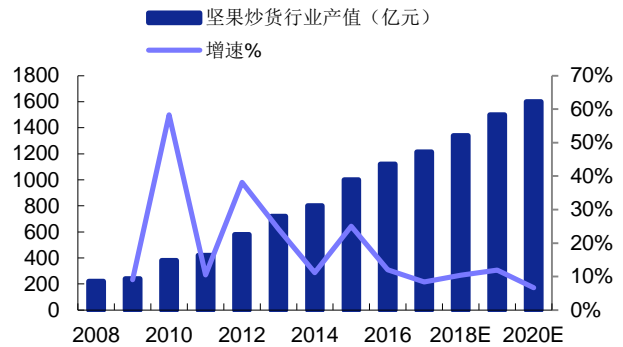
坚果炒货行业占休闲食品行业 10%，3 年 CAGR=16%，处扩容期：受经济周期影响小，消费意愿强、周期久。2008-2017 年，坚果炒货行业市场规模从 220 亿增长到 1214 亿，3 年 CAGR 近 16%，处于高速增长区间。经济景气时，消费者有能力消费更贵的零食，经济下滑时，为了满足持续的零食消费需求，价格较低、较大众化的炒货将有更好前景。虽然目前一些坚果的单价不低，而且还有上涨趋势，但是单次消费量不高，很难出现一次几斤的消费，所以单次消费额容易被消费者所接受。此外，坚果炒货行业的高景气度还得益于养生观念的转变，其营养保健功用正迎合了当下消费者的健康需求。

图7: 炒货坚果行业占 7%, 健康诉求下期提升



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图8: 2008-2017 年 坚果炒货行业 10 年 CAGR 16%

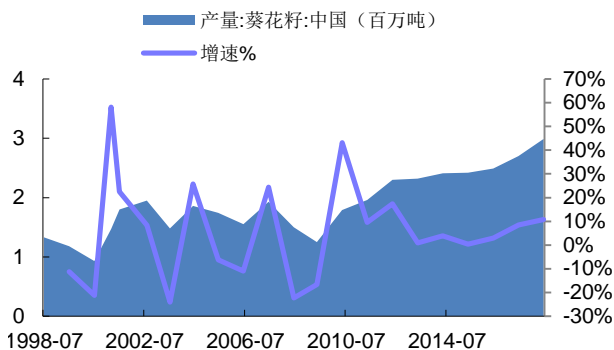


资料来源: 中国产业信息网测算, 新时代证券研究所

2.2、上游农副产品种植业, 成本控制是关键

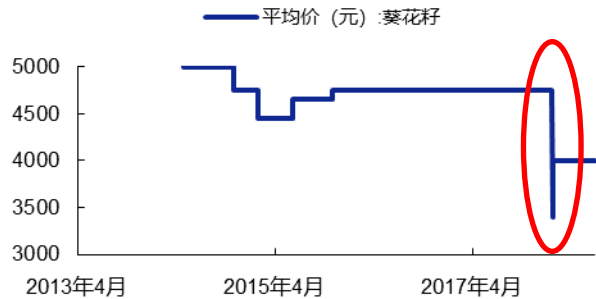
原材料控制力和调节成本波动能力是规模发展关键。坚果炒货行业上游直对种植业, 企业生产成本的 70% 都来自直接材料成本, 因此对上游原材料把控极为关键。原材料价格把控分为: (1) 优选材料: 葵花籽中, 最优质的用于生产坚果炒货次之用于生产食用油, 加上消费者对于食品安全重视, 因此把握优质原材料极为重要。(2) 平滑季节性采购影响: 以葵瓜子为例, 每年 4、7、9 月为采购季, 主要产地为内蒙、东北、新疆。(3) 价格管控: 成本的 70% 价格来源于原材料, 过去十年国内葵花籽供给处波动上升状态, 价格趋于平稳 (4500 元/吨左右)。

图9: 1998-2014 年国内葵花籽产量波动上升



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图10: 2018 年 1 月原材料价格脉冲



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.3、下游直对消费市场: 口味决定毛利, 同质化难以拉开价格区间

消费诉求、口味选择决定企业毛利率。我们选择了食品行业个股, 按照业务性质对其分类进行了讨论。按照毛利水平高低依次为: 保健食品、糕点、休闲零食、速冻食品、餐桌食品。

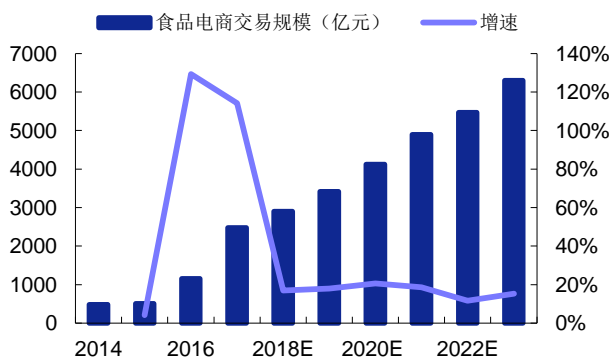
表3: 影响子行业毛利率因素: 消费动机+口味

分类 (消费诉求)	公司名称	毛利率%	毛利区间%	说明
保健食品	华宝股份	78.4	45-78	相比其他消费品, 消费行为伴有健康诉求, 享有毛利溢价
	汤臣倍健	67.1		
	青海春天	45.4		
餐桌食品	涪陵榨菜	48.2	13-48	消费需求为餐桌食品, 心理价格低
	克明面业	22.8		
	上海梅林	13.4		
糕点	元祖股份	66.3	37-66	口味差异化需求大, 享一定定价权
	广州酒家	53.1		
	桂发祥	49.3		
速冻食品	桃李面包	37.7	26-33	流向餐桌, 口味差异化诉求小
	三全食品	33.9		
	海欣食品	31.4		
	惠发股份	26.7		
休闲零食	安井食品	26.3	29-46	标准化生产, 口味诉求决定毛利水平, 量大发展快, 但毛利是软肋
	盐津铺子	46.8		
	来伊份	44.3		
	绝味食品	35.8		
	洽洽食品	29.9		

资料来源: Wind., 新时代证券研究所

2.4、渠道变革: 流量红利放缓, 电商格局逐步形成

相比于传统线下渠道, 食品电商渠道有价格优势、更容易突破时空限制、服务精准三大优势。2014-2017年, 食品电商交易规模由485亿元增长到2480亿元, 3年CAGR 70%。预计2022年将达6000亿元, 未来3年CAGR 20%。

图11: 2014年以来食品电商交易规模迅速攀升

资料来源: 前瞻产业研究院测算, 新时代证券研究所

图12: 食品电商渠道优势

资料来源: 新时代证券研究所

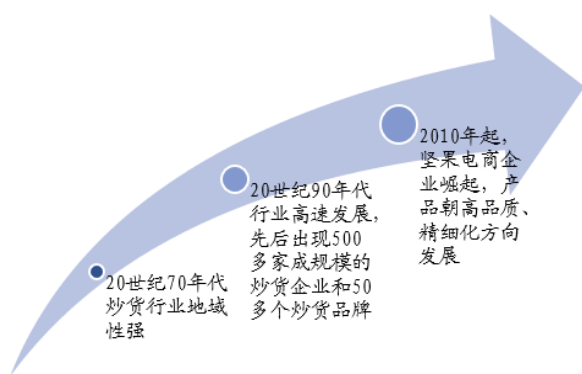
坚果类占零食类网购销售比重60%。近年来, 以快消、高频、低客单价标签著称的零食成为网购市场的主角, 而坚果则牢牢占据了零食类网络销售额60%以上, 如以坚果业务起家的互联网坚果品牌三只松鼠在2014年“双11”成为首个销售量

破亿元的坚果卖家。

地域性作坊向规范化电商转变，已进入成熟期。坚果炒货行业属传统行业，20世纪70年代就已存在，多以地域性小作坊模式未形成品牌规模；20世纪90年代，大量品牌企业涌现：500多家成规模企业及50多个品牌；2010年电商变革启动：伴随三只松鼠等食品电商的崛起及快速发展，食品电商获得新的增长机会，大量资本流入；如今消费者对电商模式逐渐认可并培养出新的在线消费习惯，已进入成熟期。

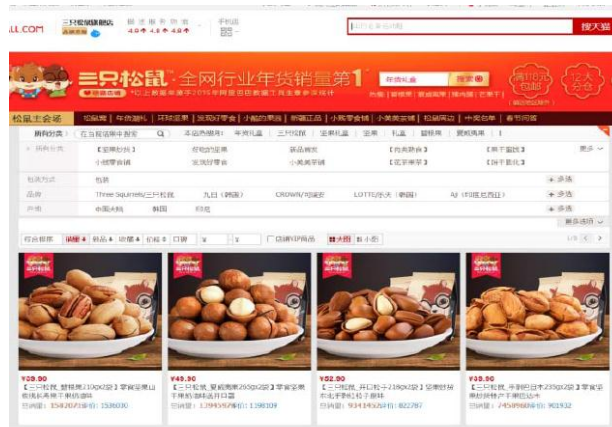
三只松鼠等代表企业的崛起，进一步佐证食品电商渠道变革红利。三只松鼠线上起家，5年销售额突破40亿元。2012年-2017年，收入由0.3亿元增长到58亿元，4年CAGR近248%。

图13: 炒货行业10年趋势: 地域性作坊-精细化企业



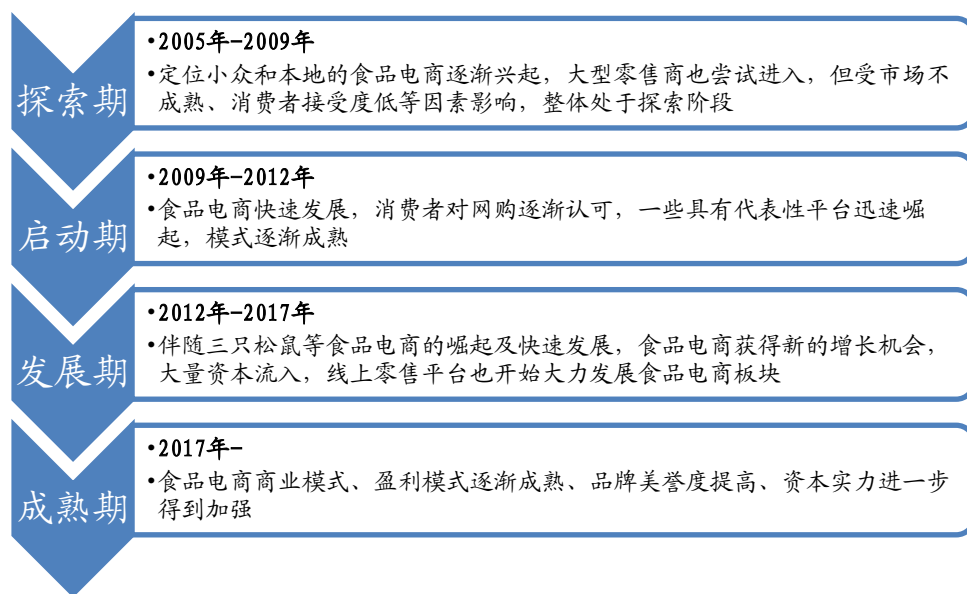
资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

图14: 三只松鼠天猫旗舰店



资料来源：天猫商城，新时代证券研究所

图15: 食品电商发展历程



资料来源：三只松鼠招股说明书，新时代证券研究所

2.5、线下格局：KA 商超 VS 加盟连锁，正面冲突小

洽洽食品拥有业内最成熟的 KA 渠道，未来积极扩展线上；良品铺子、来伊份布局一二线城市+线上销售；三只松鼠主打线上+线下体验（布局三四线城市，线上引流作用为主），16 年曾布局 KA，后来退出。

表4：洽洽食品、来伊份电商收入占比 10%，良品铺子 43%，三只松鼠 85%

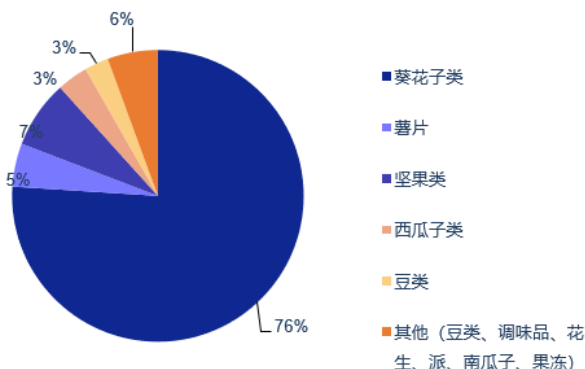
品牌	线上渠道	线下渠道
洽洽食品	2017 年电商渠道 6%，约合 1.9 亿元	线下渠道占比 94%，约合 34 亿元； KA 渠道之王
来伊份	2017 年电子商务渠道 10%，约合收入 3.7 亿元	线下渠道占比 90%，约合 32 亿元； 门店总数 2460 家，其中，直营门店 2252 家，加盟门店 208 家，门店范围覆盖全国 17 个省、自治区、直辖市
良品铺子	2017 年线上收入占比 43%，约合 25 亿元	线下收入 57%，约合 28 亿元； 一二三四线铺渠道，门店数量扩大到 2100 多家
三只松鼠	2017 年收入约 43 亿元，85% 为线上，约合 37 亿元	线下 15%，约合 6 亿元； 布局三四线体验式服务，芜湖旗舰店，2016 年底尝试进入 KA 商超后又退出

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

3、小包装提价与新品坚果双翼驱动业绩增长

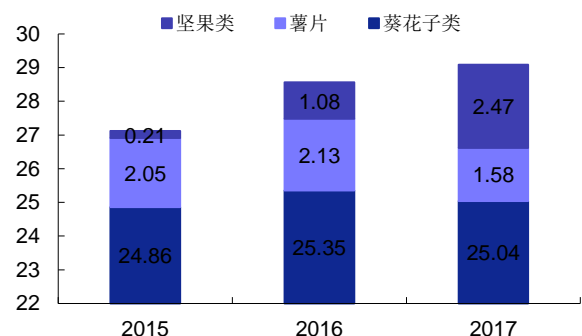
葵瓜子业务占 70%，提价驱动增长；坚果业务占 7% 高速增长，过去三年 CAGR 292.1%。葵瓜子是公司的拳头产品，占比达 75%，过去 3 年每年营收保持在 24 亿元-25 亿元间，提价是主要增长来源；坚果业务占 7%，2015 年-2017 年，营收贡献从 0.21 亿元增长到 2.47 亿元，3 年 CAGR 292.1%，增长迅猛。

图16：品类丰富，主要产品：葵瓜子+薯片+坚果



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17：主要增长看点：葵瓜子+坚果



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.1、瓜子产品结构优化，蓝袋引领发展提升毛利

瓜子行业是传统型坚果行业，行业集中度高，市场需求处于饱和状态，消费者年龄覆盖面广（18岁-60岁），但消费意愿低，缺乏对年轻人（消费意愿足、购买力强）需求深度的开发。

洽洽食品是食品瓜子行业龙头，过去市场细分差，拳头产品创新较少，提价空间有限。拳头产品纸袋包装，五香、原味为主，价格3.3元/100g。面对广泛消费群体仅覆盖传统产品，提价空间小、深度挖掘消费难。

2015年开始，公司推出多款新品：蓝袋山核桃（8元/100g）、奇味小葵（22元/100g）、皇葵系列产品（8.8元/100g）。蓝袋系列覆盖甜味需求者，奇味小葵主打游戏IP、更小包装，皇葵为原先传统产品升级—传统口味、精选大颗瓜子。

图18：不断推出新品，口味新奇单价高



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

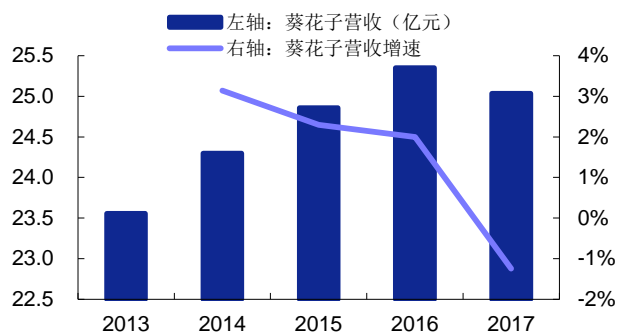
表5: 洽洽食品主要产品

创新品牌	价格	价格/100g	口味	定位&目标群体	产品形象
传统产品	10元*300g	3.3元	五香、原味	传统产品，大众消费	
奇味小葵	4.5元*20g	22元	焦糖味、多味、菠萝味、红枣味、香花子	年轻消费群体，打造游戏休闲食品IP	
焦糖山核桃花子	7.9元*98g	8元	焦糖味、山核桃味、蜂蜜黄油味、咖啡味、原味、海盐味	满足甜口味人群需求	
葵珍	7.9元*98g	8元	五香、原味	社会精英阶层、主要是白领，颗粒大	
皇葵	8元*110g	8.8元	五香、原味		

资料来源：天猫商城，新时代证券研究所

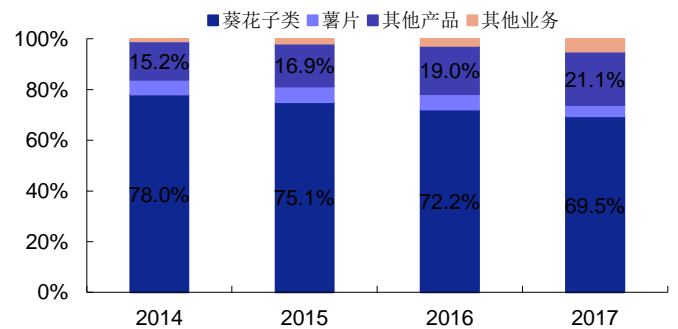
葵花子收入体量稳中有降，品类优化下占收入比降3pct。2013-2017年公司葵花子收入稳定在23亿元-25亿元间，2017年降低1pct。其他品类扩充优化下，葵花子业务占收入比略有下降，2017年葵花子营收占比69.5%，较2016年下降2.7pct。

图19: 洽洽食品葵花子系列营收及其增速



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

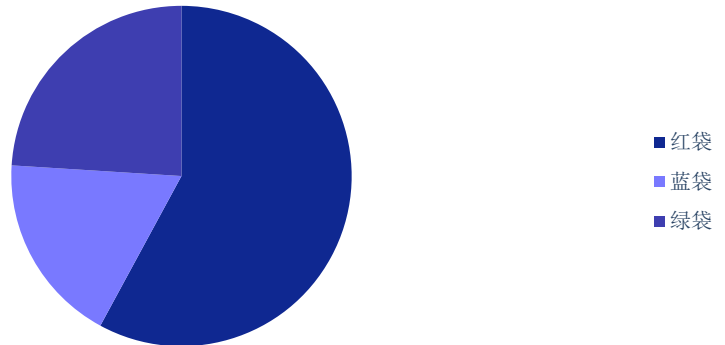
图20: 葵花子业务收入占比略有下降



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

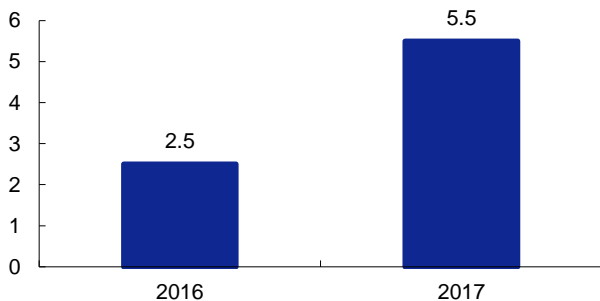
蓝袋葵花子收入增长明显，结构优化下毛利率提升可期。蓝袋系列 2015 年上市，2016 年收入达 2.5 亿元，2017 年收入翻倍达 5.5 亿元。2017 年蓝袋产品占比增加 8%。传统葵花子产品毛利为 25%，保守估计蓝袋产品毛利率为 50%（传统产品成本 2.5 元/100g，保守假设新产品成本 4 元/100g）。

图21: 2017年瓜子产品结构占比



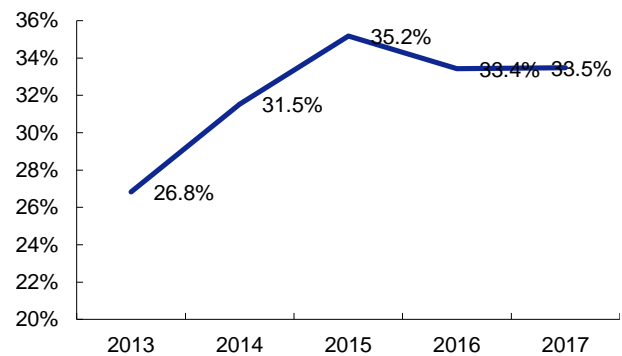
资料来源: 中证网, 新时代证券研究所

图22: 蓝袋产品营收增长明显 (亿元)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图23: 洽洽食品葵花子系列毛利率

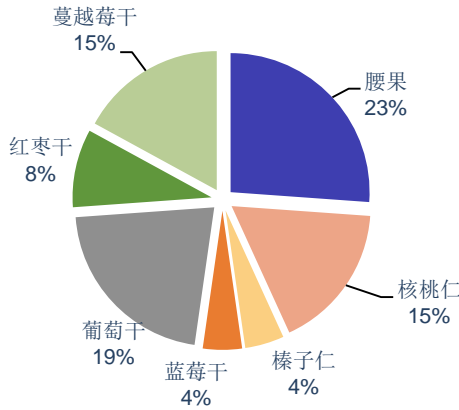


资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

3.2、坚果品类扩充: 小包装大单价, 新品开发添活力

复合坚果受消费者追捧, 洽洽每日坚果营养丰富, 主攻女性消费者。目前市场上复合坚果有沃隆每日坚果、三只松鼠3次方、来伊份天天坚果、良品铺子一代佳仁和百草味90日鲜等。与其他品牌相比, 洽洽每日坚果以女性为主要消费对象, 产品中添加红枣干和葡萄干, 注重日常饮食平衡, 原料来自美国、智利、土耳其、越南和中国新疆五个国家和地区, 质量较高。

图24: 每日坚果产品营养丰富



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图25: 每日坚果补充给日能量



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

每日坚果包装设计感最强、果仁最饱满, 颗粒大。市场上每日坚果产品同质化较严重, 我们进行了草根调研后发现无论从包装、品牌、还是品质上, 洽洽食品都具有较强竞争优势。

表6: 每日坚果产品对比: 洽洽的产品包装设计感强、知名度、果仁品质最佳

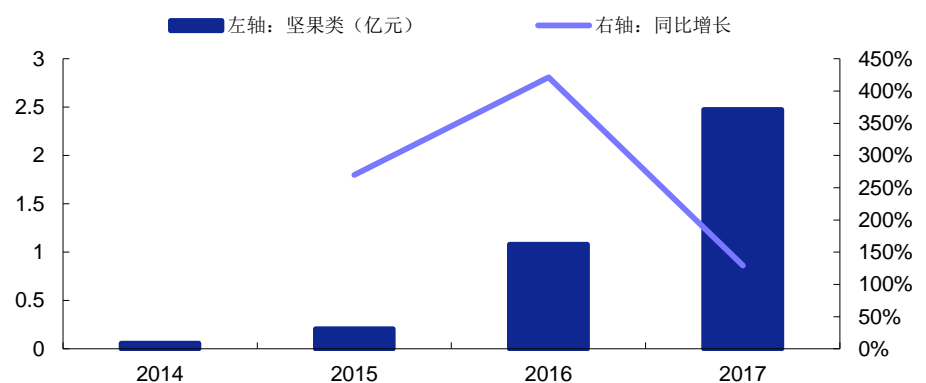
品牌	价格	包装	产品	品质
洽洽食品	5.6 元/26g			包装设计感最强、果仁最饱满, 颗粒大
加州原野	5.6 元/26g			莓干较多, 果仁品质中
沃隆	5.7 元/25g			莓干最多, 大小不均, 品质稍差

资料来源: 草根调研, 新时代证券研究所

新品开发，注入发展动力。从 2014 年开始公司开始重点推广坚果类产品，开发“撞果仁”系列新品，并获得市场认可。2016 年公司在开发撞果仁多口味基础上，开发腰果、夏威夷果和巴旦木产品，完善坚果品类。2016 年底公司推出小包装礼品盒每日坚果品牌，2017 年 5 月份开始在全国各大 KA，流通渠道推广，实现坚果产品的一大突破。每日坚果系列，在五月全面市场推广后，获得了市场的广泛认可，迅速上量，目前仍出现区域市场全面推广的阶段，市场需进一步拓展。

综合小包装坚果类产品处于蓝海市场，利润空间有望打开。2017 年坚果类收入 2.47 亿元，同比增长 129%，2014-2017 年 3 年复合增长率 345%。2017 年坚果类在其他产品收入营收占比 32.5%，较 2016 年增长 16.4pct。

图26： 2014-2017 年 坚果产品收入 CAGR 350%



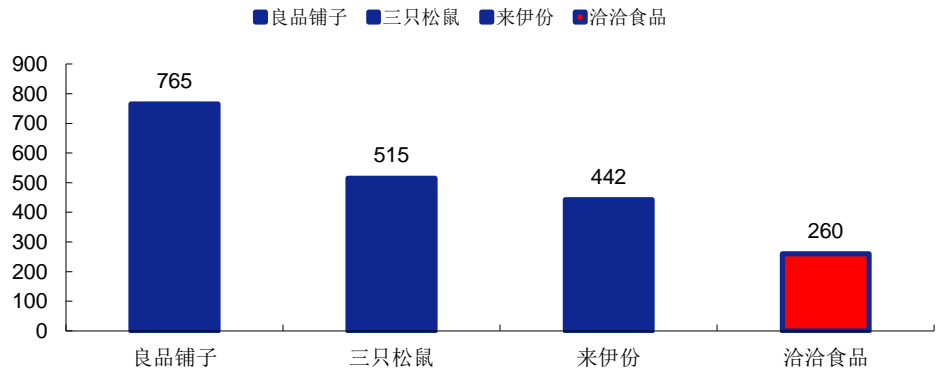
资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、渠道扩张：品类扩容已成型，布局电商拓展分销路径

线下渠道之王，强产业链优势整合。公司目前已经建立了覆盖国内大中型城市的全国性销售网络，终端掌控能力强。本公司将全国市场划为 21 个片区，有 117 家办事处、1100 家专业经销商及多家大型零售商：沃尔玛、家乐福、华润。

布局电商渠道，拓展分销路径。2015 年洽洽食品开始布局电商，当年电商销售额约为 8000 万元，经过两年发展 2017 年电商销售额 1.96 亿元，3 年 CAGR 56%。2017 年以来公司携手京东新通路，打开了线上 B2B 市场，有望实现线上营收快速增长。对标良品铺子（线上渠道占比 43%，线上收入 5.8 亿元），来伊份（线上渠道占比 10%，线上收入 3.7 亿元），我们认为洽洽食品线上存有增量空间。

图27: SKU 品类存扩充空间



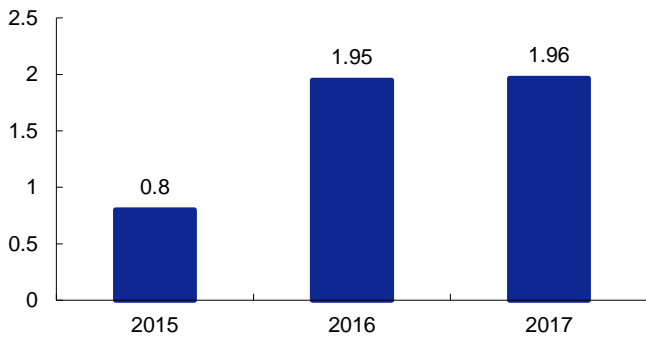
资料来源: 天猫旗舰店, 新时代证券研究所

图28: 线上SKU丰富

 <p>送冰糖核桃仁50g 39.9</p> <p>¥39.90</p> <p>洽洽皇葵 焦糖瓜子 恰恰山核桃味 原香瓜子葵花籽食品零食110g*5 总销量: 333424 评价: 89398</p>	 <p>¥33.80</p> <p>【洽洽】山核桃味/黑糖瓜子 恰恰 原味五香葵花籽休闲零食500g*2 总销量: 207212 评价: 30676</p>	 <p>¥89.90</p> <p>洽洽_松子手剥开口原味薄壳 恰恰 每日坚果零食特产120g*2袋 总销量: 162193 评价: 5825</p>	 <p>¥31.90</p> <p>洽洽香瓜子葵瓜子 恰恰休闲零食 炒货葵花籽五香原香瓜子180g*5 总销量: 159360 评价: 8472</p>	 <p>前1500名立减20元 29.9</p> <p>¥49.90</p> <p>【洽洽】恰恰瓜子山核桃味/焦糖味葵花籽炒货批发大包装500g*4 总销量: 153804 评价: 54947</p>
 <p>买就送芒果干100g 25.9</p> <p>¥25.90</p>	 <p>送原香瓜子180g 39.9</p> <p>¥39.90</p>	 <p>¥19.90</p>	 <p>¥52.90</p>	 <p>送碗豆180g*2袋 34.9</p> <p>¥34.90</p>

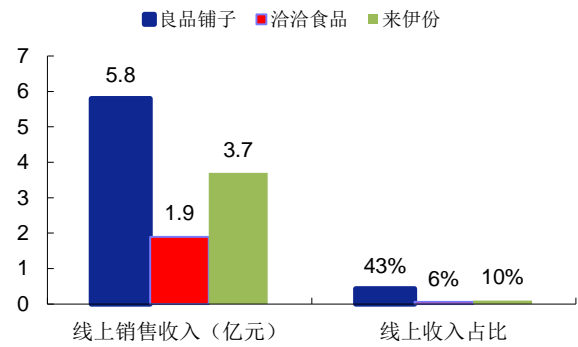
资料来源: 天猫旗舰店, 新时代证券研究所

图29: 洽洽食品线上销售额: 3年 CAGR 350%



资料来源: 天猫旗舰店, 新时代证券研究所

图30: 对比良品铺子、来伊份线上增量空间可期

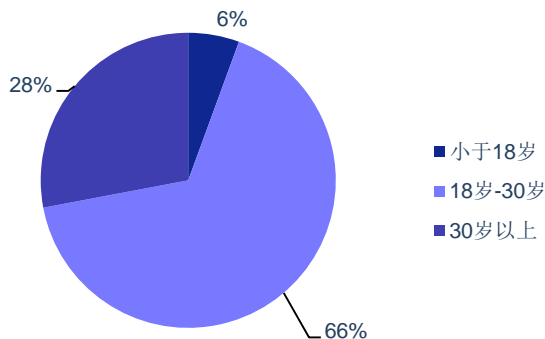


资料来源: 天猫旗舰店, 新时代证券研究所

5、休闲食品无明显渠道偏好, 蓝袋、坚果产品较受欢迎

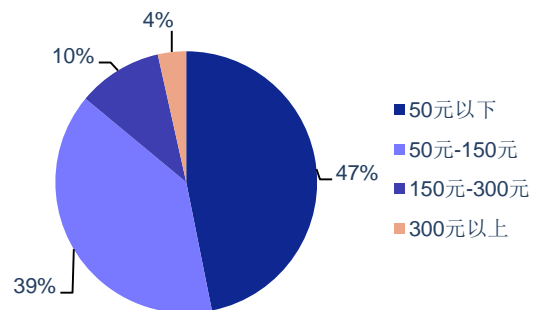
我们对全年龄段, 共计 143 人次进行了消费者行为问卷调查, 主要结论为: 1. 洽洽产品在坚果炒货品牌中知名度最高、线上电商与 KA 商超为第一、第二偏好渠道、每日坚果同质化的情况下, 洽洽产品较受欢迎、人们对山核桃蓝袋的偏好最高。

图31: 参与人员年龄分布



资料来源: 新时代证券研究所

图32: 每月坚果零食消费



资料来源: 新时代证券研究所

图33: 消费者品牌偏好

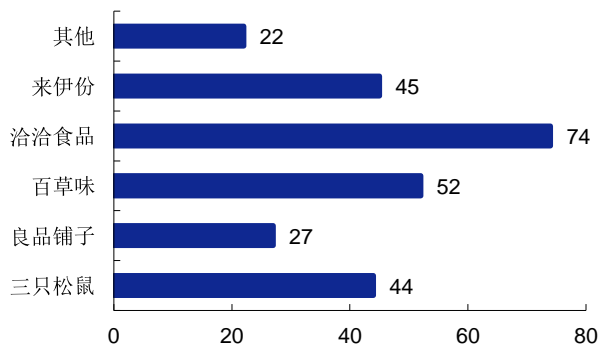
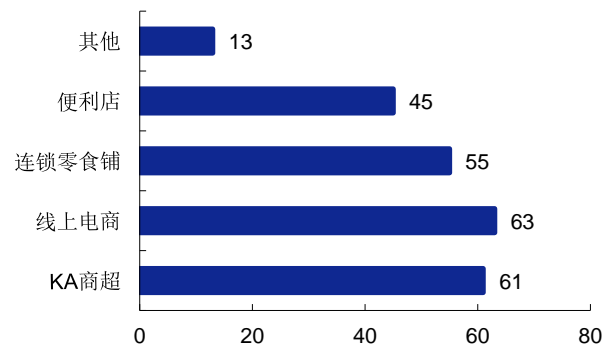
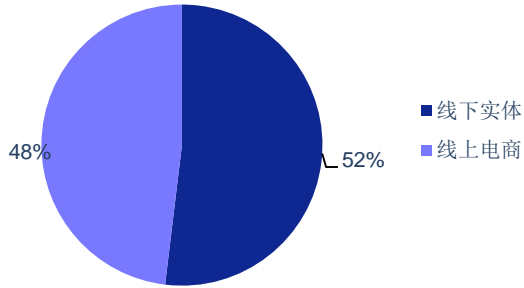


图34: 消费者渠道偏好



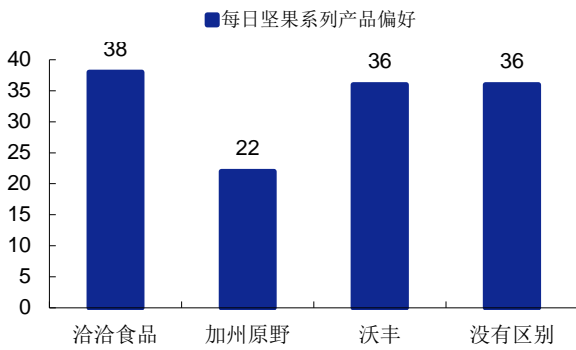
资料来源：新时代证券研究所

图35: 购买洽洽食品产品渠道偏好



资料来源：新时代证券研究所

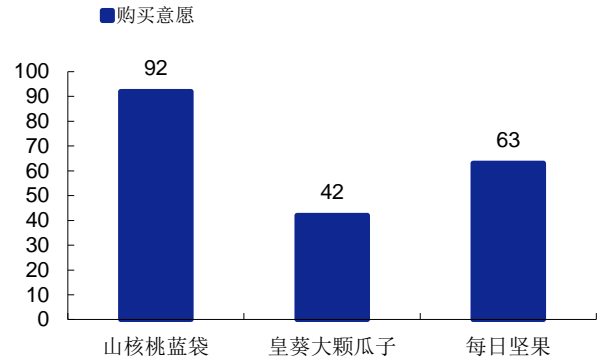
图37: 每日坚果产品消费偏好



资料来源：新时代证券研究所

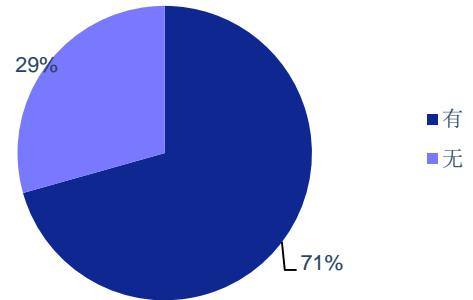
资料来源：新时代证券研究所

图36: 对新品购买意愿



资料来源：新时代证券研究所

图38: 对未推出新品有无期待



资料来源：新时代证券研究所

6、盈利预测及投资评级

我们预计公司 2018-2019 年收入为 42.5/48.3 亿元，同比分别增长 18.1%/13.5%。净利润为 3.8/4.5 亿元，同比分别增长 19.7%/17.7%。对应 2018 年/2019 年 PE 分别为 20x/17x，首次覆盖给予“推荐”评级。

表7：可比公司估值

代码	简称	股价	市值 (亿元)	收入增速 (%)		利润增速 (%)		EPS			PE		
				2017A	2018E	2017A	2018E	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
603777.SH	来伊份	17.03	55.6	12.4	17.3	1.7	7.5	0.4	0.3	0.4	40.5	53.3	47.6
000895.SZ	双汇发展	25.57	860.5	(2.4)	4.7	2.9	13.9	1.3	1.5	1.7	19.5	17.2	15.5
603886.SH	元祖股份	20.53	50.0	11.7	11.5	14.1	18.8	0.9	1.0	1.2	24.2	20.4	17.6
603866.SH	桃李面包	56.08	275.5	23.4	24.8	53.4	28.1	1.1	1.4	1.8	49.2	40.3	32.0
603711.SH	香飘飘	23.01	89.9	10.5	9.5	52.5	10.2	0.7	0.7	0.8	31.1	31.2	27.7
603517.SH	绝味食品	41.97	175.2	17.6	17.3	75.5	23.3	1.3	1.5	1.8	33.3	27.8	22.7
002557.SZ	洽洽食品	14.85	78.2	2.6	18.5	3.9	16.5	0.6	0.7	0.9	23.6	20.3	17.4

资料来源：新时代证券研究所（来伊份、双汇发展、元祖股份、桃李面包、香飘飘、绝味食品、好想你数据来自万得一致预期）

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2639	2949	3337	3839	4182	营业收入	3513	3603	4254	4827	5468
现金	230	234	268	323	383	营业成本	2422	2526	2961	3375	3815
应收账款	150	190	211	244	272	营业税金及附加	41	43	41	49	59
其他应收款	13	11	18	15	22	营业费用	451	489	596	642	711
预付账款	25	92	46	111	67	管理费用	202	210	234	241	273
存货	1086	1069	1209	1491	1561	财务费用	-12	10	7	15	15
其他流动资产	1135	1353	1585	1656	1877	资产减值损失	4	6	0	0	0
非流动资产	1581	1725	1983	2193	2412	公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
长期投资	58	178	298	418	537	投资净收益	27	40	41	41	37
固定资产	1086	1043	1179	1280	1385	营业利润	432	367	457	546	633
无形资产	258	258	270	273	278	营业外收入	40	54	47	48	48
其他非流动资产	180	246	237	221	212	营业外支出	2	3	5	4	4
资产总计	4220	4674	5320	6032	6594	利润总额	470	417	499	590	678
流动负债	1146	1497	1936	2095	2356	所得税	111	95	114	136	157
短期借款	360	704	927	1112	1141	净利润	359	322	384	453	521
应付账款	288	333	395	435	503	少数股东损益	5	2	2	4	5
其他流动负债	498	459	614	549	712	归属母公司净利润	354	319	382	450	516
非流动负债	42	45	45	45	45	EBITDA	599	570	646	764	869
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.70	0.63	0.75	0.89	1.02
其他非流动负债	42	45	45	45	45						
负债合计	1189	1542	1981	2141	2402						
少数股东权益	82	69	71	74	79	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	507	507	507	507	507	成长能力					
资本公积	1582	1582	1582	1582	1582	营业收入(%)	6.1	2.6	18.1	13.5	13.3
留存收益	857	973	1104	1276	1484	营业利润(%)	(2.0)	-15.2	24.5	19.6	15.9
归属母公司股东权益	2949	3063	3268	3817	4113	归属于母公司净利润(%)	(2.8)	-9.8	19.7	17.7	14.8
负债和股东权益	4220	4674	5320	6032	6594	获利能力					
						毛利率(%)	31.1	29.9	30.4	30.1	30.2
						净利率(%)	10.1	8.9	9.0	9.3	9.4
						ROE(%)	11.8	10.3	11.5	12.8	13.5
						ROIC(%)	11.0	9.2	9.8	10.7	11.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	28.2	33.0	37.2	35.5	36.4
						净负债比率(%)	4.4	15.1	19.8	22.2	19.7
						流动比率	2.3	2.0	1.7	1.8	1.8
						速动比率	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
						应收账款周转率	25.7	21.2	21.2	21.2	21.2
						应付账款周转率	7.8	8.1	8.1	8.1	8.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.70	0.63	0.75	0.89	1.02
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	0.21	0.63	0.84	1.15
						每股净资产(最新摊薄)	5.82	6.04	6.45	6.84	7.43
						估值比率					
						P/E	21.03	23.30	19.46	16.53	14.41
						P/B	2.52	2.43	2.28	2.14	1.97
						EV/EBITDA	12.85	14.1	12.7	10.9	9.6

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	472	293	320	424	581
净利润	359	322	384	453	521
折旧摊销	114	118	105	122	134
财务费用	-12	10	7	15	15
投资损失	-27	-40	-41	-41	-37
营运资金变动	33	-117	-135	-125	-51
其他经营现金流	6	1	0	0	0
投资活动现金流	341	-364	-322	-290	-316
资本支出	110	126	138	90	99
长期投资	245	-330	-120	-120	-120
其他投资现金流	697	-567	-304	-320	-336
筹资活动现金流	-855	97	-187	-262	-235
短期借款	-425	344	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-6	0	0	0	0
其他筹资现金流	-424	-247	-187	-262	-235
现金净增加额	-36	15	-190	-129	31

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马浩博，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，7年从业经验，14-17年获新财富最佳分析师，2018年加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>