

食品龙头系列报告一：瓜子龙头再出发，收入盈利双拐点

买入（首次）

2018年07月19日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 杨默曦

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,603	4,369	5,127	6,040
同比（%）	2.6%	21.3%	17.4%	17.8%
净利润（百万元）	319	375	443	527
同比（%）	-9.8%	17.6%	18.1%	18.8%
每股收益（元/股）	0.63	0.74	0.87	1.04
P/E（倍）	26.98	22.95	19.43	16.34

投资要点

- 2017Q3 迎来收入拐点，2018Q3 有望迎来盈利拐点。**公司是瓜子行业绝对龙头，包装瓜子市占率超过 50%。2012-2017Q2，受制于瓜子行业空间瓶颈和定位过于分散的多元化产品战略，公司业绩增速趋缓。2015 年开始，公司调整定位，创始人再出山任总经理，业务上聚焦优势主业推动产品改革升级，2017 年 9 月传统红袋止跌企稳，新品蓝袋瓜子和黄袋每日坚果高速增长，迎来收入拐点。根据公司公告，洽洽于 2018 年 7 月 19 日对香瓜子、原香瓜子等八个品类的产品进行出厂价格调整，调价幅度为 6%-14.5%不等，结合调研渠道，6 月已先期对黄袋每日坚果调价约 10%，预计调价将明显改善公司盈利水平，盈利拐点 2018Q3 有望体现。
- 成长空间打开：瓜子产品升级+坚果品类发力。**对于优势主业，公司采取差异化策略，针对不同消费需求推出多款瓜子产品效果显著，如 2017 年大单品蓝袋瓜子销售额已达 5.3 亿元，且仍有望高增；坚果业务方面，积极拥抱行业高增长红利，先期聚焦每日坚果大单品打开市场，2017 年每日坚果销售额即达 1.6 亿，带动坚果品类实现近 130%的高增长，进一步推出坚果先生（可以喝的每日坚果）和康吃一口坚果脆系列产品。
- 渠道力深厚：保持线下渠道优势，发力电商新零售，同时拓宽海外市场。**公司十多年布局线下渠道，线下优势明显，构筑了以经销商为主覆盖国内大中型城市的全国性销售网络，2012 年终端渠道数量达 30 万家，便利店渠道多于商超，销售渠道稳定通畅，市场快速反应能力强；同时发力电商及物流行业，以图实现新零售模式下“线下+线上+物流”的协同作用；公司战略深远，且注重海外市场布局，2017 年实现营收 2.15 亿。
- 产品力长青：不断增强上游掌控力，构筑品质护城河。**原料质量是产品品质的源头。洽洽始终重视对原料的掌控力，通过与上游农户密切的绑定保证葵花子与坚果的产能。原料成本占营业成本 70%，对利润影响大。受原料升级和坚果放量影响，公司毛利率下降，在目前需求旺盛恢复的背景下，公司 2018 年 6-7 月已通过调价缓解成本压力。
- 管理改革理顺机制，业绩内部赛马+股权激励，充分调动员工积极性。**自 2015 年创始人回归以来，积极改革组织结构，由垂直层级汇报结构转变为事业部制，权力下放的同时配合事业部业绩评比机制，灵活的组织模式充分调动了员工积极性和办事效率，同时通过两期股权激励将员工利益与公司利益绑定，促进公司长期健康发展。
- 盈利预测与投资评级：**产品升级、品类扩张和管理机制理顺将进一步打开市场空间，提高企业效率。预计 18-20 年公司净利+17.6%、+18.1%、+18.8%，EPS 分别为 0.74 元、0.87 元、1.04 元，PE 分别为 23X、19X、16X，给予“买入”评级。
- 风险提示：**产品竞争趋于激烈；销售费用大量投放影响利润水平；调价终端接受度低于预期；原材料成本波动风险；坚果种植存在自然风险；海外市场反响低于预期；消费环境转向；食品安全风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.99
一年最低/最高价	12.90/18.86
市净率(倍)	2.90
流通 A 股市值(百万元)	8613.93

基础数据

每股净资产(元)	5.86
资产负债率(%)	32.91
总股本(百万股)	507.00
流通 A 股(百万股)	507.00

内容目录

1. 瓜子龙头，业绩拐点显现	5
1.1. 瓜子龙头，葵花籽业务占比约 70%	5
1.2. 迎来发展新机遇，收入拐点显现	6
2. 产品升级+品类拓宽，经营新动力十足	7
2.1. 瓜子之王，产品升级拓版图	7
2.1.1. 瓜子行业绝对龙头，市占率超 50%	7
2.1.2. 产品升级效果初显，有进一步挖掘空间	8
2.1.3. 差异化定价，巩固行业地位	10
2.2. 布局坚果品类，打开增长空间	11
2.2.1. 发力坚果品类，有望实现跨越式发展	11
2.2.2. 坚果行业景气度明朗，成为休闲食品新生力军	13
3. 渠道：发力新零售，开拓海外市场	15
3.1. 发力新零售，线下优势或转化为红利	16
3.1.1. 新零售=“线上+线下+物流”深度结合	16
3.1.2. 电商与物流稳步推进，助力扩大销售规模	17
3.1.3. 原有线下销售网络优势显著	17
3.1.4. 新零售趋势下，线上+线下在商业维度上逐步融合	19
3.2. 加大投入，开拓海外市场	20
4. 原料端：增强上游掌控力，筑造原料端护城河	21
4.1. 强化葵花籽上游端掌控力	22
4.2. 布局树坚果上游，建立产业链优势	23
4.3. 原料升级，通过提价缓解成本压力	24
5. 管理变革激发内生动力	25
5.1. 创始人重新挂帅，管理机制理顺	25
5.2. 两期员工持股激励促改革	27
6. 盈利预测及投资建议	28
6.1. 核心假设	28
6.2. 盈利预测与投资建议	28
7. 风险提示	28

图表目录

图 1: 股权结构及参控股公司.....	5
图 2: 葵花籽业务营收占比常年在 70%左右.....	5
图 3: 近两年坚果类产品收入大增.....	5
图 4: 前期多元化扩张之路.....	6
图 5: 近几年收入增速平缓, 利润增速波动向下.....	6
图 6: 近几年其他产品整体的增速超过瓜子.....	6
图 7: 改革之路曙光现.....	7
图 8: 2017Q3 起收入、净利逐季改善明显.....	7
图 9: 蓝袋系列葵花籽产品延伸.....	9
图 10: 高端葵花籽馈赠礼品.....	9
图 11: 葵花籽各单品价格/100g.....	10
图 12: 葵花籽各单品较市场价比较.....	10
图 13: 混合坚果产品系列.....	13
图 14: 坚果炒货规模多年保持较高增长.....	14
图 15: 坚果类产品占比 23%.....	14
图 16: 巴旦木及碧根果进口量.....	15
图 17: 2017 年销售收入较大的坚果单品不再是瓜子.....	15
图 18: 主要经济体人均坚果消费量(千克每人每年).....	15
图 19: 坚果行业拐点将至.....	15
图 20: 2017 年各大销售区域营收占比.....	16
图 21: 电商及海外目前毛利率偏低.....	16
图 22: 新零售重新构建“人、货、物”三要素.....	16
图 23: 线上布局之路.....	17
图 24: 国内营销网络.....	18
图 25: 门店对各种销售场景的串联具有枢纽作用.....	19
图 26: 传统线下经销与代销不能满足企业品牌管理与数据回收需求.....	19
图 27: 海外营销网络.....	21
图 28: 2015 年起海外收入增速持续超 20%.....	21
图 29: 瓜子产品原料严选、生产、包装保质工序.....	22
图 30: 坚果产品保质措施.....	22
图 31: 直接材料在成本占比近 80%.....	22
图 32: 葵花籽与坚果在成本占比约 74%.....	22
图 33: 深耕上游原料端.....	23
图 34: 公司上游原料投资金额.....	24
图 35: 葵花籽均价.....	25
图 36: CPI 略滞后 PPI.....	25
图 37: 事业部制改革.....	26
图 38: 公司高管变更.....	26
图 39: BU+阿米巴经营改制.....	27
图 40: 管理费用率大幅下降.....	27

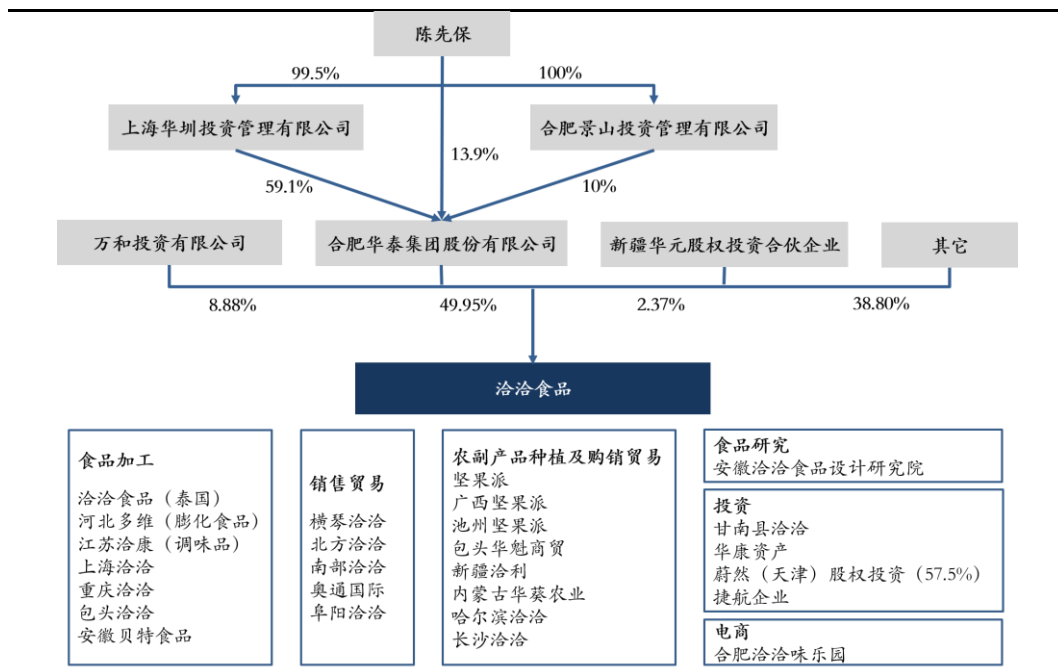
表 1: 主要瓜子生产企业经营介绍.....	8
表 2: 主要瓜子品牌产品名称及规格.....	11
表 3: 主要坚果企业品牌.....	12
表 4: 各坚果类产品营养成分及功效.....	14
表 5: 公司营销网络及渠道介绍.....	18
表 6: 公司各营销期间及具体措施.....	20
表 7: 海外子公司本土化策略.....	21
表 8: 子公司成立状况一览.....	23
表 9: 员工持股激励计划.....	27
表 10: 可比公司估值 (万得一致预期)	28

1. 瓜子龙头，业绩拐点显现

1.1. 瓜子龙头，葵花籽业务占比约 70%

洽洽食品股份有限公司是由安徽洽洽食品有限公司整体变更设立的外商投资股份有限公司，于 2001 年 8 月在国家级合肥市经济技术开发区挂牌成立。目前，生产基地及销售网络形成全国性布局，实现就近供应，终端数量超过 30 万个，市场反应速度快。大股东华泰集团控股 49.95%，实际控制人是创始人陈先保。

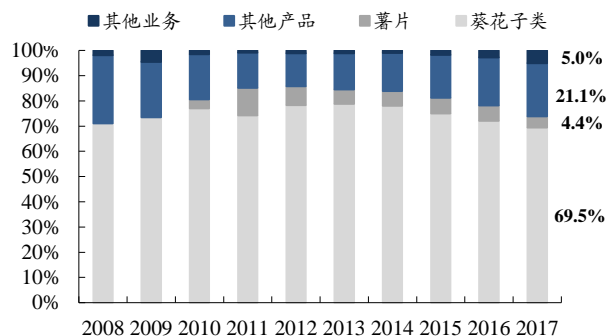
图 1：股权结构及参控股公司



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

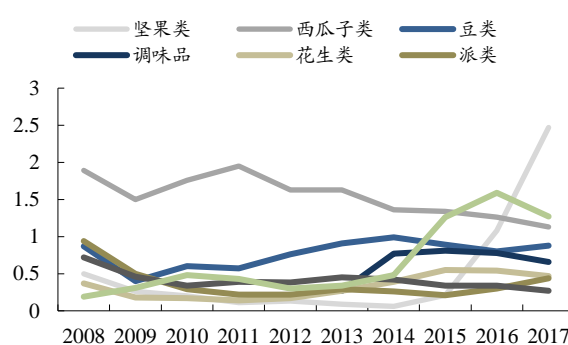
公司主营产品为葵花子、薯片及其他（包含坚果、西瓜子及一些其他的小品类休闲零食）三大类。葵花子年产量约 18 万吨，营收占比常年在 70%左右，在包装瓜子领域市占率超过 50%，为公司传统主业。近几年其他产品类营收占比不断提高，2017 年占比超过 20%，主要得益于坚果类产品的高速增长。

图 2：葵花籽业务营收占比常年在 70%左右



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：近两年坚果类产品收入大增（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

内部品类多元化+外部加码收购，不断寻找业绩增长点。纵观公司发展历程，2001-2003 年为创业阶段，2004-2007 年为品牌建设阶段，到了 2008 年公司线下渠道大规模扩张，销售额首次超过 20 亿。自此开启多元化发展，曾成功推出“怪U味”、“喀吱脆”薯片等新品。2011 年，公司上市融资后又逐步加码外延收购，不断尝试新品类突破，如果冻、牛肉酱、西瓜子、坚果等等。

图 4：前期多元化扩张之路

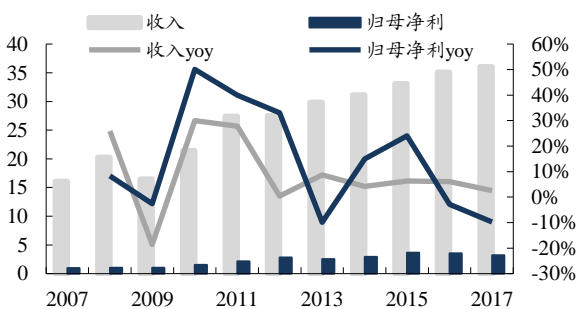


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 迎来发展新机遇，收入拐点显现

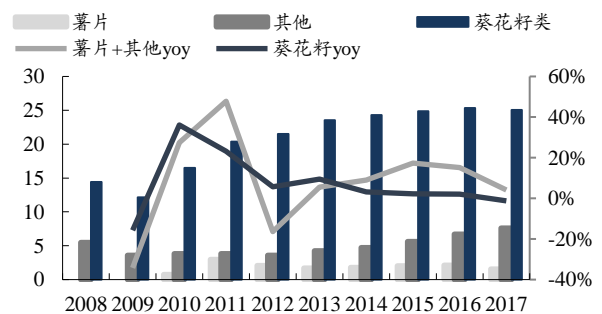
2012-2017 年公司业务增速趋缓。2017 年营收 36.03 亿 (YOY+2.55%)，增速降至上市以来最低水平；净利下滑幅度更大，16、17 年归母净利润分别下滑至 3.54 亿 (YOY-2.81%)、3.19 亿元 (YOY-9.75%)。主要原因为：①瓜子品类触及瓶颈。食品用葵花籽行业需求多年稳定在 90 万吨上下，且消费升级并未驱动包装化率大幅提升；而公司市占率已过半，市场份额提升难度大。受制于行业空间，公司葵花子业务收入自 2012 年增速下滑后趋于平缓，2017 年首次下降至 25.04 亿元 (YOY-1.25%)。②多元化效果不佳。公司于 2008 年开启多元化战略，但未能扭转整体收入增速波动下降的趋势，主要是公司所涉猎领域多为红海竞争，再加上管理、经营模式、客户渠道等问题所致。而且长期多元化扩张投入大量资金，分散瓜子主业资源，自 2014 年起，瓜子收入增速开始落后于其他产品的整体增速。

图 5：近几年收入增速平缓，利润增速波动向下（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：近几年其他产品整体的增速超过瓜子（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2017Q3 经营拐点显现,老品止跌+新品持续发力,打破收入增长瓶颈。为改善经营,2014-2015 年间,创始人陈先保重新出任总经理,掌管经营,替换了原总经理陈冬梅(财务背景出身),自上而下推动系列体制改革,激发公司活力。公司欲逐步剥离原有弱势产品,改品类多元化布局战略为聚焦主业推动产品升级战略,业务重新聚焦坚果炒货。经近两年的努力,2017 年 9 月传统红袋止跌企稳;推出的新品蓝袋瓜子 2017 年全年销售额 5.3 亿,黄袋每日坚果 2017 年全年销售额 1.6 亿。

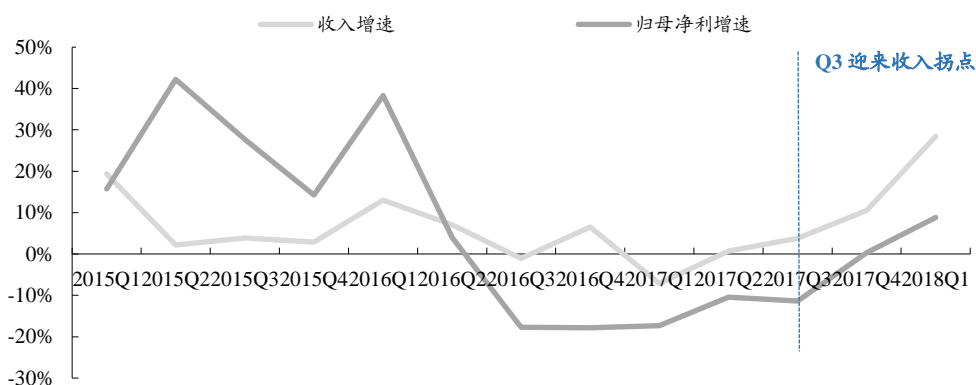
图 7: 改革之路曙光现



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

自 2017Q2 开始,公司收入增速转正后逐季改善明显,Q4 收入增速就恢复至 11.41%,带动净利增速转正 2018 年 Q1, 收入增速高达 28.44%。目前,两款新品(蓝袋+黄袋)自推广以来成效显著,2018 年将继续提高渠道渗透率,成为新的收入增长动力。

图 8: 2017Q3 起收入、净利逐季改善明显



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 产品升级+品类拓宽,经营新动力十足

2.1. 瓜子之王,产品升级拓版图

2.1.1. 瓜子行业绝对龙头,市占率超 50%

品牌+产品+渠道多方面领先,奠定瓜子行业绝对龙头地位。品牌:公司是唯一全国

布局的瓜子企业，在包装瓜子领域具有领先地位，市占率超 50%，在前十大品牌中的市占率超 40%，销售规模是位列第二的金鸽近 4 倍。**产品：**公司产品品类最为丰富，拥有传统红袋、蓝袋、葵珍、皇葵等针对不同消费者的产品系列。**渠道：**洽洽食品、真心瓜子、正林瓜子均通过电商平台进行线上销售，但公司还拥有 30 万家终端渠道和覆盖全国市场的生产基地，渠道最为完善。

表 1：主要瓜子生产企业经营介绍

	洽洽食品	真心瓜子	正林瓜子
产品覆盖	覆盖坚果炒货类、焙烤类休闲食品，拥有传统红袋、蓝袋系列、葵珍、皇葵等瓜子产品	拥有“真心”炒货品牌、“逍遥嗑”高端瓜子品牌及“悠小嫻”休闲食品三个品牌，以真心瓜子为主导	覆盖黑瓜籽、白瓜籽、葵花籽、开心果、脆枣、蛋卷等产品
线上渠道	以线下为主，2017 年电商收入 1.96 亿元（同比 +0.78%），占比 5.45%	以电商为主，在天猫、京东、一号店开通真心食品旗舰店线上销售	以电商为主，通过天猫、阿里巴巴旗舰店线上销售
线下渠道	终端渠道数量达 30 万家，生产基地覆盖全国	营销网络完善，合作伙伴覆盖 20+ 省市自治区，进驻大部分大型商超，2 个生产基地	全国拥有 30 余家销售分公司，销售网络遍布全国
营收及增长率	2017 年营收 36.03 亿（同比 +2.55%）	-	-
毛利率	29.89%	-	-
营销策略	打造以葵花为 IP 的“葵花节”，举办“舞林大会”、“春游季”，活动与产品概念深入结合	围绕真心葵花文化，开展线上线下互动游戏，在产品包裹内同步投放向日葵种子	迎合消费者绿色健康的消费意识，以绿色食品为依托，进行绿色营销
发展策略	优化食品行业产业链，大力拓展海外市场	线上线下融合，打造 O2O 模式，完善经销商网络	

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

2.1.2. 产品升级效果初显，有进一步挖掘空间

老品换新装，走年轻化路线。为应对主业增长困境，进一步挖掘葵花子产品增长点，公司斥巨资对传统产品进行包装升级，改用年轻化包装，在市场需求年轻化趋势下重新定位传统多味瓜子业务。具体措施有：①2015 年发力电商，突破经典红色牛皮纸袋，推出萌武侠电商新包装，深受年轻消费群体喜爱。②面向 90 后、00 后消费者研发推出“奇味小葵”系列产品，与卓越游戏《我叫 MT》合作，包装更加新鲜有趣。

蓝袋新品放量，再度激发瓜子主业活力。2015 年 11 月，采用高品质原料，推出以山核桃、焦糖味瓜子为代表的蓝袋系列产品，在部分地区试销；2016 年正式在全国重点

城市推广，实现销售额约 2.5 亿；后提出“瓜子+”新思维，目前共有焦糖、山核桃、蜂蜜黄油、咖啡、原味、海盐味的嗨瓜子 6 种不同风味；为解决下线市场消费者价格敏感度较高的问题，进一步推出单价较低的 18g 小包装系列。

蓝袋系列瓜子投放市场两年以来，开展多种营销活动丰富产品内涵，强化品牌主张，深受消费者喜爱。2017 年在全国范围重点推广，实现含税销售收入约 5.3 亿元，占葵花子销售收入 21.17%，已成为瓜子主业核心产品。目前蓝袋系列的毛利率比传统产品高出 5pct 左右，预计未来随着蓝袋渗透率的提高，蓝袋产品的快速增长将为瓜子主业注入新活力。同时随着产品结构改善，瓜子主业综合利润率也有望同步提升。

图 9：蓝袋系列葵花籽产品延伸



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

“葵珍+皇葵”瞄准高端瓜子礼品馈赠市场。2015 年，公司推出精品瓜子葵珍系列，葵珍选用内蒙古赤峰优质原料，经 7 层工序人工筛选，大小约为普通瓜子两倍，拥有个头大、低霉变率、坏籽瘪籽少等特点。2017 年，又推出线上高端瓜子皇葵系列，对品质追求精益求精，原料精选自内蒙古赤峰北纬 43 度的葵园，全年日照约 2658.2 小时，无霜期约 130 天，使用弱碱性水源灌溉，年产量仅为 3 万吨总产量中的 0.1% 左右；经工龄 5 年以上老技工手工挑选坏籽率极低，大小要求为长度 $\geq 22\text{mm}$ ，宽度 $\geq 9\text{mm}$ ，厚度 $\geq 3\text{mm}$ ，差异约 3mm 左右；包装自带防潮拉链，便于密封保存；结合节日与文化营销热点，推出多款精品礼盒，打开年节馈赠市场，满足消费者年节时期强烈的赠礼需求。

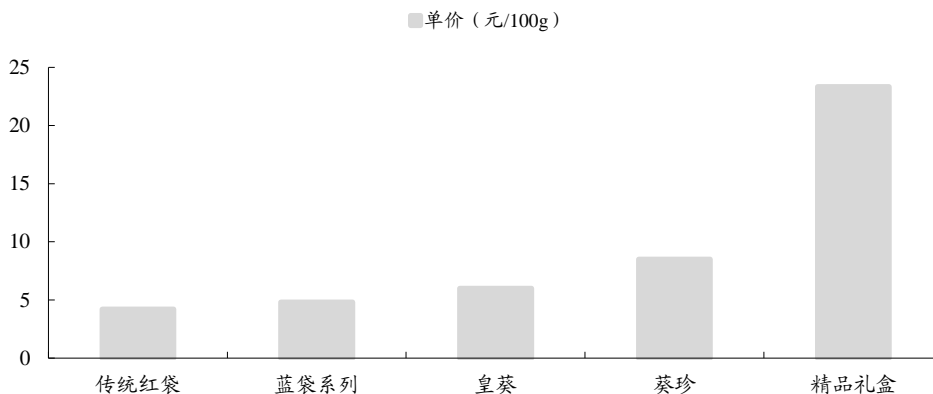
图 10：高端葵花籽馈赠礼品



数据来源：公司官网，天猫，东吴证券研究所

新品均价高，产品悄然升级换代。目前，新品蓝袋系列价格 4.80 元/100g，较传统红袋高出 14.29%；葵珍价格 8.49 元/100g，是传统红袋价格的两倍；精品礼盒价格高达 23.33 元/100g，约是传统红袋 6 倍。产品升级有望提升公司毛利率，成为葵花籽盈利增长的突破点。

图 11: 葵花籽各单品价格/100g

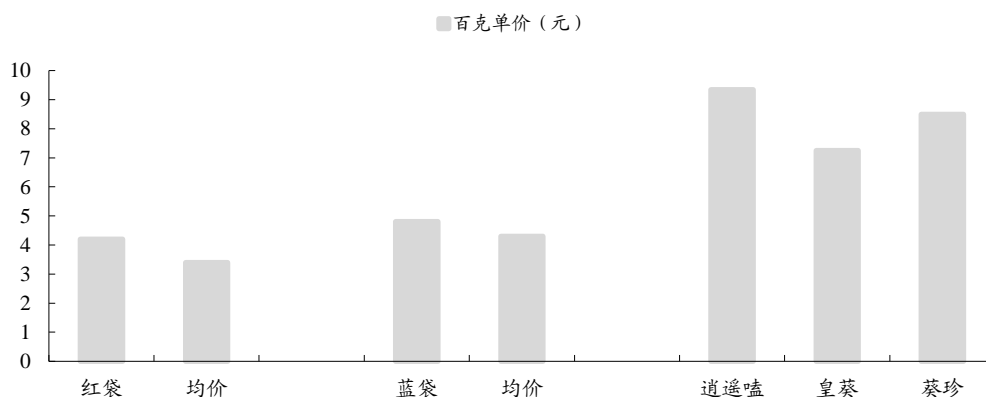


数据来源：天猫，东吴证券研究所

2.1.3. 差异化定价，巩固行业地位

产品价格方面，红袋系列 4.2 元/100g，较市场均价 3.4 元/100g，高出 23.53%；蓝袋系列 4.8 元/100g，较市场均价 4.3 元/100g 高出 11.63%；公司在高端瓜子和礼盒市场独占鳌头，仅有真心瓜子的逍遥磕与皇葵、葵珍系列竞争，逍遥磕售价 9.34 元/100g，较皇葵系列 7.25 元/100g 的价格高出 28.83%，较葵珍系列高出 10%。由此看出，公司在普通瓜子市场售价高于行业平均水平，拥有绝对定价权；但在高端瓜子市场定价又低于竞争对手，拥有更强的竞争力。

图 12: 葵花籽各单品较市场价比较



数据来源：天猫，东吴证券研究所

表 2: 主要瓜子品牌产品名称及规格

品牌	产品名称	产品规格及价格	单价 (元/100g)
洽洽	传统红袋	308g*2/25.9 元	4.20
	蓝袋系列	108g*5/25.9 元	4.80
	皇葵	110g*5/32.9 元	7.25
	葵珍	98g*6/49.9 元	8.49
傻子	原味、五香、绿茶瓜子	198g / 6.8 元	3.43
	山核桃、焦糖瓜子	198g / 9.9 元	5.00
真心	真心瓜子	500g / 14.9 元	2.98
	逍遥嗑	106g / 9.9 元	9.34
正林	原味瓜子	260g*3 / 29.9 元	3.83
	枣香、焦糖味瓜子	160g / 8.8 元	5.5
徽记	麻辣、玫瑰、椰香味瓜子	636g / 36.9 元	5.8
	原味、焦糖、山核桃瓜子	350g*3 / 26.9 元	2.56
阿明	菊花香瓜子	308g / 9.9 元	3.21
大好大	原味、五香瓜子	128g*6 / 24.9 元	3.24
	奶油瓜子	155g*5 / 26.9 元	3.47
	焦糖、山核桃瓜子	105g*6 / 33.9 元	5.38
金鸽	多味五香瓜子	260g / 8.8 元	3.38
恒康	原味瓜子	400g / 14.8 元	3.7
	山核桃瓜子	250g*3 / 29 元	3.87
	椒盐瓜子	200g / 7.9 元	3.95
散装瓜子	散装瓜子	2500g / 28.9 元	1.16

数据来源: 京东, 东吴证券研究所

2.2. 布局坚果品类, 打开增长空间

2.2.1. 发力坚果品类, 有望实现跨越式发展

随着坚果行业高速发展, 单一坚果产品已不能满足市场多元化需求。2015 年, 沃隆率先推出以香脆坚果仁、风味果干为原料组合而成复合坚果产品, 开辟坚果市场新思路, 产品推出后迅速风靡全国, 各企业纷纷效仿推新。目前市场上已有数十家品牌推出“每日坚果”或类似产品。

“每日坚果”销售火爆, 有望成为第二“大单品”。公司于 2017 年 5 月正式推出“每日坚果”黄袋系列, 包括四种香脆坚果(巴旦木、腰果、核桃仁、榛子仁)和四种酸甜果干(蔓越莓干、红枣干、葡萄干、蓝莓干), 区别于其他品牌, 参考消费者反馈, 在传统坚果搭配中增加新疆的葡萄干、枣片等, 迎合消费者喜好。2017 年含税销售额为 1.6 亿, 带动坚果产品实现营收 2.47 亿元(同比+129.2%), 占总营收的比重自 2016 年

的 3.07% 提升至 6.86%。目前每日坚果成为公司坚果销售的主力，未来还会推出孕妇款、老人款以及儿童款等细分品类，被公司寄予成为下一个“大单品”的期望。相较于其他优势竞争企业，洽洽百克定价适中，也避免出现前期撞果仁高价难销的困局。

表 3: 主要坚果企业品牌

品牌	产品名称	内容物	产品规格及价格	百克价格
洽洽食品	每日坚果	腰果仁、核桃仁、榛子仁、葡萄干、蔓越莓干、巴旦木仁、红枣片、蓝莓干共 8 种	129 元/30 包/780g	16.54
百草味	90 日鲜	腰果仁、巴旦木、核桃仁、开心果、夏威夷果、蔓越莓、蓝莓干、樱桃干共 8 种	139 元/30 包/750g	18.53
三只松鼠	3 次方	榛子仁、巴旦木、山核桃、核桃、南瓜子、腰果、蓝莓干、蔓越莓干共 8 种	89 元/21 包/520g	17.12
良品铺子	全能妈妈综合国仁	腰果仁、开心果仁、核桃仁、榛子仁、蔓越莓干、蓝莓干共 6 种	99 元/30 包/750g	13.2
来伊份	天天坚果	核桃仁、腰果仁、巴旦木仁、蔓越莓干、榛子仁、蓝莓干共 6 种	146 元/30 包/750g	19.47
沃隆	每日坚果	扁桃仁、腰果仁、榛子仁、核桃仁、蔓越莓干、蓝莓干共 6 种	139 元/30 包/750g	18.53
中粮	每日坚果	扁桃仁、腰果仁、核桃仁、榛子仁、蔓越莓干、蓝莓干共 6 种	118 元/30 包/750g	15.73
好想你	坚并坚	扁桃仁、腰果仁、榛子仁、核桃仁、蔓越莓干、蓝莓干、夏威夷果仁、开心果仁、碧根果仁、红提干共 10 种	36.9 元/7 包/182g	20.27

数据来源：公司公告，天猫，京东，东吴证券研究所

新建分厂，高端坚果产能 3000 吨，解决产能供应瓶颈。公司目前正在建的坚果分厂，含高档坚果系列产品生产线 1 条，豆类系列产品生产线 1 条，茶瓜子系列产品生产线 1 条，并建设配套的附属设施，总投资约 2.01 亿，2017 年底已完工 28%。项目建成后可解决产能供应瓶颈的问题，生产高档坚果系列产品 3000 吨，豆类系列产品 2.5 万吨，茶瓜子系列产品 6000 吨。

推出“坚果先生”-可以喝的每日坚果，延伸产品链。由于坚果行业尚处于蓝海，且每日坚果推出后市场反馈良好，2017年公司延伸坚果系产品链，又推出“每日坚果 2.0——坚果先生”，该产品主要针对 20-35 岁的年轻人群，以大学生和上班族为主销人群；甄选来自全球各地的巴旦木、榛子、腰果、开心果、核桃、夏威夷果六种坚果作为原料，另添加优质葵花籽和南瓜子进行配比，经五道研磨，搭配豆奶调制而成，口感醇香、爽滑。现如今消费者深知坚果对于人体的益处，但是吃法比较随机，摄入的量和种类不均衡，“可以喝的每日坚果”将各类坚果按科学比例搭配，营养均衡深受消费者好评，实现了由吃到喝的全新升级。

加大力度推广“康吃一口”-坚果脆。“康吃一口”坚果脆同属坚果产品链，每日坚果推广效果良好，也利于公司今年加大力度推“康吃一口”系列新品，坚果脆主打“垫饥零食”概念，含巴旦木、榛果仁、开心果、蔓越莓、黑麦粒、芝麻、海苔等多种元素，目前有原味、蔓越莓味、山核桃味三种口味，以 3 种坚果仁+果干+粗粮”组合形式，实现营养合理搭配。

图 13: 混合坚果产品系列

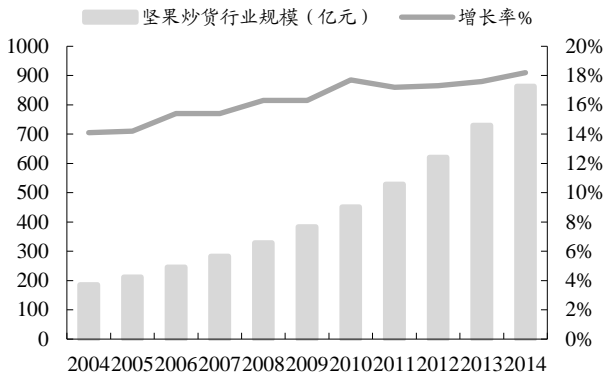


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2.2. 坚果行业景气度明朗，成为休闲食品新生力军

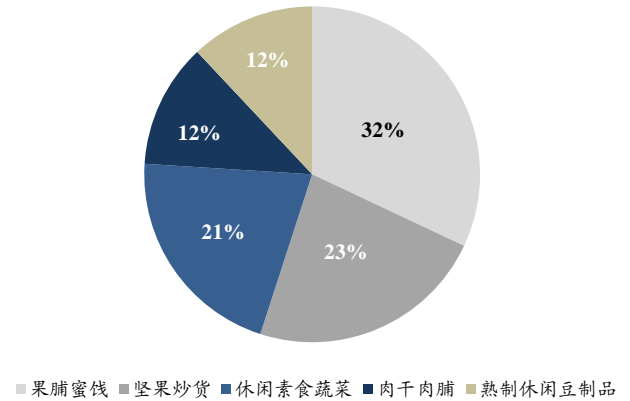
看规模：坚果炒货行业千亿市场，十年 CAGR 达 16.65%。近年，以树坚果为代表的高端坚果占坚果销售额的比重近年来不断提升，成为带动休闲食品增长的新动力之一。作为休闲食品一大分支，坚果炒货市场规模占比 23%，目前中国已成为全球最大的坚果炒货食品生产与消费国，同时也是增幅最快的国家。研究显示，坚果炒货行业规模增长迅猛，自 2004 年的 185 亿元增长到 2014 年的 863 亿元，增幅近 5 倍，年复合增长率达 16.65%。根据中国产业信息网发布的报告，国内坚果类产品 2017 年的终端市场规模为 276.84 亿元，同比增长 11.5%，也保持连续五年 10%以上的增速。

图 14: 坚果炒货规模多年保持较高增长



数据来源: 中国食品安全网, 东吴证券研究所

图 15: 坚果类产品占比 23%



数据来源: 中国食品安全网, 东吴证券研究所

看需求: 坚果品类更健康, 消费者接受度高。消费升级趋势之下, 消费者越来越关注食品的营养成分和健康属性, 低热量、低脂肪、低糖更符合新消费习惯。2013 年至 2015 年, 市场上具备健康属性的新品宣称数量最多的前十大品类中, 休闲零食数量最多, 占比达 15.1%。坚果因含有丰富的营养 (如蛋白质、油脂、矿物质、维生素等), 深受大众喜爱。2007 年, 美国 FDA 将坚果食品列为 B 级健康食品, 提出 5 大健康功能: 富含营养和有益“脂肪”、提供具有生物活性的抗氧化物、促进抗氧化维生素和多酚的协同作用、有益于心脏健康、降低 DNA 氧化损伤, 对人体生长发育、增强体质、预防疾病有极好的功效, 美国一项研究表明, 每周食用两次以上坚果能有效降低患致命心脏病的风险。

表 4: 各坚果类产品营养成分及功效

坚果实物	营养成分	功效
碧根果	油脂、蛋白质、胡萝卜素、纤维素、多种维生素、钙、磷、铁等微量元素	补肾健脑, 补中益气, 润肌肤、乌须发
杏仁	蛋白质、脂肪、糖类、胡萝卜素、维生素、钙、磷、铁等微量元素	润肺, 降低胆固醇, 促进皮肤血液循环
腰果	脂肪、蛋白质、淀粉、糖、维生素、矿物质	软化血管, 防治心血管疾病, 润肠通便, 润肤美容
核桃	脂肪、蛋白质、膳食纤维、胡萝卜素、维生素 E、钾、锰、钙等微量元素	顺气补血, 止咳化痰, 润肺补肾, 滋养皮肤
夏威夷果	油脂、蛋白质、钙、磷、铁、维生素 B1、维生素 B2	健脑益智, 调节血脂, 保健美容
松子	蛋白质、脂肪、碳水化合物及矿物质	润肺、止咳、通便、滋养强壮

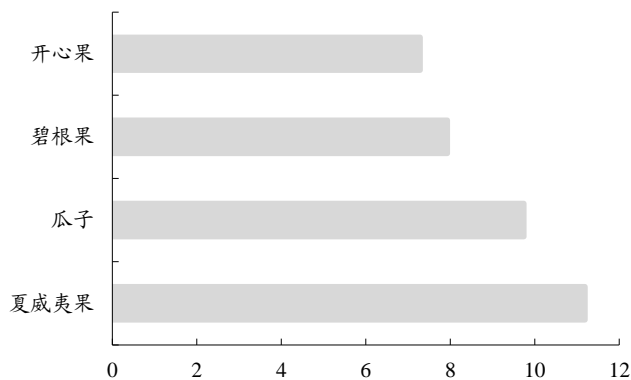
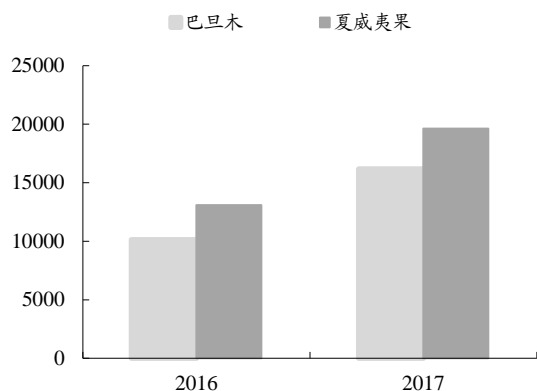
数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

看品类: 夏威夷果和巴旦木进口高增速, 天猫夏威夷年销售额超过瓜子。树坚果市场需求旺盛, 进口规模持续增长。中国产业信息网发布的信息显示, 以夏威夷果为代表

的新品类坚果销售火爆，2017 年国内共进口巴旦木 1.62 万吨，同比增长近 60%；进口夏威夷果 1.96 万吨，同比增长同样高达 50%。从天猫近一年的销售数据也可看出，瓜子不再是销售收入最大的坚果单品，被夏威夷果取代。

图 16: 巴旦木及碧根果进口量 (单位: 吨)

图 17: 2017 年销售收入较大的坚果单品不再是瓜子 (单位: 吨)



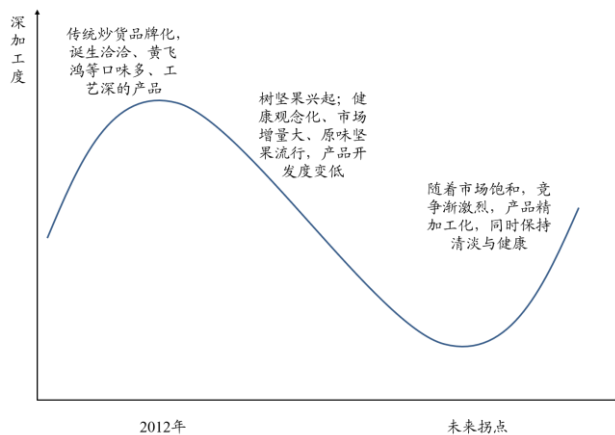
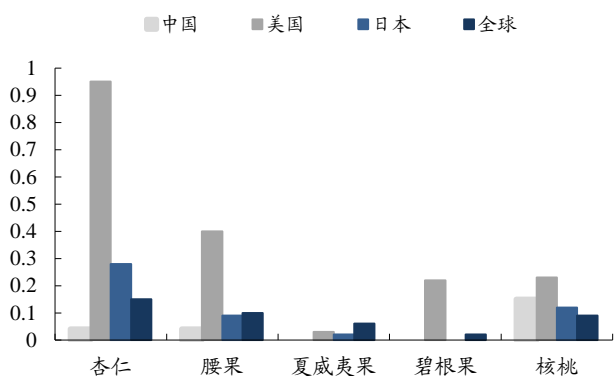
数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

看空间: 对标国际, 我国树坚果人均消费远低于日、美, 树坚果行业空间大。与世界主要国家相比, 我国树坚果人均消费量还有较大差距。2014 年数据显示, 我国杏仁人均消费 0.04kg, 美国、日本、全球人均消费分别为 0.95kg、0.28kg、0.15kg, 是我国的 23.75 倍、7 倍、3.75 倍; 腰果人均消费 0.04kg, 美国、日本、全球人均消费分别为 0.4kg、0.09kg、0.1kg, 是我国的 10 倍、2.25 倍、2.5 倍; 其余如夏威夷果、碧根果我国人均消费量均低于美国、日本及全球平均水平。

图 18: 主要经济体人均坚果消费量 (千克每人每年)

图 19: 坚果行业拐点将至



数据来源: 三只松鼠招股说明书, 东吴证券研究所

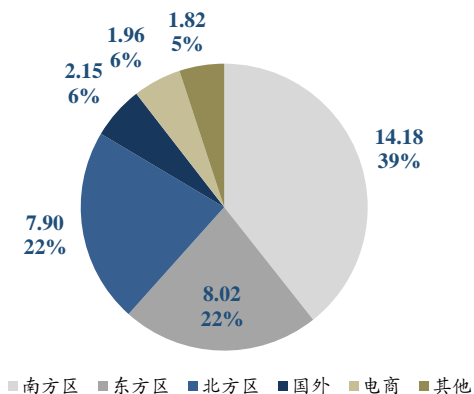
数据来源: 亿欧智库, 东吴证券研究所

3. 渠道: 发力新零售, 开拓海外市场

海外+电商收入及利润率均有较大提升空间。从销售来源上看, 2017 年, 南方区、北方区、东方去分别贡献营收 39%、22%、22%, 电商占比 5%、海外占比 6%, 其他占比 5%。早期公司在国内传统三大区域的线下销售占比保持在 95%左右; 自 2016 年, 随

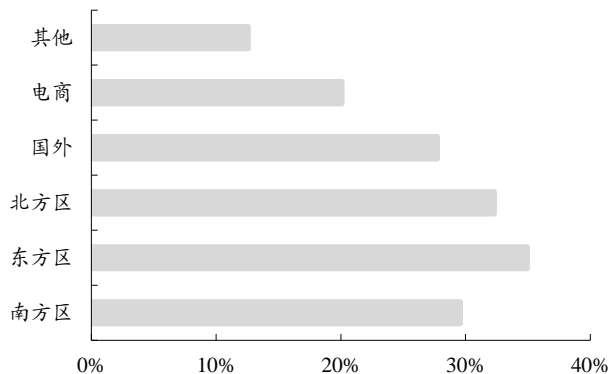
随着电商渠道及海外市场的开拓，三大区域营收贡献占比逐步降至 87%、83%。且与传统线下销售渠道相比，电商渠道及海外市场的毛利率较低，规模及盈利水平均有较大增量空间。

图 20: 2017 年各大销售区域营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 21: 电商及海外目前毛利率偏低



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1. 发力新零售，线下优势或转化为红利

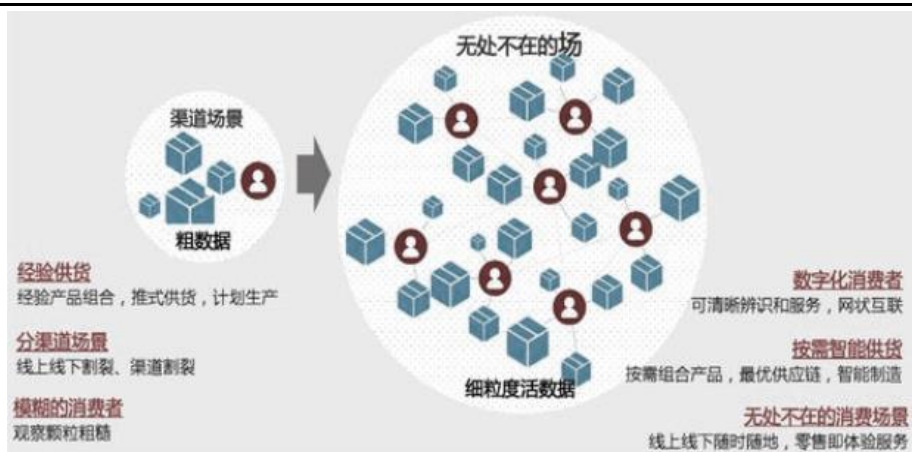
3.1.1. 新零售=“线上+线下+物流”深度结合

消费升级+互联网技术转型，新零售势在必行。从 2015 年下半年开始，越来越多的商家开始以消费者为中心，将消费体验放在第一位，重新构建“人、货、场”三要素。

①从产业角度，电商由于满足丰富产品种类与便利需求，2011-2016 年间网络购物交易规模年复合增长率高达 42.50%，增长态势迅猛渗透率高。但随着消费水平提高，消费升级的诉求越来越高，自 2014 年以来网上零售额增速逐年下降，2017 年人均电商支出增速也放缓，纯电商红利时代拐点到来。

②从厂商个体角度，只有优化销售逻辑，转变观念从消费者角度出发，提升消费体验才能刺激到消费者的购买。因此，新零售是以消费者为中心的商业本质的凸显，真正遵循商业本质的企业才能禁得住行业洗牌。

图 22: 新零售重新构建“人、货、物”三要素



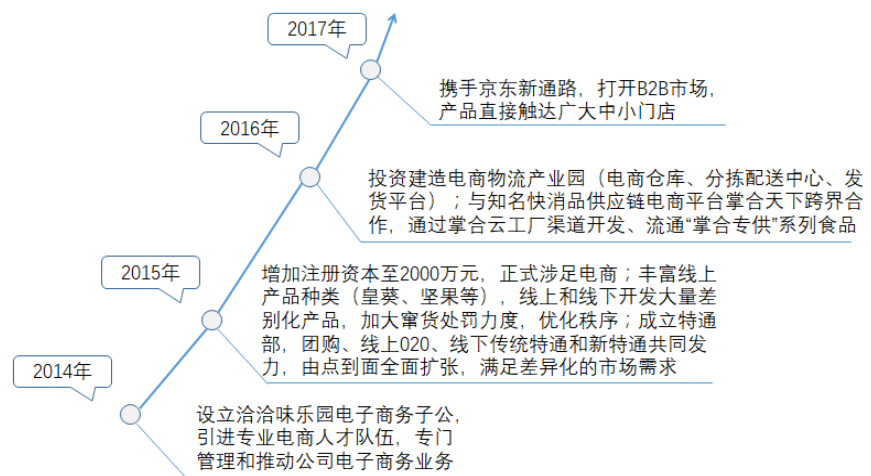
数据来源：阿里研究院，东吴证券研究所

新零售趋势下，线下传统商业改造迎来曙光。通常传统商业生命力顽强，主要是由于其经历过品牌之战、渠道之争和资源争夺后，不论是在商业布局、技术实力还是人员部署上，都有较大的竞争力。尽管之前受到电商发展冲击，但在新零售趋势之下，单纯线上引流空间有限，传统商业的线下布局将转化成优势浮出水面，如能在线上及创新技术、物流等方面尽快弥补，三者升级融合，将有机会迎来转型发展。

3.1.2. 电商与物流稳步推进，助力扩大销售规模

新建物流园与经营规模匹配+与电商合作打开 B2B 市场。2015 年起，三只松鼠、百草味、盐津铺子等网络零食产品风起云涌，对洽洽等传统休闲食品品牌冲击很大。依靠电商起家的三只松鼠发展迅猛，2015-2016 年的营收增幅分别为 121%和 116.5%，2015 年扭亏为盈，2016 年实现 2.37 亿的净利润。由于电商发展至 2016 年时已具备一定体量，受制于仓储、分拣配送、发货平台，2017 年洽洽电商收入仅 1.96 亿元（占比 5.45%），同比增长仅 0.78%。在此趋势下，洽洽亦加快步伐：**①1.46 亿预算建设电商物流园，2017 年底已完工 46.31%。****②2017 年先后与知名快消品供应链电商平台掌合天下及京东新通路合作，打开 B2B 市场。**掌合天下拥有掌合商城、云工厂、物流、便利、金融五大板块完整快消 B2B 生态链，主要瞄准二三线中小超市，已覆盖全国 29 个省直辖市自治区，1000+ 县市，利于深化线上线下一体化布局。携手京东新通路，产品可直达广大中小门店。

图 23：线上布局之路



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

虽后期积累客户资源成本较高，导致电商业发展速度受限。但公司电商战略并不对标三只松鼠等电商企业，而是布局消费升级下新零售时代的机会，在未来消费升级中将线下客户转化为红利。

3.1.3. 原有线下销售网络优势显著

原有线下渠道优势显著。公司经过近十年的市场开拓，构筑了以经销商为主覆盖国内大中型城市的全国性销售网络，2012 年终端渠道数量达 30 万家，便利店渠道多于商超，销售渠道稳定通畅，市场快速反应能力强。

图 24: 国内营销网络



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

未来，依靠强有力的销售网络与创新渠道的突破，公司将进一步强化区域市场的竞争力，提升线下渗透率与市场占有率；并依托旗舰店、网上超市、微商城的建设，完成线上线下一体化布局；通过 PK 机制、组织扁平化的运作，渠道创新、客户模式变更，实现新品、新渠道的不断发展，为体制变革和新品发展提供保障。

表 5: 公司营销网络及渠道介绍

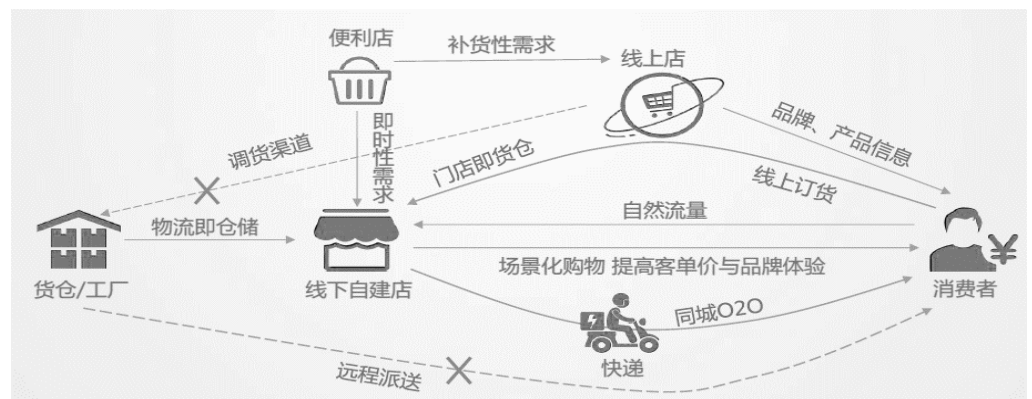
渠道规划	具体措施
对现有渠道	继续进行精细化管理，推进市场责任主体变革，明确经销商责、权、利，激发经销商主动性，保障经销商利益。通过终端生动化陈列，品牌宣传强化，提高渠道的推力
对 KA 直营	进行提升，继续完成新增客户的一级合约二级服务的谈判和合作，并积极推动直营系统特供产品的开发，重点扶持优质客户
加速渠道下沉	大力进行新渠道的创新突破，实施县乡突破战略，对县市等三四线渠道进行分级，在散称业务构筑核心区域、成长区域和开拓区域，通过一县一店等项目加速渠道下沉，提升渠道渗透率
积极开发特通新渠道	团购、异业活动合作如母婴店、水果店、KTV、健身房、蛋糕店等方式
尝试区域总代模式的同步开发	尝试区域总代模式的同步开发专业进口食品经销商，全面打通国内外渠道的协同性

数据来源：草根调研，公司年报，东吴证券研究所

3.1.4. 新零售趋势下，线上+线下在商业维度上逐步融合

门店对各种销售场景的串联起到枢纽作用。休闲零食门店从单纯的销售场合，转变为融合销售、货仓、获客、社群经营、内容营销等活动的综合性平台，创建零食 O2O 新业态，有效减短中间渠道，降本增效，提升消费体验。一方面，休闲零食的即时性消费需求能在线下渠道得到满足，有效提高客单价及转化率；另一方面，线上购物十分便捷，又可以满足消费者补货需求。二者相辅相成，实现不同类型消费场景的联通和整合，让企业掌握更多经营权。此外，可以探索线下自营门店的社群化经营，将门店赋予更多的活动、社交、聚会、教学属性；以良品铺子为例，其探索的店内烘焙区域就是这样一种社群经营的思路。

图 25: 门店对各种销售场景的串联具有枢纽作用



数据来源：亿欧智库，东吴证券研究所

线上指导产品投放+线下沟通消费体验，形成良性互动。一方面，随着线上供应链逐步完善，公司可以通过线上渠道将消费者精准数据（购买组合、购买周期、客户信息、消费反馈）及时传递给线下，利用大数据按区域需求特点规划产品的投放，实现商品零库存，提高效率；另一方面，公司获得大数据后，可直击消费者痛点，对不同品类进行针对性管理，再通过线下全国性销售网络独特优势输出品牌价值与内容，与消费者互动，提高客户忠诚度。早期，皇葵、坚果等新品线上线下互动顺畅，未来再结合物流产业，公司将进一步加大三方资源的共享和协同，形成良性互动，深化新零售的战略布局。

图 26: 传统线下经销与代销不能满足企业品牌管理与数据回收需求



数据来源：亿欧智库，东吴证券研究所

深化 IP 营销。借力“年货节”、“葵花节”、“欧洲杯”等民众参与度高的大型活动，打造主体强势 IP 将活动与洽洽产品概念深入结合，借势营销打造品牌形象，大大提升营销质量。

表 6: 公司各营销期间及具体措施

IP	具体措施
春促期间	<p>1、以年货节冠名形式整合社会、集团、经销商各项资源，利用微博微信、电视、互联网、高铁、会展等渠道，引入全新 AR、病毒视频形式，进行 360 度全方位立体式整合传播，打响“洽洽-年货”重要产品概念。</p> <p>2、联合携程旅游玩转二维码红包，吸引全国 252 万人参与活动，后又出全新裂变红包玩法有效拉动产品销量；与年轻人热爱的强势 IP 暴走漫画打造“暴走洽洽”的视频。</p> <p>3、消费者收到产品打开包装袋，会收到垃圾收纳袋、开壳器、湿纸巾甚至寄语。</p> <p>4、凡是购买“洽洽年货节，洽洽有好礼”主题活动的产品，扫描袋中的二维码即有机会获得年货节好礼。</p> <p>5、在临近春节之际，在沪汉蓉东线、沪汉蓉西线、京广北线、京广南线等多路段高铁投放广告，横贯全国各大主流城市，还在全国 14 个城市 6 万场次投放年货节广告片；洽洽登陆纽约时代广场 LED 大屏等美国、韩国、泰国、澳大利亚、日本、新加坡、马来西亚 7 个国家核心地标，向全世界人民拜年，打造中国新名片，实现有华人的地方就有洽洽。同时在包装上增加“磕瓜子”教程，教海外消费者磕瓜子。</p>
葵花节活动期间	<p>在全国多个商场中设置了 VR 体验区，观众在体验区内通过 VR 技术，可以切身体验到洽洽的原料生产地——位于新疆的万亩葵园的壮观景象，以最真实、直观的体验了解洽洽食品的优秀品质。同时洽洽在北京朝阳公园、广州百万葵园、合肥植物园，布置了三个葵花节分会场，观众不仅享受到了和众多知名歌手一起音乐狂欢的畅快，还在百万葵园参与了多项葵花主题活动</p>
欧洲杯期间	<p>作为一场世界级的足球盛宴，公司基于洽洽产品特殊属性，提炼经典具有代表性的营销语录以及新颖词汇，如：“死嗑”“夺葵”等词语，既能展现产品特点又能够贴合欧洲杯赛事热点；同时甄选最具话题性比赛，根据洽洽产品特性及比赛看点打磨创意，开展线上竞猜活动；18 张战事海报+23 场竞猜活动，持续一个月的“死嗑”让洽洽产品与欧洲杯赛事完美地深度结合</p>

数据来源：公司官网，草根调研，东吴证券研究所

3.2. 加大投入，开拓海外市场

2015 年起，海外收入增速保持在 20% 以上。作为为数不多的产品能畅销海外的食品企业之一，公司早在 2000 年就开启国际化之路；2012 年成立上海奥通国际贸易公司、洽洽香港子公司；在一带一路的政策背景下，国际化发展加速进行，2014-2016 年三年内，出口额达 6000 万美元。经过十余年发展，公司已取得全球瓜子市场的绝对领导地位，产品远销海外 43 个国家和地区。广告登陆美国、韩国、日本、泰国、澳大利亚、日本、新加坡、马来西亚、台湾等 8 个国家和地区的核心地标，打造中国新名片，实现有

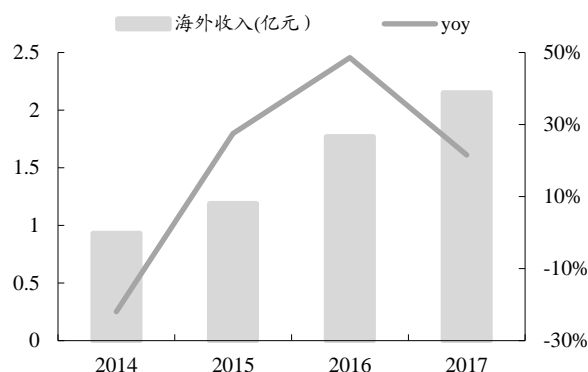
华人的地方就有洽洽。2017 年，公司海外营收 2.15 亿元（同比+21.58%），占总营收的 5.98%。

图 27: 海外营销网络



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 28: 2015 年起海外收入增速持续超 20%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

设立外国子公司，采取本土化战略，有望实现海外直供。①2017 年在泰国、美国两地设立子公司，继续加码海外市场。泰国子公司主要拓展当地代工资源，实现海外直接供应，大大缩小供应半径，节约物流成本，保障产品的新鲜供应；美国子公司主要是获取海外市场坚果上游种植资源相关信息并适时投资，以解决高关税进口夏威夷果、碧根果等原料的高成本问题。②设立国外子公司也有利于对产品采取本土化战略，根据各国和地区法规进行食品配方，包装和口味迎合海外消费者习惯。未来随着泰国子公司产能的释放与公司海外战略布局的进一步落实，海外市场有望为公司提供新的收入增量。

表 7: 海外子公司本土化策略

本土化策略	具体措施
严格按当地食品进出口标准进行合格验证	《美国 FDA 食品添加剂标准》、《日本食品卫生法》、《韩国食品安全法规与标准》、《香港食品安全条例》、《台湾食品卫生标准》等
产品包装	沿用纸袋及经典设计风格，采用当地语+英语双语包装，通过不同色块区分口味；包装上增加“磕瓜子”教程，教海外消费者磕瓜子
顺应东南亚地区口味	推出椰香瓜子、咖啡瓜子、盐焗瓜子等系列口味，深受当地居民喜爱。产品在泰国经常卖断货；顺应当地口味，使瓜子成为最佳咖啡伴侣（越南南部地区本不吃瓜子）

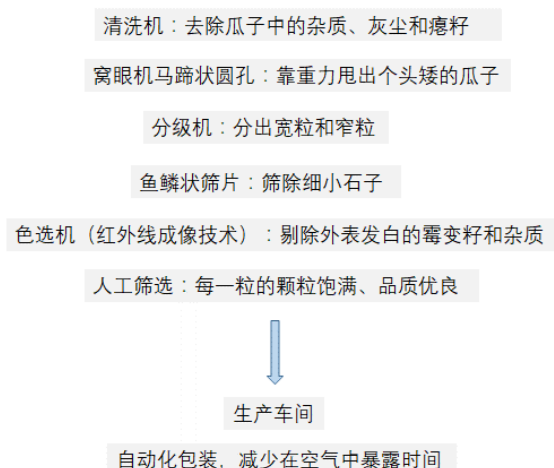
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 原料端：增强上游掌控力，筑造原料端护城河

洽洽质造，质量过硬。公司坚持质量第一，品质至上的经营理念，瓜子原料共经过

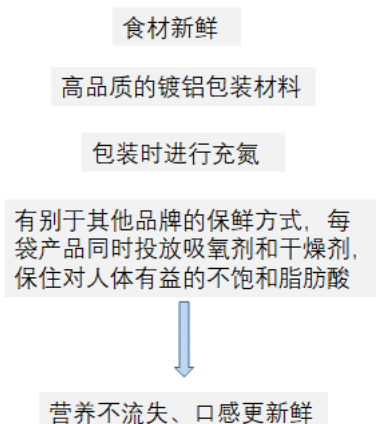
六道严选工序，建立严格的供应商入选、淘汰制度，“洽洽的采购标准”已成为农民种植的标准。2016年6月，“食品工艺提升及自动化项目”和“改造总部生产基地项目”达产，葵花子产品实现全自动化包装，减少产品在空气中暴露时间。每批成品随机抽样，通过国家认证的化验中心进行感官、理化、微生物各项指标检测；定期通过权威检测部门检验，验证重要指标如添加剂、重金属、微生物等安全性，所有产品出厂合格率达100%，切实落实了“洽洽质造”的理念，保证了消费者黏性和较高的重复购买率。

图 29: 瓜子产品原料严选、生产、包装保质工序



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 30: 坚果产品保质措施

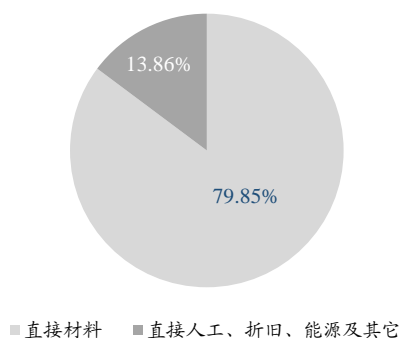


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.1. 强化葵花籽上游端掌控力

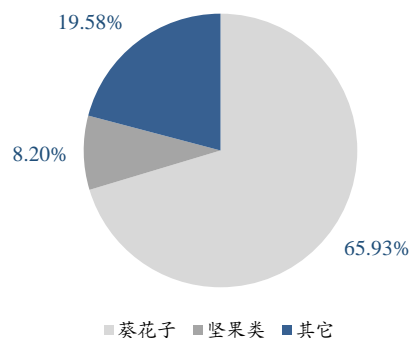
布局上游，强化葵花籽原料掌控力。传统 OEM 模式不能保证原料供应低价、稳定与高质。公司上游原料的采购模式之一是与农户签订协议，尽量保证质量，锁定收购价和数量，种植到期后按照协议成本收购；也有部分原料通过市场方式收购。由于葵花子原料占成本近 70%，原料价格周期性波动会导致公司业绩的波动，仅仅提高筛选端要求，对于高品质原料供应的稳定性亦无法实施有效控制。因此，公司对原料端的掌控逐步前移，从研发改良种子到增加葵花籽种植基地建设面积，通过对全产业链的把控保障食品安全，提升质量，打造独特的原料端护城河。

图 31: 直接材料在成本占比近 80%



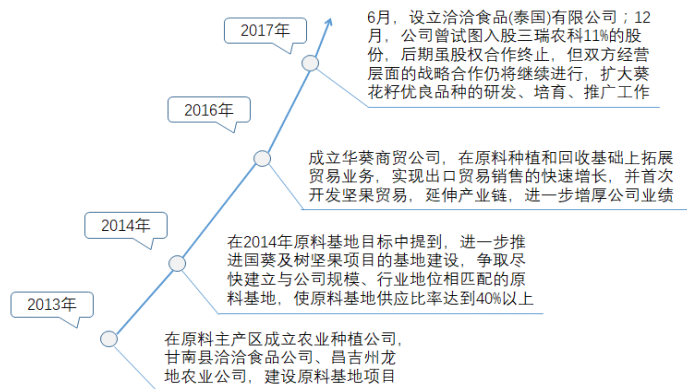
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 32: 葵花籽与坚果在成本占比约 74%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 33: 深耕上游原料端



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

质量追溯到葵园, 通过 IP 营销变现。①公司在新疆、甘肃、内蒙、东北等地已拥有数百万公顷葵园, 全年日照超 2200 小时, 无霜期约 130 天, 葵花籽极为饱满。经严选种源, 科学种植, 生产过程全程监控, 真正做到质量可追溯, 成就出众的品质和味道。2017 年, 推广优良葵花种子给农户, 签约 60 万亩, 目前 18 万吨葵瓜子原料中 65%收购自公司推广的种子和种植基地。②同时, 打造以葵园为 IP 的“葵花节”, 并在 10 城核心商圈推出“葵花小镇”, 形成以葵花为核心纽带, 覆盖葵花种子、花卉、果实、种植、质造等全产业链跨界营销模式, 将优质原料植入消费者理念, 强化其对公司品牌文化的理解和认识。长远来看, 公司为降本提质, 近两年加大投入与宣传, 牺牲掉部分利润。未来有望在保证高品质原料供应的基础上, 锁定葵花籽成本, 减小业绩随原料的波动。

4.2. 布局树坚果上游, 建立产业链优势

早期积极培育坚果树, 有望实现坚果原料进口替代。目前, 我国进口的树坚果主要包括开心果、巴旦木、核桃、夏威夷果、腰果等, 尤其以开心果和巴旦木为主, 近 2 年夏威夷果需求大幅增长, 价格有所上扬。为降低成本, 避免进口坚果原料出现短缺等问题, 公司不断尝试打破国外垄断, 将葵花子种植推广上积累的产业链优势复制到坚果, 引进夏威夷果、碧根果等进行种植, 主要采用公司+订单农业+种植户的采购模式, 通过设立子公司的形式在当地开展树坚果原料基地建设。同时, 公司逐步尝试原料及树坚果的海外贸易, 加大开发有行业前景的新品原料的培育和推广。

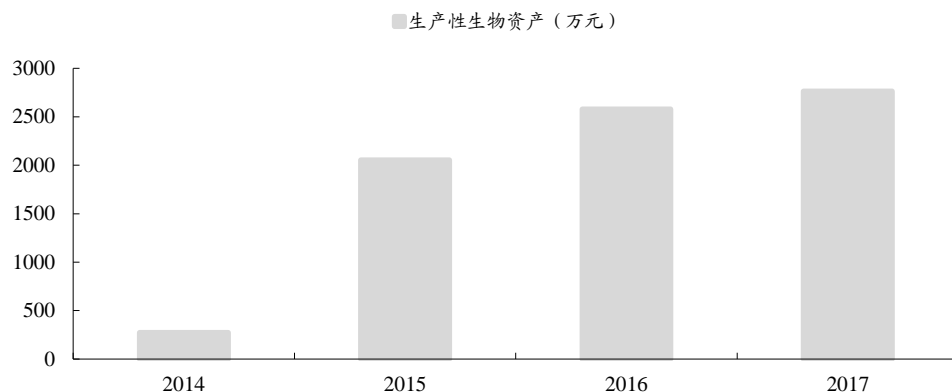
表 8: 子公司成立状况一览

子公司	成立时间	经营地	业务性质	持股
广西坚果派	2013.11	广西百色	主要是收购种植夏威夷果	70%
池州坚果派	2014.7	安徽池州	主要是收购种植碧根果	100%
坚果派农业	2014.11	安徽合肥	作为后期成立树坚果子公司的平台公司, 统一实施对树坚果子公司的投资管理	100%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

坚果树 3 年内逐渐步入丰产期 (40-60 年)，稳定供应低价高质坚果原料。2015 年，公司生产性生物资产达 2053.45 万元 (同比+649.93%)，主要是由于公司在 2015 年大量培育坚果树，预计 2018 年开始挂果，3 年内逐渐进入丰产期，丰产期可达 40-60 年，丰产量随着树龄的增长和植株增大而增长。将稳定为公司提供大量低成本高质量的坚果原料，有利于公司进一步提升自身核心竞争力，提升销售利润。

图 34: 公司上游原料投资金额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

与云南坚果行业协会合作，获得坚果上游种植资源。公司加强与云南坚果协会合作，成为国际澳洲坚果大会赞助商。云南坚果行业协会自成立以来一直致力于推动澳洲坚果产业在云南的发展，与澳大利亚坚果协会、南非澳洲坚果种植者协会签订了战略合作协议，组织广大种植户开展澳洲坚果栽培种植技术培训，搭建以澳洲坚果种植为核心的全产业链平台，促进原料、加工与市场的对接，加速原料和产品两个市场的培育，现已成为全球澳洲坚果种植面积最大的地区。公司与云南坚果行业协会强强联手，将使公司更深入原料与产品市场，获得坚果上游种植资源。

4.3. 原料升级，通过提价缓解成本压力

原料升级+低毛利坚果品类放量+销售费用率上涨，三重因素叠加拖累公司毛利和净利水平。

1)公司自 2016 年起提高葵花籽采购质量，2017 年上半年又对瓜子进行品相升级，使用更薄的新品种瓜子以入味，山核桃味瓜子使用山核桃蒸煮，原料成本上涨；而且在此 2 年间，葵花籽均价较 2015 年也有所抬升。因此，2016 年毛利率自 2015 年高点降至 33.43%，2017 年尽管高毛利蓝袋瓜子放量，葵花子毛利率 33.48%，增幅也不大。

2)低毛利率坚果产品放量，销售占比提升导致综合毛利率小幅下降至 29.89% (同比 -1.18pct)。政策方面，2018 年 3 月，商务部发文，拟对自美国进口的坚果制品加征关税，可能会致使毛利率下降约 1pct。

3)另外，近两年公司推出新品，推广广告费用增加，2017 年销售费用同比上涨 8.5%，

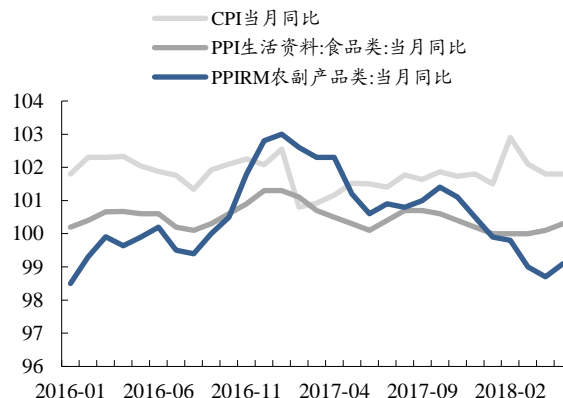
广告费 2.25 亿，同比增长 15.4%。

图 35: 葵花籽均价



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 36: CPI 略滞后 PPI



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

旧品销量回升、新品放量，需求恢复旺盛，提价不会减量。目前，相较于其他主要竞争对手，无论是瓜子还是每日坚果的价格均较低。2018Q1，公司实现营收 10.27 亿元，同比+28.44%，已连续两个季度收入增速保持在 10%以上，主要原因为蓝袋系列、每日坚果新品放量，以及传统红、绿袋瓜子恢复增长。其中蓝袋系列销售收入超过 1 亿、每日坚果超 1.3 亿元，传统的红绿袋贡献超 3 亿。公司在包装瓜子市占率超 50%，具有一定的品牌溢价效应及较强的定价权；在每日坚果品类也有较强的竞争优势。随着消费的升级，进口产品越来越多，消费者日趋认同高质高价消费理念，为终端涨价提供可能。

2018 年中迎来提价窗口，盈利拐点 2018Q3 有望体现。公司近期发布提价消息，已于 2018 年 7 月 19 日对香瓜子、原香瓜子、小而香西瓜子等八个品类的产品进行出厂价格调整，提价幅度为 6%-14.5%不等；结合调研渠道，6 月已先期对黄袋每日坚果提价约 10%。我们认为提价不会损失销量，将为公司盈利带来明显提振。公司前次因原料涨价提价发生在 2013 年，当时由于中粮等企业大规模收购以及天气原因导致葵花籽价格明显上涨，公司原料成本上涨 10%，造成毛利率下降 4.3pct，为消除对净利润的影响，于三季度对瓜子产品提价 8-10%。但消费者对于洽洽品牌有高度粘性，使其对提价的敏感度远低于转换成本，因此终端消费频次并未下降，葵花子全年收入同比增加 9.46%，2014 年毛利率也顺利恢复至 31.53%。此外，竞品如三只松鼠、百草味等电商企业销售费用高，前期主要以低价策略抢占市场，目前市场份额稳定，在面临高成本费用的压力下也可能酌情提价。综上，产品需求回暖，消费者粘性高，提价将明显改善公司盈利水平，盈利拐点 2018Q3 有望体现。

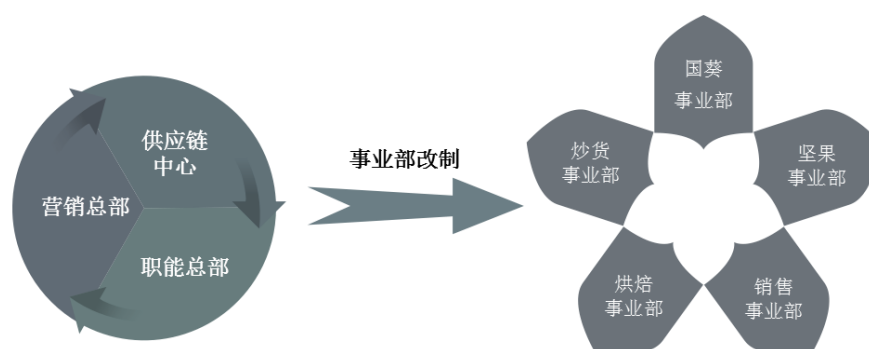
5. 管理变革激发内生动力

5.1. 创始人重新挂帅，管理机制理顺

事业部改制，独立考核提高效率。2014 年年底，为解决经营困境，充分提升公司新

品的推进速度和效率，公司组织架构由集团式垂直汇报层级变革为事业部制，将原有总部下设的供应链中心、营销总部、职能总部等分部按产品种类进行划分，分为国葵事业部、炒货事业部、坚果事业部、烘焙事业部和销售事业部，独立运作，分别考核。事业部以产品品类为核心，产品的设计、原料采购、成本核算、市场策划等内容由事业部及所属工厂负责，事业部实行单独核算，独立经营；公司总部只保留战略决策、人事决策、预算控制和监督的权力，并通过收入、利润等指标对事业部进行管控。事业部架构将原有的产品总量绩效评估模式变革为分事业部、分产品线绩效评估的模式，重新划分权责，减少决策环节，充分提高运营效率。

图 37: 事业部制改革



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

通过“BU+阿米巴”模式权利下放，调动中基层积极性，提高对市场的敏感度。① 2015年6月，公司创始人陈先保重新担任总经理。② 创始人回归公司后，在事业部架构的基础上，进一步划小经营单元，成立一个个BU（业务单元），并给予充分的经营自主权，扁平化管理，责权向基层倾斜，向市场倾斜，更快速地反应市场一线的需求；BU负责人在总部战略下制定BU的1-3年战略目标，通过有效的执行和评估，激励BU团队，调动中层人员积极性，促进业务发展。③ 在BU制的架构上，推动“阿米巴经营”模式，以各个阿米巴的领导为核心，自行制定计划，让一线员工成为主角，实现“全员参与经营”，提高人均生产力。

图 38: 公司高管变更



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

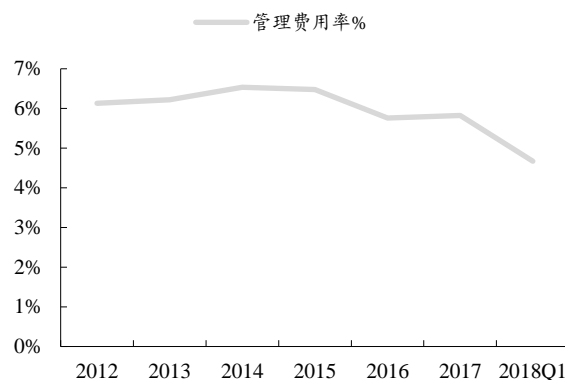
全员参与“业绩评比+创新激励”，人均效率大幅提升。①每两月一次，销售、工厂、车间等均参与事业部内部业绩评比，前三名和后三名做经验分享和反思，通过内部竞争适应外部竞争；干部公开竞聘，能者上庸者下；从上至下激活组织团队与个人，提升企业整体效率。②对产品创新人员给予大力支持与丰厚奖励，同时对相应人员破格提拔。

图 39: BU+阿米巴经营改制



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 40: 管理费用率大幅下降



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

管理费用率自 2016 年持续大幅下降。经过上述事业部制、BU 制、业绩评比等措施的综合管理改革，公司内部管理效率得以大幅提升，管理费用率明显下降。2015 年实施 BU 制后，公司管理费用从 2.15 亿元降低至 2016 年的 2.02 亿元，管理费用率从 6.48% 下降到 2016 年的 5.76%，2018 年第一季度管理费用率又大幅下降，仅为 4.67%

5.2. 两期员工持股激励促改革

为进一步建立和完善经营者与股东的利益共享机制，提高经营效率，公司推出两期员工持股计划。2015 年第一期累计 1011.88 万股，占总股本 2%，金额约 1.49 亿；根据公司公告，截至 2018 年 5 月 24 日，公司第一期员工持股计划股票已全部出售完毕。2017 年第二期累计 1088.02 万股，占总股本 2.15%，金额合计 1.46 亿。员工持股计划健全了公司长期、有效的激励约束机制，有效调动员工的积极性和创造性，提高员工的凝聚力和 Company 整体竞争力，促进公司持续健康发展。

表 9: 员工持股激励计划

	持有人	出资额 (万元)	出资比例%	均价 (元/股)
第一期 (2015 年 8 月)	董事、监事、高管	3000	60	14.69
	其他员工	2000	40	
第二期 (2017 年 5 月)	董事、监事、高管	4940	98.8	13.41
	事业部核心管理人员	60	1.2	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 盈利预测及投资建议

6.1. 核心假设

- 1、消费者黏性强，2018 年中的提价不损失销量，将有效带动毛利率提升；
- 2、新品拓展顺利；
- 3、自年初起葵花籽均价下降，且葵花籽类产品由于新品定价较高，预计业务盈利能力有望得以提升；
- 4、长期来看公司领头种植夏威夷果、碧根果等坚果，试图打破国外垄断，施行自动化、规模化生产有望使成本企稳。

6.2. 盈利预测与投资建议

公司于 2018 年 6-7 月对每日坚果和香瓜子、原香瓜子、小而香西瓜子等八个品类的产品进行提价，提价幅度为 6%-14.5%不等，预计将明显改善公司盈利水平，2018Q3 有望迎来盈利拐点；瓜子产品升级，坚果品类发力打开成长空间；同时公司积极推进管理体制变革，由垂直层级汇报结构转变为事业部制，权力下放的同时配合事业部业绩评比机制，灵活的组织模式充分调动了员工积极性和办事效率，同时通过两期股权激励将员工利益与公司利益绑定，促进公司长期健康发展。我们预计 18-20 年公司净利+17.6%、+18.1%、+18.8%，EPS 分别为 0.74 元、0.87 元、1.04 元，PE 分别为 23X、19X、16X，参考可比公司估值，公司属于估值洼地，同时结合公司自身机制变化和品类空间打开，业绩稳健向好，给予“买入”评级。

表 10: 可比公司估值（万得一致预期）

股票名称	最新市值（亿）	股价	收入增速（%）		EPS（元/股）			PE（倍）		
			2017	18Q1	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
洽洽食品	85.18	16.99	2.55%	28.44%	0.63	0.74	0.87	26.98	22.95	19.43
桃李面包	279.65	59.42	23.42%	20.57%	1.14	1.38	1.74	52.12	42.90	34.11
好想你	60.34	11.70	96.47%	37.71%	0.21	0.37	0.55	55.71	31.90	21.37
盐津铺子	41.52	33.48	10.38%	15.41%	0.54	0.62	0.73	62.00	53.91	45.62
来伊份	55.38	16.23	12.35%	12.12%	0.42	0.32	0.36	38.64	50.80	45.39
绝味食品	172.20	42.00	17.59%	10.11%	1.26	1.51	1.85	33.33	27.82	22.75

数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

产品竞争趋于激烈，新品销售不达预期，销售费用大量投放影响利润水平；提价终端接受度低于预期；原材料成本波动风险；坚果种植存在自然风险；海外市场反响低于预期；消费环境转向；食品安全风险。

洽洽食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2949	4291	4549	5357	营业收入	3603	4369	5127	6040
现金	234	1122	1316	1551	减:营业成本	2526	3041	3531	4135
应收账款	190	222	261	308	营业税金及附加	43	45	58	67
存货	1069	1525	1486	2041	营业费用	489	575	676	804
其他流动资产	1456	1421	1486	1457	管理费用	210	263	301	357
非流动资产	1725	2020	2285	2584	财务费用	10	17	46	55
长期股权投资	178	298	417	537	资产减值损失	6	16	11	15
固定资产	1043	1211	1365	1544	加:投资净收益	40	42	36	39
在建工程	138	137	130	125	其他收益	0	-0	-0	-0
无形资产	258	270	273	278	营业利润	367	452	541	647
其他非流动资产	108	104	99	99	加:营业外净收支	50	40	43	44
资产总计	4674	6310	6835	7941	利润总额	417	493	584	691
流动负债	1497	2932	3220	3991	减:所得税费用	95	114	135	160
短期借款	704	1885	2200	2661	少数股东损益	2	3	5	5
应付账款	333	415	454	564	归属母公司净利润	319	375	443	527
其他流动负债	459	631	565	767	EBIT	453	551	671	796
非流动负债	45	45	45	45	EBITDA	570	657	797	939
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	45	45	45	45	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1542	2977	3265	4036	每股收益(元)	0.63	0.74	0.87	1.04
少数股东权益	69	72	77	81	每股净资产(元)	6.04	6.43	6.89	7.54
归属母公司股东权益	3063	3261	3493	3823	发行在外股份(百万股)	507	507	507	507
负债和股东权益	4674	6310	6835	7941	ROIC(%)	9.2%	8.2%	9.0%	9.4%
					ROE(%)	10.3%	11.4%	12.6%	13.6%
					毛利率(%)	29.9%	30.4%	31.1%	31.5%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	8.9%	8.6%	8.6%	8.7%
经营活动现金流	293	264	493	429	资产负债率(%)	33.0%	47.2%	47.8%	50.8%
投资活动现金流	-364	-360	-356	-403	收入增长率(%)	2.6%	21.3%	17.4%	17.8%
筹资活动现金流	97	-198	-257	-252	净利润增长率(%)	-9.8%	17.6%	18.1%	18.8%
现金净增加额	15	887	195	234	P/E	26.98	22.95	19.43	16.34
折旧和摊销	118	107	126	144	P/B	2.81	2.64	2.47	2.25
资本开支	126	175	146	178	EV/EBITDA	16.13	14.44	12.07	10.49
营运资本变动	-117	-197	-91	-262					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

