



## 内部改革焕新机，瓜子坚果携手成长

2018.12.16

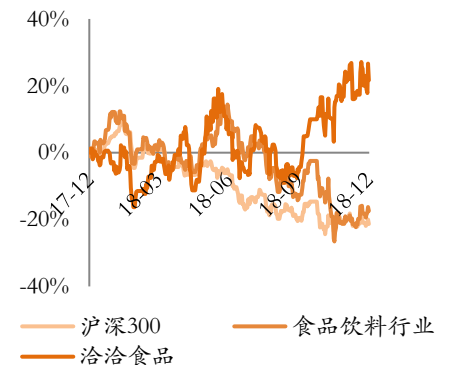
## 谨慎推荐 (首次覆盖)

现价: 19.10  
目标价: 21.84  
股价空间: 14.3%

	王亮 (分析师)	王永健 (研究助理)	卢周伟 (研究助理)
电话:	020-37392941	020-37392937	020-37392937
邮箱:	wangle_a@gzgzhs.com.cn	wang.yongjian@gzgzhs.com.cn	lu.zhouwei@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310514080002	A1310117080002	A1310118080005

食品饮料行业

### 行业指数走势



### 股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
洽洽食品	-2.1	27.2	12.9
食品饮料行业	2.0	-5.5	-26.8
沪深300	-2.2	-2.3	-16.4

### ● 机制改革+合作里斯，内外合力促改革

公司内部通过事业部改制贯彻落实阿米巴管理模式，以 BU 业绩考核+双月 PK 激发员工对市场和消费者的快速反应，并且通过员工持股绑定核心员工利益，共同享受公司成长红利。

外部与里斯合作，将公司战略定位为“全球领先的坚果企业”，聚焦主业提升核心竞争力。目前公司内部组织结构调整初见成效，战略定位逐步清晰。

### ● 瓜子看新品类推广，坚果受益行业成长：

公司在包装瓜子领域市占率超过 40%，是绝对龙头；在行业空间和公司发展共同遭遇瓶颈的阶段，公司一方面提升原材料品质，另一方面推出蓝袋新品顺应消费者需求变化，红袋已止跌企稳，受益 7 月份整体涨价，重回增长通道，蓝袋销售总额超 12 亿，仍在市场推广期，预计将持续增长。

坚果业务战略调整后聚焦于“每日坚果”细分品类，受居民健康饮食和坚果品类丰富拉动，坚果炒货市场规模达到 1214 亿，相较于《膳食指南》的指导摄入量，坚果行业每年仍有超过百万吨的缺口，其中每日坚果以丰富的品类和复合的营养价值受到消费者追捧，公司黄袋每日坚果系列 17 年一经推出便录得 1.6 亿收入，18 年前三季度销售超 3 亿，未来有望借助渠道优势，伴随行业共同成长。

### ● 上游紧握原材料种植收购，下游携线下优势向线上、海外扩张：

原材料端，瓜子业务原材料占比超过 80%，为了应对原材料价格波动公司通过自种+订单农业+种植户的模式提升上游原材料掌控力；公司也在尝试坚果种植，确保原材料品质的基础上尝试自给，打破国外垄断，提升毛利率。

销售端，公司形成全覆盖的销售网络，拥有超过 40 万个线下终端，正在推进大商合作和特通渠道，挖掘更多线下深耕的需求。14 年开始布局电商网络，从企业、人员、产品、渠道等多个维度全面支持，正在建设物流园和坚果分厂来全面提升公司线上业务竞争力，未来有望实现线上线下有效互动，打破两者间隔，以新零售的理念拉动公司业务增长。海外业务远销 43 个国家地区，建立了区域分布合理的外销网络，17 年实现海外建厂和当地供应，减少供应半径和物流成本，海外业务未来仍是公司重要的销售阵地。

● **盈利预测与估值：**我们预计公司 18-20 年的 EPS 分别为 0.77、0.87 和 1.07，最新股价对应 25、22 和 18 倍估值，给予“谨慎推荐”评级。

● **风险提示：**食品安全风险；线上销售不达预期的风险；原材料价格上涨的风险

### 基本资料

总市值 (亿元)	100.8
总股本 (亿股)	5.1
流通股比例	100.0%
资产负债率	28.2%
大股东	合肥华泰集团股份有限公司
大股东持股比例	48.7%

### 相关报告

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3602.74	4231.58	4758.38	5300.20
同比 (%)	2.55%	17.45%	12.45%	11.39%
归属母公司净利润	319.22	388.97	441.57	541.85
同比 (%)	-9.75%	21.85%	13.52%	22.71%
每股收益 (元)	0.63	0.77	0.87	1.07
P/E	30.34	24.90	21.93	17.87
P/B	3.16	2.96	2.75	2.49
EV/EBITDA	3.15	15.43	13.59	11.14



## 目录

目录	2
图表目录	3
1. 明确定位，重新出发	4
1.1 坚果炒货行业的领军品牌	4
1.2 多品类扩张，寻找业绩新动能	5
1.3 全面调整，重新出发	6
1.3.1 董事长重新挂帅，管理层更新	6
1.3.2 管理机制改革，阿米巴+员工持股实现扁平化管理	7
1.3.3 合作里斯，“定位”未来	8
2. 上游原材料：从种植端品控，“质”造精品	9
2.1 瓜子升级原材料，打造核心竞争优势	9
2.2 严控坚果来源，攻克贮藏加工难关	11
3. 产品端：瓜子挖掘成长新机会，坚果借每日坚果突围	12
3.1 蓝袋接档红袋增长，产品创新焕新机	12
3.2 坚果方兴未艾，每日坚果突围	14
3.2.1 坚果成为消费新方式，多家企业入局每日坚果	14
3.2.2 每日坚果销售良好，坚果系列新品丰富产品品类	17
4. 渠道端：线下王者，探索新零售	18
4.1 渠道精耕，发挥线下渠道最大势能	18
4.2 入局电商销售，自建物流园蓄势待发	18
4.3 远销全球，销地建厂加大海外建设	20
5. 盈利预测与估值	21
6. 风险提示	22



## 图表目录

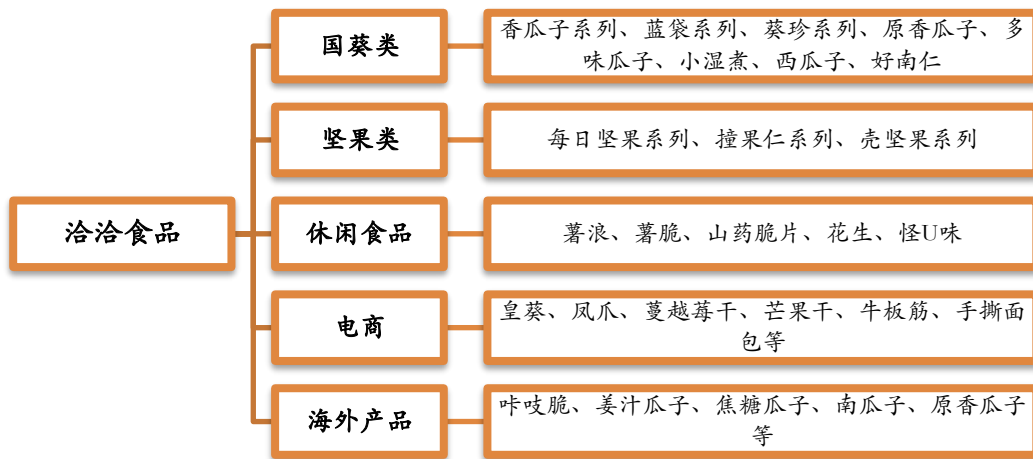
图表 1.	洽洽食品产品结构 .....	4
图表 2.	洽洽食品旗下子公司 .....	4
图表 3.	洽洽食品股权结构 .....	5
图表 4.	公司收入端持续稳定增长 .....	5
图表 5.	公司利润重回增长通道 .....	5
图表 6.	洽洽食品新品破局之路 .....	6
图表 7.	洽洽“金陵十二钗”文化卡片受消费者追捧 .....	7
图表 8.	公司提拔新一任的管理层 .....	7
图表 9.	公司管理模式改革为事业部制 .....	8
图表 10.	公司三期员工持股计划调动员工积极性 .....	8
图表 11.	里斯中国助力多家企业实现市场突围 .....	9
图表 12.	里斯定位公司为“全球领先的坚果企业” .....	9
图表 13.	公司原材料的主要采购地区 .....	9
图表 14.	原材料占总成本比重接近 80% .....	9
图表 15.	葵花籽产量低速稳定增长 .....	10
图表 16.	葵花籽价格波动影响毛利率 .....	10
图表 17.	公司在多个主产区建立购销公司 .....	10
图表 18.	多途径解决材料限制 .....	10
图表 19.	每日坚果八大原材料 .....	11
图表 20.	坚果派农业股权结构 .....	11
图表 21.	洽洽在包装流通瓜子领域市占率超过 41% .....	12
图表 22.	葵花子业务增长遇瓶颈 .....	12
图表 23.	公司的葵花子类产品体系 .....	13
图表 24.	蓝袋突围的核心因素 .....	13
图表 25.	蓝袋销售总量突破 12 亿 .....	13
图表 26.	我国休闲食品市场规模 .....	14
图表 27.	休闲食品各品类占比 .....	14
图表 28.	我国坚果炒货行业年度总产值 .....	14
图表 29.	人均坚果消费量提升至 3.53Kg .....	14
图表 30.	坚果营养价值高 .....	15
图表 31.	膳食宝塔建议每日摄入大豆及坚果类 25-35g .....	15
图表 32.	人均摄入量敏缺口感性分析 .....	15
图表 33.	三只松鼠发展历程 .....	16
图表 34.	食品电商发展历程 .....	16
图表 35.	各大品牌每日坚果配料 .....	16
图表 36.	每日坚果八大原材料 .....	17
图表 37.	“山药脆片”新装上市 .....	17
图表 38.	坚果先生占据坚果乳先机 .....	17
图表 39.	公司形成了强大的国内销售网络 .....	18
图表 40.	公司从多维度推进电商业务发展 .....	19
图表 41.	公司两大项目支持电商业务发展 .....	19
图表 42.	公司的海外销售网络 .....	20
图表 43.	公司海外收入达到 2.15 亿 .....	20
图表 44.	公司部分海外专供产品 .....	20
图表 45.	公司盈利预测 .....	21
图表 46.	公司主要财务指标 .....	21

# 1. 明确定位，重新出发

## 1.1 坚果炒货行业的领军品牌

洽洽食品成立于2001年8月，并于2011年3月在深圳证券交易所上市。公司以坚果炒货中瓜子业务起家，目前已做到瓜子行业第一，经过多年发展，公司形成了坚果炒货类、焙烤类休闲食品等多条产品线，成功推广了洽洽香瓜子、洽洽喀吱脆、洽洽小而香、洽洽怪U味、撞果仁、焦糖山核桃蓝袋系列瓜子、洽洽小黄袋每日坚果等产品，并远销国内外43多个国家和地区，形成了较高的全球知名度和市场影响力。

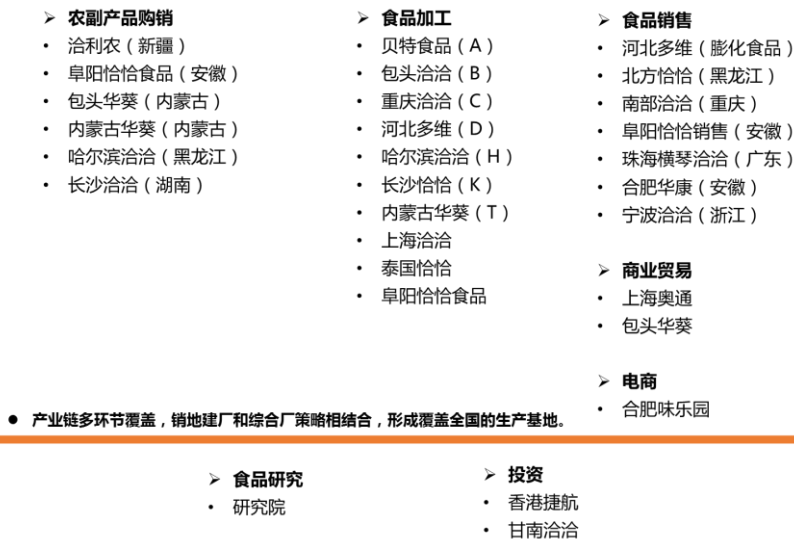
图表1. 洽洽食品产品结构



资料来源：公司官网、广证恒生

**子公司覆盖产业链环节：**公司旗下共有24家控股子公司，涉及从农副产品购销到食品加工，再到食品销售和贸易等全产业链，可以实现全产业链把控，提升效率，降低成本支出；特别在生产端，公司以销地建厂和综合厂策略相结合，在安徽、河北、内蒙古和黑龙江等地建厂，形成了覆盖全国的生产基地；2017年更是在泰国建厂，实现在海外投资建厂。

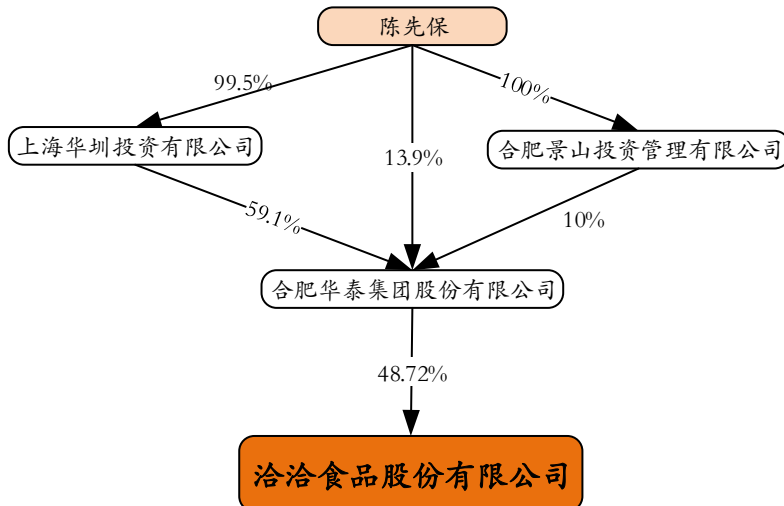
图表2. 洽洽食品旗下子公司



资料来源：公司公告、广证恒生

**实际控制人是公司创始人：**公司第一大股东是合肥华泰集团股份有限公司，华泰集团是由陈先保先生一家全资持股的综合性企业，成立于1995年，已成长为以“洽洽”休闲食品为核心，涵盖“华邦”房地产、“沈师傅”食品、“坚果派”农业、“华掬”新零售等产业的综合性企业集团；华泰集团持有上市公司48.72%的股权，陈先保先生通过直接间接合计持有上市公司40.29%的股权，是公司的实际控制人，陈先保也是洽洽食品的创始人。

图表3. 洽洽食品股权结构

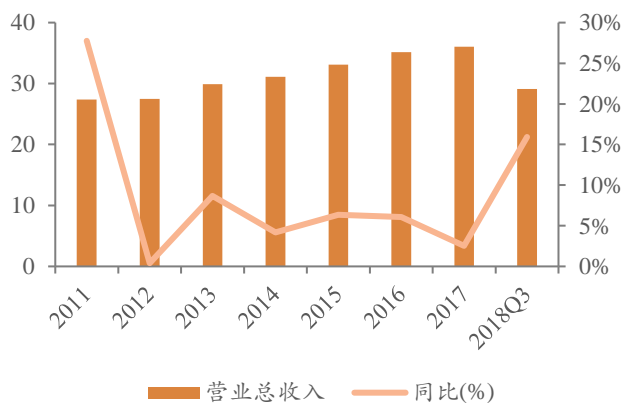


资料来源：公司公告、广证恒生

## 1.2 多品类扩张，寻找业绩新动能

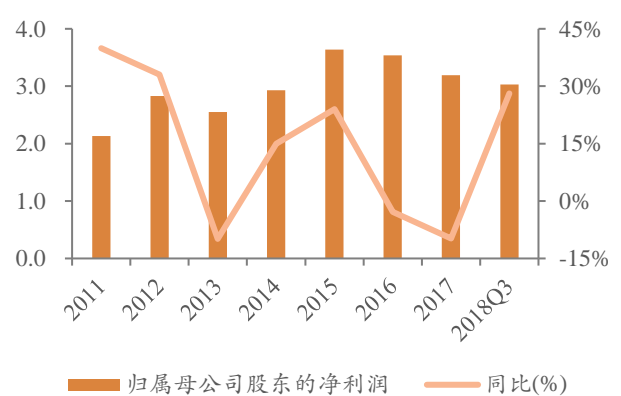
**上市后业绩经历两轮起伏，重回增长通道：**公司自2011年上市后收入端持续增长，从2011年的27.4亿增加到2017年的36亿，年复合增长4.7%，增速较慢但维持稳定，2018年受益于新品推广成绩优异，前三季度便录得29.1亿收入，同比增长15.9%。公司利润端经历了较大起伏，11-12年借助上市带来的资金优势快速进行市场开拓，归母净利润同比增长均超过30%；13年由于瓜子市场逐渐饱和，且12年较高的利润基数的影响下，归母净利润增速首次下滑；14年公司快速调整发展战略，通过内生外延等多种方式进行品类扩张，开启多元化发展，14-15年业绩表现亮眼；16年由于公司布局的多个品类业务市场竞争加剧，使得公司盈利能力降低，归母净利润同比略有下滑，受此影响公司重新调整发展战略，将品类扩张集中在坚果领域，18年利润重回增长通道，前三季度实现归母净利润3.03亿，同比增长28.1%。

图表4. 公司收入端持续稳定增长



资料来源：Wind、广证恒生

图表5. 公司利润重回增长通道

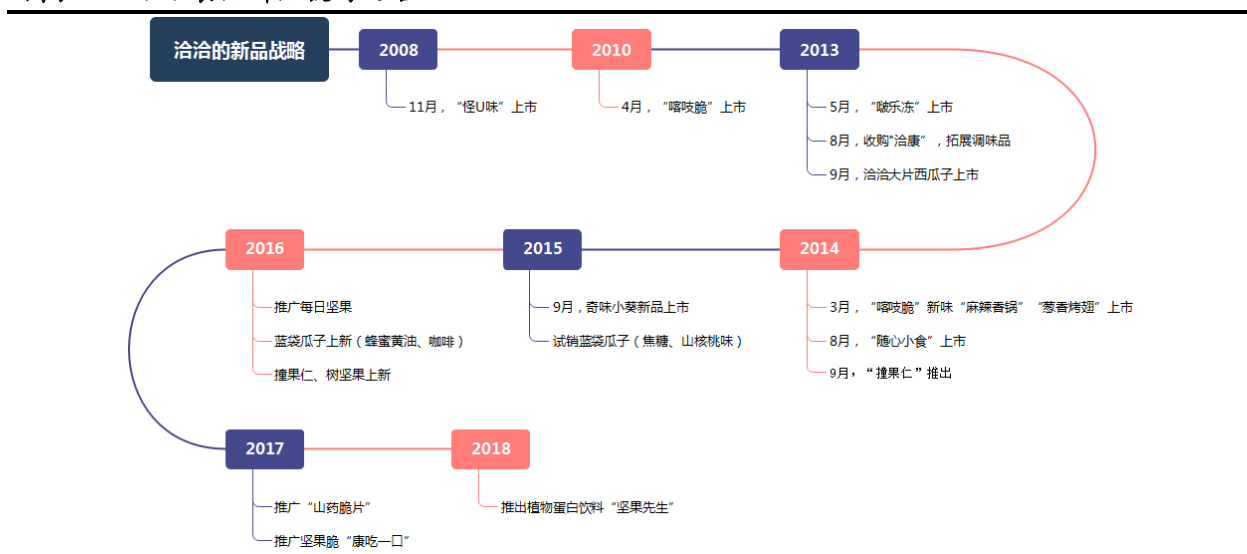


资料来源：Wind、广证恒生

**多品类扩张，突破发展瓶颈：**公司从 2008 年开始布局多品类，接连推出花生、果冻、薯片和小袋食品等多个产品，2013 年更是通过并购的方式收购“洽康食品”，尝试通过外延布局进军调味品行业。13-15 年间受益于多品类丰富收入来源，公司迎来了新一轮的增长；但由于进军的领域虽同为休闲食品领域，却与公司原有的瓜子等业务产品和品牌相关性不高，协同性不强，并且公司选择的果冻和薯片等多是竞争红海领域，市场上已有多个消费者认可的品牌，新品牌进入难度极高，所以新品类在公司大力推广 2-3 年之后市场表现疲软回落，公司业绩也因此受到影响。

**蓝袋+每日坚果助力公司破除发展困境：**2015 年公司开始从原有瓜子业务中寻找多品类“破局”之法，先后推出与“我叫 MT”合作的奇味小葵，口味创新的蓝袋瓜子和高端瓜子系列“皇葵”等新品类瓜子，新品类上市后迅速得到消费者青睐，其中蓝袋瓜子销售额合计已突破 12 亿。2016 年公司开始推广黄袋每日坚果系列，当年便实现含税收入 1.6 亿，之后迅速成长为行业每日坚果品类第二。借助蓝袋和每日坚果帮助公司走出多品类发展受阻的困境，也为公司未来持续发展明确了方向。

图表 6. 洽洽食品新品破局之路



资料来源：公司公告、广证恒生

## 1.3 全面调整，重新出发

### 1.3.1 董事长重新挂帅，管理层更新

**董事长深耕行业二十余年，洞悉行业趋势和消费者需求：**公司创始人兼董事长陈先保先生自 1995 年进入休闲食品领域，1998 年进入瓜子领域以来，发觉了儿童冷饮“棒棒冰”在东北的销售机会，率先将瓜子“变炒为煮”，积极在营销和包装层面创新，延伸上游原材料种植，一系列动作迅速带领洽洽从竞争激烈的坚果炒货领域突围，成为“炒货第一股”。公司董事长是较早一批坚果炒货行业的领军者，见证了整个行业的发展和变迁，深谙行业发展趋势和消费者需求。

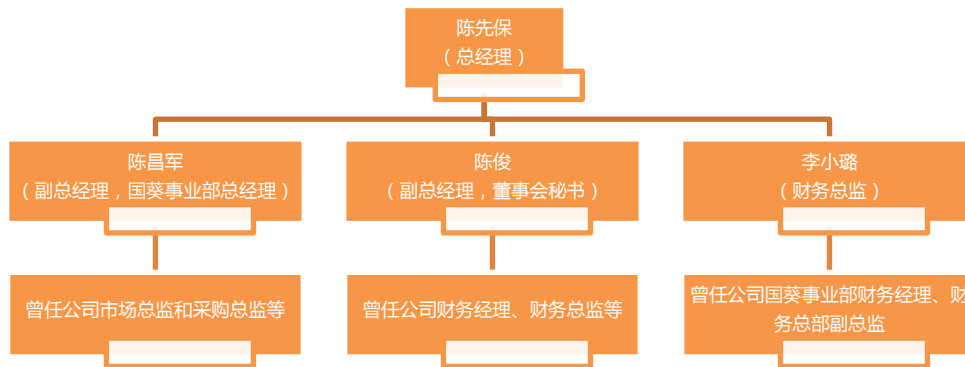
图表7. 洽洽“金陵十二钗”文化卡片受消费者追捧



资料来源：百度、广证恒生

**董事长重新挂帅，激发管理层活力：**董事长陈先保先生 2013 年卸任公司总经理一职后于 2015 年重新任职公司总经理，全面负责公司的业务和管理。陈先保先生重新挂帅后，通过推进并购重组、对外诉讼和员工持股等一系列措施迅速激活公司经营，并组织全新的管理层，从业务部门提升管理层，激发整个管理层活力，经过 2 年调整，在董事长的带领下公司走出多品类扩张不达预期的困境，重新展现了其在坚果炒货市场的领先力。

图表8. 公司提拔新一任的管理层

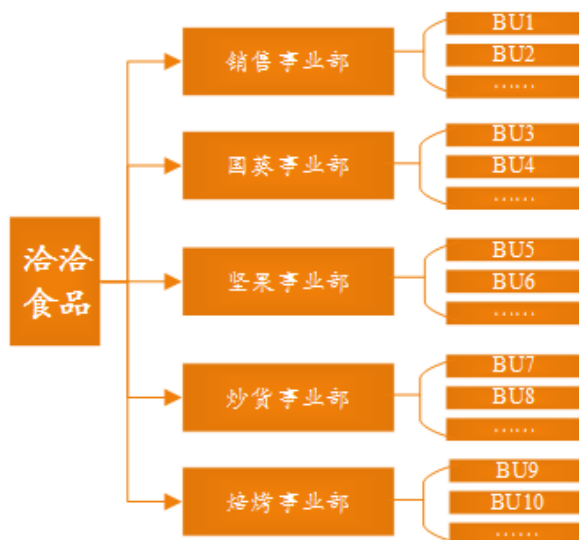


资料来源：公司公告、广证恒生

### 1.3.2 管理机制改革，阿米巴+员工持股实现扁平化管理

**事业部改革激发组织活力：**公司通过推行事业部改革，在经营上将组织架构划分为产品事业部和销售事业部，产品事业部又具体的包括国葵、焙烤、坚果等事业部，强化责任权利的下放，使得资源向市场、向前端倾斜，减少决策环节，更加有效的响应消费者需求。2015 年底开始公司在事业部架构调整的基础上，在各事业部下进一步划为小的经营单元，成立一个个的小 BU（业务单元），制定单个 BU 的战略目标，最终完成公司整体的战略目标；并给予 BU 充分的经营自主权，通过两个月一次的业绩 PK，以内部竞争适应外部竞争，提升组织活力。在 BU 制的基础上，公司逐步贯彻落实“阿米巴经营”模式，倡导“全员经营”，为全员提供更多事业平台，鼓励内部创新，制定公平公正的激励政策，调动员工主动性，激发组织活力。目前公司事业部的组织架构调整已经完成，显示出了对管理效率的正向提升作用。

图表9. 公司管理模式改革为事业部制



资料来源：公司官网、广证恒生

**员工持股落地，绑定核心员工：**公司 2015 年开始筹划了三期员工持股计划，董监高和部分核心员工参与其中，通过员工持股将公司发展与员工利益绑定，帮助员工享受公司发展红利。其中第一期员工持股计划存续期从 2015 年 8 月 19 日到 2018 年 5 月 24 日，预估年化收益率 7%，收益率可观。第二期员工持股计划于 2017 年 12 月 5 日完成购买，购买均价 13.41 元/股，以最新股价估计收益率在 30% 以上；第三期在筹划中。并且公司在第三期员工持股计划的资金来源中新增奖励基金，将前一年归母净利润的 1.5% 和归母净利润增量的 5% 提取为奖励基金，以安全垫的方式降低员工自有资金的投入量和持股价格。

图表10. 公司三期员工持股计划调动员工积极性

	第一期	第二期	第三期
完成购买时间	2016 年 1 月 11 日	2017 年 12 月 5 日	尚未购买股票
购买均价	14.69 元/股	13.41 元/股	
数量	1011.88 万股	1088.02 股	
占公司总股本比例	2%	2.15%	
总额	14,868.09 万元	1459.32 万元	
存续期	2015.8.19 到 2017.8.18 日 (延期一年至截至 2018.5.24 全部卖出)		
卖出价预估	17.13 元/股		
收益率测算	16.60%		
年化收益率测算	7.0%		

资料来源：公司公告、广证恒生

### 1.3.3 合作里斯，“定位”未来

**“定位”之父，里斯助力多家企业实现市场突围：**里斯伙伴战略咨询公司全球主席里斯是全球顶尖营销战略家，与杰克·特劳特合作提出的“定位理论”是市场营销领域影响最为深远的理论之一，里斯本人也被美国权威媒体评选为“全球十大商业大师”，并入选“营销名人堂”。里斯进入中国之后以定位理论为

支撑，曾先后助力长城汽车、老板电器、王老吉等夺得各自领域的销售第一，帮助传统企业在市场中突围，焕发新的竞争力。

里斯定位公司为“全球领先的坚果企业”，携手分众打入流量新入口：公司2017年底开始与里斯中国合作，18年3月里斯开始进驻公司，帮助公司梳理业务，寻找公司的核心竞争力。里斯帮助公司通过强化品类重要性，进一步清晰洽洽战略定位，并在品类战略的定位指引下梳理出主干品类与定位口号，引导洽洽在聚焦瓜子品类的同时，把每日坚果打造成未来的主干品类，逐步把毛利率低且没有贡献的品类砍掉，聚焦能做成行业第一、第二的品类。里斯经过前期调研将公司战略定位为“全球领先的坚果企业”，做大原有瓜子业务的基础上，扩张每日坚果品类。另一方面，公司与分众传媒签署了战略合作协议，未来将借助分众传媒的流量入口，将“洽洽小黄袋每日坚果”畅销全球的独特定位和品牌价值快速有效的打入城市中高端风向标人群的心智之中，推动洽洽食品全新战略定位的整体实现。

**图表11. 里斯中国助力多家企业实现市场突围**



资料来源：里斯官网、广证恒生

**图表12. 里斯定位公司为“全球领先的坚果企业”**



资料来源：公司官网、广证恒生

## 2. 上游原材料：从种植端品控，“质”造精品

### 2.1 瓜子升级原材料，打造核心竞争优势

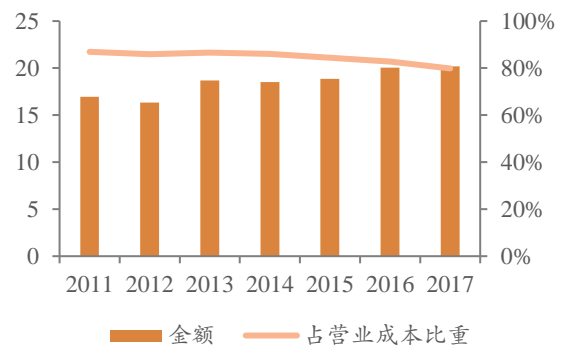
原材料占八成成本，是决定产品品质的核心因素：公司瓜子业务的主要原材料为葵花籽、西瓜籽、南瓜籽等农副产品，上游连接农副产品种植业。瓜子的主要种植区域集中在内蒙古、东北、新疆等高纬度地区，原材料的种植面积和产量受农民种植意愿和当地气候条件、病虫害等影响较大。原材料在整个成本端占比超过80%，决定产品品质，优质的原材料是公司生产高质量产品的重要前提，公司要确保稳定优质的产品首先要把控原材料的来源。

**图表13. 公司原材料的主要采购地区**

名称	主要采购地区
主要原材料	葵花籽 黑龙江、内蒙古、甘肃、宁夏、新疆、吉林等
	南瓜籽 黑龙江、云南等
	蚕豆 甘肃、青海等
	西瓜籽 安徽、新疆等
	花生 安徽、山东、辽宁等

资料来源：公司公告、广证恒生

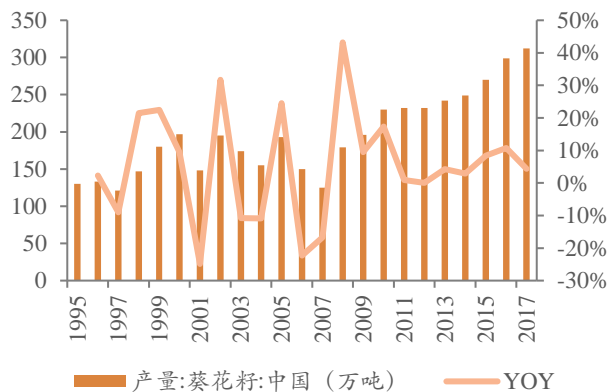
**图表14. 原材料占总成本比重接近80%**



资料来源：公司公告、广证恒生

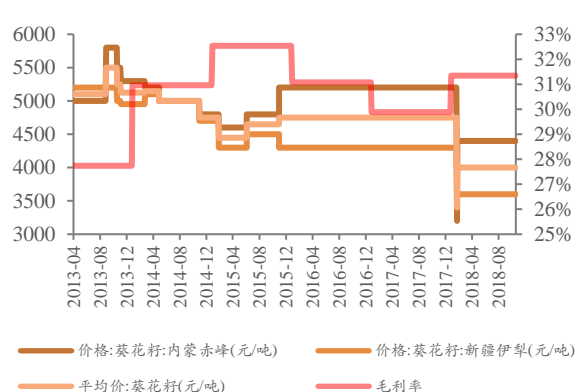
**原材料价格波动，是毛利率的决定因素：**我国是向日葵生产大国，播种面积居世界第六位，2017年全国葵花籽产量合计312万吨，为历史高位，同比增长4.3%。2008年之前我国葵花籽受气候和种植技术的限制产量波动较大，增长不稳定；2008年之后葵花籽产量受需求拉动开始稳定增长，2007-2017年间实现产量翻番，整体维持低速稳定增长，为瓜子行业发展提供支持。从价格端来看，我国葵花籽平均价格呈现逐步下降的态势，但在下降的过程中波动仍然较大，原材料波动也对公司的毛利率产生直接的影响，如2013年原材料价格上涨使得毛利率下滑至27.74%，2016和2017年公司毛利率再次下降也是受原材料价格上涨影响，所以缓冲原材料价格波动对毛利率的影响是公司业绩稳定增长的重要基础。

**图表15. 葵花籽产量低速稳定增长**



资料来源：Wind、广证恒生

**图表16. 葵花籽价格波动影响毛利率**



资料来源：Wind、广证恒生

**采购全区域覆盖，多渠道确保原材料供给：**公司作为全国最大的瓜子生产企业，一直致力于解决原材料采购和种植对公司业绩波动的影响。采购端公司建立了行之有效的采购管理体系，培养了一支专家型的采购队伍，建立了覆盖全国所有原料种植主产区的采购网络，采购区域扩大到新疆、黑龙江、辽宁等多个区域，做到只要产葵花籽的地方就有公司的采购，确保采购网络的不断优化，实现多渠道多品种的原材供给。

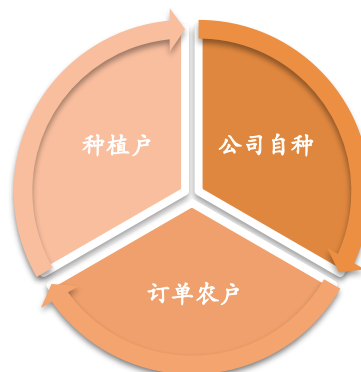
**从选种到种植，强化原材料掌控力：**为了提升对原材料品质和价格的掌控力，公司的原材料采购采用“公司自种+订单农业+种植户”的模式，既保障原材料的来源，又提高当地农民收入。**1) 公司自种：**公司通过改良种子和建设种植基地参与上游种植，公司在新疆、甘肃、内蒙古等均设有葵花籽种植园，把控原材料质量，并在种植基地附近设立加工厂，降低运输成本，平滑原材料波动对公司成本的影响。**2) 订单农户：**公司通过与农户合作确保产品质量的基础上，锁定收购价格和数量，作物成熟后以约定协议收购，既保证了公司原材料的供给又使得农户收入稳定可持续。**3) 种植户：**采购全区域覆盖，做到只要产葵花籽的地方就有公司的采购。另外公司成立华葵贸易公司，拓展原材料贸易业务，盘活原材料供给产业链。

**图表17. 公司在多个主产区建立购销公司**



资料来源：公司公告、广证恒生

**图表18. 多途径解决材料限制**



资料来源：公司公告、广证恒生

**升级原材料品质，强化领先优势：**公司在创立初期便通过不断研发和实验，研发出 HK306 瓜子品种，将瓜子亩产从 150 斤提升到 450 斤左右，且具有高产、耐寒、反季节种植等多种特殊属性，也使得洽洽在原材料端掌握核心技术。2016 年公司又一次对红袋瓜子进行了升级，从原料、生产工艺、外包装等多方面进行产品优化，特别是在原材料端选用果质更为饱满、优品率更高的品质，以此提升公司的产品竞争力和消费者体验。

## 2.2 严控坚果来源，攻克贮藏加工难关

**严控八大原材料来源，确保产品品质：**洽洽每日坚果中包含巴旦木仁、腰果仁、核桃仁和榛子仁四大果仁和蔓越莓干、蓝莓干、红枣片和葡萄干四大果干，产品原料产地来自 3 大洲 6 大国，产品颗粒饱满、品质上乘，坚持从国外农场直接采购进口，以高标准、高品质严控原材料来源和生产。

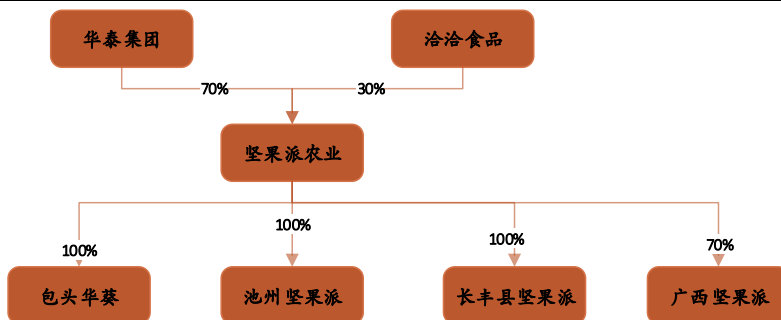
图表19. 每日坚果八大原材料



资料来源：公司官网、广证恒生

**合作种植，着力实现原材料自供：**公司 2013 年成立广西坚果派农业有限公司，以收购、种植夏威夷果为主要业务，2014 年成立的池州坚果派农业，以收购、种植碧根果为主要业务，2018 年成立长丰县坚果派农业，在公司大本营安徽省发展坚果种植，借鉴瓜子上游种植的经验积极开展坚果种植，降低原材料成本和原材料垄断的风险。2014 年成立坚果派公司统一实施对树坚果子公司的投资管理，公司目前持有坚果派农业 30% 的股权，坚果派农业树坚果生产种植将优先供应公司需求。坚果派农业目前自营碧根果基地 3000 亩，自营澳洲坚果基地 3000 亩，合作开发碧根果基地 13000 亩，共 19000 亩，是目前国内拥有碧根果农场面积最大的公司之一，并逐步形成了澳洲坚果、碧根果种植为中心，以种植资源、育苗、原料收购和加工为核心业务的现代化示范基地，为后续公司实现原材料自供，打破国外原材料垄断提供支持。

图表20. 坚果派农业股权结构



资料来源：企查查、广证恒生

**攻克技术难题，产品品质更优：**公司的坚果原材料是采购后自行加工和分装的，相较于直接分装，对于产品的贮藏和加工要求较高，公司积极在该领域进行技术研发和更新，其中《干坚果贮藏与加工保质关键技术及产业化》获得国家科学技术进步奖二等奖，这也使得公司的每日坚果产品相较于其他产品果粒更加饱满新鲜。

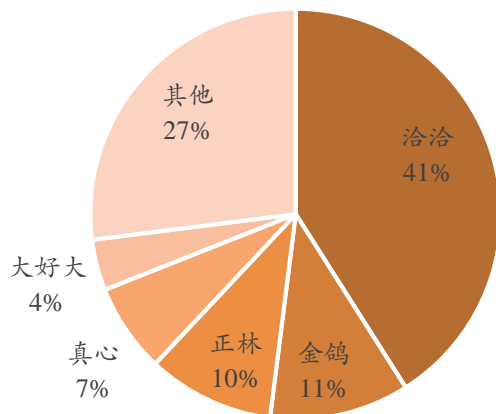
### 3.产品端：瓜子挖掘成长新机会，坚果借每日坚果突围

#### 3.1 蓝袋接档红袋增长，产品创新焕新机

**“变炒为煮”，借红袋成为行业霸主：**公司在竞争激烈的瓜子炒货市场中率先在加工端“变炒为煮”，以“百煮入味”为特色强调好吃和不上火，走出差异化突围的路线。并且公司开发并建成了国内第一条坚果炒货机械化流水线，将塑料包装升级为纸塑包装，以红色为主色调突出产品特征，再叠加一系列的专利核心技术，持续创新帮助公司实现快速成长。

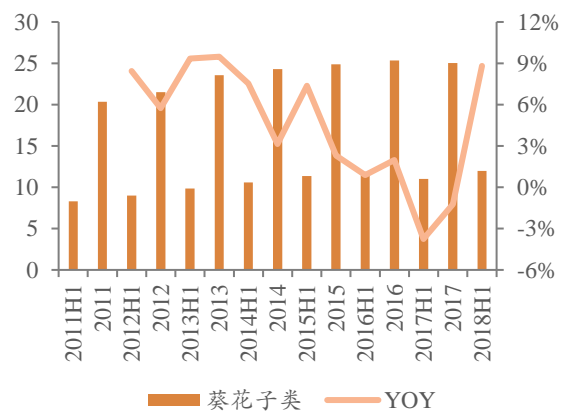
**袋装瓜子行业市占率超过40%，红袋增长遇瓶颈：**整个瓜子市场中公司是唯一销售过十亿的企业，销售收入和市场占有率均位居行业首位，但因为行业中存在着大量个体散装瓜子生产者，公司全市场占有率在10%左右；但在包装流通瓜子市场中，公司2015年收入占比便达到41%，超过2-5名市场份额之和。整个瓜子市场受坚果等产品冲击和需求增长瓶颈等因素影响规模小幅下降，公司红袋产品也受此影响收入增长放缓，2011年开始公司葵花子业务均维持个位增长，2017年出现增速下滑，公司瓜子业务增长急需破局。

图表21. 洽洽在包装流通瓜子领域市占率超过41%



资料来源：Wind、广证恒生

图表22. 葵花子业务增长遇瓶颈



资料来源：Wind、广证恒生

**丰富产品体系，挖掘“瓜子+”机会：**在传统红袋瓜子发展受限的背景下，公司通过丰富产品品类给予瓜子市场新的增长动力，1)与“我叫MT”合作推出“奇味小葵”，吸引90/00后追求新奇的消费者；2)推出以山核桃、焦糖味为代表的蓝袋系列瓜子，吸引年轻消费者，满足消费者的复合口味需求；3)开发“葵珍”、“皇葵”为代表的高端瓜子系列，满足消费者送礼或高品质的需求；4)以西瓜子和好南仁系列满足消费者除传统葵花子外对瓜子的需求。公司通过多品类的产品开发，赋予瓜子更多的使用场景、细化消费人群，带来新的增长点。

**图表23. 公司的葵花子类产品体系**

产品系列	口味
香瓜子系列	五香、凉茶、菊花、奶香、椒盐
蓝袋系列	焦糖味、山核桃味、蜂蜜黄油味、咖啡味、原味、海盐味
葵珍系列	五香、原味
原香瓜子	原香瓜子
多味瓜子	多味瓜子
西瓜子	清凉味、咸香味、奶香味
好南仁	草本味、绿茶味、抹茶味、盐焗味、原香
皇葵（专供电商）	五香味、黑糖味、山核桃味、原香味

资料来源：公司官网、广证恒生

**蓝袋瓜子推广良好，瓜子业务仍有成长空间：**公司推出的瓜子新品中蓝袋瓜子销售最为亮眼，蓝袋瓜子自 2015 年推出后迅速得到市场追捧，2016 年实现含税销售收入 2.5 亿；2017 年继续快速增长，全年实现含税收入 5.3 亿，增长翻番；截止 2018 年 8 月底，公司蓝袋系列总销售额超过 12 亿，继续维持强劲的增长。我们认为公司蓝袋系列获得市场认可主要是源于 **1) 选料出精：**蓝袋系列选择质量、口感更为上乘的葵花籽，从品质端拉开竞争力。**2) 口味出新：**原有瓜子主要是原味、五香、奶油等传统口味，洽洽率先推出焦糖、山核桃等口味，带来全新口味体验，打破消费者对于瓜子的固有认知，并赋予更多健康的价值，2016 年将口味丰富至蜂蜜黄油、咖啡、海盐等，提供更多选择，口味端形成差异化竞争能力。**3) 包装出新：**公司在蓝袋系列包装采用了蓝色、橙色等鲜艳的颜色，更加抢眼易获得消费者关注，与红袋形成产品差异性，并在包装上增加使用便利性；**4) 营销出彩：**营销层面公司更加注重与热点时事的互动，线上#洽合时懿,陪你追剧#、#陪你一起，洽游国庆#等时事话题参与度高，紧追世界杯、春节等热点，整合营销打造洽洽生态圈，获得消费者认可和参与。

**图表24. 蓝袋突围的核心因素**


资料来源：公司官网、广证恒生

**图表25. 蓝袋销售总量突破 12 亿**


资料来源：公司官微、广证恒生

**提价应对原材料，影响逐步理顺：**公司 2016 年底对红袋瓜子的原材料葵花籽进行升级调整，提升产品品质和消费者口碑，2017 年三季度基本完成传统产品调整，公司红袋产品质量普遍上升。但是原材料升级带来公司成本端压力，对利润形成了一定的压制，为了应对原材料成本上涨的压力，公司在 2018 年 7 月公司将国葵系列的香瓜子、原香瓜子和小而香西瓜子等八个品类的出厂价提升 6%到 14.5%不等，此次提价终端反应良好，提价顺畅，使得公司三季度单季度实现营业收入 10.35 亿，同比增长 13.78%，实现归母净利润 1.31 亿，同比增长 48.9%。

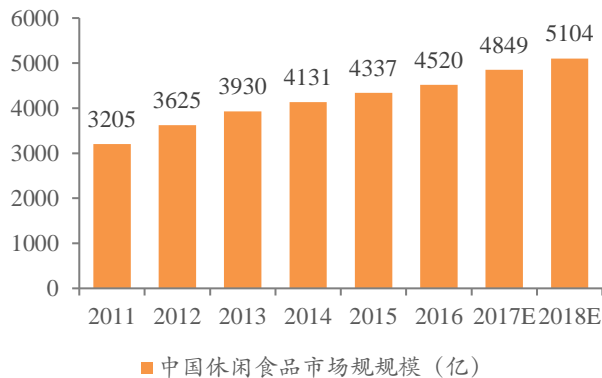
看好公司在需求挖掘和市场集中度提升趋势下新的成长机会：瓜子作为用户基础最为广阔的坚果炒货，消费者基础深厚，认知度高。但近几年随着产量受限、产品替代等因素增速放缓，在此背景下，缺乏品牌和成本优势的小企业生存难度加大，给予以洽洽为代表的龙头企业更多的市场空间。另一方面，公司在瓜子行业深耕近 20 年，熟悉消费者需求，洞悉消费者需求新方向，以蓝袋系列证明其对消费者需求挖掘能力较强，目前蓝袋主要在线上和 KA 商超等渠道销售，在小商超、杂货店等细分渠道推广仍在初期，看好公司将蓝袋打入更多渠道，持续推进市场规模提升。

### 3.2 坚果方兴未艾，每日坚果突围

#### 3.2.1 坚果成为消费新方式，多家企业入局每日坚果

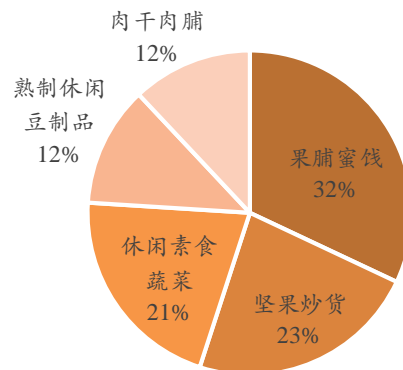
坚果炒货市场规模超千亿，人均消费量增加至 3.53Kg/人：休闲食品消费是伴随着国民经济发展和居民消费水平提升共同成长的，已经发展成为规模近 5 千亿的消费市场。根据中商产业研究院的预测，我国休闲食品市场规模从 2011 年的 3205 亿增长到 2016 年的 4520 亿，年复合增长 7%，到 2018 年总市场规模预计突破五千亿，维持稳定增长。分品类来看，休闲食品中果脯蜜饯占比 32% 为最高，坚果炒货占比约为 23%，为第二大品类。坚果炒货市场规模从 2008 年的 329 亿增加到 1214 亿，主要受居民健康消费观念的不断提升和碧根果等外来坚果消费增加的拉动。坚果市场规模提升增加的同时，我国居民人均坚果消费量也明显提升，2013-2017 年间，我国居民人均坚果消费量从 2.96Kg 增加到 3.53Kg，其中城镇居民和农村居民人均消费量分别从 3.41Kg、2.46Kg 增加至 4.27Kg 和 2.63Kg。

图表26. 我国休闲食品市场规模



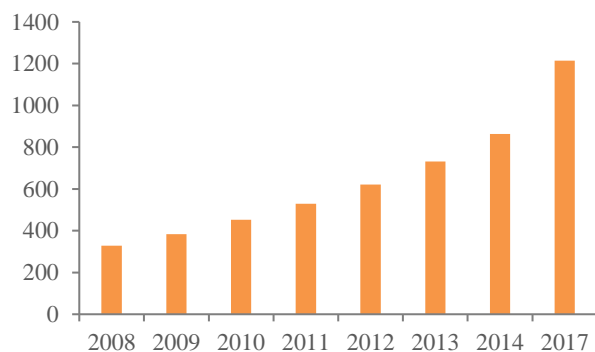
资料来源：Wind、广证恒生

图表27. 休闲食品各品类占比



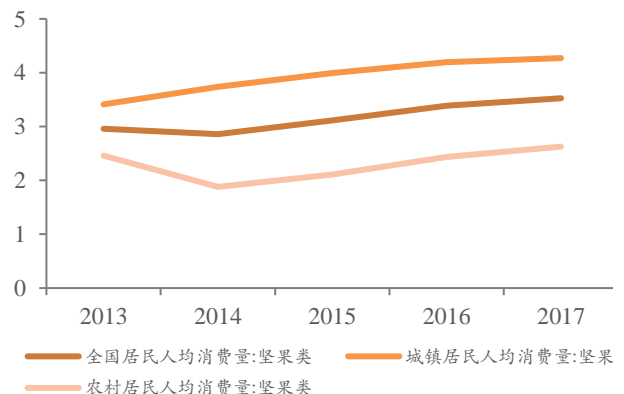
资料来源：Wind、广证恒生

图表28. 我国坚果炒货行业年度总产值



资料来源：Wind、广证恒生

图表29. 人均坚果消费量提升至 3.53Kg



资料来源：Wind、广证恒生

**坚果营养价值高，膳食宝塔建议每日摄入至少 25 克大豆及坚果：**坚果相较于日常水果、蔬菜，除基础的饱腹外还有抗衰老、抗氧化、补肾健脑等功能，主要系其中含有不饱和脂肪酸、维生素 E、花青素等营养成分，对于人体有更多的附加效用。根据《中国居民膳食指南》建议我国居民每日摄入大豆及坚果 25-35 克，坚果被指定为每日必须摄入的食品品种。我们以《膳食指南》规定的人均摄入量为基准，计算其与目前我国实际人均摄入量的差值，以此判断对应的坚果行业缺口，以低于建议值下限的 10g 和 13g 为缺口计算全国总需求缺口，分别为 16.8 万吨和 170.1 万吨；若以建议的上下限 25g 和 35g 计算，总缺口达到 783.3 万吨和 1294.3 万吨，总体来看缺口较大，留给行业较大的发展空间。

**图表30. 坚果营养价值高**

坚果	功效	营养成分
核桃	健脑益智、抗衰老、防便秘、降血糖	不饱和脂肪酸、维生素 E
碧根果	补肾健脑、补中益气	不饱和脂肪酸、蛋白质、维生素 E
开心果	治痘痘、保护视力、预防衰老	油酸、亚油酸、维生素 E、花青素、精氨酸
榛子	开胃、缓解衰老、防治动脉硬化	胡萝卜素、维生素 B1、维生素 E
腰果	补充体力、消除疲劳、抗氧化	维生素 A、脂肪、油脂、磷元素、钠元素

资料来源：百度百科、广证恒生

**图表31. 膳食宝塔建议每日摄入大豆及坚果类 25-35g**


资料来源：卫生计生委、广证恒生

**图表32. 人均摄入量敏缺口感性分析**

日均摄入量 (克/人)	年均摄入量 (克/人)	年均摄入量 差值(克/人)	摄入量缺口 (亿千克)
10	3650	120	1.68
13	4745	1215	17.01
25	9125	5595	78.33
35	12775	9245	129.43

资料来源：卫生计生委、广证恒生

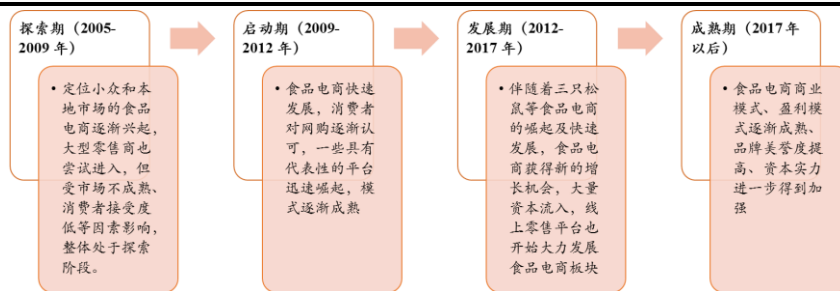
**坚果电商企业崛起带动消费者需求觉醒：**国内坚果行业发展一定程度上得益于以三只松鼠为代表的坚果电商的推动。三只松鼠自 2012 年创业以来，6 年间快速成长为收入规模超 50 亿，利润规模超 2 亿的互联网电商品牌，2018 年双十一全品类日销额达到 6.82 亿，天猫单店销售额 4.51 亿，位列食品品牌销量之首。与三只松鼠共同成长的，还有百草味、良品铺子、楼兰蜜语等品牌，共同将坚果做成互联网食品第一大品类。在坚果电商出现之前，消费者的坚果消费主要集中在核桃、瓜子、开心果等原产地在中国的坚果品类，各大坚果电商将碧根果、夏威夷等国外坚果品类引进，既满足了坚果摄入需求又使得消费者品类扩张。并且坚果单次消费价格高、重量大、可选品类多、便于运输等属性与网购契合性高，两者结合实现坚果品类在互联网领域的快速成长，伴随着网购发展也使得消费者对坚果的购买频次增加和消费金额提升。目前正处以坚果电商为代表的食品电商的成熟期，各企业商业模式、盈利模式逐渐成熟，品牌美誉度提高，资本实力进一步得到加强。

图表33. 三只松鼠发展历程



资料来源：三只松鼠官网、广证恒生

图表34. 食品电商发展历程



资料来源：公司公告、广证恒生

**以沃隆为代表的每日坚果受消费者热捧：**每日坚果最早是在2015年由沃隆研发上市的，市场发展仅3年的时间便有洽洽、中粮、三只松鼠、百草味等数十家公司上市相关产品，市场快速扩张，以沃隆为代表的每日坚果受到消费者热捧，叠加整个坚果炒货行业的快速成长，每日坚果正处快速成长期。其中沃隆2017年双十一销量超过3000万，2018年双十一销售量便突破6000万，销量快速增长。

**科学配比营养价值一步到位：**每日坚果以人体每天膳食所需25-35g大豆及坚果类食物为指导标准，优选多种果仁和果干搭配，经过科学配比和营养均衡，口感较好，一般为25g，既控制了坚果摄入量又可补充多种营养物质，如洽洽的八种果仁果干搭配中富含膳食纤维、维生素E、镁、铁等营养物质。

图表35. 各大品牌每日坚果配料

品牌	配料	品牌	配料	品牌	配料
沃隆	扁桃仁	良品铺子	腰果	百草味	巴旦木
	腰果		核桃仁		腰果
	核桃仁		蔓越莓干		核桃仁
	蔓越莓干		蓝莓干		蔓越莓干
	蓝莓干		榛子仁		榛子仁
	榛子仁		开心果仁		汤姆逊葡萄干
洽洽	巴旦木仁	三只松鼠	提子干	中粮	开心果仁
	腰果仁		开心果仁		蓝莓干
	核桃仁		巴旦木		核桃仁
	榛子仁		扁桃仁		红提干
	蔓越莓干		腰果仁		扁桃仁
	蓝莓干		榛子仁		腰果
红枣片	夏威夷果仁		榛子仁		

	葡萄干		蓝莓干		夏威夷果仁
	黑加仑葡萄干		蔓越莓干		蓝莓干

资料来源：京东、广证恒生

### 3.2.2 每日坚果销售良好，坚果系列新品丰富产品品类

**精选八种果干，兼顾营养和美味：**2017年5月公司推出“每日坚果”黄袋系列，正式进军每日坚果领域，2017年仅8个月的销售便实现1.6亿的含税收入，坚果业务整体收入也达到2.47亿，2018年上半年坚果品类实现收入2亿元，每日坚果贡献收入1.8亿元以上，销售状况良好。公司“每日坚果”产品中包含四种坚果（巴旦木、腰果、核桃仁和榛子仁）和四种果干（蔓越莓干、红枣干、葡萄干和蓝莓干），经由营养专家精心选择和合理搭配，种类丰富且营养价值高，富含膳食纤维、维生素E、铁、镁等。产品定价在4-5元/袋，处在目前市场“每日坚果”定位的主流价格带，消费者接受度高。

**图表36. 每日坚果八大原材料**

产品	产地	优势
核桃仁	陕西	浅金色果仁 个大肥厚 香脆可口
榛子仁	土耳其	甄选果仁 肥白而圆 四大坚果之一
蓝莓干	智利	舔海风而生 果肉精致甜美 小身材有大能量
葡萄干	新疆	自然晾干 营养丰富 肉质软糯 味道香甜适口
红枣片	新疆	肉质紧致清爽 甘甜如蜜
蔓越莓干	北美	特有的酸甜口感 味道醇正 清新爽口
巴旦木仁	美国	生长期长 香脆饱满 口感更佳
腰果仁	越南	味道甘甜 果香馥郁

资料来源：公司官网、广证恒生

**“山药脆片”新装上市，聚焦健康新零食：**公司2017年7月份推出“奇味小脆”山药脆片，顺应健康零食的新风尚；2018年3月山药脆片更新产品和包装之后重新上市，产品端以新鲜的铁棍山药入料，通过打浆制作的方式再经过切片挤压后制作而成，最大程度上保证产品的薄脆甘香；并且在产品包装上主打充气包装，对标传统薯片市场，整体销售状况良好，是公司重点推荐的产品。

**率先推出坚果乳“坚果先生”，开创新领域占领行业先机：**随着消费者健康意识的觉醒和对坚果品类的需求不断增长，公司今年3月顺势推出“坚果先生”坚果乳饮品，实现坚果从“吃”到“喝”的全新升级。坚果乳是公司开创的全新品类，抢占细分领域蓝海机会，强化“坚果乳=坚果先生”的用户认知，开创全新产品领域抢占市场先机。在产品端坚果先生挑选优质核桃、巴旦木、榛子、腰果、开心果、夏威夷果、葵花籽和南瓜籽八种坚果进行专业配比，满足消费者“营养均衡”的诉求，并且“喝”的方式便捷性更高，4.5-5元/罐的销售价格与主流早餐饮品价格相近，消费者接受度高。

**图表37. “山药脆片”新装上市**


资料来源：公司官网、广证恒生

**图表38. 坚果先生占据坚果乳先机**


资料来源：公司官网、广证恒生

## 4.渠道端：线下王者，探索新零售

### 4.1 渠道精耕，发挥线下渠道最大势能

**渠道精耕+县乡突破，持续强化经销队伍：**公司主要销售模式是通过经销商经销销售，目前建立了覆盖国内大中型城市的全国性销售网络，终端掌握能力强，市场反应速度快，销售渠道稳定通畅；公司通过“渠道精耕”和“县乡突破”渠道深耕拓展效果显著。“渠道精耕”层面，公司采用客户分级管理不断改善经销商管理，优化客户结构，提升客户质量，重点扶持优质客户，充分发挥经销商的力量和网络，借此公司形成了拥有超过 40 万线下终端的销售网络，持续推进城市紧跟，覆盖范围进一步扩大，实现除港澳之外各省市全覆盖，特别是在 KA 和便利店渠道覆盖率较高，是公司的优势渠道。“县乡突破”层面，公司扶持县级及弱势区域的经销商，帮助中小经销商做大做强，建立了从中心城市到县乡（镇）全覆盖的销售网络，是坚果炒货行业线下渠道网络最为完善的企业。

**与中石化四川销售公司合作，助推西南市场销售：**2018 年 11 月，公司与中石化四川销售公司签订合作协议，成立合资子公司，借助中石化四川公司在四川等西南区域的品牌优势、地域优势和渠道优势开展公司新品每日坚果、山药脆片等销售推广，有助于帮助公司新品在四川快速打开销售通路，为公司新品推广奠定基础。

**开发特通渠道，满足差异化需求：**公司 2015 年成立定制部，用于开发特通新渠道，挖掘母婴店、水果店、KTV、健身房、蛋糕店等创新渠道，实现客户需求的定制化，满足差异化需求，并与电商公司一起积极开发团购渠道，挖掘更多直接的客户需求，丰富洽洽产品的销售渠道和消费场景。

图表39. 公司形成了强大的国内销售网络

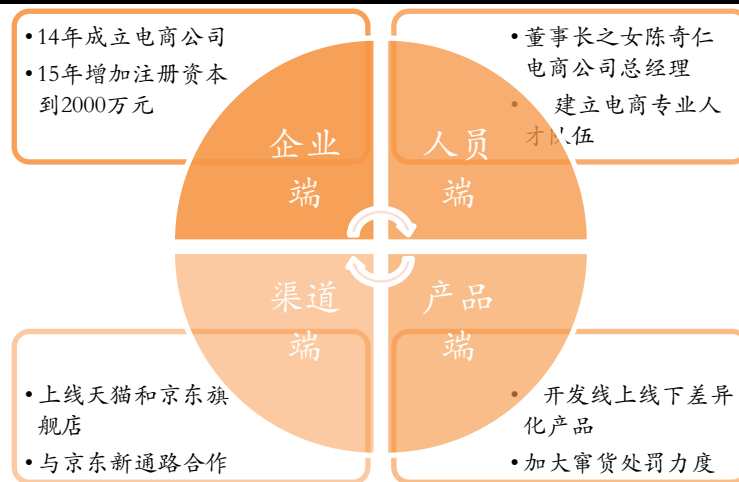


资料来源：公司官网、广证恒生

### 4.2 入局电商销售，自建物流园蓄势待发

**多维度打造电商渠道，助力线上业务推进：**公司 2014 年开始从多个维度推进电商业务发展，**企业端：**2014 年成立电商公司、2015 年增加电商公司注册资本到 2000 万元；**人员端：**2015 年董事长之女陈奇进入上市公司任职，担任电商公司总经理，全面推进电商业务发展，积极培养及引进电商人才，建立电商专业人才队伍；**产品端：**开发大量线上线下差别化产品，加大窜货处罚力度；**渠道端：**上线天猫和京东旗舰店，店铺粉丝过万，2016 年与京东新通路合作，开发线上线下 B2B 新零售渠道。

图表40. 公司从多维度推进电商业务发展



资料来源：公司公告、广证恒生

**线上大数据捕捉用户行为，指导下销售实现有效互动：**洽洽作为线下王者，直接参与线上竞争推翻原有竞争格局的难度较大，但线上渠道对于以线下分销为主的洽洽来说，更大的价值在于打破原有依赖经销商订货销售，而无法直达消费者，直接了解消费者需求的被动局面。线上的销售情况和消费者反馈是企业很好的业务指引方向，使得资源更加精准的投放，实现线上线下有效互动，打破两者的间隔，以新零售的理念推动线下销售，拉动公司业务增长。

**自建物流园和坚果分厂，提升线上业务竞争力：**若要达到线上线下两者互相支持，良性互动的要求，需有一定的线上销售规模。为了加快电商业务发展，公司建立了电商物流中心和坚果分厂，解决线上物流和差异化产品的需求；其中电商物流中心投资 1.46 亿元，建设完成后将形成年完成 B2C 业务 3600 万单、B2B 业务 1800 万箱的规模；坚果分厂投资 2 亿元，建设完成后可生产高档坚果系列产品 3000 吨，豆类系列产品 25000 吨，茶瓜子系列产品 6000 吨；既解决了电商产业整体的协调问题，又极大丰富企业产品的种类，为线上市场扩张提供有利支撑。截止 2018 年 6 月底，物流中心项目建设完成 36%，坚果分厂建设完成 32%，项目正在顺利推进中。

图表41. 公司两大项目支持电商业务发展

项目	投资金额	项目建设内容	核心目的	建设进度
电商物流中心	14,607.15 万	新建电商仓库 6000 m <sup>2</sup> 、分拣配送中心 6000 m <sup>2</sup> 及发货平台。项目建设完成后形成年完成 B2C 业务 3600 万单、B2B 业务 1800 万箱的规模	解决电商产业整体的协调的问题，为后期快速发展提供保障	35.59%
坚果分厂	20,081.36 万	新增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。项目建成后年可生产高档坚果系列产品 3000 吨，豆类系列产品 25000 吨，茶瓜子系列产品 6000 吨。	满足市场扩张和电子商务线上销售模式的需求	31.95%

资料来源：公司公告、广证恒生

### 4.3 远销全球，销地建厂加大海外建设

**畅销 43 个国家地区，海外知名的民族品牌：**海外一直是洽洽战略上重要的销售阵地，经过多年的海外市场开拓，公司已经建立了区域分布合理的外销网络，与国外多个具有丰富销售经验的经销商客户建立了合作关系，产品远销 43 个国家和地区，是出口国家最多、出口区域最广的民族品牌之一，2017 年新年期间更是登陆纽约时代广场 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，打造了极强的海外品牌知名度。

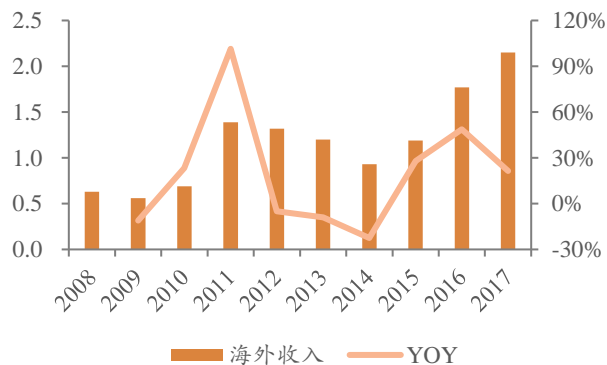
图表42. 公司的海外销售网络



资料来源：公司官网、广证恒生

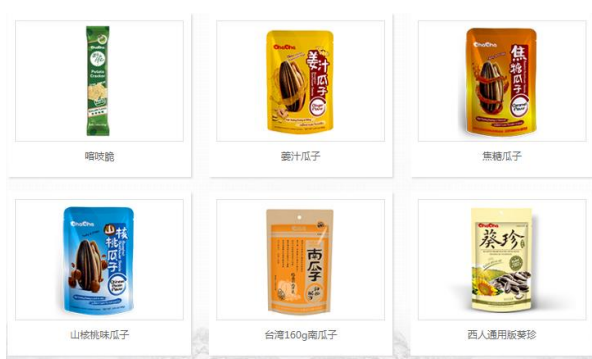
**海外建厂，本土化战略落地：**公司成立上海奥通国际贸易有限公司，专门处理洽洽食品的各项进出口业务，公司的海外发展立足将海外市场细分并进行分级管理，打造本土化销售团队，配合客户深入服务终端，用全球化视野，积极开发新市场，配合贸易型区域代理商，完成洽洽品牌及产品形象在当地华人区域的全方位渗透。2017 年更是成立泰国子公司，在泰国洛加纳大城工业园区建立生产厂区，实现了在海外建厂，就近提供海外市场的消费需求，泰国是公司国外重要的销售地，产品经常供不应求，销地建厂减少了供应半径和物流成本，贯彻新鲜战略。另一方面，公司在产品端开发了符合当地居民口味的产品，顺应不同的口味需求，带动海外销售。公司海外业务 2017 年实现 2.15 亿的收入，占总收入的 5.98%，同比增长 21.58%，海外区域在公司的战略地位不断提升。

图表43. 公司海外收入达到 2.15 亿



资料来源：Wind、广证恒生

图表44. 公司部分海外专供产品



资料来源：公司官网、广证恒生

## 5. 盈利预测与估值

**机制改革焕发新活力：**目前正处公司发展变革的重要阶段，公司集合内外部力量助推成长：1) 机制改革，公司在内部通过事业部改制贯彻落实阿米巴管理模式，通过双月定期业绩 PK 激发员工对市场、对消费者、对终端的快速反应，提升经营管理活力。2) 员工持股，公司从 2015 年开始筹划了三期员工持股计划，董监高和部分核心员工参与其中，通过员工持股绑定员工利益，帮助员工享受公司发展红利，提升公司积极性。3) 与战略咨询公司里斯深度合作，里斯帮助公司梳理业务，进一步清晰洽洽的战略定位，将洽洽定位为“全球领先的坚果企业”，未来将聚焦能做到行业第一第二的品类，提升公司核心竞争力。公司组织架构调整已经完成，对于管理效率的提升已经显现，未来内外部合力有望带给公司更长远的发展。

**瓜子红袋提价推动增长，蓝袋创新激活市场：**红袋产品之前受市场冲击销售下滑，但公司通过产品改进使得红袋在 17 年 9 月重回增长，又在今年 7 月对红袋多个品类出厂价提升 6%-14.5% 不等，我们预计整个红袋系列 18 年同比增长 8%，2019 和 2020 年继续维持 5% 的稳定增长。蓝袋系列自推出之后以创新的口味和全新的定位迅速受到市场热捧，在 KA 和商超等渠道推广良好，预计 2018 年全年收入 6.5 亿，2019 和 2020 年仍是蓝袋市场推广期，预计会有 25% 左右的增长。整体来看，我们预计公司葵花子业务 2018-2020 年收入分别为 27.86 亿、30.79 亿、33.72 亿，同比增长 11.3%、10.5% 和 9.5%。

**坚果业务瞄准“每日坚果”，携行业共同成长：**坚果炒货以其健康性、便捷性的特征越发受到消费者喜爱，我国人均坚果消费量从 2.96kg 增加到 3.53kg，但相较于膳食宝塔的建议至少还有超过百万吨的缺口。每日坚果的复合营养价值逐渐被认可，公司每日坚果 17 年推出当年便实现销售破亿，预计 2018-2020 年实现收入 4.7 亿、6.1 亿和 7.74 亿，带动整个坚果业务高速增长。

图表45. 公司盈利预测

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
葵花子	24.30	24.86	25.35	25.04	27.86	30.79	33.72
YOY		2.30%	1.97%	-1.22%	11.26%	10.52%	9.52%
红袋	24.3	24.9	23.4	19.7	21.38	22.47	23.47
YOY		2.30%	-6.07%	-15.46%	8.31%	5.10%	4.45%
蓝袋			2	5.3	6.48	8.32	10.25
YOY				165.00%	22.26%	28.40%	23.20%
坚果	0.06	0.21	1.08	2.47	5.42	7.05	9.03
YOY		250.0%	414.3%	128.70%	119.43%	30.07%	28.09%
黄袋				1.6	4.70	6.12	7.74
YOY					193.75%	30.21%	26.47%
其他	6.79	8.05	8.70	8.52	9.03	9.73	10.24
YOY		18.56%	8.07%	-2.07%	5.99%	7.75%	5.24%
合计	31.15	33.12	35.13	36.03	42.31	47.57	52.99
YOY		6.32%	6.07%	2.56%	17.43%	12.43%	11.39%

资料来源：公司官网、广证恒生

**盈利预测与估值：**我们预计公司 18-20 年的 EPS 分别为 0.77、0.87 和 1.07%，最新股价对应 25、22 和 18 倍估值，给予“谨慎推荐”评级。

图表46. 公司主要财务指标

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3602.74	4231.58	4758.38	5300.20
同比(%)	2.55%	17.45%	12.45%	11.39%



归属母公司净利润	319.22	388.97	441.57	541.85
同比(%)	-9.75%	21.85%	13.52%	22.71%
每股收益(元)	0.63	0.77	0.87	1.07
P/E	30.34	24.90	21.93	17.87
P/B	3.16	2.96	2.75	2.49
EV/EBITDA	3.15	15.43	13.59	11.14

资料来源：Wind、广证恒生

## 6. 风险提示

1. 食品安全风险
2. 线上销售不达预期的风险
3. 原材料价格上涨的风险



附录：公司财务预测表

资产负债表	单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	2949	3184	3465	4058
现金	234	246	406	769
应收账款	190	202	239	259
其它应收款	11	14	15	17
预付账款	92	87	84	111
存货	1069	1369	1470	1613
其他	1353	1265	1251	1290
<b>非流动资产</b>	1725	1739	1727	1668
长期投资	178	169	161	153
固定资产	1016	1056	1058	1023
无形资产	258	268	291	298
其他	274	246	219	194
<b>资产总计</b>	4674	4922	5193	5727
<b>流动负债</b>	1497	1532	1545	1713
短期借款	704	616	560	627
应付账款	333	393	423	476
其他	459	523	562	610
<b>非流动负债</b>	45	43	44	44
长期借款	0	0	0	0
其他	45	43	44	44
<b>负债合计</b>	1542	1575	1588	1757
少数股东权益	69	74	80	87
股本	507	507	507	507
资本公积	1582	1582	1582	1582
留存收益	973	1185	1436	1794
归属母公司股东权益	3062	3274	3525	3883
<b>负债和股东权益</b>	4674	4922	5193	5727

现金流量表	单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	291	368	502	526
净利润	322	389	442	542
折旧摊销	118	108	117	124
财务费用	10	36	31	27
投资损失	-40	-48	-53	-58
营运资金变动	-117	-95	-48	-123
其它	-1	-22	14	15
<b>投资活动现金流</b>	-364	-55	-65	-20
资本支出	-126	-82	-86	-60
长期投资	330	9	8	8
其他	-567	19	12	32
<b>筹资活动现金流</b>	97	-301	-277	-144
短期借款	344	-88	-56	67
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积金增加	0	0	0	0
其他	-247	-214	-221	-211
<b>现金净增加额</b>	24	12	160	362

利润表	单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	3603	4232	4758	5300
营业成本	2526	2932	3296	3621
营业税金及附加	43	50	56	62
营业费用	489	559	637	705
管理费用	210	219	242	264
财务费用	10	36	31	27
资产减值损失	6	11	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	40	48	53	58
<b>营业利润</b>	367	472	540	669
营业外收入	54	45	46	48
营业外支出	3	4	3	4
<b>利润总额</b>	417	513	583	714
所得税	95	119	135	165
<b>净利润</b>	322	394	447	549
少数股东损益	2	5	6	7
<b>归属母公司净利润</b>	319	389	442	542
EBITDA	573	657	730	865
EPS (摊薄)	0.63	0.77	0.87	1.07

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	2.6%	17.5%	12.4%	11.4%
营业利润增长率	-15.2%	28.8%	14.3%	23.9%
归属于母公司净利润增长	-9.8%	21.8%	13.5%	22.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	29.9%	30.7%	30.7%	31.7%
净利率	8.9%	9.3%	9.4%	10.4%
ROE	10.4%	12.0%	12.7%	14.3%
ROIC	9.3%	10.8%	11.5%	12.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.0%	32.0%	30.6%	30.7%
净负债比率	45.87%	39.34%	35.47%	35.87%
流动比率	1.97	2.08	2.24	2.37
速动比率	1.26	1.18	1.29	1.43
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.81	0.88	0.94	0.97
应收账款周转率	21.21	21.62	21.61	21.28
应付账款周转率	8.13	8.08	8.08	8.06
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.77	0.87	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.73	0.99	1.04
每股净资产(最新摊薄)	6.04	6.46	6.95	7.66
<b>估值比率</b>				
P/E	30.34	24.90	21.93	17.87
P/B	3.16	2.96	2.75	2.49
EV/EBITDA	3.15	15.43	13.59	11.14

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



**廣證恒生**  
GUANGZHENG HANG SENG

### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。