



002557.SZ

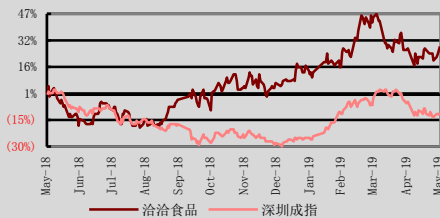
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 22.72

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	21.7	0.9	2.7	27.4
相对深证成指	(3.4)	8.5	3.7	41.9

发行股数(百万)	507
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	11,519
3个月日均交易额(人民币 百万)	171
净负债比率(%) (2019E)	-
主要股东(%)	
合肥华泰集团股份有限公司	44

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年5月30日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

86755-82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

\*王兴伟为本报告重要贡献者

# 洽洽食品

## 从瓜子到坚果, 进击的坚果炒货行业龙头

本篇洽洽食品首次覆盖深度重点对两点进行说明, 其一, 坚果炒货行业空间广阔, 集中度低, 其中树坚果人均消费量和占整体坚果消费比例有望持续提升, 是可以孕育龙头企业的好赛道; 其二, 历史上洽洽多元化数次折戟, 为什么我们认为此次向坚果方向进行品类多元化成功概率较高。

### 支撑评级的要点

- **坚果炒货行业空间广阔, 集中度低。** (1) **行业规模:** 2018年坚果炒货行业规模以上企业营收超过1,500亿, 2013-17年CAGR为8.6%, 保持较快增长; 树坚果行业整体营收规模约500亿, 剔除传统树坚果核桃后, 仍有250亿。 (2) **人均消费量:** 我们认为随着消费升级深入, 树坚果人均消费量和占整体坚果消费比例有望持续提升。国内树坚果消费量约为全球平均的2/3, 细分品类看, 除核桃外的树坚果人均消费量皆显著低于全球平均水平, 也基本低于与中国饮食习惯相近的日韩水平。 (3) **集中度:** 7家主流公司坚果炒货市场份额仅10%左右。
- **公司此次从瓜子向坚果进行品类多元化, 成功概率较高。** (1) **好赛道:** 坚果行业空间广阔, 每日坚果品类本身具备大单品潜质。 (2) **经验相通:** 向坚果领域进行品类拓展, 相比以往属于更小范围的跨界, 坚果属于坚果炒货大品类, 瓜子业务积累的原料采购、生产、营销等经验可以相通。 (3) **制度基石建立:** 董事长回归以来, 组织架构+激励机制变革, 构建新品放量的制度基石。 (4) **线下渠道优势:** 公司瓜子业务已经打造出行业领先的线下经销商渠道, 坚果品类推广可以直接使用; 相比线上, 坚果行业线下空间同样广阔, 且并没有强力竞争对手, 公司有望快速获取市场份额。 (5) **已有成功路径对比:** 总结非酒食品目前各子行业龙头企业, 乳制品伊利股份与蒙牛乳业、调味品海天味业、肉制品双汇发展, 皆是以自主生产+线下渠道模式为核心的公司。

### 估值

- 坚果炒货行业空间广阔, 洽洽作为行业龙头, 随着组织架构与激励机制变革为新品放量打下良好基础, 公司有望从瓜子向坚果成功跨界。预计2019-20年EPS为1.01\1.16元, 同比增18%\15%, 对应PE为23x\20x, 首次覆盖给予**增持**评级。

### 评级面临的主要风险

- 每日坚果增长低于预期, 葵花子消费大幅萎缩, 行业竞争进一步加剧, 原料成本大幅上涨。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	3,603	4,197	4,653	5,156	5,690
变动(%)	2.6	16.5	10.9	10.8	10.3
净利润(人民币 百万)	319	433	510	589	679
全面摊薄每股收益(人民币)	0.63	0.85	1.01	1.16	1.34
变动(%)	(9.8)	35.6	17.9	15.3	15.4
全面摊薄市盈率(倍)	36.1	26.6	22.6	19.6	17.0
价格/每股现金流量(倍)	39.3	15.4	23.6	18.5	14.4
每股现金流量(人民币)	0.58	1.47	0.96	1.23	1.58
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.9	20.4	17.1	14.8	12.9
每股股息(人民币)	0.35	0.50	0.59	0.68	0.78
股息率(%)	1.5	2.2	2.6	3.0	3.5

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



## 目录

<b>从瓜子到坚果，进击的坚果炒货行业龙头 .....</b>	<b>5</b>
坚果炒货行业龙头，葵花子贡献核心收益，坚果规模不断扩大 .....	5
发展历程：从瓜子到坚果，未来5年期待成为百亿量级公司 .....	6
股权结构：创始人有效管理公司，员工持股激励团队 .....	6
<b>坚果炒货行业空间广阔，集中度低 .....</b>	<b>7</b>
市场空间：坚果炒货消费市场广阔，其中树坚果人均消费量可提升空间较大 .....	7
集中度：坚果炒货行业集中度低，品牌产品市场份额提升空间充足 .....	11
<b>瓜子量价提升仍有足够空间，聚焦资源坚果打造未来业务主干 .....</b>	<b>14</b>
葵花子：当前业务主干，提价与结构升级促业绩回升，长期看量价皆有足够空间 .....	14
坚果：每日坚果快速增长，坚果打造未来业务主干，最可能成功的一次多元化拓展 .....	16
<b>董事长回归，组织架构+激励机制变革，构建新品放量基石 .....</b>	<b>19</b>
组织架构：调整产品绩效评估模式、推动层级扁平化、细化内部业绩PK机制 .....	19
激励机制：员工持股计划实现激励，建立利益共享机制 .....	19
变革成效：销售团队高效，人才机制灵活，重点新品持续放量 .....	21
<b>自主生产+线下渠道构成洽洽核心竞争优势 .....</b>	<b>23</b>
产品品质稳定性是消费者复购的必要条件，洽洽自主生产保障品质行业领先 .....	23
瓜子业务已经打造出行业领先的线下经销商渠道，洽洽坚果品类推广可以充分受益 .....	23
采用自主生产模式+线下渠道能力强的洽洽食品最可能在坚果行业脱颖而出 .....	25
<b>盈利预测与投资评级 .....</b>	<b>26</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>27</b>



## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 洽洽食品营业收入（2008-2018）.....	5
图表 2. 洽洽食品归母净利（2008-2018）.....	5
图表 3. 洽洽食品分业务收入占比（2018）.....	5
图表 4. 洽洽食品分业务毛利占比（2018）.....	5
图表 5. 洽洽食品发展历程.....	6
图表 6. 洽洽食品股权结构图.....	6
图表 7. 坚果炒货类产品分类.....	7
图表 8. 全国坚果炒货行业规模以上企业营收及同比增速.....	7
图表 9. 国内葵花籽行业整体营收规模.....	8
图表 10. 国内树坚果行业整体营收规模.....	8
图表 11. 国内树坚果细分行业营收规模.....	8
图表 12. 高收入经济体树坚果消费量分布（2017）.....	9
图表 13. 中等收入经济体树坚果消费量分布（2017）.....	9
图表 14. 国内树坚果消费量（2017）.....	9
图表 15. 国内树坚果消费量分布（2017）.....	9
图表 16. 全球树坚果人均消费量（2017）.....	10
图表 17. 全球巴旦木人均消费量（2017）.....	10
图表 18. 全球开心果人均消费量（2017）.....	10
图表 19. 全球腰果人均消费量（2017）.....	10
图表 20. 全球核桃人均消费量（2017）.....	10
图表 21. 部分主流公司（已上市和申请上市）坚果炒货营收规模.....	11
图表 22. 部分主流公司坚果炒货市场份额测算（方法 1）.....	11
图表 23. 部分主流公司坚果炒货市场份额测算（方法 2）.....	11
图表 24. 全行业和洽洽食品葵花子营收规模（2018）.....	12
图表 25. 每日坚果部分主要公司营收规模（2018）.....	12
图表 26. 不同品牌每日坚果产品展示.....	13
图表 27. 洽洽食品葵花子营业收入（2008-2018）.....	14
图表 28. 洽洽食品葵花子毛利率（2008-2018）.....	14
图表 29. 蓝袋葵瓜子含税销售额及同比增速.....	15
图表 30. 蓝袋葵花子占葵花子营收比例.....	15



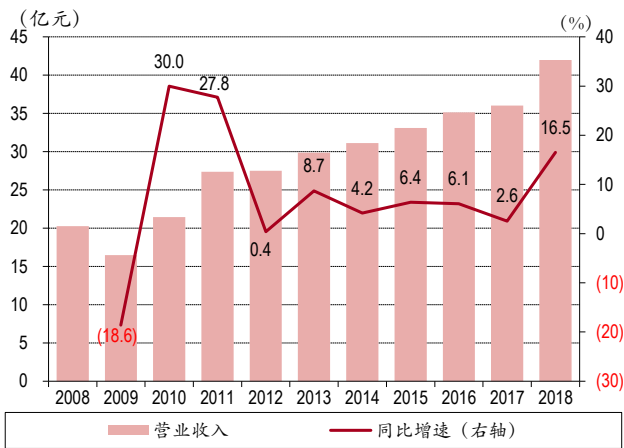
图表 31. 国内葵花籽产量及同比增速.....	15
图表 32. 国内葵花籽播种面积及同比增速.....	15
图表 33. 国内葵花籽平均价.....	16
图表 34. 洽洽葵花子毛利率与国内葵花籽平均价呈负相关.....	16
图表 35. 洽洽食品坚果类营业收入（2008-2018）.....	16
图表 36. 洽洽食品坚果类毛利率（2008-2018）.....	16
图表 37. 洽洽食品每日坚果含税销售额及同比增速.....	17
图表 38. 洽洽食品每日坚果占坚果类营收比例.....	17
图表 39. 各品牌每日坚果主要原料展示.....	17
图表 40. 三只松鼠坚果类营收规模及毛利率水平.....	18
图表 41. 好想你坚果类营收规模及毛利率水平.....	18
图表 42. 洽洽食品第 1 期与第 2 期员工持股计划年化收益率（中银国际测算）.....	20
图表 43. 洽洽食品销售人员数量与占比变化.....	21
图表 44. 洽洽食品销售人员人均薪酬与薪酬营收占比.....	21
图表 45. 公司副总经理王斌履历.....	22
图表 46. 蓝袋瓜子含税销售额及同比增速.....	22
图表 47. 小黄袋每日坚果含税销售额及同比增速.....	22
图表 48. 国内树坚果主要电商平台含税销售额（2018）.....	24
图表 49. 国内树坚果线上与线下营收规模（2018）.....	24
图表 50. 洽洽食品线下渠道发展历程.....	24
图表 51. 部分主要非酒食品上市公司线下终端数量.....	25
图表 52. 洽洽食品收入预测表.....	26
图表 53. 重点公司盈利预测与评级.....	26

## 从瓜子到坚果，进击的坚果炒货行业龙头

### 坚果炒货行业龙头，葵花子贡献核心收益，坚果规模不断扩大

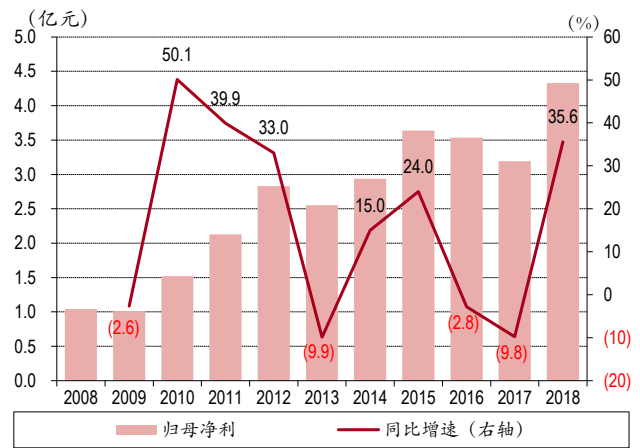
洽洽食品是国内坚果炒货行业龙头。根据我们统计，A股已上市或申请上市的公司中，洽洽食品坚果炒货规模位居第2，公司2018年实现营业收入42.0亿元，同比增16.5%，归母净利4.3亿元，同比增35.6%，公司近五年（2014-2018）营业收入\归母净利CAGR为+7.0%\+11.1%，近十年（2009-2018）营业收入\归母净利GAGR为+7.6%\+15.3%。

图表 1. 洽洽食品营业收入（2008-2018）



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

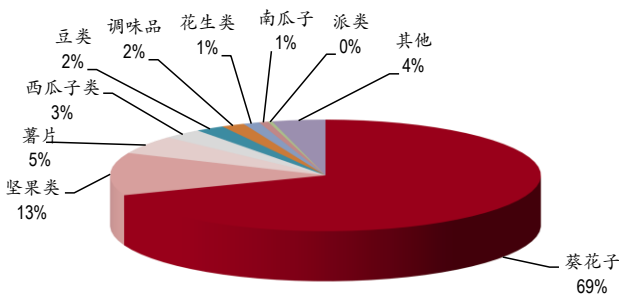
图表 2. 洽洽食品归母净利（2008-2018）



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

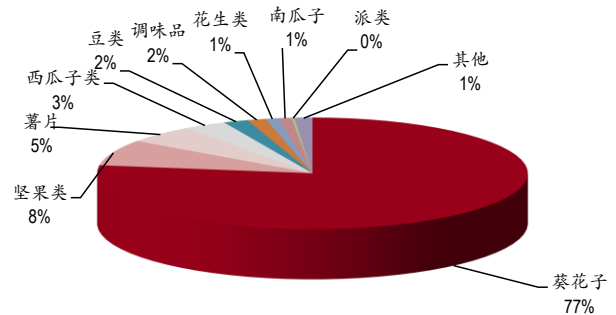
葵花子是收入与利润的核心来源，坚果规模不断扩大。2018年公司主营业务收入40.6亿元，毛利17.3亿元，毛利率31.5%，葵瓜子坚果类产品收入占比分别为67%\12%，毛利占比分别为77%\8%。2018年坚果类收入5.0亿，规模实现翻倍，同比增103%。

图表 3. 洽洽食品分业务收入占比（2018）



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 4. 洽洽食品分业务毛利占比（2018）



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

### 发展历程：从瓜子到坚果，未来 5 年期待成为百亿量级公司

1995 年，陈先保创立合肥华泰集团，生产和销售冷饮产品棒棒冰获得成功，积累下第一桶金。

1999 年，随着棒棒冰市场逐渐饱和，陈先保推动业务转向瓜子行业，推出洽洽水煮制瓜子，与传统炒制瓜子相比，具有不脏手的优点，获得市场青睐。

2001 年，洽洽食品正式成立。

2011 年 3 月，于深圳证券交易所挂牌上市。

2013 年 1 月，陈先保辞去洽洽食品总经理一职，但仍为公司实际控制人和董事长。

2015 年，陈先保回归洽洽食品，重新担任总经理，随后推动 BU 制等组织架构变革，同年公司瓜子结构升级的核心产品“蓝袋”瓜子上市。

2017 年 3 月，小黄袋每日坚果上市。

2018 年 9 月，举行 2018 年全球战略合作伙伴峰会暨里斯定位发布会，会上提出夯实瓜子主干，同时用 5 年时间将每日坚果打造成公司未来的主干，瓜子做到 60 亿体量，每日坚果做到 40 亿体量，使公司成为百亿量级公司。

图表 5. 洽洽食品发展历程

时间	内容
1999 年	洽洽推出水煮制瓜子
2001 年 8 月	洽洽食品正式成立
2011 年 3 月	深圳证券交易所挂牌上市
2015 年	进行 BU 制组织变革 洽洽“蓝袋”瓜子上市
2017 年 3 月	小黄袋每日坚果上市
2018 年 9 月	举行 2018 年全球战略合作伙伴峰会暨里斯定位发布会

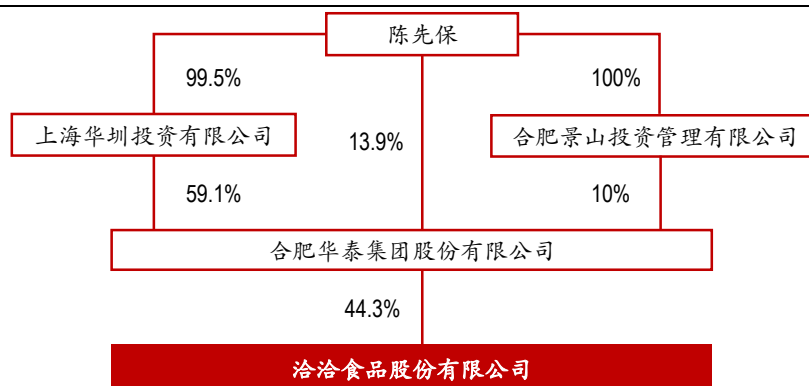
资料来源：公司公告，公司官网，维基百科，中银国际证券

### 股权结构：创始人有效管理公司，员工持股激励团队

陈先保为洽洽食品创始人，亦为公司目前实际控制人、董事长、总经理，有效管理公司。截至 2019 年 5 月 6 日，陈先保直接或间接持有合肥华泰集团 83% 股权，合肥华泰集团持有洽洽食品 44.3% 股权。

截至 2019 年 5 月 6 日，公司员工持股计划“中信证券卓越成长股票集合资产管理计划”持有洽洽食品 0.88% 股权。根据历史数据和公司规划看，员工持股计划持股通常为公司股权的 2% 左右。

图表 6. 洽洽食品股权结构图



资料来源：公司公告，中银国际证券

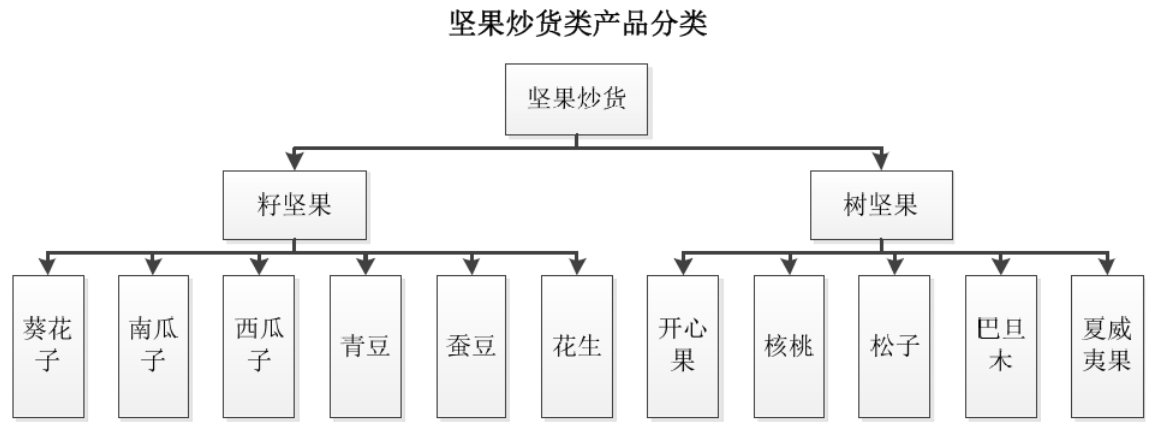
注：股权结构图信息截至 2019 年 5 月 6 日

## 坚果炒货行业空间广阔，集中度低

**市场空间：**坚果炒货消费市场广阔，其中树坚果人均消费量可提升空间较大

**定义：**坚果炒货可以大致分为籽坚果和树坚果。根据甘源食品招股书，根据原材料的不同，坚果炒货可大致分为籽坚果和树坚果两大类，籽坚果主要包括葵花子、西瓜子、南瓜子、花生、蚕豆等，树坚果主要包括巴旦木、腰果、榛子、夏威夷果、碧根果、松子、开心果、核桃、巴西果等。

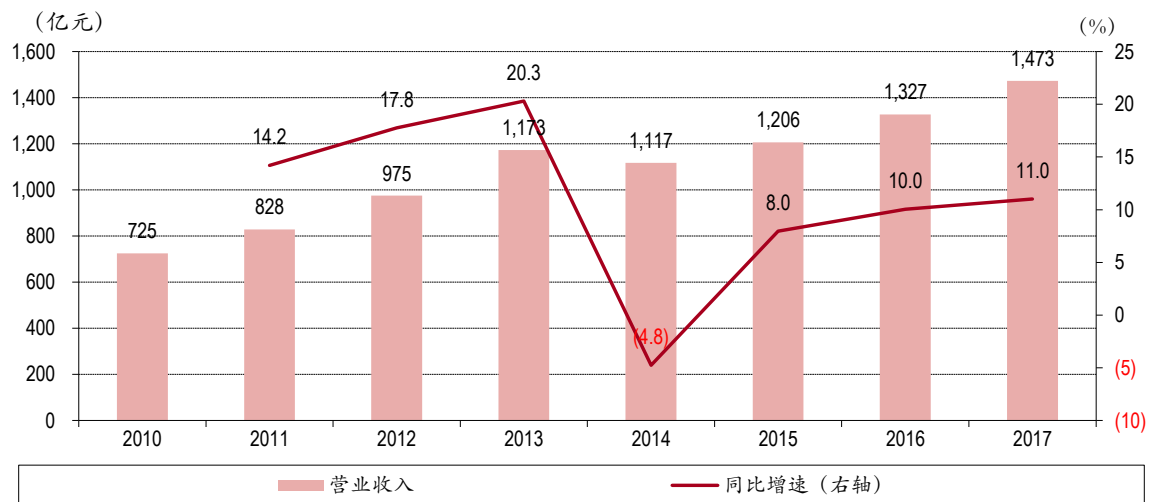
图表 7. 坚果炒货类产品分类



资料来源：甘源食品招股书，中银国际证券

**行业整体规模：**坚果炒货消费市场广阔，景气度较高。根据食品工业协会坚果炒货专业委员会数据和我们的推算，目前规模以上企业营收（年营收 3,000 万元以上）超过 1,500 亿元，近 5 年（2013-2017 年）CAGR 为 8.6%，保持较快增长。

图表 8. 全国坚果炒货行业规模以上企业营收及同比增速

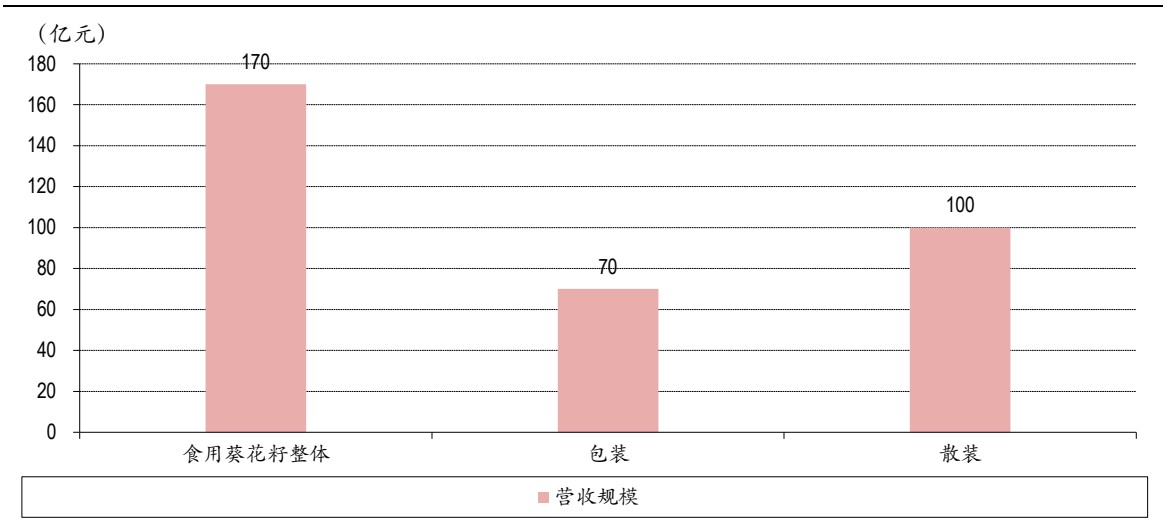


资料来源：中国食品工业协会坚果炒货专门委员会，中银国际证券



(1) **食用葵花籽：营收规模约 170 亿元。**根据中国食品工业协会坚果炒货专门委员会数据，2017 年食用葵花籽产量 152 万吨，出口量 40 万吨，则可以近似认为国内消费量为 112 万吨。结合洽洽食品 IPO 招股书、年报数据以及提价信息，我们假设 2018 年洽洽食品葵花子类产品不含税平均售价为 1.9 万元/吨，由于洽洽是葵花子行业龙头，产品享有溢价，我们再次假设食用葵花籽行业平均售价为洽洽的 80%，即 1.5 万元/吨，从而可以大致推算当前食用葵花籽行业营收规模约为 170 亿元。结合草根调研反馈，葵花籽包装与散装比例约为 4:6，即包装葵花籽营收规模约为 70 亿元，散装葵花籽约为 100 亿元。

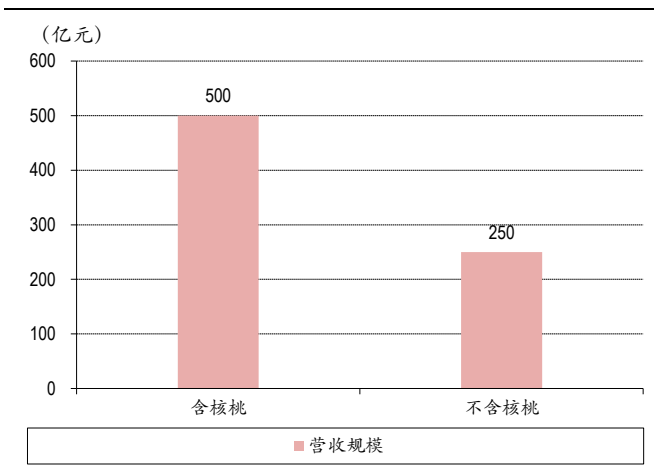
图表 9. 国内葵花籽行业整体营收规模



资料来源：中国食品工业协会坚果炒货专门委员会，公司公告，草根调研，中银国际证券

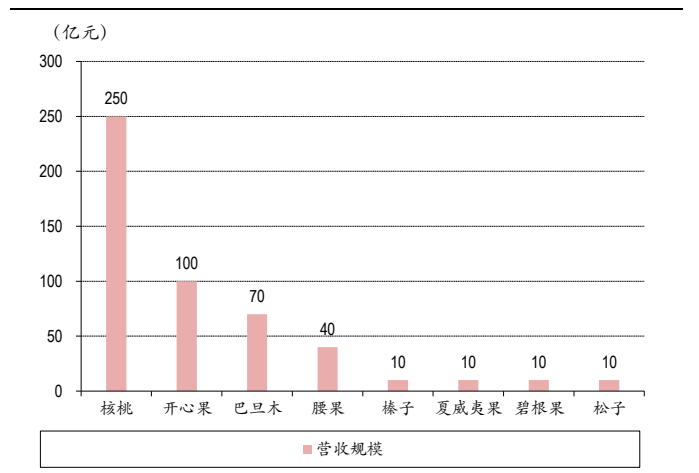
(2) **树坚果：营收规模约 500 亿元，剔除传统树坚果核桃，营收规模约 250 亿元。**根据 INC、USDA、三只松鼠公司公告数据，我们测算当前国内树坚果行业营收规模约为 500 亿元，若不考虑中国历史上就有食用习惯的核桃，树坚果行业营收规模约为 250 亿元。

图表 10. 国内树坚果行业整体营收规模



资料来源：INC，三只松鼠公告，USDA，中银国际证券

图表 11. 国内树坚果细分行业营收规模



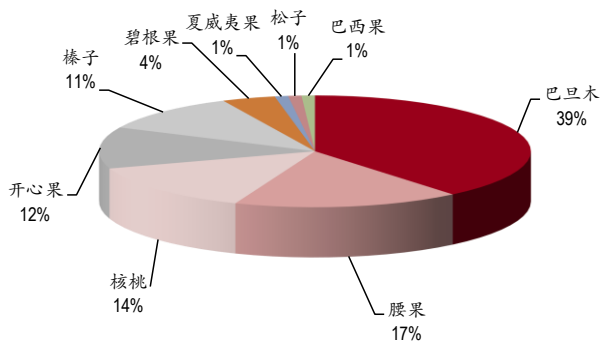
资料来源：INC，三只松鼠公告，USDA，中银国际证券

**消费结构：**全球看，树坚果消费以巴旦木、腰果、核桃、开心果为主，国内树坚果消费核桃占比遥遥领先，结构上看其他非核桃树坚果消费占比有望提升。

(1) 全球：根据 INC 数据，无论是高收入经济体还是中等收入经济体，树坚果消费皆以巴旦木、腰果、核桃、开心果为主，2017 年高收入经济体巴旦木、腰果、核桃、开心果消费占比分别为 39%、17%、14%、12%，合计 82%；中等收入经济体核桃、开心果、巴旦木、腰果占比分别为 29%、22%、20%、20%，合计 91%。

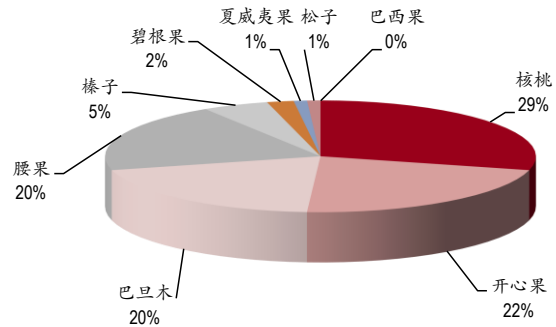
(2) 国内：根据 INC 数据，国内树坚果消费重核桃占比高达 67%，遥遥领先，接下来依次为开心果 14%、腰果 9%、巴旦木 7%。

图表 12. 高收入经济体树坚果消费量分布 (2017)



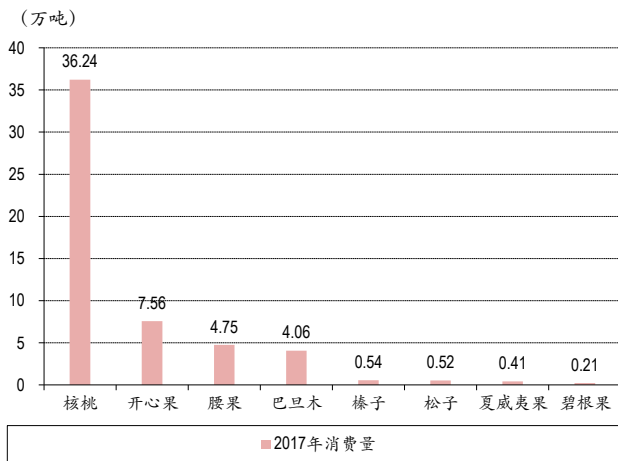
资料来源：INC，中银国际证券  
注：重量按果仁计

图表 13. 中等收入经济体树坚果消费量分布 (2017)



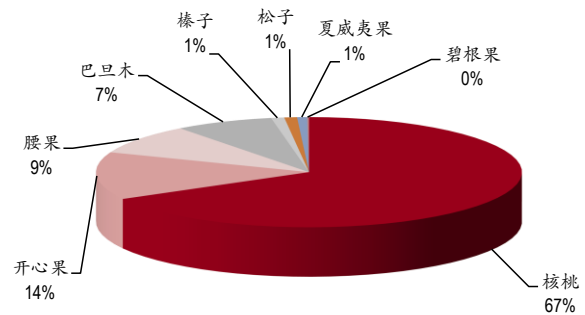
资料来源：INC，中银国际证券  
注：重量按果仁计

图表 14. 国内树坚果消费量 (2017)



资料来源：INC，中银国际证券  
注：重量按果仁计

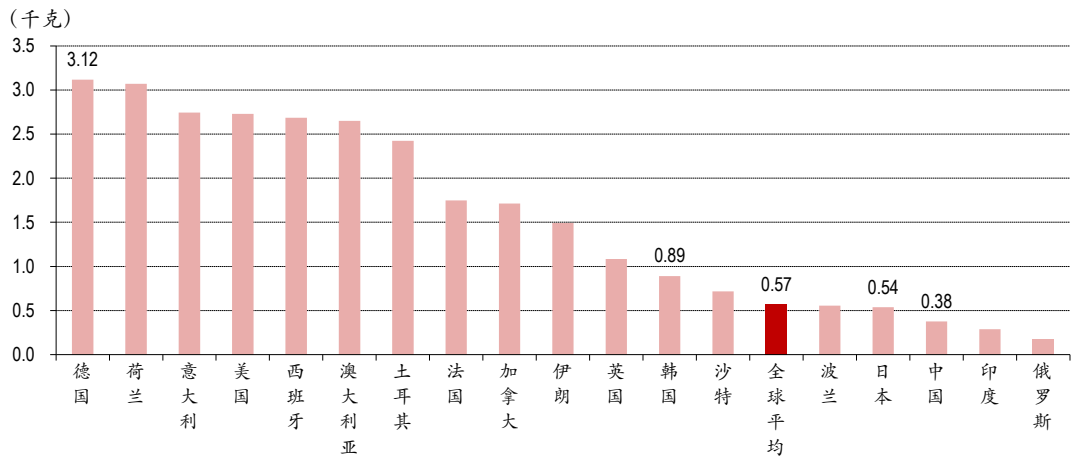
图表 15. 国内树坚果消费量分布 (2017)



资料来源：INC，中银国际证券  
注：重量按果仁计

**人均消费量：**国内树坚果人均消费量较低，随着消费升级深入，树坚果人均消费量和占整体坚果消费比例有望持续提升。根据国际坚果及干果协会 (INC) 数据，国内树坚果消费量约为全球平均的 2/3，细分品类看，核桃属于中国历史上就有食用习惯的传统树坚果，人均消费量较高，除核桃外的树坚果 (巴旦木、夏威夷果、碧根果、开心果、腰果、榛子等) 人均消费量皆显著低于全球平均水平，也基本低于与中国饮食习惯相近的日韩水平。我们认为随着消费升级深入，树坚果人均消费量和占整体坚果消费比例有望持续提升。

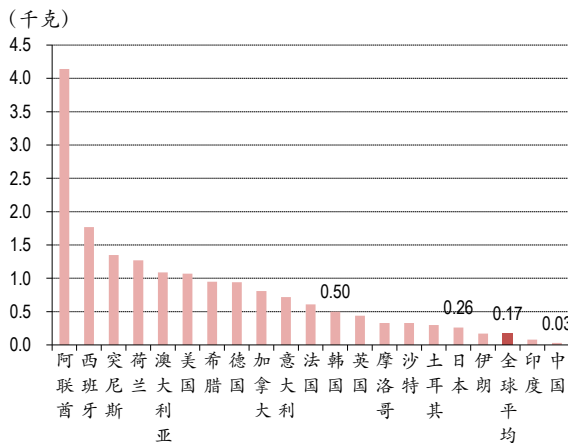
图表 16. 全球树坚果人均消费量 (2017)



资料来源: INC, 中银国际证券

注: 此处树坚果包括巴旦木、腰果、榛子、夏威夷果、碧根果、松子、开心果、核桃、巴西果; 重量按果仁计

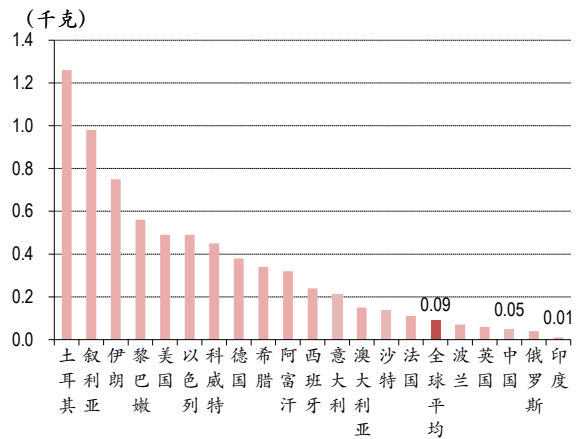
图表 17. 全球巴旦木人均消费量 (2017)



资料来源: INC, 中银国际证券

注: 重量按果仁计

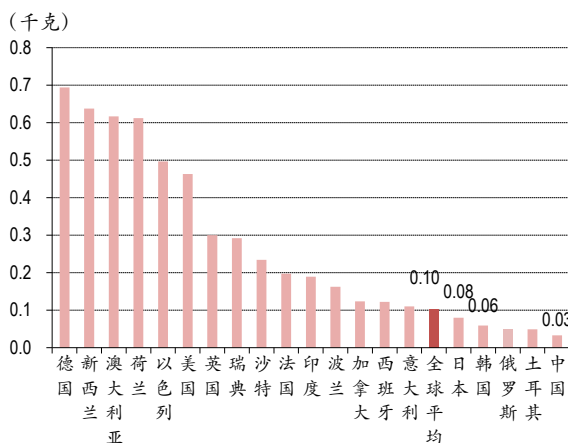
图表 18. 全球开心果人均消费量 (2017)



资料来源: INC, 中银国际证券

注: 重量按果仁计

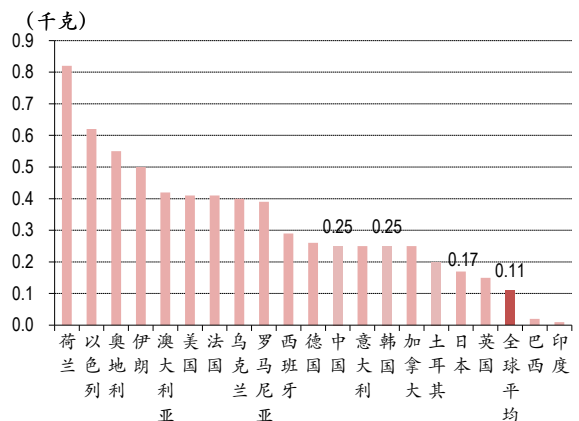
图表 19. 全球腰果人均消费量 (2017)



资料来源: INC, 中银国际证券

注: 重量按果仁计

图表 20. 全球核桃人均消费量 (2017)



资料来源: INC, 中银国际证券

注: 重量按果仁计

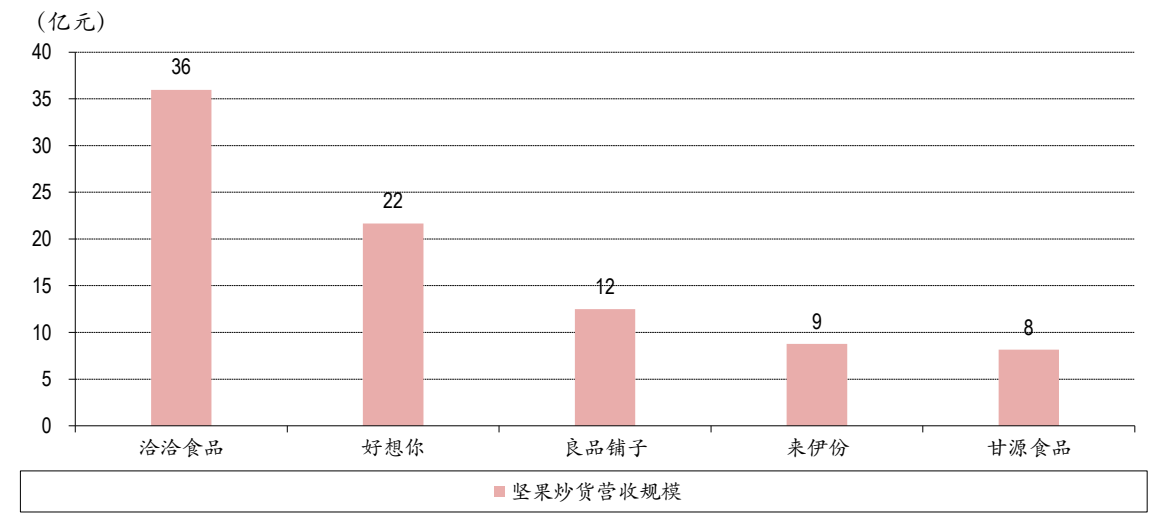
**集中度：坚果炒货行业集中度低，品牌产品市场份额提升空间充足**

**坚果炒货行业集中度低。**根据我们统计坚果炒货行业上市及申请上市的共计 7 家公司的情况，营收规模前 3 名分别为三只松鼠 (45-50 亿元，根据我们推算)、洽洽食品 (36 亿元)、好想你 (22 亿元)，其中三只松鼠和百草味以新引入的坚果产品为主，销售主要集中在线上渠道，洽洽食品以传统炒货瓜子为主，销售主要集中在线下渠道。通常已上市及申请上市公司为行业内最优秀的一批企业，我们认为可以代表行业领先梯队情况。

(1) 根据我们测算，以规模以上坚果炒货营收规模 1,500 亿元为基底：7 家主流公司市场份额仅为 10% 左右，行业集中度低。

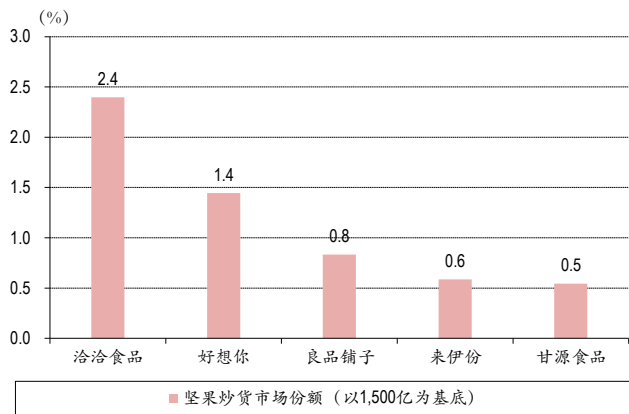
(2) 以 7 家公司主要坚果炒货产品的行业整体营收规模 670 亿元为基底 (葵花籽 170 亿+树坚果 500 亿)：7 家主流公司市场份额也只有 20% 左右。

**图表 21. 部分主流公司 (已上市和申请上市) 坚果炒货营收规模**



资料来源：公司公告，中银国际证券

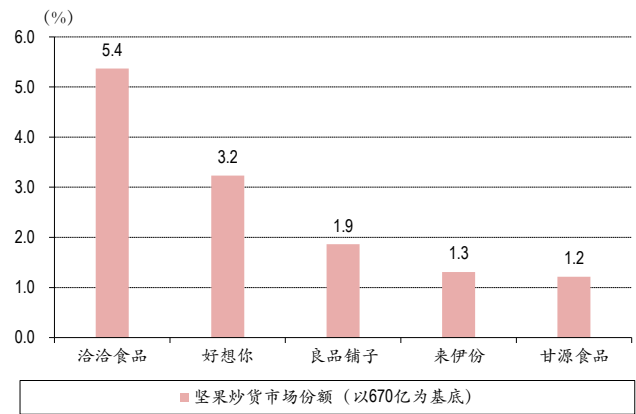
**图表 22. 部分主流公司坚果炒货市场份额测算 (方法 1)**



资料来源：公司公告，中银国际证券

注：以规模以上坚果炒货营收规模 1,500 亿元为基底

**图表 23. 部分主流公司坚果炒货市场份额测算 (方法 2)**



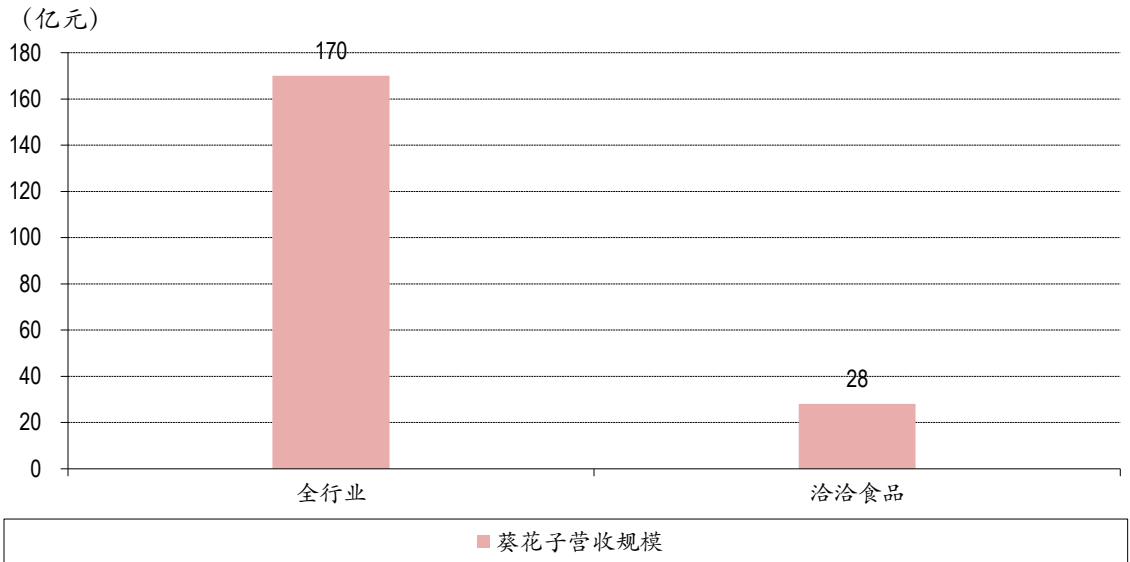
资料来源：公司公告，中银国际证券

注：以营收规模 670 亿元为基底 (葵花籽 170 亿+树坚果 500 亿)



包装葵花子行业集中度高，洽洽一马当先，但考虑散装葵花子，洽洽市场份额仍有相当提升空间。根据前文测算，包装食用葵花籽行业营收规模约为 70 亿元，行业龙头洽洽食品 28 亿元，市场份额 40-50%，一马当先，其他包装品牌包括金鸽、真心、正林、惠济、阿明、天喔、大好大等。如果考虑散装食用葵花籽的约 100 亿元营收规模，洽洽市场份额约 15-20%，仍有相当提升空间。

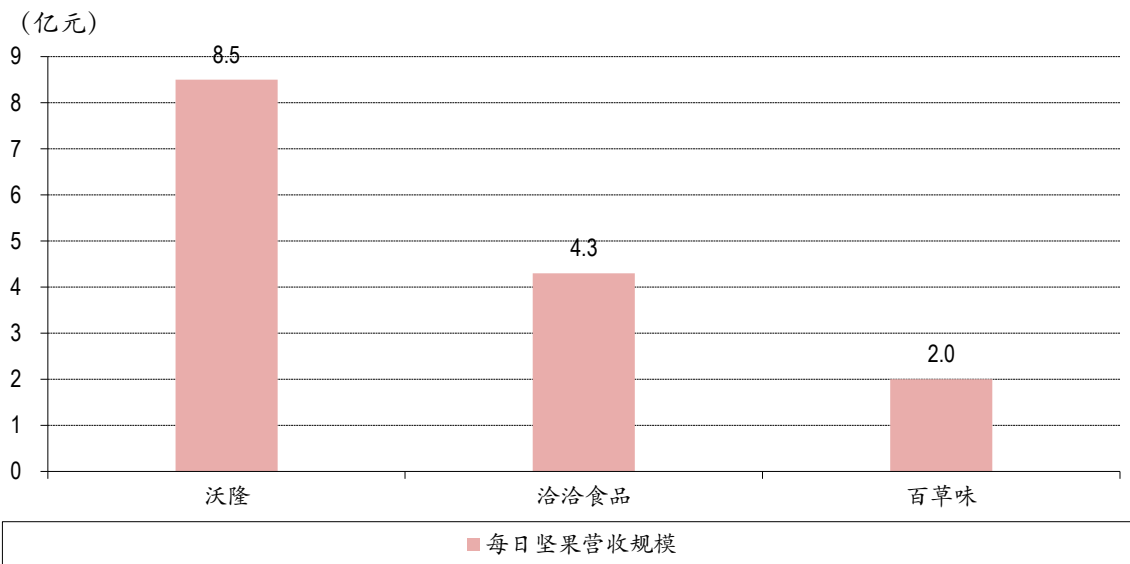
图表 24. 全行业和洽洽食品葵花子营收规模 (2018)



资料来源：公司公告，中国食品工业协会坚果炒货专门委员会，中银国际证券

每日坚果市场规模快速扩张，沃隆、洽洽、百草味暂列前 3。根据我们统计，每日坚果品类主要参与者包括沃隆、洽洽、百草味、三只松鼠、良品铺子、中粮、来伊份等，其中沃隆、洽洽、百草味 2018 年营收规模分别为 8.5、4.3、2.0 亿，暂列前 3。2018 年洽洽每日坚果规模同比翻倍，我们认为每日坚果市场规模正在快速扩张中。

图表 25. 每日坚果部分主要公司营收规模 (2018)



资料来源：公司公告，公司官网，草根调研，中银国际证券

图表 26. 不同品牌每日坚果产品展示



资料来源：天猫，中银国际证券

注：从左向右，从上向下依次为百草味、良品铺子、三只松鼠、沃隆、洽洽、华味亨、来伊份

## 瓜子量价提升仍有足够空间，聚焦资源坚果打造未来业务主干

### 葵瓜子：当前业务主干，提价与结构升级促业绩回升，长期看量价皆有足够空间

公司瓜子业务以葵瓜子为主，亦是当前公司整体的业务主干。公司瓜子业务涉及葵花子、西瓜子、南瓜子等，2018年营收分别为28.1、1.2、0.3亿元，营收占比分别为69%、3%、1%，由此可见葵花子是当前公司整体业务的主干。

**提价与结构升级促2018年葵花子业绩回升。**2018年公司葵花子营收同比增12%，毛利率达35.2%，同比提升1.7pct，业绩回升明显，我们认为主要变化在于提价和结构升级：（1）提价：2018年7月对香瓜子、原香瓜子、小而香西瓜子等8个品类的产品进行出厂价调整，提价幅度6%-14.5%不等；（2）结构升级：2018年蓝袋葵瓜子含税销售额达到7.1亿元，同比增34%，换算成不含税口径约为6.1亿元，占葵花子营收比例达22%。

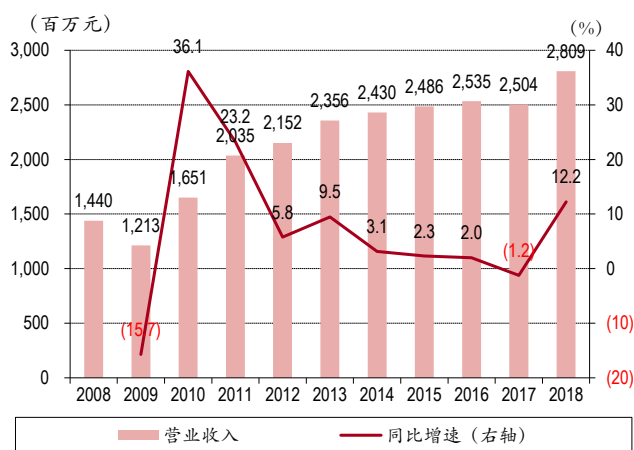
**长期看，每隔几年提价的可能性很大，高毛利蓝袋产品创新驱动结构升级，量增亦有足够空间。**

（1）公司每隔几年提价的可能性很大。根据我们前文的测算，公司葵花子产品在包装葵瓜子行业是绝对龙头，市场份额40-50%，虽然瓜子并非消费必需品，但作为龙头，公司溢价能力较强，每隔几年提价的可能性很大，历史上看公司在2011、2013以及2018年都进行过提价，提价幅度区间为6-10%。

（2）高毛利蓝袋产品创新驱动结构升级。公司2016年开始推出蓝袋高毛利产品，毛利率达42-45%。蓝袋产品不断创新，此前山核桃与焦糖口味获得成功，2019年公司新推出蓝袋海盐瓜子，渠道与终端反馈，北方市场销售情况良好。

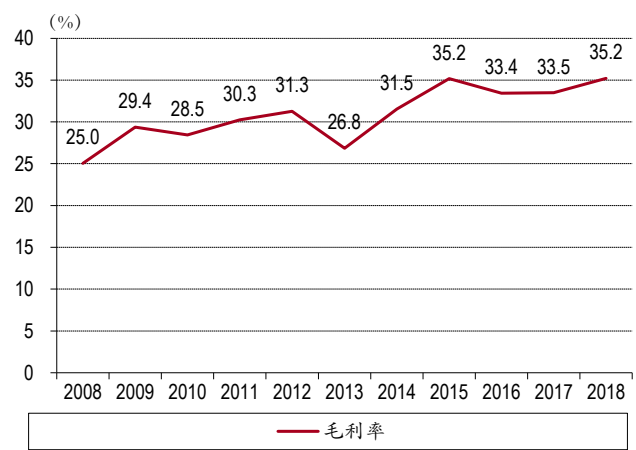
（3）葵花子整体量增仍有空间。虽然公司葵花子产品在包装葵花子行业市场份额40-50%，但由于散装葵花子规模较大，公司在全行业市场份额约15-20%，长期看，随着消费升级深化，包装有望逐步替代散装，同时考虑弱势区域进一步强化和渠道下沉，公司葵花子整体量增仍有足够空间。

图表 27. 洽洽食品葵花子营业收入（2008-2018）



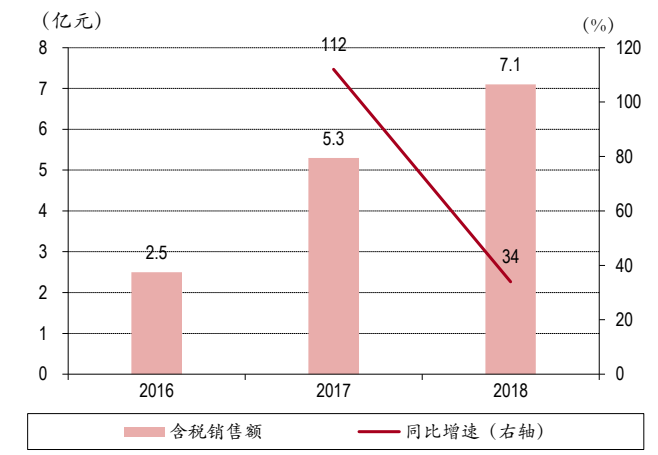
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 28. 洽洽食品葵花子毛利率（2008-2018）



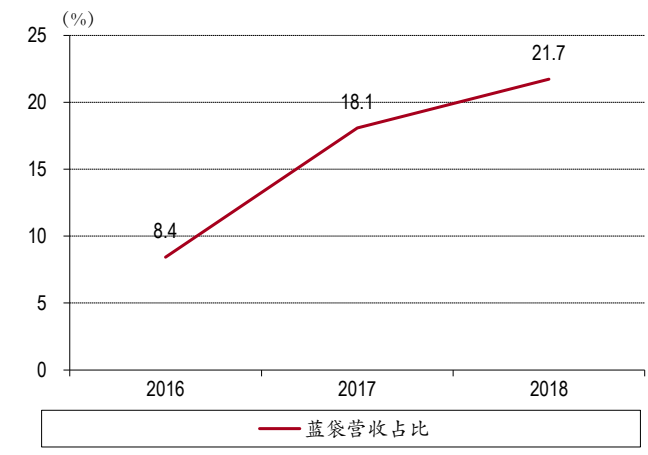
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 29. 蓝袋葵瓜子含税销售额及同比增速



资料来源：公司公告，草根调研，中银国际证券

图表 30. 蓝袋葵花子占葵花子营收比例



资料来源：公司公告，草根调研，中银国际证券

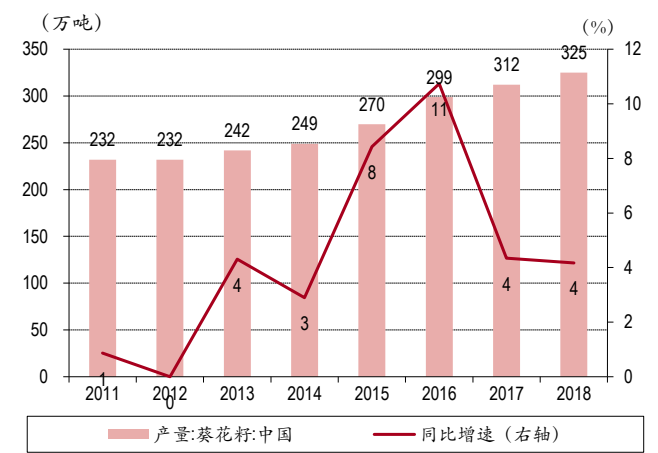
**成本端：预计 2019 年葵花籽价格基本平稳，结构升级可以驱动未来葵花子毛利率中枢逐步上行**

(1) **供给：预计 2019 年葵花籽产量将继续稳健增长，长期看葵花籽产量不会有太大波动。**根据农业部，国内葵花籽下游消费主要是压榨用、食用、饲用，消费量占比分别约为 55-60%、35-40%、5-10%。根据 USDA 数据，2018 年国内葵花籽产量 325 万吨，2011 年以来基本呈稳步增长态势，CAGR 为 4.5%。同样根据 USDA 数据，2018 年国内葵花籽播种面积 115 万公顷，2013-2014 年经历下滑后，2015-2018 年持续增长。因此我们预计 2019 年葵花籽产量将继续稳健增长，长期看葵花籽产量不会有太大波动。

(2) **需求：葵花籽需求端相对稳定，预计 2019 年葵花籽价格基本平稳。**根据中国农业部，近几年葵花籽市场需求量相对稳定，2019 年 1-4 月平均价为 4,000 元/吨，同比略降，我们预计 2019 年葵花籽价格基本平稳。

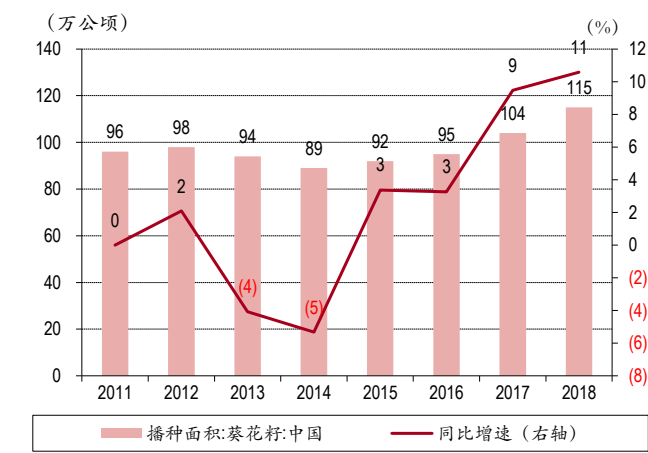
(3) **历史数据看，洽洽葵花子毛利率与国内葵花籽价格呈负相关，但我们认为结构升级可以驱动未来毛利率中枢逐步上行。**从 2013-18 年的历史数据来看，洽洽葵花子毛利率与国内葵花籽价格呈负相关，2016-17 年表现相对不明显，主要因 2016 年公司主动优化传统红袋葵瓜子原料，导致成本上升。随着蓝袋葵瓜子占比提升，我们认为结构升级可以驱动公司葵花子未来毛利率中枢逐步上行。

图表 31. 国内葵花籽产量及同比增速



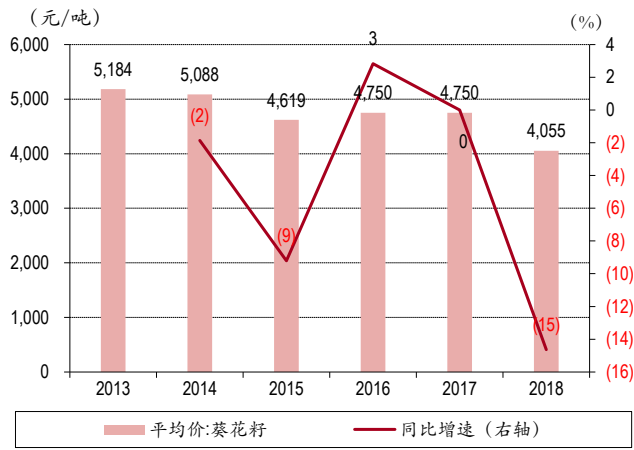
资料来源：USDA，中银国际证券

图表 32. 国内葵花籽播种面积及同比增速



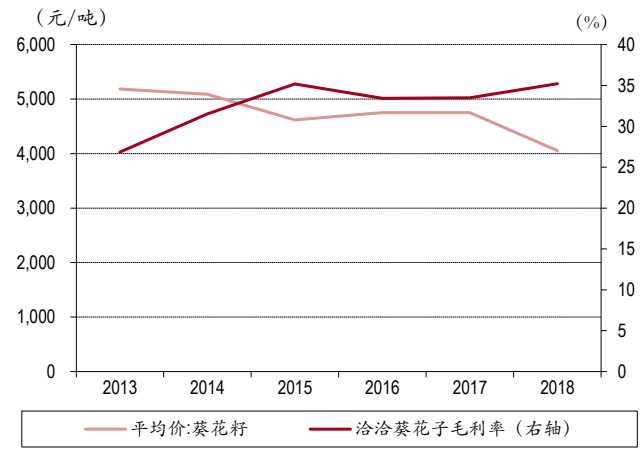
资料来源：USDA，中银国际证券

图表 33. 国内葵花籽平均价



资料来源: 农业部, 中银国际证券

图表 34. 洽洽葵花子毛利率与国内葵花籽平均价呈负相关



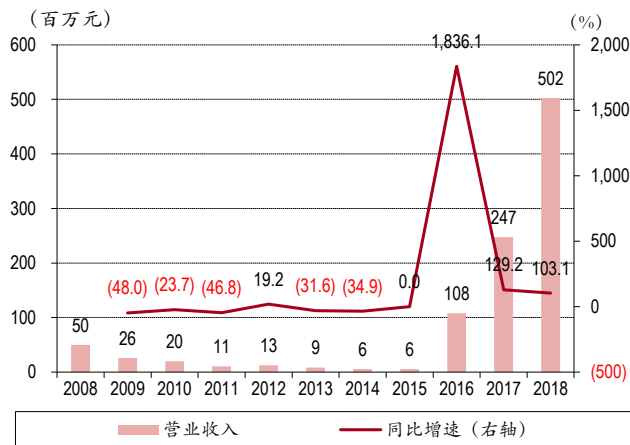
资料来源: 公司公告, 万得, 农业部, 中银国际证券

**坚果: 每日坚果快速增长, 坚果打造未来业务主干, 最可能成功的一次多元化拓展**

洽洽小黄袋每日坚果营收规模快速增长。2018 年公司坚果类营收 5.0 亿元, 同比增 103%, 其中小黄袋每日坚果含税销售额 5.0 亿元, 同比增 213%, 换算成不含税口径约为 4.3 亿元, 占坚果类营收比例达 85%。

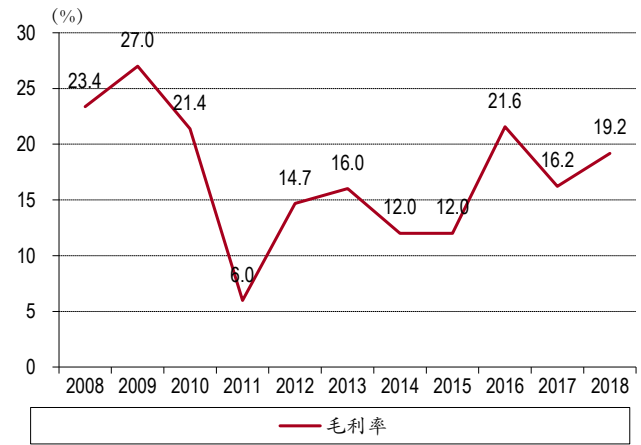
2019 年公司资源聚焦投入, 有望通过每日坚果, 逐步打造以坚果为核心的未来业务主干。相比 2018 年, 2019 年公司资源投入聚焦坚果, 小黄袋每日坚果继续拓展重点城市覆盖, 同时开发坚果礼盒和风味坚果等产品, 推动坚果产品向低线城乡下沉。

图表 35. 洽洽食品坚果类营业收入 (2008-2018)



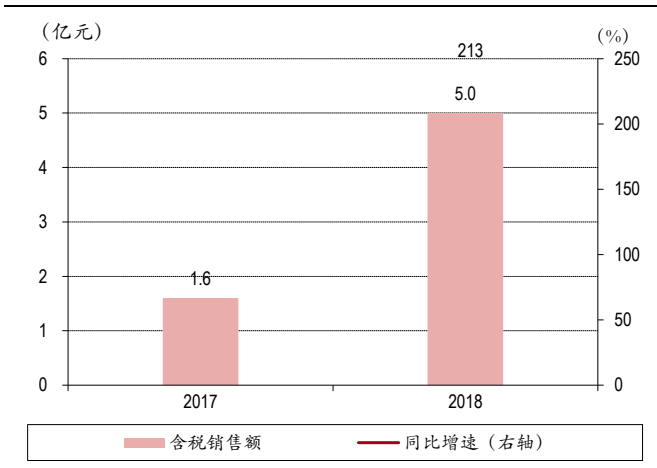
资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

图表 36. 洽洽食品坚果类毛利率 (2008-2018)



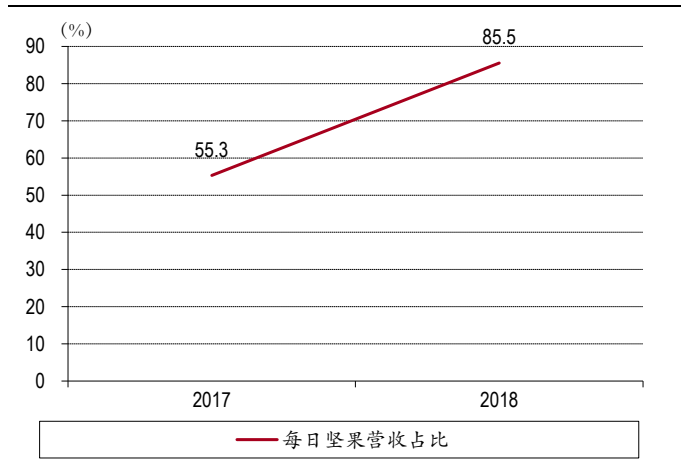
资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

图表 37. 洽洽食品每日坚果含税销售额及同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 38. 洽洽食品每日坚果占坚果类营收比例



资料来源：公司公告，中银国际证券

**成本端：中美贸易摩擦对公司坚果产品成本影响可控。**根据 USDA 数据测算，中国较为依赖从美国进口巴旦木和开心果，且其他国家难以供给足够的替代量，自美国进口的巴旦木量占中国国内消费量约 60%，开心果占约 80%，贸易摩擦导致的关税加征对这两种坚果产品成本影响显著。但公司目前坚果产品以每日坚果为主，每日坚果主要成分通常包括 3-4 种坚果和 3-4 果干，坚果以巴旦木、核桃、腰果、榛子为主流，部分也会添加少量开心果，巴旦木也仅占产品整体重量的 20-25%，成本影响可控。此外，公司每日坚果 2018 年 6 月底已提价 10% 左右。中长期看，公司大股东华泰集团已经在广西、安徽等地建设树坚果种植基地，上市公司参股 30%，部分保障原料供应。

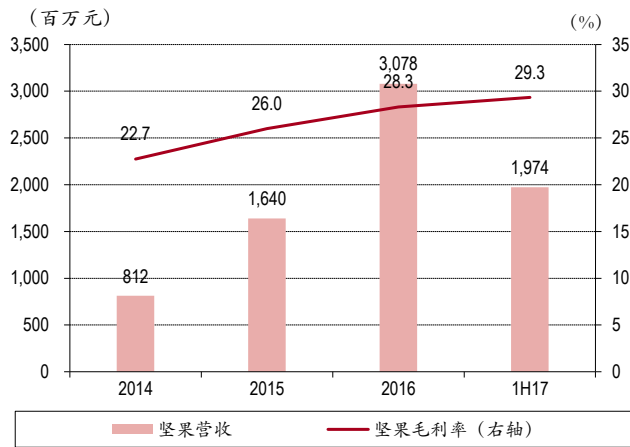
图表 39. 各品牌每日坚果主要原料展示

品牌	原料
洽洽	核桃、巴旦木、腰果、蔓越莓干、蓝莓干、红枣片
沃隆	巴旦木、核桃、腰果、榛子、黑加仑干、蓝莓干
三只松鼠	巴旦木、开心果、榛子、夏威夷果、核桃、腰果、黑加仑干、蔓越莓干、蓝莓干
百草味	巴旦木、核桃、腰果、榛子、开心果、葡萄干、蔓越莓干、蓝莓干
良品铺子	腰果、巴旦木、核桃、榛子、葡萄干、蓝莓干、蔓越莓干
华味亨	核桃、巴旦木、腰果、南瓜子、榛子、蔓越莓干、黑加仑干

资料来源：天猫，中银国际证券

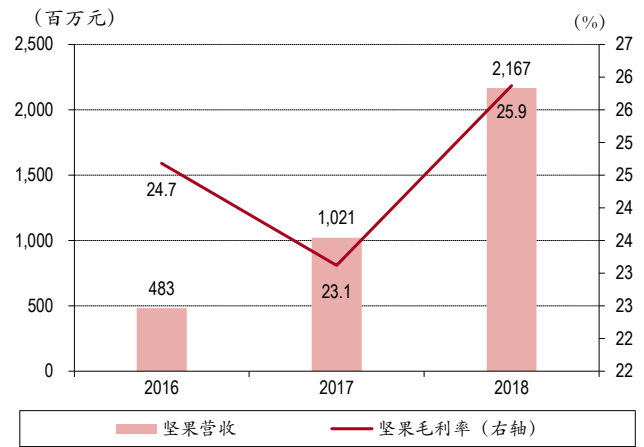
**毛利率：对比同业来看，随着规模扩大，公司坚果品类毛利率有相当提升空间。**从三只松鼠和好想你坚果品类的发展情况来看，随着坚果规模的扩大，虽然毛利率水平过程中存在波动，但是趋势上会持续提升，三只松鼠坚果毛利率水平从 2014 年的 22.7% 提升至 1H17 的 29.3%，好想你（百草味）的坚果毛利率水平从 2014 年的 24.7% 提升至 2018 年的 25.9%。相比之下，洽洽目前坚果毛利率水平仅 19.2%，随着坚果营收扩大，我们认为公司坚果品类毛利率有相当提升空间。

图表 40. 三只松鼠坚果类营收规模及毛利率水平



资料来源：三只松鼠公告，中银国际证券

图表 41. 好想你坚果类营收规模及毛利率水平



资料来源：好想你公告，中银国际证券

历史上洽洽多元化数次折戟,单从品类角度看,为什么我们认为此次向坚果方向多元化最可能成功?

(1) **好赛道**：坚果行业空间广阔，每日坚果品类本身具备大单品潜质。每日坚果品类符合健康、便捷的消费趋势，品类规模实现快速增长，我们认为其本身具备成为大单品的潜质。

(2) **经验相通**：从瓜子向坚果挺进具备跨界优势。向坚果领域进行品类拓展，相比以往，属于更小范围的跨界，坚果仍然属于坚果炒货大品类，公司在瓜子领域积累的原料采购、生产、营销等经验都可以应用在坚果领域，跨界成功概率更高。

(3) **历史上**，洽洽曾在薯片、果冻、牛肉酱、豆干等品类多元化折戟，我们认为一定程度与赛道本身的空间不足、以及与洽洽瓜子业务经验相通程度低有关。薯片、果冻、牛肉酱、豆干这4个行业，或行业本身空间不大，或行业已经相对饱和，洽洽后发切入，留给其发展的空间有限。同时，4个行业皆与洽洽核心的瓜子业务存在较大跨度，经验相通程度低。



## 董事长回归，组织架构+激励机制变革，构建新品放量基石

洽洽食品上市后，2013年1月，公司实际控制人、董事长陈先保辞去总经理一职，原财务总监陈冬梅升任总经理。2015年6月，陈先保重新出任总经理，回归洽洽食品，推动后续一系列变革，提高成功孵化爆款新品的概率，提升产品、销售团队快速反应市场需求的能力，激发团队活力，从而构建新品放量的制度基石。

### 组织架构：调整产品绩效评估模式、推动层级扁平化、细化内部业绩PK机制

#### (1) 调整产品绩效评估模式，保障主项产品的情况下，提高成功孵化爆款新品的概率。

2014年底，为进一步提升公司的产销协同，以及对经营中心业绩和产品开发的考核，公司推动产品事业部改革，完善推出经营中心基础上的产品事业部制度，以产品品类为核心，产品设计、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。新的事业部架构降原来的产品总量绩效评估模式调整为新的分品类、分事业部、按产品线绩效评估的模式。

2017年开始，加大产品创新支持力度，新品立项给予5万元费用支持；新产品试销，若市场反应良好，集团层面会给予50-150万营销费用支持，不计入事业部和BU额度内；新品第1年按照销售额千分之六给予奖金，上限150-200万，第2年给予利润的10%给予奖金，上限150-200万，新品第3年方式与第2年相同。

#### (2) 推动层级扁平化，产品、销售团队快速反应市场需求。

2015年底，公司在事业部架构上进一步划小经营单元，成立一个个BU（业务单元），BU负责人带领下组织团队在总部战略下制定BU的1-3年的战略目标，通过有效的执行和评估，实现对BU团队的激励，干部能上能下的有效流动，最终完成公司的整体战略目标。第二层级BU变革要求明确任务、目标及资源，并给予充分的经营自主权。责权利向基层倾斜，向市场倾斜。

2016年，继续深化事业部改革，以“销售事业部区域经理、产品事业部区域PM”为核心组建“金哑铃”团队，快速应对市场；在销售事业部尝试进行“一线经营体”变革，打造“人人都是经营者”的创业平台，打造公司全员营销、全员创业的氛围。

2017年，在销售事业部的基础上成立销售分公司\销售BU、办事处，实现扁平化管理，更快速地反应市场一线的需求。

#### (3) 细化内部业绩PK机制，内部竞争激发团队活力，保持狼性。

2014年，初步落实月度业绩PK。

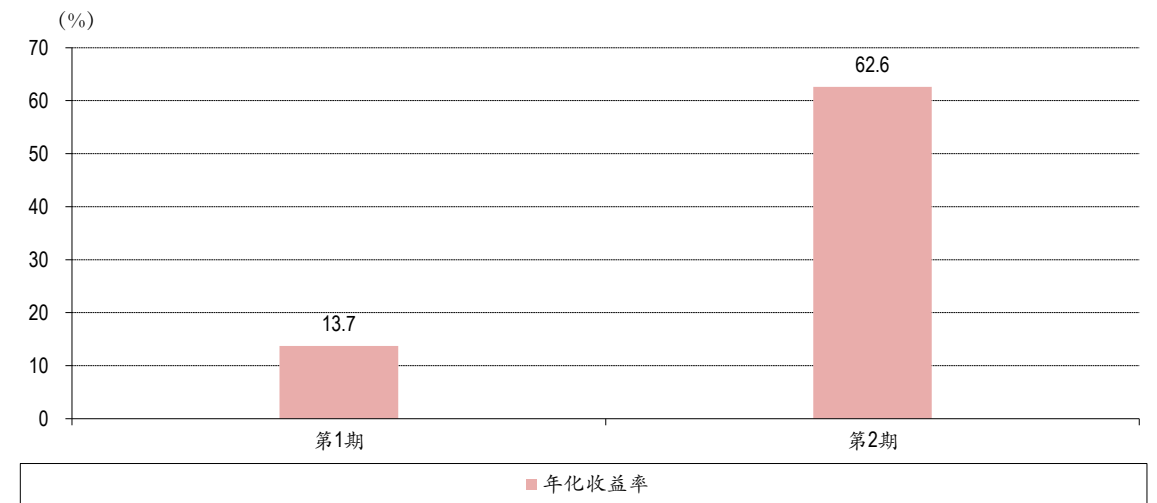
2015-17年，进一步明确业绩PK机制，内部每2个月进行1次业绩评比，增强了考核的强度和效率，构建全方位、多层次业绩PK。

2018年，继续细化，公司级双月业绩PK；销售BU、工厂BU、车间单月业绩PK。

### 激励机制：员工持股计划实现激励，建立利益共享机制

公司激励机制着重持续性，建立共享机制，有效实现激励。公司从2015年开始设立员工持股计划，目前已经进行到第3期第1批，根据公司公告，第3期拟于2018-2022年5年内，每年设立一批员工持股计划，每批员工持股计划各自独立存续。因此，我们认为公司的激励机制着重持续性，通过员工持股计划建立利益共享机制，实现公司、股东和员工利益的一致性，有效实现激励。

图表 42. 洽洽食品第 1 期与第 2 期员工持股计划年化收益率（中银国际测算）



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

### （1）第 1 期员工持股计划

范围：董监高、中层管理人员、突出贡献员工，总人数不超过 500 人

出资额：董监高 3,000 万元，其他 2,000 万元

购买情况：购买均价 14.69 元/股，购买数量为 1011.8755 万股，占公司总股本的比例为 2.00%

方式：设立集合资产管理计划购买公司股票，规模 1.5 亿元，按照 2:1 比例设置优先级份额和次级份额，员工持股计划认购次级份额

存续期：24 个月，自股东大会审议通过员工持股计划之日起（2015 年 8 月 19 日），可提前终止，存续期满后 30 个工作日内完成清算；2017 年 6 月 16 日，董事会审议通过，延期 1 年，即 2018 年 8 月 17 日止

锁定期：12 个月，自上市公司标的股票登记至资产管理计划名下时起（2016 年 1 月 12 日）

回报率：截至 2018 年 5 月 24 日，第 1 期员工持股计划所持公司股票出售完毕，存续期 1,009 天，考虑现金分红再投资，资管计划整体收益率为 23.0%，年化收益率为 7.8%，假设优先级份额年化收益率 4.58%（中债 AA 级企业债到期收益率），则次级份额收益率 42.6%，**年化收益率 13.7%**。

### （2）第 2 期员工持股计划

范围：董高监、事业部核心管理人员，总人数不超过 12 人

出资额：董监高 4,940 万元，事业部核心管理人员 60 万元

购买情况：购买均价为 13.41 元/股，购买数量为 10,880,200 股，占公司总股本的比例为 2.15%，成交金额合计 145,931,816 元

方式：设立集合资产管理计划购买公司股票，规模 1.5 亿元，按照 2:1 比例设置优先级份额和次级份额，员工持股计划认购次级份额

存续期：24 个月，自股东大会审议通过员工持股计划之日起（2017 年 6 月 16 日），可提前终止，存续期满后 30 个工作日内完成清算

锁定期：12 个月，自上市公司标的股票登记至资产管理计划名下时起（2017 年 12 月 6 日）

回报率：截至 2019 年 1 月 11 日，第 2 期员工持股计划所持公司股票出售完毕，存续期 574 天，考虑现金分红再投资，资管计划整体收益率为 43.9%，年化收益率 26.1%，假设优先级份额年化收益率 5.33%（中债 AA 级企业债到期收益率），则次级份额收益率 114.7%，**年化收益率 62.6%**。

### (3) 第3期（第1批）员工持股计划

范围：董高监、事业部核心管理人员、其他核心人员

出资额：共计1,006万元（公司奖励基金（271万元）+735万元员工自有资金（735万元）），其中董高监104万元，其他902万元

购买情况：购买均价为17.99元/股，购买数量为407,800股，占公司总股本的比例约为0.08%，成交金额约为7,336,322元

方式：未通过资管计划加杠杆

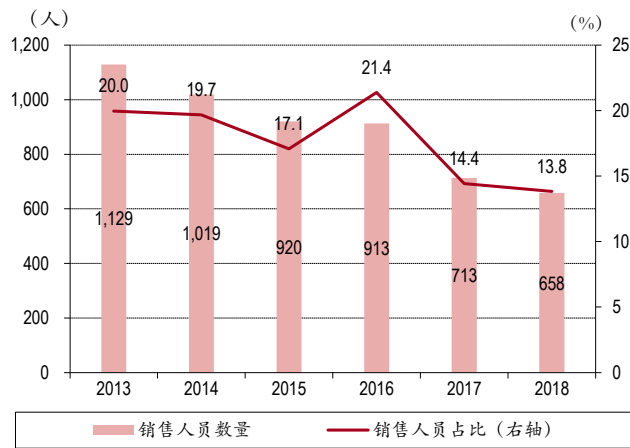
存续期：36个月，自公司公告员工持股计划最后一笔购买之标的股票登记至员工持股计划名下时起计算。（2018年12月20日）

锁定期：12个月，自公司公告本次员工持股计划最后一笔购买之标的股票登记至本次员工持股计划名下时起计算。（2018年12月20日）

### 变革成效：销售团队高效，人才机制灵活，重点新品持续放量

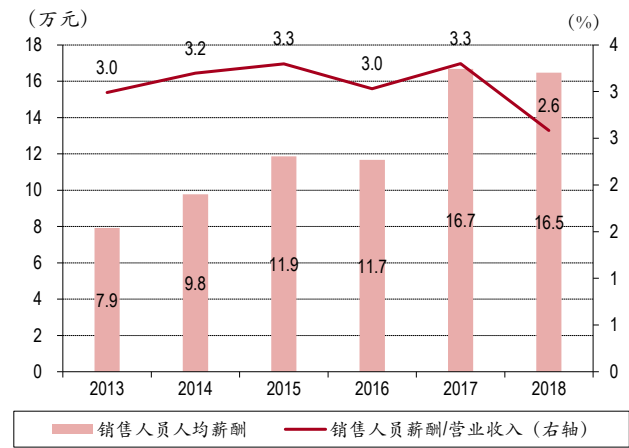
(1) 销售团队优胜劣汰，人员精简，效率提升。2013年以来，公司销售人员数量和销售人员占比逐步下降，2015-2016年新一轮改革初始，下降有所停滞，2017-2018年恢复下降趋势。销售人员数量和销售人员占比下降的同时，销售人员人均薪酬逐步上升，其中2017年提升明显，2018年延续高位，但整体销售人员薪酬营收占比变化不大，公司并未额外增加开支。

图表 43. 洽洽食品销售人员数量与占比变化



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 44. 洽洽食品销售人员人均薪酬与薪酬营收占比



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

(2) 人才机制灵活，80后掌舵业务。2019年3月21日，公司正式聘任王斌为公司副总经理，同时兼任营销中心、坚果事业部、饮品事业部总经理，出生于1983年11月。2017年，王斌曾负责蓝袋瓜子创新，取得了成功。从这个例子中，我们认为一定程度可以看出，公司人才机制灵活，不拘一格，能者居其位。

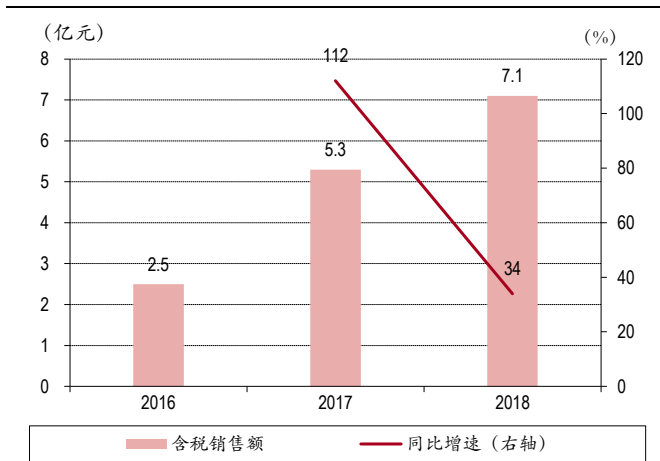
图表 45. 公司副总经理王斌履历

时间	履历
2006年4月-2008年2月	任重庆盐业集团飞亚实业公司研发中心副主任
2008年3月-2014年6月	先后任康师傅（重庆）方便食品有限公司、顶新国际集团，市场研究主管、品牌主管
2014年7月至今	先后任公司海外事业部市场部经理，国葵事业部市场部经理、总经理助理、副总经理、总经理兼营销中心总经理，公司总经理助理兼国葵事业部和营销中心总经理，公司总经理助理兼任营销中心、坚果事业部、饮品事业部总经理 现任公司副总经理兼任营销中心、坚果事业部、饮品事业部总经理

资料来源：公司公告，中银国际证券

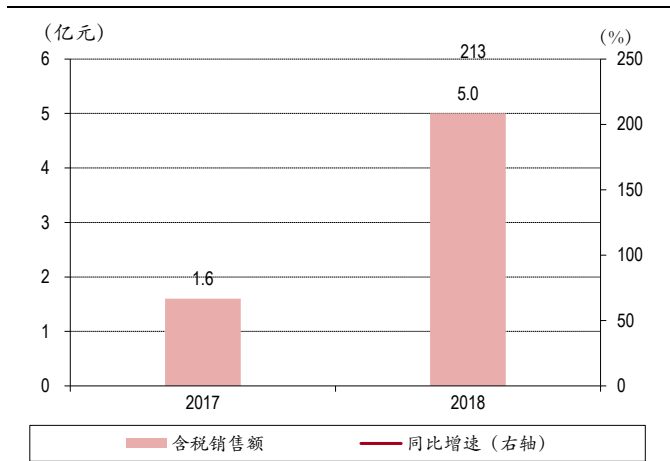
(3) 产品创新不断，重点新品持续放量。(1) 2016年蓝袋葵瓜子推出以来，销售额实现快速增长，同时产品依然不断创新，继山核桃和焦糖口味后，2019年推出北方市场热销的海盐口味。(2) 2017年小黄袋每日坚果推出以来，销售额同样实现快速增长，“小黄袋”的设计引领行业，我们认为正是公司架构和机制的变革，叠加每日坚果品类的良好赛道，从而使其获得快速成长。

图表 46. 蓝袋瓜子含税销售额及同比增速



资料来源：公司公告，草根调研，中银国际证券

图表 47. 小黄袋每日坚果含税销售额及同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券



## 自主生产+线下渠道构成洽洽核心竞争优势

**产品品质稳定性是消费者复购的必要条件，洽洽自主生产保障品质行业领先**

**坚果行业主流公司生产模式主要分为代工模式和自主生产 2 种：**

(1) 代工模式：优点在于可以实现品类的多样化和产品的迅速上新，同时生产端资产较轻，缺点在于产品品质把控难度更高。

(2) 自主生产：与代工模式相对应，优点在于产品品质把控能力强，缺点在于产品多样化不足，生产端资产较重。

**休闲食品平台型公司选择代工模式是大概率事件。**除洽洽食品以外，三只松鼠、百草味、良品铺子、来伊份皆选择代工模式，我们认为主要因坚果产品只占 4 家公司营收的一部分，4 家公司更准确说应为休闲食品平台型公司，因此只有通过代工模式，才能在生产端资产较轻的情况下，保证品类的多样化和产品的迅速上新。

**洽洽以坚果为核心打造未来业务主干，因而可以采用自主生产模式，保障产品品质行业领先。**我们认为，食品消费中，产品品质虽然不一定是消费者初期最关注的因素，但品质一定是消费者持续复购的必要条件。洽洽食品并非定位休闲食品平台型公司，而是聚焦于坚果业务，因而可以采用自主生产模式，保障品质的稳定性和行业领先地位。

**瓜子业务已经打造出行业领先的线下经销商渠道，洽洽坚果品类推广可以充分受益**

**坚果行业主流公司渠道模式主要分为线上渠道、线下经销商渠道、线下自建门店渠道 3 种：**

(1) 线上渠道：优点在于成本相对较低、可以快速实现拓展，缺点在于低线区域下沉不足，依赖淘宝、京东等电商平台；

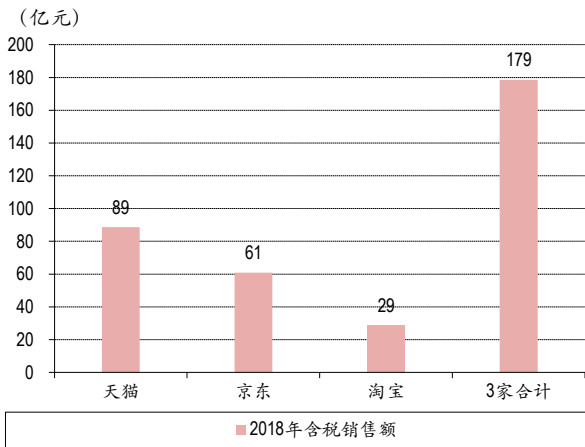
(2) 线下经销商渠道：优点在于能够充分向低线区域下沉，缺点在于构建成熟经销商体系需要足够长的时间积累；

(3) 线下自建门店渠道：优点在于对渠道终端把控能力强，缺点在于成本较高、无法快速扩展。

**洽洽食品瓜子业务已经打造出行业领先的线下经销商渠道，坚果品类推广可以直接使用，充分受益。**洽洽食品从 2001 年正式成立时，就已经开始构建线下经销商渠道，渠道下沉战略也早在 2011 年开启，目前通过瓜子业务打造的线下经销商渠道已经相当成熟，经过近几年优化，当前经销商 1,000 多家，终端数量达 30 多万家，行业内领先，坚果品类推广可以直接使用，有望充分受益。

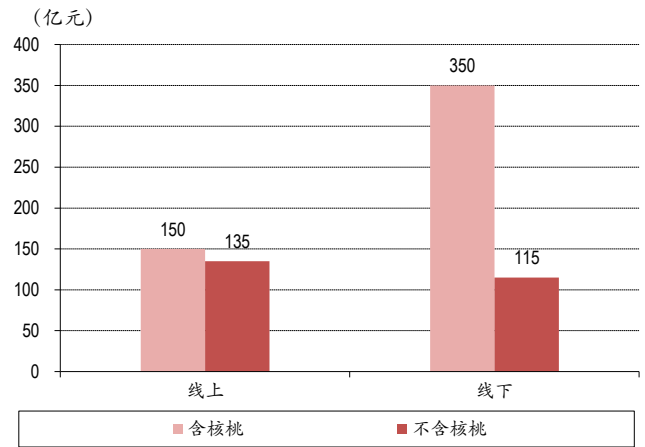
**相比线上，树坚果行业线下空间同样广阔，且并没有强力竞争对手，洽洽有望快速获取市场份额。**2018 年天猫、京东、淘宝 3 家主流电商平台树坚果含税销售额达 179 亿元，换算为不含税口径约为 150 亿元。结合前文，我们测算出线下树坚果营收规模为 350 亿元，若不考虑核桃，则为 115 亿元，相比线上，线下空间同样广阔，且线上强力对手三只松鼠、百草园、良品铺子在线下相对较弱，洽洽有望利用线下优势，快速获取市场份额。

图表 48. 国内树坚果主要电商平台含税销售额 (2018)



资料来源: 天猫, 京东, 淘宝, 魔镜市场情报, 中银国际证券

图表 49. 国内树坚果线上与线下营收规模 (2018)



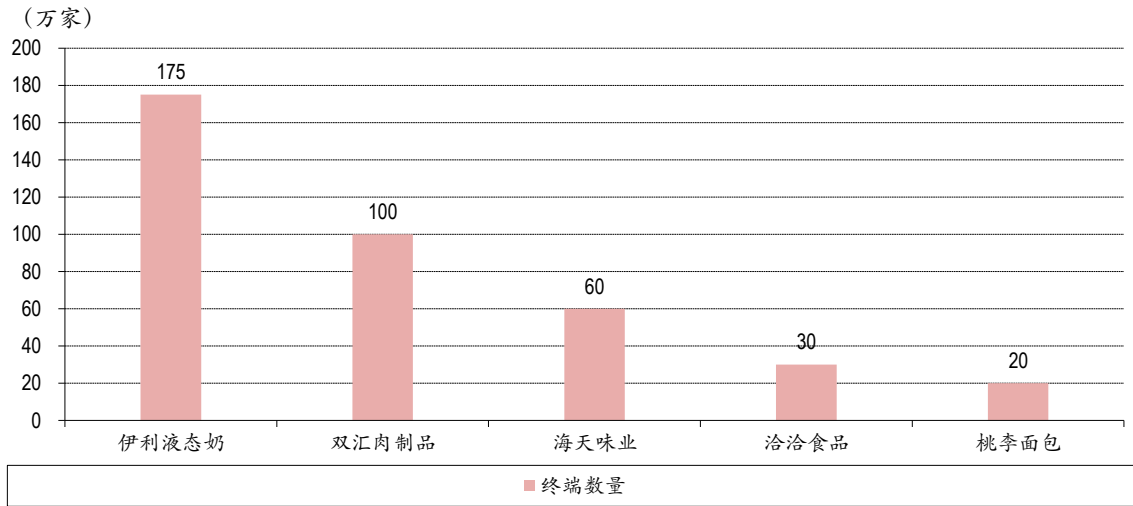
资料来源: 天猫, 京东, 淘宝, 魔镜市场情报, INC, 三只松鼠公告, USDA, 中银国际证券

图表 50. 洽洽食品线下渠道发展历程

时间	发展历程
2011 年	<b>开始推进“渠道精耕、县乡突破”战略。</b> 已经建立覆盖全国中心城市(省会及直辖市城市)、地市级城市的市场网络。加大市场开发力度,逐步将市场网络延伸到全国主要县乡(镇),本着从主到次、循序渐进的原则,推进“ABC城市达标工程”和“千县万乡(镇)计划”,并最终建立全国中心城市、地市级城市和县乡(镇)全覆盖的市场体系。
2012 年	<b>继续推进“渠道精耕、县乡突破”战略,操作方式局部调整。</b> 在总结经验教训的基础上,对操作方式进行了局部调整,如对精耕城市进一步细化执行动作,对县乡客户的开发,根据投入产出比,适时进行梳理。同时,对渠道利润进行合理分配,进一步提升了渠道客户的积极性。
2013 年	<b>明确渠道精耕方向,开始进行经销商梳理优化。</b> 持续推进城市精耕,覆盖范围进一步扩大,精耕终端得到有效精简。公司在进行渠道精耕的同时,也在下半年开始对欠活跃经销商进行梳理,并不断改善对经销商的管理。
2015 年	<b>继续进行经销商梳理优化,加大窜货打击力度。</b>
2016 年	<b>县乡渠道分级,重点扶持优质客户。</b> 通过渠道信息化改善,强化管理。加大对线上线下窜货的处罚力度,构建制度流程,优化市场秩序。县乡渠道进行了分级,重点扶持优质客户,全年增速快于整体渠道增速,业绩占比进一步提升。
2017 年	<b>推进市场责任主体变革,开发特通渠道。</b> 明确经销商责、权、利,激发经销商主动性,保障经销商利益;推进三级检核项目,对终端执费用投入和促销执行进行检验,提升了透明度和效率;定制部积极开发特通新渠道,如母婴店、水果店、KTV、健身房、蛋糕店等创新渠道。
2018 年	<b>巩固强势市场,提升弱势市场,一县一店加速渠道下沉。</b> 强势市场继续巩固,弱势市场进行提升,通过一县一店等项目加速渠道下沉,提升渠道渗透率,通过终端生动化陈列,品牌宣传强化,提高渠道的推力。配称客户分级管理,客户目标明确、责任清晰;继续突破礼品团购定制等特通渠道。
2019 年展望	<b>牢牢占据线下渠道优势,一县一店继续加速渠道下沉。</b> 强势市场继续巩固,弱势市场进行提升,牢牢占据线下渠道优势。通过一县一店等项目加速渠道下沉,提升渠道渗透率,通过终端生动化陈列,品牌宣传强化,提高渠道的推力;从团购、异业合作以及水果渠道、母婴、蛋糕等新特渠全面推动,实现新渠道的创新突破。

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 51. 部分主要非酒食品上市公司线下终端数量



资料来源：公司公告，草根调研，中银国际证券

### 采用自主生产模式+线下渠道能力强的洽洽食品最可能在坚果行业脱颖而出

按坚果炒货业务营收规模计算，上市或申请上市公司中前 5 强分别为三只松鼠、洽洽食品、好想你/百草味（实际坚果业务主要由百草味运营）、良品铺子、来伊份，我们认为按照生产和渠道模式进行划分，可以分为四大类：

- (1) 代工、线上渠道为主：三只松鼠、百草味；
- (2) 自主生产、线下经销商渠道为主：洽洽食品；
- (3) 代工、线上渠道与线下自建门店渠道相结合：良品铺子；
- (4) 代工、线下自建门店渠道为主：来伊份。

**总结非酒食品目前各子行业龙头企业，我们认为坚果行业中具备自主生产能力且线下渠道能力强的洽洽食品最有可能脱颖而出。**总结非酒食品目前各子行业龙头企业，乳制品伊利股份与蒙牛乳业、调味品海天味业、肉制品双汇发展，皆是以自主生产+线下渠道模式为核心的公司。我们并不否认休闲食品可能会出现平台型龙头公司，但单论空间广阔的坚果行业，我们认为具备自主生产能力且线下渠道能力强的洽洽食品最可能脱颖而出。

## 盈利预测与投资评级

坚果炒货行业空间广阔，洽洽作为行业龙头，随着组织架构与激励机制变革为新品放量打下良好基础，公司有望从瓜子向坚果成功跨界。预计 19-20 年 EPS 为 1.01\1.16 元，同比增 18%\15%，对应 PE 为 23x\20x，首次覆盖给予**增持**评级。

图表 52. 洽洽食品收入预测表

(百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>葵花子</b>						
营业收入	2,535	2,504	2,809	3,046	3,266	3,499
同比增速 (%)	2.0	(1.2)	12.2	8.4	7.2	7.1
毛利率 (%)	33.4	33.5	35.2	37.1	37.9	38.3
<b>坚果类</b>						
营业收入	108	247	502	701	955	1,222
同比增速 (%)	1,836.1	129.2	103.1	39.6	36.2	27.9
毛利率 (%)	21.6	16.2	19.2	23.5	26.2	28.2
<b>其他休闲食品</b>						
营业收入	774	670	749	806	835	869
同比增速 (%)	1.8	(13.4)	11.7	7.7	3.6	4.0
毛利率 (%)	26.8	26.2	25.9	26.9	27.4	28.0
<b>其他</b>						
营业收入	96	182	136	100	100	100
同比增速 (%)	60.4	88.8	(24.9)	0.0	0.0	0.0
毛利率 (%)	14.1	12.6	21.0	21.0	21.0	21.0
<b>合计</b>						
营业收入	3,513	3,603	4,197	4,653	5,156	5,690
同比增速 (%)	6.1	2.6	16.5	10.9	10.8	10.3
毛利率 (%)	31.1	29.9	31.2	32.9	33.7	34.3

资料来源：万得，中银国际证券

图表 53. 重点公司盈利预测与评级

股票代码	股票简称	市值 (亿)	股价 (元) 2019/5/30	EPS 2018A	2019E	2020E	PE 2018A	2019E	2020E	评级
<b>白酒</b>										
600519.SH	贵州茅台	11,372	905.30	28.02	35.20	42.48	32.3	25.7	21.3	买入
000858.SZ	五粮液	4,003	103.13	3.45	4.27	5.10	29.9	24.1	20.2	买入
600809.SH	山西汾酒	489	56.13	1.68	2.40	3.04	33.4	23.4	18.5	买入
000568.SZ	泸州老窖	1,055	72.00	2.38	3.05	3.54	30.3	23.6	20.3	增持
000860.SZ	顺鑫农业	306	41.28	1.00	1.62	2.21	41.1	25.5	18.6	买入
600702.SH	舍得酒业	90	26.72	1.01	1.20	1.47	26.4	22.2	18.2	买入
<b>食品</b>										
600887.SH	伊利股份	1,833	30.06	1.06	1.22	1.48	28.5	24.6	20.3	买入
2319.HK	蒙牛乳业	979	24.92	0.77	1.00	1.20	32.2	24.9	20.8	增持
002557.SZ	洽洽食品	115	22.72	0.85	1.01	1.16	26.6	22.6	19.6	增持
600597.SH	光明乳业	127	10.35	0.28	0.44	0.49	37.1	23.7	20.9	增持
600872.SH	中炬高新	310	38.88	0.76	0.89	1.12	51.0	43.7	34.7	买入
603288.SH	海天味业	2,700	100.00	1.62	1.94	2.28	61.9	51.4	43.8	增持
603027.SH	千禾味业	79	17.22	0.53	0.66	0.80	32.8	26.1	21.5	增持
600305.SH	恒顺醋业	111	14.19	0.43	0.39	0.44	32.8	36.4	32.3	增持
000895.SZ	双汇发展	830	25.16	1.49	1.55	1.67	16.9	16.2	15.1	增持

资料来源：万得，中银国际证券

注：港股公司市值和股价已换算为人民币



## 风险提示

每日坚果增长低于预期。小黄袋每日坚果增长低于预期。

葵花子消费大幅萎缩。葵花子消费大幅萎缩导致传统红袋葵花子和新品蓝袋葵花子增长低于预期。

行业竞争进一步加剧。行业整体竞争大幅加剧，竞争格局恶化。

原料成本大幅上涨。行业性因素或贸易摩擦导致原料成本大幅上涨。

## 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	3,603	4,197	4,653	5,156	5,690
销售成本	(2,526)	(2,889)	(3,122)	(3,420)	(3,740)
经营费用	(624)	(731)	(846)	(945)	(1,039)
息税折旧前利润	453	576	685	791	911
折旧及摊销	(118)	(126)	(122)	(128)	(133)
经营利润(息税前利润)	335	451	562	663	778
净利息收入/(费用)	(10)	6	(4)	(1)	4
其他收益/(损失)	92	116	116	116	116
税前利润	417	573	675	779	898
所得税	(95)	(131)	(154)	(178)	(205)
少数股东权益	(2)	(9)	(10)	(12)	(14)
净利润	319	433	510	589	679
核心净利润	225	329	407	485	576
每股收益(人民币)	0.63	0.85	1.01	1.16	1.34
核心每股收益(人民币)	0.44	0.65	0.80	0.96	1.14
每股股息(人民币)	0.35	0.50	0.59	0.68	0.78
收入增长(%)	2.6	16.5	10.9	10.8	10.3
息税前利润增长(%)	(15.6)	34.4	24.8	18.0	17.2
息税折旧前利润增长(%)	(11.4)	27.3	18.8	15.6	15.1
每股收益增长(%)	(9.8)	35.6	17.9	15.3	15.4
核心每股收益增长(%)	(20.8)	46.1	23.5	19.2	18.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	417	573	675	779	898
折旧与摊销	118	126	122	128	133
净利息费用	9	(6)	0	0	0
运营资本变动	(117)	283	(154)	(106)	(24)
税金	(98)	(153)	(154)	(178)	(205)
其他经营现金流	(36)	(75)	0	0	0
经营活动产生的现金流	293	747	488	622	802
购买固定资产净值	(126)	(241)	(200)	(200)	(200)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(237)	(51)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(364)	(292)	(200)	(200)	(200)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	344	(114)	0	0	0
支付股息	(247)	(210)	(254)	(299)	(345)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	97	(324)	(254)	(299)	(345)
现金变动	26	131	35	123	257
期初现金	230	234	376	411	535
公司自由现金流	126	506	190	319	492
权益自由现金流	462	396	187	318	495

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	234	376	411	535	792
应收帐款	294	201	314	293	376
库存	1,069	1,209	1,252	1,444	1,505
其他流动资产	1,352	1,639	1,639	1,639	1,639
流动资产总计	2,949	3,425	3,617	3,911	4,311
固定资产	1,193	1,189	1,267	1,339	1,405
无形资产	258	256	256	256	256
其他长期资产	274	258	258	258	258
长期资产总计	1,725	1,703	1,781	1,853	1,919
总资产	4,674	5,128	5,398	5,764	6,231
应付帐款	687	928	930	995	1,114
短期债务	704	590	590	590	590
其他流动负债	105	202	202	202	202
流动负债总计	1,497	1,720	1,722	1,787	1,906
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	49	49	49	49
股本	507	507	507	507	507
储备	2,556	2,819	3,076	3,366	3,700
股东权益	3,063	3,326	3,583	3,873	4,207
少数股东权益	69	33	43	55	69
总负债及权益	4,674	5,128	5,398	5,764	6,231
每股帐面价值(人民币)	6.04	6.56	7.07	7.64	8.30
每股有形资产(人民币)	4.90	5.45	5.51	6.14	6.81
每股净负债/(现金)(人民币)	2.58	2.75	2.68	2.57	2.29

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.6	13.7	14.7	15.3	16.0
息税前利润率(%)	9.3	10.7	12.1	12.9	13.7
税前利润率(%)	11.6	13.6	14.5	15.1	15.8
净利率(%)	8.9	10.3	11.0	11.4	11.9
流动性					
流动比率(倍)	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3
利息覆盖率(倍)	45.9	-	182.1	678.6	-
净权益负债率(%)	0.1	0.1	0.0	0.0	-
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6
估值					
市盈率(倍)	36.1	26.6	22.6	19.6	17.0
核心业务市盈率(倍)	51.1	35.0	28.3	23.7	20.0
市净率(倍)	3.8	3.5	3.2	3.0	2.7
价格/现金流(倍)	39.3	15.4	23.6	18.5	14.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.9	20.4	17.1	14.8	12.9
周转率					
存货周转天数	153.5	141.9	141.9	141.9	141.9
应收帐款周转天数	17.0	15.9	15.9	15.9	15.9
应付帐款周转天数	55.0	59.0	65.0	59.0	59.0
回报率					
股息支付率(%)	55.6	58.6	58.6	58.6	58.6
净资产收益率(%)	10.6	13.5	14.8	15.8	16.8
资产收益率(%)	7.2	8.8	9.7	10.5	11.3
已运用资本收益率(%)	8.2	10.4	11.7	12.5	13.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371