

聚焦主业持续发酵，新品放量海阔天空

——洽洽食品首次覆盖报告

报告要点:

● 坚果炒货领域小龙头，改革突破边际变化不断

精耕炒货二十载已完成产品/渠道/品牌的深厚积累，牢牢站稳坚果炒货龙头地位。曾因于多元化失败面临发展瓶颈，创始人回归后全方位变革打破成长桎梏。产品上精简产品聚焦核心爆款，重磅推出蓝袋和每日坚果，营销上持续创新与时俱进，渠道上海外建厂并改善电商经营，体制上改革组织、人员、文化、激励激发内在活力。改革红利未减，深层变化影响长远。

● 瓜子：基础性现金流业务，稳健且附有中观弹性

瓜子行业发展成熟格局龙头集中，洽洽一骑绝尘品类优势难以撼动。中期看新品蓝袋瓜子可有效打破瓜子经营瓶颈驱动新一轮内生增长。基于新品投放模型目前时点正处于业绩增长较快时间区间，未来增长一部分来自于协同效应驱动的总销量提升，另一部分来自公司引导和消费升级带来的稳步结构升级。最终测算保守估计未来5年内在18年基础上瓜子内生增长仍有12亿空间（达40亿）。长期看也不悲观，依然可以从三个方向要成长。华北等弱势区域仍具有开拓空间，渠道演变驱动包装瓜子潜移默化地挤压非包装，海外建厂直接打开海外瓜子消费的广大市场。

● 坚果：树坚果高景气雪坡长，决心扎根再续辉煌

符合健康潮流的树坚果正处高速发展风口，终端规模千亿且未来将以20%以上复合增速增长，对标海外我国人均消费量极低，未来仍有2-3倍空间。每日坚果脱胎于树坚果迅速爆红，19年市场终端规模可达百亿，未来3年复合增速保守估计30%以上，且品类新兴尚未固化。洽洽踩准此轮品类周期，重磅出拳份额领先赢得先机。分维度透析坚果竞争全景，**产品测评/产品策略/价格体系/渠道体系/原材料布局/推行决心洽洽俱佳**，叠加坚果与瓜子品类属性类似，炒货王者复刻成功经验，预计未来保持快于行业的增速水平。

● 投资建议与盈利预测

炒货龙头改革焕新再出发，直接受益于蓝袋瓜子升级和每日坚果放量双轮驱动。且在产品结构升级、直接提价和生产自动化提升下毛利率望持续提升并带来业绩弹性。我们预计19-21年EPS分别为1.04/1.24/1.38元。当前股价对应19-21年PE为23/19/17X，首次覆盖并给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨、新品投放不及预期、竞争压力加大、食品安全问题

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3602.74	4197.05	4855.00	5580.00	6270.00
收入同比(%)	2.55	16.50	15.68	14.93	12.37
归母净利润(百万元)	319.22	432.81	529.75	628.08	698.36
归母净利润同比(%)	-9.75	35.58	22.40	18.56	11.19
ROE(%)	10.42	13.01	14.72	16.00	16.37
每股收益(元)	0.63	0.85	1.04	1.24	1.38
市盈率(P/E)	38.05	28.07	22.93	19.34	17.39

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|首次评级

当前价/目标价：23.96元/31元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：28.0/14.5

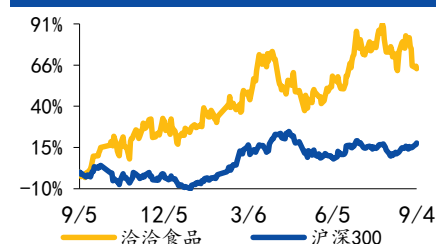
A股流通股(百万股)：507.00

A股总股本(百万股)：507.00

流通市值(百万元)：12147.72

总市值(百万元)：12147.72

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 周家杏

执业证书编号 S0020511030015

电话 021-51097188-1920

邮箱 zhoujiaxing@gyzq.com.cn

联系人 彭俊霖

电话 021-51097188

邮箱 pengjunlin@gyzq.com.cn

目 录

1.扎根瓜子经营二十年，历久弥新传龙头底蕴.....	5
1.1 产品力：“变炒为煮”开技术先河，“洽洽质造”传品质传奇.....	8
1.2 渠道力：线下全国化布局完成，来自身边的洽洽瓜子.....	10
1.3 品牌力：时间沉淀塑造卓越品牌，优质营销维护品牌传承.....	12
2.改革冲破经营桎梏，慢变化优于快变化.....	14
2.1 精简产品聚焦核心爆款，重磅推出蓝袋和每日坚果.....	15
2.2 营销玩法多样与时俱进，拓渠道海外和电商亮点多.....	18
2.3 内部组织架构新梳理，体制带来“慢变化”更值得期待.....	20
3.瓜子：基础性现金流业务，稳健且附有中观弹性.....	22
3.1 食葵产量稳定行业发展成熟，格局集中洽洽独占四成份额.....	22
3.2 兼具农产品和零食双属性，消费惯性强品类优势难以撼动.....	22
3.3 放眼长量从三个方向要成长，中期最确定性仍为结构升级.....	24
4.坚果：树坚果高景气雪坡长，决心扎根再续辉煌.....	29
4.1 新兴健康潮流爆品，每日坚果迎风扬帆起航.....	29
4.2 透析坚果竞争全图，炒货王者复刻成功经验.....	33
5.其它：平淡中亦有看点，窥一斑而知全貌.....	42
5.1 山药脆片：改革慢变化红利显现，意外入局但属情理之中.....	42
5.2 思考展望：品类占领洽洽更优，坚果外长期战略值得思考.....	44
6.公司估值与盈利预测.....	45
7.风险提示.....	47

图表目录

图 1：洽洽主营业务速览.....	5
图 2：截至 1H19 洽洽公司股权结构.....	6
图 3：洽洽的发展历史.....	7
图 4：洽洽上市以来的股价相对超额收益.....	7
图 5：洽洽上市以来业绩与估值拆分.....	7
图 6：洽洽全产业链布局提高产品品质.....	8
图 7：生产基地完成全国布局.....	9
图 8：拥有全国性营销网络.....	10
图 9：以经销商绵密分销为主的多元化渠道结构.....	11
图 10：洽洽具备极强的铺货能力.....	11
图 11：洽洽可掌握渠道终端陈列.....	11
图 12：雀巢公司各业务收入占比.....	14
图 13：雀巢的主要品牌矩阵.....	14
图 14：瓜子业务收入趋于平稳.....	15
图 15：历史上新品推出的节奏和历史.....	15

图 16: 蓝袋实现全方位升级	17
图 17: 重磅推出每日坚果	17
图 18: 2008-2017 年坚果炒货行业产值复合增速 18%	17
图 19: 2015 年线上坚果细分品类销售额	17
图 20: 炒货与坚果的属性大同小异	18
图 21: 每日坚果的消费场景更为丰富	18
图 22: 洽洽营销正在发生积极的变化	19
图 23: 电商经营有所改观	20
图 24: 泰国工厂正式投产	20
图 25: 与咨询公司形成战略合作	20
图 26: 创始人陈先保总回归	20
图 27: 由职能型向事业型变革	21
图 28: 销售层级扁平化	21
图 29: 食葵产量稳定在 90 万吨左右	22
图 30: 2018 年瓜子行业规模及结构预估	22
图 31: 瓜子生意的模式思考	23
图 32: 我国分区域瓜子渗透率市场调查	25
图 33: 公司区域收入结构	25
图 34: 2017 年我国消费者零售购买渠道调查结果	25
图 35: 日本居民食品支出购买渠道变化	25
图 36: 洽洽产品远销各国	26
图 37: 洽洽海外收入持续增长	26
图 38: 新品投放效应模式图	28
图 39: 2009 年树坚果人均消费量约为种子型 1/3	31
图 40: 2014 年各主要经济体人均坚果消费量对比	31
图 41: 每日坚果市场规模预计 (零售口径)	32
图 42: 2018 年每日坚果市场竞争格局	32
图 43: 混合类坚果增速远高于其它单品坚果	33
图 44: 站在风口的每日坚果	33
图 45: 每日坚果品类测评	34
图 46: 主要零食企业的渠道占比	36
图 47: 线上获客成本大幅抬升 (元/人)	36
图 48: 我国的销售渠道变化趋势	37
图 49: 美国小家电零售业态分布变化	37
图 50: 低线城市休闲食品消费市场空间更大	37
图 51: 低线城市传统个体商店分布更多 (万)	37
图 52: 提式每日坚果类似液态奶	38
图 53: 洽洽线下渠道持续发力 (分众+易捷)	38
图 54: 沃隆历年收入预计	38
图 55: 沃隆发展历史	38
图 56: 2016/2017 产季我国主要坚果进口依赖程度	39

图 57: 主要企业坚果产品毛利率.....	39
图 58: 洽洽坚果种植布局情况.....	40
图 59: 生物性生物资产逐年提高.....	40
图 60: 2019 洽洽继续召开坚果品牌升级发布会.....	42
图 61: 主要零食电商首页主推产品.....	42
表 1: 瓜子测评洽洽得分最高.....	9
表 2: 洽洽的营销方式多样.....	12
表 3: 洽洽相比同级别竞品具有品牌溢价 (单位: 元/500g).....	13
表 4: 洽洽新品推出失败原因.....	16
表 5: 洽洽员工持股详情.....	21
表 6: 洽洽海外经营措施.....	27
表 7: 蓝袋带动下瓜子业务内生增长业绩估测.....	29
表 8: 坚果富含营养有益健康.....	30
表 9: 各口径关于坚果炒货行业空间的表述汇总.....	31
表 10: 每日坚果出厂价值量占比估算 (以 30 包/箱, 750g 为例).....	32
表 11: 根据沃隆倒推行业规模.....	32
表 12: 主要每日坚果品牌产品概览.....	35
表 13: 坚果种植主要参数和采购价格.....	40
表 14: 洽洽坚果系列产品原料及其全球产量分布.....	41
表 15: 山药脆片主要企业概览.....	42
表 16: 公司业务收入拆分表.....	46
表 17: 可比公司估值.....	47

1. 扎根瓜子经营二十年，历久弥新传龙头底蕴

战略聚焦三向发力，匠心打造坚果炒货龙头。洽洽成立于2001年，发展至今近20年里始终在瓜子炒货领域精耕细作，并以瓜子为圆心陆续推出其它炒货食品扩充自身产品矩阵。三向发力着重葵瓜子、坚果和薯类。分产品看，

- 葵瓜子是公司传统优势产品。2018年实现收入28.1亿，同比增长12.18%，收入占比67%，1H19实现收入13.7亿，同比增长14.29%继续保持较快增长。毛利率居前列(35.28%)并稳步提升。该品类耕耘多年，形成了包括高端款(葵珍+皇葵)、升级款(蓝袋系列)和经典款(红袋、绿袋)在内的成熟产品架构。
- 坚果品类增长最快。坚果品类作为公司核心战略单品重点发展，2018年实现收入5.1亿，同比增长103.24%，1H19实现收入2.79亿，同比增长39.8%，是目前增长最快的品类。受多因素推动毛利率稳步提升(18年提升3pct至19%)，1H19进一步提升2pct至21%)，未来有望提升至25%-30%的理想区间。
- 薯片类改善明显。2018年营收2.16亿，同比增长37.97%，毛利率30.3%，同比升6.5pct。主因公司18年中推出新品山药脆片，即实现收入6000万元。
- 其余小品项基本维持稳定。

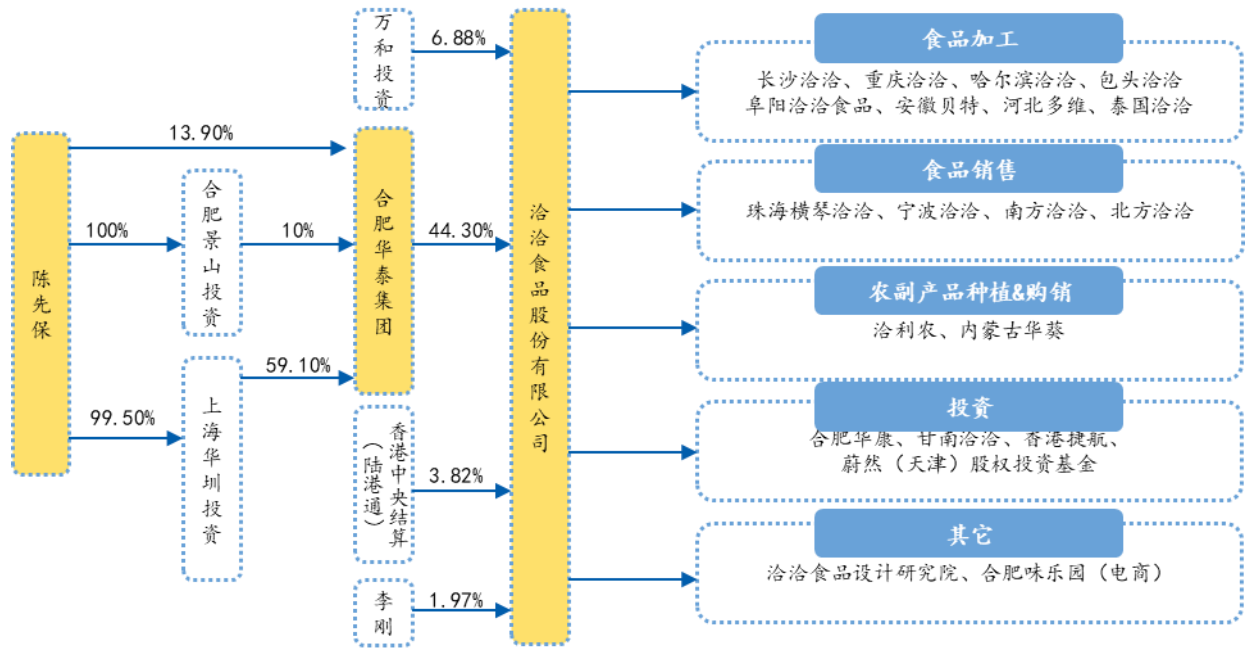
图 1：洽洽主营业务速览



资料来源：公司官网，wind，国元证券研究中心

合肥华泰集团为第一大股东，股权集中控制权稳定。公司大股东为合肥华泰集团，公司实际控制人陈先保先生结合公司和个人持股绝对控股合肥华泰集团，进而持有洽洽 44.30% 股权。合肥华泰旗下以房地产（华邦）和食品加工（洽洽）为主。第二大股东万和投资持股 6.88%，继承自洽洽食品发起人之一亚洲华海贸易有限公司。股权稳定叠加创始人管理，保证了公司经营理念的连贯性和稳定性，利于提高处于转型期的执行力和减少改革阻力。

图 2：截至 1H19 洽洽公司股权结构

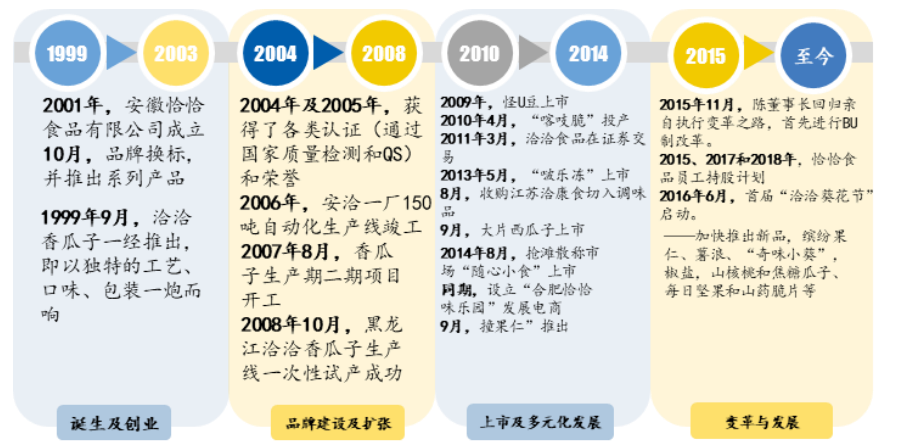


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

精耕坚果炒货行业 20 年，聚焦改革洽洽迎再发展。洽洽的历史可以分四个阶段：

- **诞生及创业期（1993-2003）**：创始人陈先保先生 1999 年转型做瓜子，一经推出即因为品质口味等一炮而火，2001 年成立安徽洽洽，10 月推出全系列瓜子。
- **品牌建设和扩张阶段（2004-2008）**：此阶段是洽洽的成长期，规模化生产和品牌知名度打响。
- **企业上市和多元化发展（2010-2014）**：洽洽瓜子逐步进入成熟期，企业成长面临拷问。因此公司上市募投新项目并推出各类非瓜子新品尝试多元化。
- **变革与发展阶段（2015 年-至今）**：洽洽进入成熟期后收入增长趋缓，如何有力冲破经营桎梏并实现新一轮的增长是本次阶段的主要特色。标志事件为创始人回归、洽洽内部体制改革、营销创新和产品聚焦上。

图 3：洽洽的发展历史



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

从资本市场角度把握洽洽历史上股价存在超额收益的三个重要时刻。

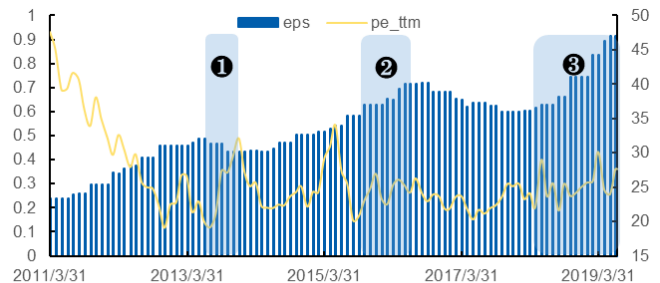
- **2013年7月-2013年12月：1) 期前背景：**洽洽对葵瓜子单品依赖程度大，当步入20亿平台后增长趋缓，2012/2013年总收入仅增长0.4%/8.68%。公司估值从40X降至20X。**2) 期间事件：**2013年公司密集推出“啵乐冻”果冻、自洽康收购的牛肉酱以及大片西瓜子等三款单品，自7月以来市场反应积极带动估值上行股价上升。
- **2015年7月-2016年7月：**受益于原材料价格下降和费用率控制，公司15年业绩上涨（1H15归母净利润同比增24.02%）。但该阶段收入并未显著增长（15收入同比增长6.36%）同时叠加前期新品失败记忆，市场并未过度响应。该阶段行情主要由业绩推动。
- **2018年3月-至今，估值与业绩双击：**15年在创始人回归后公司进行了一系列改革并加大费用投入，同时推出了每日坚果和焦糖瓜子的新品。18年改革成效爆发业绩大增（18Q1收入同比28.44%，1H18归母净利润同比15.84%）。

图 4：洽洽上市以来的股价相对超额收益



资料来源：wind，国元证券研究中心

图 5：洽洽上市以来业绩与估值拆分



资料来源：wind，国元证券研究中心

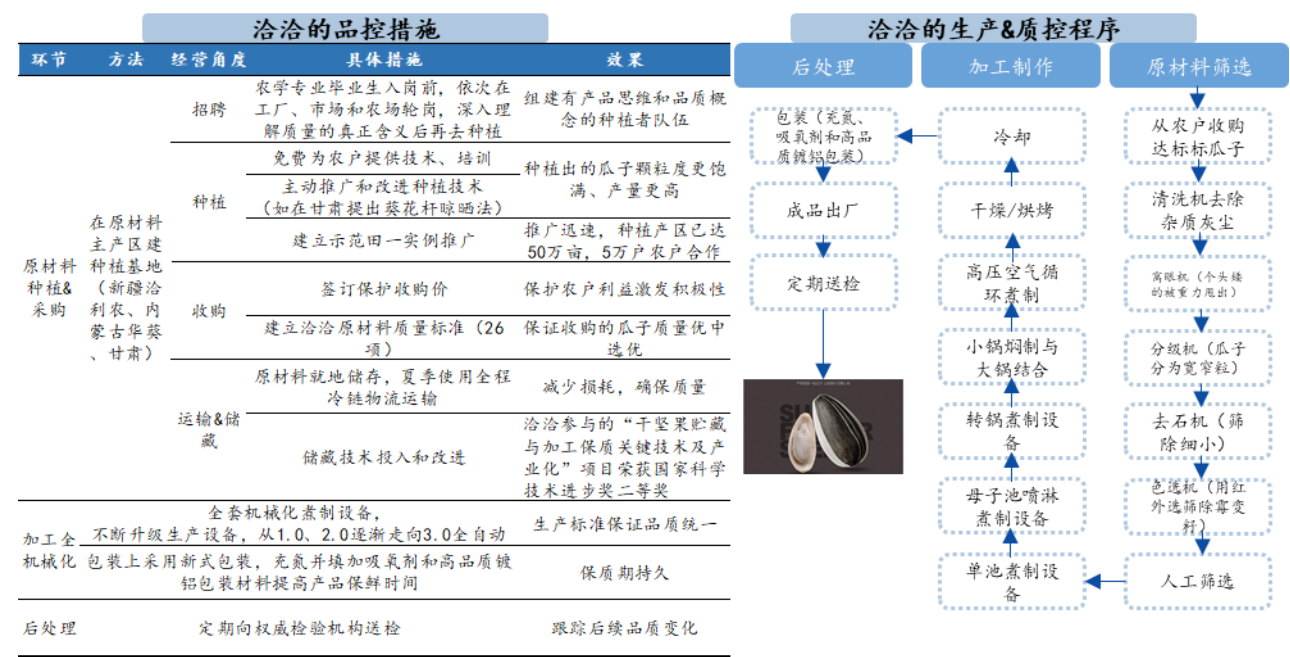
1.1 产品力：“变炒为煮”开技术先河，“洽洽质造”传品质传奇

自带产品创新基因，“变炒为煮”享先发优势。80年代“傻子”瓜子的出现打响了品牌化瓜子的发展之路，但是直到90年代末期市场的瓜子仍主要停留在炒制瓜子的阶段，炒制瓜子存在表皮黑易脏手以及易上火等问题。洽洽创新性地发明了“煮制瓜子”的加工方法。相比炒制，煮制瓜子的益处在于1)味道醇厚、易入味且均匀。2)营养价值高，可以添加各种香料增添各种功能，比如不上火的功效。3)香口不黏手。4)精细加工易工业化和规模化。洽洽前期利用差异化迅速打开市场收获品牌声誉，之后抓住积累的先发优势机会迅速扩大规模和与追赶者的距离。

原材料：产业链垂直化经营，上游自主掌控奠定品质基础。初看坚果炒货行业产品差异性小，但长期以往维持产品畅销不衰的是产品品质。相比于竞争对手，洽洽最大的优势是拥有从上游原材料-加工-销售的全产业链布局。不仅拥有自身的生产能力，同时还深入介入上游原材料种植&采购，这赋予了洽洽绝强的品质把控力。同时在面临原材料价格上涨和来源受限(例如坚果)时承受能力更强经营更为稳健。

生产：多重质控流程层层筛选，生产高度重视品质管理。洽洽在行业内不仅最先创制了煮瓜子的壮举，同时也是最先将煮瓜子流程化、机械化的企业。在生产过程中不仅实现了几近全自动化，提高了效率保证了标准统一。同时多环节设置目的明确、效果精准，多层面反复筛选进一步提高了产品的品质。

图 6：洽洽全产业链布局提高产品品质

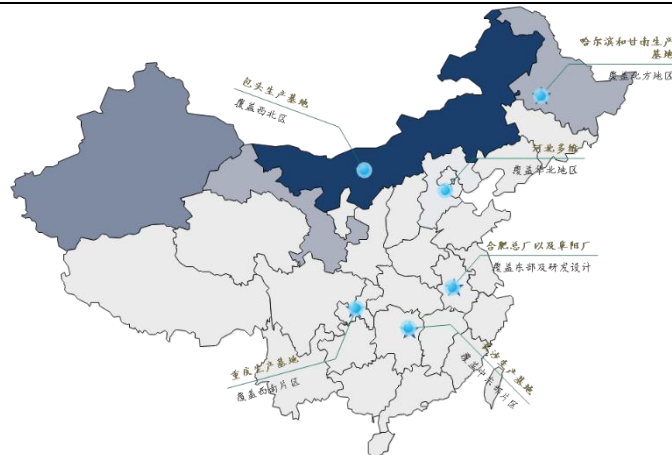


资料来源：公开资料整理，公司官网，国元证券研究中心

供应链：供应体系更加完善，洽洽质造即品质保障。洽洽共拥有九大符合国际标准的生产基地，完全全国化布局并在泰国海外设厂，利于减少运输半径提高新鲜度。并推进了TPM、可追溯体系认证、安全环保体系建设等一系列体系的构建和强

化完善，在现有生产线中逐步推动智能制造水平，不断精进经营成本，实现增值、高效、柔性、安全的供应链服务。

图 7：生产基地完成全国布局



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

消费者体验好于竞品，蓝袋新品产品力满满。洽洽经营瓜子始终高度重视瓜子品质，从各环节严格把控品质。根据《消费者报道》在 2017 年向第三方权威机构送检的 5 款瓜子的测评结果显示，调查从全国各地遴选了 90 名试吃官品评了 185 包瓜子，从营养、口感、性价比三方面综合评分认为洽洽瓜子综合得分最高。瓜子行业入门门槛较低，而始终对品质的极度追求和产业链上下游的资源整合能力却是此类行业企业的核心壁垒和长盛不衰的原因所在。

表 1：瓜子测评洽洽得分最高

	营养指标总分	试吃口感总分	性价比	综合比分	单价 (元/100g)
洽洽-奶香味瓜子	8.0	8.2	10.0	8.4	4.33
来伊份-话梅味瓜子	8.0	7.5	8.9	8.0	4.76
良品铺子-奶油味瓜子	7.8	8.3	8.2	8.0	5.21
三只松鼠-奶油味瓜子	7.5	8.6	7.1	7.8	5.89
百草味-话梅味瓜子	-	-	-	0.0	9.45

资料来源：《消费者报道》，国元证券研究中心

注：1. 营养性指标 z 总分（包括安全指标过氧化值）= 钠含量 30%+总糖 25%+不饱和脂肪酸 25%+总脂肪酸 10%+过氧化值 10%，若有安全指标（过氧化值）不符合国家标准 z 则直接列为不推荐

2. 性价比的性能由营养性指标总分（包括安全指标过氧化值）占 70%，试吃口感总分占 30%计算得出

3. 百草味话梅西瓜子因安全指标过氧化值不符合国家标注，被《消费者报道》列为不推荐

4. 单价参考 2017 年 7 月京东商城的售价

OEM 常伴随食安问题，洽洽品质安全有保证。目前在零食企业里采用 OEM 代工负责生产端，而自身则专注于下游销售端运营的商业模式比较普遍。零售型的定位确实极大迎合了行业趋势提高了分工效率，但代工生产伴随的食品安全问题仍屡见不鲜，自控生产的洽洽的确有效杜绝了此类事件发生。

核心瓜子产品梯队化。洽洽借助龙头优势，率先在价格带上突破并与其它竞品拉开距离，形成高价与品牌相互支撑的良性循环。并继续推出了中端蓝袋瓜子，高端皇葵瓜子和超高端葵珍瓜子。在 10 元区间、20 元区间、30 元区间、40 元区间（元/斤）完成了对价格带的封锁。提早锁定消费者心智，也为后续升级留足空间。

1.2 渠道力：线下全国化布局完成，来自身边的洽洽瓜子

为了进一步明析洽洽的渠道能力，从渠道布局广度和深度、渠道构成、渠道规模并由此衍生出的渠道铺货能力和渠道话语能力共计五个维度检视其渠道能力。

渠道广度：拥有完整的全国性经销商网络，生产端跟进及时销售端快速响应。内蒙古、东北、新疆和甘肃是我国葵瓜子的主产区，洽洽在主要的原材料产地和消费低均建有生产基地。保证了供给速度并降低了运输成本。销售端在全国划分了 21 个片区，117 家办事处，2000 多家专业经销商以及 40 万零售终端。

渠道深度：下沉至县乡。2011 年招股说明书公布，当时正积极推行“一县一店”工程，从后面的公布 2013 年公告里数据显示看，从 2010-2013 年期间，洽洽经销商数量从 1100 家增加到 2000+，其中城市经销商 800 家，县乡经销商 1200 家。大致与我国 657 城市和 1636 个县相差不远，到目前一县一店的工程目标成绩卓然，终端拥有 30-40 万零售商，大致完成了经销商下到县，零售终端沉到乡镇的目标。未来仍会继续通过一县一店等项目对渠道精耕细作，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；

图 8：拥有全国性营销网络

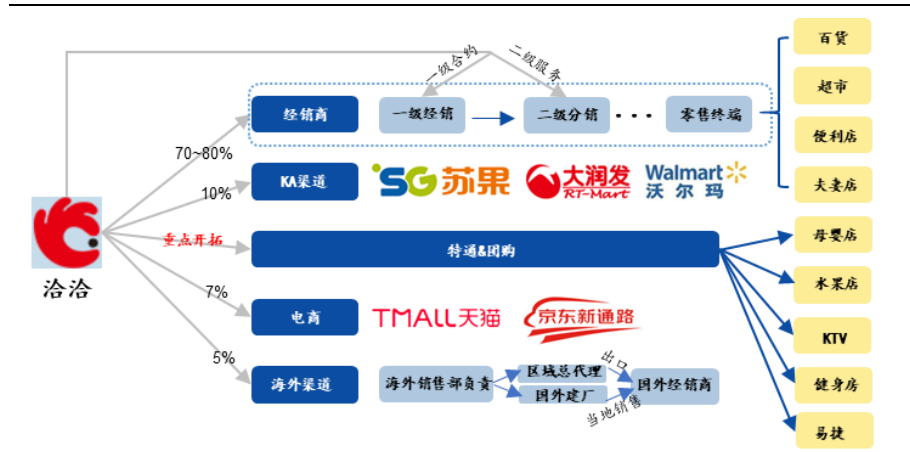


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

渠道构成：经销商为主的多元渠道结构，未来发力特通渠道挖潜场景消费。洽洽经销渠道占比 70% 以上是最核心的下游渠道，采取大经销商制并行直营模式，在北上广深等重点城市通过设立在当地的办事处由公司自己投入资源直营，经销商辅助负责相应的资金和物流支持。而其他非重点城市和二三线城市由经销商负责，县

级及边远地区采取周边经销商分销。利用经销商渠道洽洽构建了基于百货、商超和夫妻店、小卖部等绵密的分销系统。除此之外重点开拓特通&团购渠道，和母婴店、水果店和易捷等与坚果炒货属性匹配的门店合作深入挖潜场景消费。KA 渠道捆绑大型百货，电商在主要的 B2C 和 B2B 设布局，公司线上旗舰店、网上超市和微超市的布局基本完成，未来公司线上线下渠结合的销售方式将更加明朗。海外渠道专设海外销售部统管，结合经销商模式和海外建厂模式贡献 5% 收入。

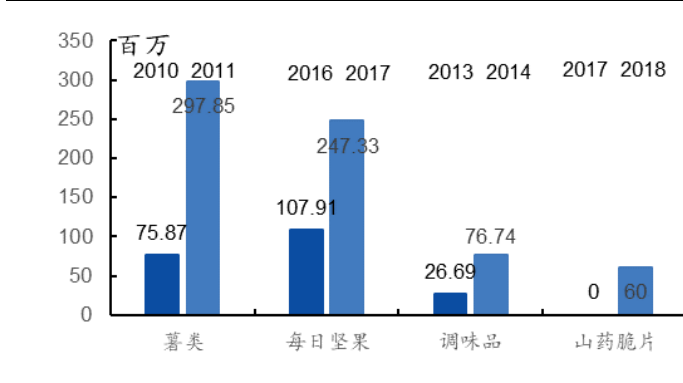
图 9：以经销商绵密分销为主的多元化渠道结构



资料来源：公司公告，草根调研，国元证券研究中心

铺货能力：渠道力强劲新品铺货能力强。洽洽历史上有过多段新款单品推广历史，分别是 2010 年“喀吱脆”薯片、2013 年洽康牛肉酱、2017 年每日坚果和 2018 年的山药脆片。借助洽洽广阔的渠道平台，上述新品均在当年实现迅猛的增长。其中最近新品山药脆片推出当年即从无做到 6000 万收入。新品在洽洽前期渠道加持下能迅速获得快速的推广并上量，体现了极强的铺货能力。

图 10：洽洽具备极强的铺货能力



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 11：洽洽可掌握渠道终端陈列



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

渠道话语权：改革再造验证窗口，洽洽渠道话语力强。在创始人回归后洽洽进行了一系列的改革。其中渠道方面的变动为我们观察洽洽的话语权提供了一个机会。

据调查显示近几年洽洽在渠道方面略有调整，曾经有段时间分销商利润由每箱 4 元下降至每箱 2 元，洽洽控价趋严但成功向渠道压价显示了其强劲的渠道话语能力。另一方面，部分商超出现了洽洽推出统一印有洽洽商标的陈列盒，应用范围包括洽洽与其他品牌在内，终端陈列能力可见一斑。

1.3 品牌力：时间沉淀塑造卓越品牌，优质营销维护品牌传承

品牌力相对更难以量化，下文将从营销角度、产品溢价角度以及渠道品牌拉力三个角度称重洽洽品牌。

洽洽品牌营销能力卓然。快消品行业营销能力非常重要，梳理洽洽历史营销活动可以总结出洽洽的营销活动具有手段多样、频次较高和针对性强的特点。

- **手段多样：**从传统的开袋有奖、冠名电视节目、体育营销，到目前包括跨界营销、线上线下结合、IP 营销、节日营销等新式营销手段。其中重点活动如“葵花节”、“年货节”等日常性活动成为了公司的招牌营销活动。
- **频次较高：**从年初的年货节系列营销到夏季的多城核心商圈联动的葵花节，再到穿插于年中的热点营销（如洽洽有嘻哈、人民的蓝袋、冠名国家宝藏、上海垃圾分类等）、定期的线下地推（如亲子马拉松赞助、樱花节陈列地推）和线上跨界联合（弹个车、一颗瓜子的前世今生、瓜子面膜等），洽洽的营销保持了每月多次的营销轰炸频率，形成了以核心营销活动为主（葵花节+年货节）其余多批次小规模活动为辅的系统性营销能力。
- **针对性强：**观察洽洽营销活动策划，如年货节主打春节聚会瓜子场景、赞助洽洽舞林大会用谐音加深洽洽品牌抓力、赞助马拉松比赛捆绑健康快乐观念等，每次活动目标明确切入精准，体现出公司营销部门能力的突出。

20 年深度耕耘完成瓜子品类占领，品牌理念鲜明定位清晰。洽洽以瓜子起步逐步扩展至休闲零食，通过 20 年的努力基本完成在瓜子品类对消费者的心智占领。除此之外进一步确定洽洽母品牌与核心品类品牌定位，集中资源聚焦打造核心品类，加大定位后的细化配称传播；围绕“洽洽坚果，专注坚果质造 20 年”这一主题，坚持“聚焦”、“品效合一”，以三大重点新品类“洽洽蓝袋瓜子”、“小黄袋每日坚果”、“山药妹/嘿铁棍山药脆片”为落脚点。推进品牌建设，积累品牌资产

表 2：洽洽的营销方式多样

营销活动	范围	事件（内容）
洽洽葵花节	线下为主	包装里附上二维码扫码参与抽奖、多个商场设 VR 体验区感受洽洽生产、线下分会场体验葵花主题节目
年货节	线上&线下	洽洽以年货节冠名形式综合多手段打响“洽洽-年货”重要产品概念、联合携程旅游玩转的二维码红包、赞助热播综艺《我们的挑战》、贴片热门电影植入广告
死磕欧洲杯	线上	提炼经典具有代表性的营销语录以及新颖词汇，如：“死磕”“夺葵”等词语、甄选最具话题性比赛，开展线上竞猜活动。
春游节-带着艾塔去春游	线上为主	以微博接力的方式陆续发起#带着艾塔去春游#活动、官微发布以艾塔为主要形象的春游小漫画和 H5、在全国上百所高校和 20 个景区开展“带着艾塔去春游”的主题 mini 秀
推出葵花小镇	线下为主	推出了“葵花小镇”10 城核心商圈联合推广活动、在九月底举办“相约钱仓花海”南京葵园主题观赏。

洽洽舞林大会	线下	联合方俊文艺创作中心举办了首届中国洽洽舞林大会，充分发扬洽洽舞蹈文化。通过舞蹈和食品的跨界IP整合，有效打造出快乐生活的理念
“一颗瓜子的前世今生”	线上	通过“一颗瓜子的前世今生”短视频病毒营销，攻占年轻群体为UGC主导的短视频平台
洽洽年味小馆	线下	用满载年味的小火车在线下高铁站投放
360°突围春节营销	线上	洽洽的电视广告360°全覆盖式宣传，主要投放目标为央视和浙江卫视、湖南卫视、东方卫视等具全民娱乐和泛综艺基础的三大一线卫视，扩大公信力覆盖核心群体
点亮海外摩天大楼行动	线下	洽洽亮相世界舞台，在美国纽约时代广场、韩国首尔米兰诺大楼江南、日本东京都涩谷区Qs EYE大厦等多个国家及地区的摩天大楼、户外大屏上，播放新年祝福宣传片。
冠名电视节目	线上	冠名《恋爱先生》和《国家宝藏》，提升品牌气质，深度情感营销和绑定IP全链条传播
银城樱花跑玄武湖	线下	携手银城樱花跑玄武湖，线下摆摊营销，结合体育活动，传播健康理念
弹个车	线上	在包装里置入各种优惠券和奖品，奖品主要是与车有关的优惠礼品。高德、虾米共同合作，将原先没有触及到的但是合作方已经打通的消费群体，引流到各自的市场当中。
跨界营销	线上&线下	联合环球小姐做ip深度跨界
跨界营销	线上&线下	联袂服装品牌太平鸟和丸美旗下的食材护肤品牌春纪做联名产品等，例如推出的瓜子脸面膜，引发了大量年轻消费群体的热议
紧跟潮流热点	线上	紧跟上海垃圾分类热点推出瓜子的分类方法

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

渠道话语权印证洽洽品牌拉力。渠道拉力和品牌推力是快消品企业的核心力量驱动。相比下品牌推力更为理想，因为自然动销率更高并带动渠道积极性更高。前文所述洽洽在渠道拓展期表现出对渠道的强力话语能力。渠道利润空间减低的无奈背后是洽洽终端优异的动销能力。

从消费终端表现看洽洽具有一定品牌溢价。洽洽推出蓝袋升级后，其余品牌效仿跟进纷纷推出类似包装的瓜子。我们选择此类瓜子进行价格比较。采集淘宝旗舰店数据，选择销量最大的品类并换算成500g规格后可以发现洽洽蓝袋相比同款瓜子具有明显品牌溢价。

表 3：洽洽相比同级别竞品具有品牌溢价（单位：元/500g）

洽洽		真心			华味亨		恒康
经典款	蓝袋	红枣	焦糖	核桃	焦糖/山核桃	焦糖/山核桃	
20	27	20	23.0	15	8	23	
							

资料来源：淘宝旗舰店，国元证券研究中心

2.改革冲破经营桎梏，慢变化优于快变化

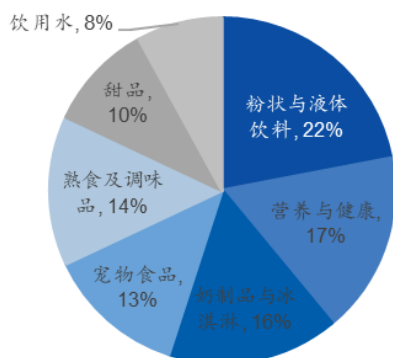
多元化拓展是餐饮巨头必经之路，洽洽正处发展的十字路口。从产品生命周期角度看，站在成熟期的十字路口唯有勇于多元化产品善于多元化产品的企业才能打破收入增长瓶颈，拓宽企业新的增长可能，多元化拓展是其走向伟大的必经之路。

雀巢是目前规模最大的国际餐饮巨无霸。雀巢拥有 150 余年的悠久历史，通过持续不断的内生外延策略实现了成为全球最大的食品饮料公司的目标。2018 年公司营收 914 亿法郎，截止 7 月 12 日凭借 3722.45 亿美元的市值称雄食品饮料行业。产品和品牌上公司从婴幼儿乳品起步逐步发展至囊括固液体饮料、营养与健康、奶制品与冰淇淋、宠物食品、熟食和调味品和甜食、饮用水在内均衡分布的产品结构，旗下拥有 2000 余种国际和地方性品牌。在庞大规模下 2018 年依然完成了 3% 的增长。

他山之石，可以攻玉。复盘雀巢成长经验发现核心的竞争力来源于以下三点。

- **持续的产品拓展和延伸。**一方面重视内部研发投入和技术储备。雀巢持续投入研发，在全球拥有 34 家科研及研发中心并与当地工厂紧密结合对市场进行快速响应。2017 年研发支出 17 亿瑞士法郎，占收入 1.7%。另一方面持续外延收购，之前 2/3 的规模增长依靠并购，不仅纳入优异产品扩充自身品牌矩阵，另一方面获得特定资源快速切入当地市场。
- **独到的消费趋势眼光，踩准产品生命周期。**上世纪牛奶巧克力诞生公司遂及时布局，后来至 20-30 年代随着生活节奏加快公司先后推出速溶咖啡并进入饮料市场。50-70 年代随着中产阶级扩张和冷链技术提高，调味品和冷冻食品再获公司布局。60-80 年代在消费升级下大众对高端饮用水需求增加，公司遂进入饮用水市场。80-本世纪在宠物经济背景下公司又切入宠物食品。公司优异的战略眼光及早踩准品类成长周期，在消费升级下率先受益。
- **优异的内部管理，下放权限激发内在动力。**建立了集中-分散的管理体系，立足总公司发挥全局统筹和标准化的原则下，充分激发子公司经营的积极性。将更多管理权限下放，因地制宜打造地区发展战略。

图 12：雀巢公司各业务收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 13：雀巢的主要品牌矩阵

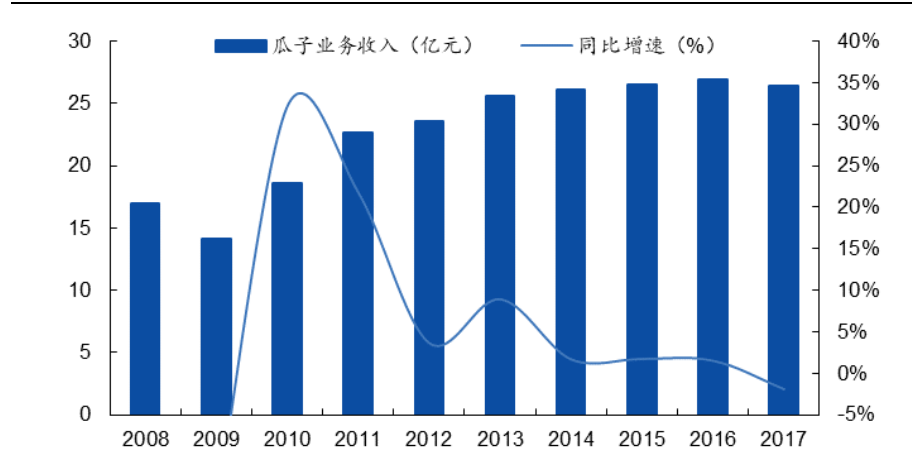


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

2.1 精简产品聚焦核心爆款，重磅推出蓝袋和每日坚果

困局：上市以来业绩增长趋缓，对爆款品类依赖过重。我国葵花籽下游应用主要为食用、饲料用和压榨油用，近5年我国食用葵花籽产量稳定在90万吨，显示我国食用葵花籽消费近乎饱和。作为公司核心业务，瓜子一直以来占到公司业绩的70%以上。从2012年开始公司业绩开始低个位数增长，2017年甚至同比下滑1.89%。

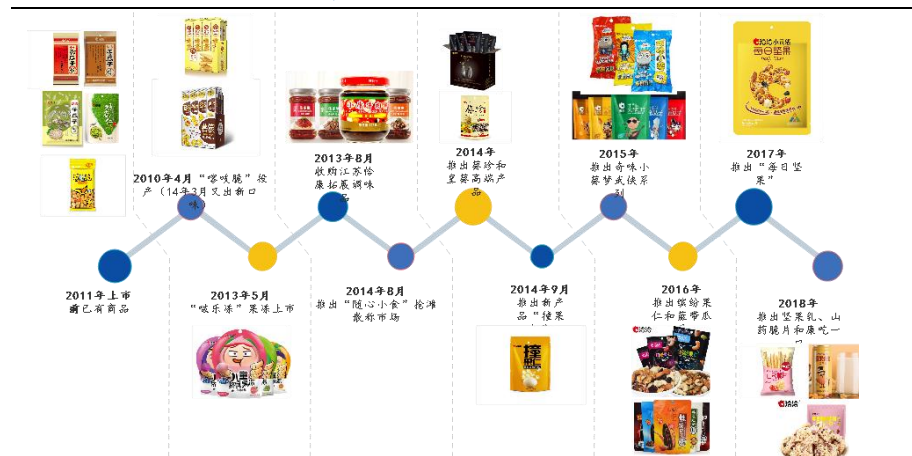
图 14：瓜子业务收入趋于平稳



资料来源：wind，国元证券研究中心

破局尝试一（2010-2015）：历史上洽洽多元化努力不断，但多因素叠加导致推出效果不佳。洽洽一直以来都在尝试进行多元化拓展，通过各种方式不断涉足非瓜子业务，如薯片、果冻、调味酱和“撞果仁”坚果系列。但是新品推出后效果均不理想。薯片业务推出前2年增长一直顺利，但是2013年后薯片收入始终维持在2亿元规模左右。2013年洽洽推出啵果冻，但运营两年却亏损2000万元，不久后就从洽洽食品序列中剥离出来。2013年洽洽收购江苏小康牛肉酱，但同样陷入了亏损的状态。之后又相继推出散称瓜子、皇葵/葵珍高端葵瓜子和撞果仁坚果系列产品，但整体年销售额都在千万规模徘徊，并没有打造出具备突破瓶颈的拳头产品。

图 15：历史上新品推出的节奏和历史



资料来源：公司公告,天猫,国元证券研究中心

对比雀巢成功经验，洽洽多元化尝试屡次试错：

- **战略定位失误，多元化拓展激进。**1) 品类跨度大，与洽洽原有品牌形象距离远无法形成协同效应。2) 战略决心不坚定。同时涉足多款新品导致过度分散公司人力、物力和财力资源，叠加经营保守导致单品可获资源不够。例如小康牛肉酱在并购后转场周期较长且洽康经营团队与洽洽团队在渠道销售嫁接上不够深入导致全国化失败。
- **切入行业集中度高，无法准确踩准品类周期。**洽洽 2011 年进入薯片行业，尽管推出非油炸的概念，但是彼时的乐事、可比克和上好佳早已瓜分完薯片市场，CR3 达到 74.5%以上。洽洽在渠道上与竞争对手们的面临直接的碰撞与竞争，后来者在成熟产品期压力较大。果冻同样是此类原因。
- **产品力不够或者定价太高。**葵珍/皇葵是洽洽推出的高端瓜子，目的是进一步提高洽洽的品牌形象并提高瓜子业务的高端产品占比。但是销售规模始终维持在千万规模，其失败的原因在于定价过高，线上数据看葵珍/皇葵价格在 40-50 元/500g，相比红袋瓜子价格高出近 3 倍，也远高于同类企业产品。撞果仁和康吃一口等虽然大方向对了，但是口味上未符合坚果消费主流趋势。

表 4：洽洽新品推出失败原因

品类	推出时间	失败原因
薯片	2010	选择的行业集中度高：2010 年，膨化食品早已被乐事、可比克等占领，行业 CR3 达到 74.5%，其中乐事市占率 45.2%。
		渠道竞争：乐事属于外资百事品牌，主要渠道在一二线大城市，而 2011 年此时的洽洽渠道业主要集中在一二线。
		健康消费趋势似乎并不明朗，非油炸薯片消费仍未被消费者买单。
果冻	2013	单一品牌，跨界薯片无法发挥协同效应
		行业集中度高，喜之郎（20%）、蜡笔小新等强势品牌，CR3 超过 40%
		产品无差异化优势：包装老化，用户体验无新颖。
洽康牛肉酱	2013	2014 年果冻行业负面新闻“毒明胶”爆出，果冻发展缓慢
		品类跨度大，调味品营销方式不同：
		小康牛肉酱确实是好产品，但是主营瓜子的洽洽并不熟悉调味品的经营
葵珍/皇葵	2014 年	多元化产品太多，企业精力分散，未下决心投入足够资源发展调味酱
		并购后转场周期较长，渠道销售嫁接上不够深入
撞果仁	2014 年	定价太高
		口味上不符合当时坚果消费主流趋势

资料来源：Euromonitor，公开资料整理，国元证券研究中心

破局尝试二（2015-至今）：回归主业，内部升级+新品类崛起双发力。1) 剥离非核心业务。2015 年创始人回归后洽洽开始战略重新定位，梳理产品线剥离杂冗产品动作不断。2015 年公司将控股子公司合肥华力食品有限公司 75% 股权出售给大股东，剥离持续处于亏损状态中的果冻业务。2018 年以 9000 万元出售江苏洽康股权剥离调味品业务。逐渐减弱对其余小品类的资源倾斜，聚焦精力于 2016 年重磅推出升级款蓝袋瓜子，又于 2017 年切入新兴爆款品类每日坚果。2) 品类内部升级。

结合 2014 年高端瓜子葵珍和皇葵推出的失败经验，洽洽调低价格于 2016 年推出的升级款蓝袋系列。相比以前更换了包装、提高了原材料品质，而且还推出了焦糖、山核桃等多式风味，以小剂量包装出售。**3) 把握新品类崛起。**2015 年沃隆率先上市每日坚果品类，开启了混合坚果的风潮。该品类将多种坚果按一定比例组合并分装在小袋，提倡坚果果干科学配比，满足成人每日营养需求。该品类创立不久即获得市场热烈反映，洽洽踩准品类成长周期迅速切入，2017 年顺利推出洽洽小黄袋。

图 16: 蓝袋实现全方位升级

产品	(红袋)	(蓝袋)	变化
价格	20元/500g	28元/500g	提价40%
包装	经典牛皮纸	PVC塑料材料	更年轻
口味	香瓜子、原味	焦糖、山核桃、咖啡	风味化
规格	308g	108g	小量化

资料来源: 淘宝, 国元证券研究中心

图 17: 重磅推出每日坚果



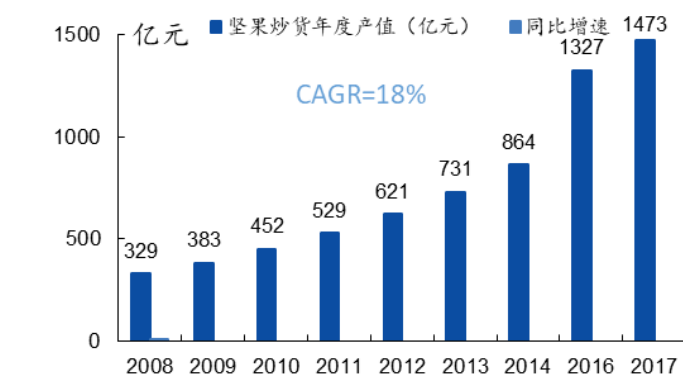
资料来源: 公司官网, 国元证券研究中心

为什么要推蓝袋? 迎合消费升级, 解决品类老化。洽洽经典红袋在品类形象以及品质上均存在一定的老化, 销量一直保持略有下滑的状态。升级成蓝袋不仅视觉上有利于重新塑造洽洽的品质形象, 而且赋予了其多重风味满足了消费者需求。并且以高于红袋 40% 价格和小量化的特色迎合了当前消费升级的趋势。

为什么要推每日坚果? 发挥品类协同, 切入大空间全新品类。

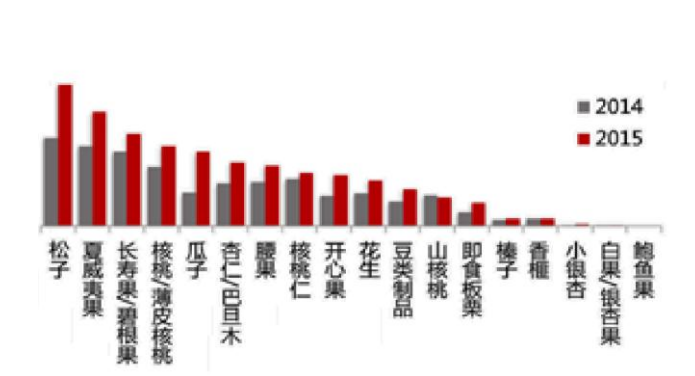
1) 坚果行业空间大、增速快、子品类繁多。坚果炒货市场到 2017 年行业产值达到 1473 亿元, 2008-2017 年实现复合增速 18%。参考美国等发达国家, 人均 GDP 与健康休闲食品代表坚果消费成正比, 预计国内坚果消费仍可保持 20% 的增速。目前市场上在售的主流坚果种类在十余种以上。

图 18: 2008-2017 年坚果炒货行业产值复合增速 18%



资料来源: 中国食品工业协会-坚果炒货委员会, 国元证券研究中心

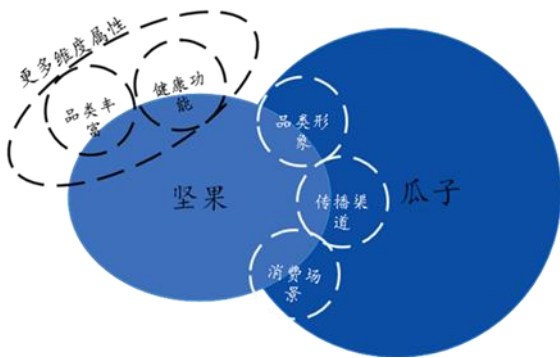
图 19: 2015 年线上坚果细分品类销售额



资料来源: 《阿里农产品电子商务白皮书 (2015)》, 国元证券研究中心

2) 坚果与瓜子属性大同小异，是洽洽多元化转型的最好切入点。坚果与瓜子同属果实类食品，在消费者心中形象、销售渠道和消费场景上基本一致。属性的大部分重叠有利于已有多年瓜子炒货经营经验的洽洽顺利推广坚果产品，这主要体现在：**品牌共用**：得益于瓜子与坚果在消费者心中类似形象，深度绑定瓜子的洽洽品牌能有效赋能坚果，加速坚果前期推广速度。**渠道共享**：瓜子与坚果能实现有效的渠道协同，都非常适合 KA、便利店以及电商渠道。**营销协同**：洽洽已积累丰富营销瓜子产品经验，复制到坚果将起到 1+1>2 的效果。

图 20：炒货与坚果的属性大同小异



资料来源：国元证券研究中心

图 21：每日坚果的消费场景更为丰富



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

2.2 营销玩法多样与时俱进，拓渠道海外和电商亮点多

改革在营销体系映射更为直观。整体营销从改革前的保守传统向如今高频率、多手段并行方式转变。主要表现为传统营销频率增加，同时增加更多新式营销手段。相比以往营销效果，如今优势体现为 **1) 综合利用互联网等多媒体**。打破终端陈列、广告屏投发的地理限制，彻底打通面向更广大受众的通路。**2) 精准锁定投放人群**。洽洽更多选择赞助特定健康赛事、同某品牌跨界联合方式进行营销，直接锁定该活动背后特定人群。同时借助互联网、梯媒等追踪年轻人群和都市白领人群，保持自身品牌年轻化。**3) 品牌诉求更丰富**。从传统的仅表达开心的理念到如今涵盖“年货、团圆、健康、年轻”等丰富的理念。**4) 生产内容引发热议**。洽洽已不满足于投放口号式广告提高曝光率，而转向自身生产内容并引发消费者热议的方式来提升广告触及力和心智停留时间。如“瓜子面膜”等。

图 22：洽洽营销正在发生积极的变化



资料来源：公开资料整理，公司官网，国元证券研究中心

发布洽洽全新超级符号和超级口号，焕新升级洽洽品牌。连续两年在上海召开全球战略合作伙伴发布会，今年更进一步凝聚品牌核心价值，提出“掌握关键保鲜技术”并发布洽洽新的品牌超级符号。在食品行业走向质量和国民健康意识崛起下，洽洽立足自身全产业链生态优势，进一步提炼出“保鲜”的核心诉求，将在消费者经年累月使用中沉淀下来，并在消费者品牌体验和购买决策上形成潜移默化

的引导，电商经营有所改观，泰国工厂投产海外布局再下一子：

- 市场责任主体变革，配称客户分级管理，客户目标明确、责任清晰、干劲十足；
- 电商上，页面设计渐趋生动，同时“艾喀”和“葵花”两个IP被重视起来，继续推动线上业务和线下业务的资源共享和协同、线上业务和团购等新渠道的协同，进一步打造线上差异化产品区分线上线下。2018年电商实现收入2.39亿，同比增长52.3%。
- 海外渠道开拓上，在欧美日韩华人市场，洽洽覆盖率已达90%以上；东南亚市场已完成所有国家的经销商的开发。在加拿大、澳洲市场已进入沃尔玛、家乐福、欧尚、Costco等国际卖场。在海外粉丝平台上，洽洽食品以国外社交软件为洽洽海外线上粉丝大本营，签约专业团队运营，进行品牌的粉丝沉淀。近期泰国工厂于7月1日顺利投产，这在有效地满足泰国及东南亚市场需求之外，大大缩短国际物流周期，将为消费者提供安全、新鲜、美味的坚果食品。

图 23：电商经营有所改观



资料来源：淘宝，国元证券研究中心

图 24：泰国工厂正式投产



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

2.3 内部组织架构新梳理，体制带来“慢变化”更值得期待

合作第三方咨询战略再梳理，积极纳谏成业绩催化剂。洽洽上市以来受困于业绩发展瓶颈，传统业务一直未有突破性表现。我们认为本质上说内因占主导，一方面是内部管理体出问题，另一方面也受困于当局者迷等因素干扰。积极合作第三方咨询，从合作里斯到携手国内顶尖品牌战略咨询公司华与华，引入外部智囊公司经营更趋理性。

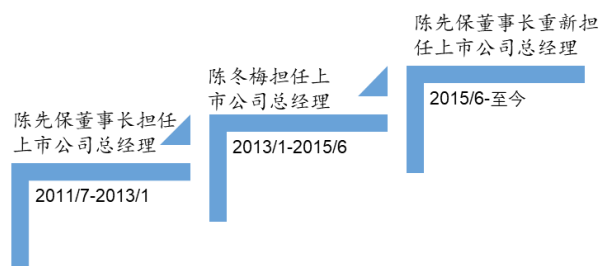
创始人陈先保先生回归，大力整顿并提拔年轻干部。洽洽大股东为合肥华泰集团公司，其旗下主要由“洽洽”休闲食品、“华邦”地产和“华元”金融三大业务构成。上市后不久陈先保先生退居幕后主管集团层面工作。2015 年为了打破洽洽所面临的困局陈先保先生回归接任总经理职务，并下定决心大刀阔斧进行改革。提拔了一大批年轻干部，其中原坚果事业部总经理王斌获破格提拔为公司副总经理。管理团队开始加入年轻化的血液。

图 25：与咨询公司形成战略合作



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图 26：创始人陈先保总回归



资料来源：国元证券研究中心

事业部改制提高企业内部动能，销售扁平化提高市场响应速度。2014 年洽洽实现了由职能型向事业型转变，新设国葵事业部、坚果事业部、销售事业部、烘焙事业部、炒货事业部，摒弃之前采购、生产、销售独立运营的弊端，事业部下统管

采购、生产，并于销售事业部紧密合作沟通，减少内部沟通成本加快组织运行效率。2017 年底又将国葵和炒货合并为瓜子事业部。销售管理上，公司 2015 年底撤销原有区域中心实行对经营单元的直接管理，便于加快公司与终端沟通速度，给予终端更大的权力以提高市场响应力。

图 27：由职能型向事业型变革

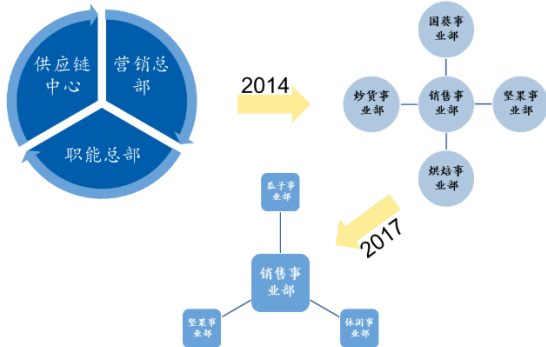
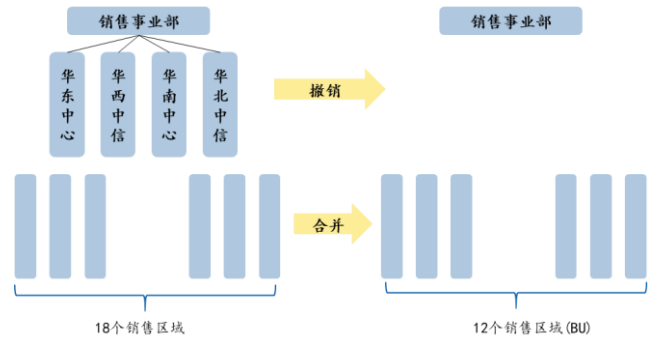


图 28：销售层级扁平化



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

资料来源：国元证券研究中心

提倡“阿米巴+业绩 PK”文化，员工积极性提高。公司在事业部改制的基础上进一步划分小经营单位，成立一个个 BU（业务单元），提倡组间 PK 的狼性文化。公司级双月业绩 PK、销售 BU、工厂 BU、车间单月业绩 PK；销售、工厂、车间、仓库均参与质量 PK。革新干部选拔和聘用，通过公开竞聘 PK 晋升人才，打造“能者上庸者下”的用人机制。

持股计划深度绑定员工利益，“全面合伙”有力且连续推进。2015 年公司改革来，共实施三次员工持股计划。第一批员工持股（2015 年 8 月-2018 年 8 月）：员工出资额 5000 万，按 1: 2 配资成立信托公司，最后收益平均达到 30%。第二批员工持股（2017 年 5 月-至今）：员工出资 5000 万，按 1: 2 配资成立信托，因为购买均价较低所以盈利同样可观，员工激励力度有效。第三批持股计划（2018-2022）：五年内每年设立一批员工持股计划，目前第一批账户已经开立。从节奏看连续的员工持股计划“轰炸”将极大调动员工积极性，为未来业务拓展奠定坚实基础。

表 5：洽洽员工持股详情

	配资比例	持有人	出资额	出资比例	均价
第一期(2015年8月)	1比2	董事、监事、高管	3000	60	14.69
		其它员工	2000	40	
第二期(2017年5月)	1比2	董事、监事、高管	4940	98.8	13.41
		事业部核心管理人员	60	1.2	
第三期	2018年至2022年的五年内，每年设立一批员工持股计划，共计五批				
	截止2018年12月20日，已购买40.78万股，购买均价17.99元				
	2019年3-4月，通过回购决议，拟以不少于5000万不超过1亿元中的不超过50%用于股权激励。				

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

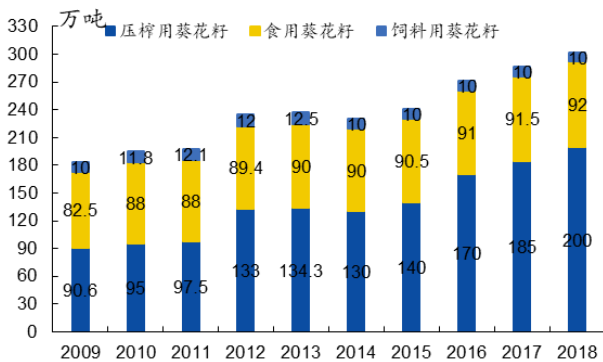
3.瓜子：基础性现金流业务，稳健且附有中观弹性

3.1 食葵产量稳定行业发展成熟，格局集中洽洽独占四成份额

食葵产量几近于不增长，市场空间预计 150 亿，行业成熟逼近瓶颈。葵花籽根据用途可以分为压榨用、食用和饲料用。压榨出油为葵花籽的主要用途，且保持较快增长。食用为次要用途，但产量长期稳定在 90 万吨左右，18 年增速仅为 0.5%。我们按照每吨瓜子零售终端均价为 1.5 万计算，粗略预估瓜子整体市场规模为 138 亿。

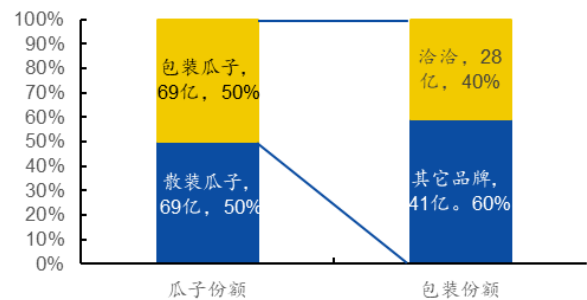
包装和散装瓜子各占半壁江山，包装瓜子中洽洽市占率达 40% 以上。包装瓜子占行业整体 50%，另一半则是通过夫妻街边店以散装称秤模式销售。虽然包装瓜子具有显而易见的优点，但是仅几年却未见到包装进一步替代散装的趋势。其背后或因为瓜子偏农产品属性，包装化与散装在消费者体验上无明显差异所致（短期内难有明显变化）。包装瓜子中洽洽又以 30 亿体量雄占行业 4 成以上份额，包装瓜子龙头地位凸出。第二名及之后的企业如金鸽、真心、正林、徽记等收入规模大多在 5 亿及以下水平，与龙头企业差距较大。

图 29：食葵产量稳定在 90 万吨左右



资料来源：USDA，国元证券研究中心

图 30：2018 年瓜子行业规模及结构预估



资料来源：草根调研，国元证券研究中心

3.2 兼具农产品和零食双属性，消费惯性强品类优势难以撼动

虽然瓜子行业成熟增长较慢，但受行业特性影响龙头地位又极为稳定。下面从三个角度谈谈瓜子行业的稳定性。

角度一：瓜子的品类属性

偏农产品属性。同质化严重附加值低。瓜子产业链价值分布为两头挤压的葫芦形态。上游原材料成本占比高，葵花籽收购成本成为最主要的成本来源（产业链价值量占比 30%）。瓜子产品工业附加值较低，产品同质化严重，是典型的偏农产品属性商品。因此下游渠道赋能作用关键，深度分销的渠道力是行业核心壁垒。渠道利润占比达到 45%（以最初始的红袋经典瓜子为例）。

高原材料成本下规模效应有限，低加工空间导致行业变化小。单一原材料占比

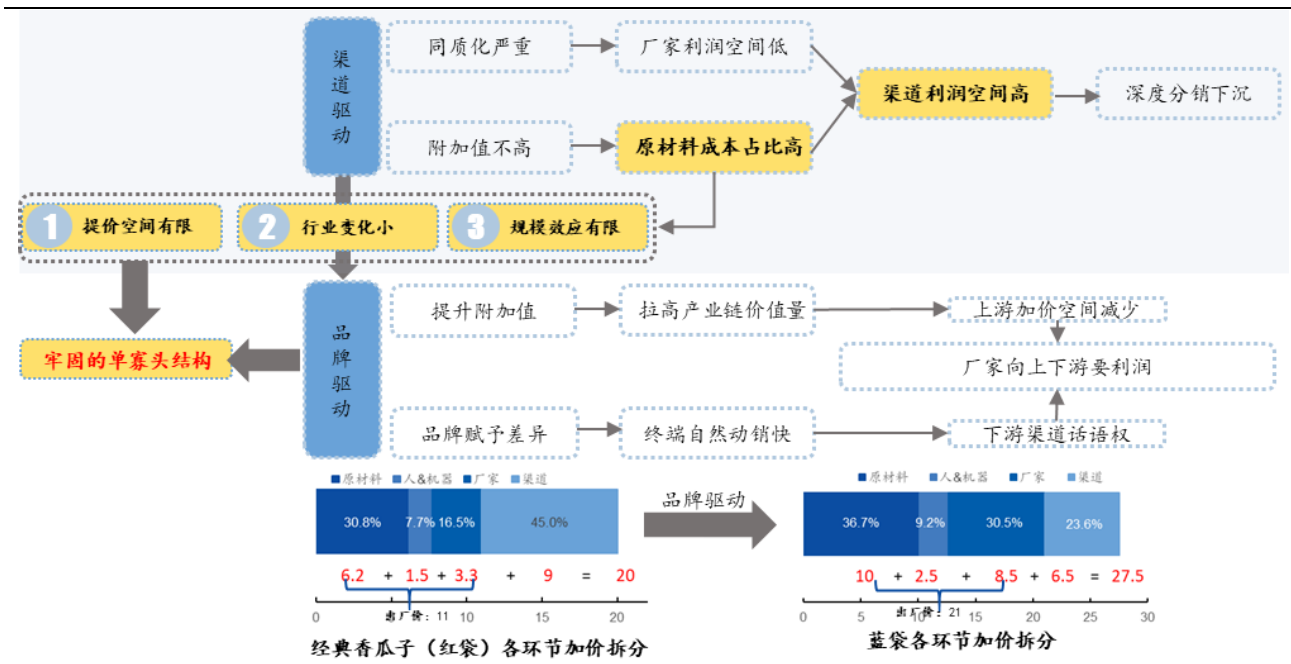
高导致可变成成本占比部分更大，规模效应局限于采购议价等个别环节。瓜子品类创新空间狭窄，工业附加值低，行业变化或被颠覆性小，消费端消费人群和习惯稳定。

提价空间有限。瓜子品类农产品属性影子挥之不去，即同质化和低附加值使得瓜子品类价格存在上限，提价空间存在显然的天花板。5元、10元、15元/包等等终究有一个价位是绝大部分消费者始终无法愿意支付的溢价。“瓜子就不该贵”的心理暗示将阻断瓜子的“身份”越阶。

兼具零食属性，适合品牌驱动模式。在瓜子品类中品牌驱动战略更适合。瓜子具有偏农产品属性产品(差异化低)同时兼具粗加工零食属性，因此能够树立品牌，且树立合适品牌有利于提高产品可辨识度和差异性。早期渠道驱动型的价值链分配在龙头公司成长起来后在品牌驱动下向厂商环节集中。品牌策略是企业杀出重围并持续经营的强力护城河。龙头品牌保持小额溢价。

上述因素重合决定行业一定是牢固的单寡头结构。同质化、低附加值的“类农产品”生意决定了瓜子的提价空间有限，即意味着资源有限情况下极少数能夺得“皇冠上明珠”。同质化的行业天然适合品牌驱动型的企业，一旦龙头跑出先发抢夺顶部价格并封锁中高价格带，然后借助品牌维持自身价格溢价地位，行业格局很容易陷入固化。又由于规模效应有限，竞争对手无法短期爆发上量压成本，低价竞争策略空间有限。且长远看吃瓜子是门稳定的生意，行业颠覆性低。因此注定瓜子是一个“小行业、大公司”的好生意。

图 31：瓜子生意的模式思考



资料来源：草根调研，公开资料整理，国元证券研究中心

注：终端价格采取电商平台。又线下高于线上 10%-20%，所以对渠道利润有所低估

角度二：瓜子具有稳定消费人群及消费惯性

消费人群和消费惯性稳定。近几年食葵产量整体稳中有进的局面原因之一也是受到稳定的消费人群支撑。嗑瓜子的人一般会持续保持该习惯，整体消费人群不易出现流失。虽然仍面临城市化推进及都市快节奏负面影响，但分结构看我国三四线城市依然落后一二线 5-10 年时间，庞大的消费群体仍集中在三四线，广阔的低线市场为瓜子提供了充足的战略纵深。

角度三：零食电商等竞争者是否侵入挤占洽洽份额？

行业格局集中，洽洽龙头优势显著。诚然在上文分析中瓜子行业渠道利润率较高，且传统瓜子企业在线上渠道布局弱，三只松鼠等确实存在侵入可能。但我们认为非极端情况下，洽洽瓜子地位依然稳固。

- **具有极佳品牌+自主生产的品控力。**品牌形象根深蒂固并且品质保证，相比下新兴零食电商在这两方面均有劣势。
- **上游优质原材料限制。**行业发展多年不仅是市场份额基本瓜分，而且优质的原材料也瓜分殆尽（洽洽布局核心原材料产地，收购葵花籽占行业 20%）。
- **零食电商机会成本高。**零食赛道空间广阔且品类众多，而瓜子市场格局集中发展成熟，死磕瓜子行业对零食电商意义不大。
- **瓜子品类加工空间有限。**零食电商擅长于品类创新和营销，而瓜子在各方面可开发空间有限且已被龙头充分挖掘，零食电商无法充分发挥自身优势。

综上所述，瓜子具有极其稳定的行业属性，同时对于行业龙头而言效果更甚。作为核心业务的瓜子，为洽洽提供了 70% 的收入和 80% 的毛利，是公司发展过程中稳定阵脚的压舱石，稳定的属性为企业发展解除了后顾之忧。

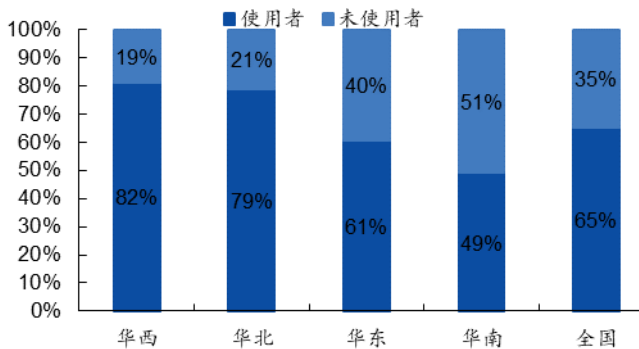
3.3 放眼长量从三个方向要成长，中期最确定性仍为结构升级

市场普遍认为瓜子行业空间不足、天花板明显，我们认为从中短期看行业整体空间确实不够乐观，整体销量、市场占有率也已经接近饱和。但是从公司层面来看，不容忽视长期瓜子在三个方向的潜力酝酿。

方向一：地理上弱势区域继续渗透

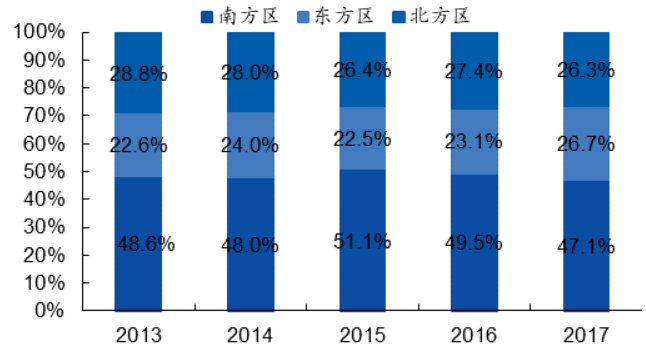
渠道精耕细作，“开拓弱势区域+渠道精耕”开发长尾空间。一方面，从公司收入分区域结构看，洽洽的收入结构存在区域差异，南方市场占比近一半，远高于东方区和北方区的 26.7% 和 26.3%。而根据之前洽洽国葵事业部进行的市场调查发现，我国瓜子渗透率最高为华西和华北，分别达到 82% 和 79%，而华南渗透率仅 49%。公司收入重点区域和瓜子渗透重要市场的错配表明在华北和华西依然存在较大的市场开拓空间。另一方面，县乡市场居民消费信心领先，而洽洽目前的渠道建设已从一二线的主要城市完成了对县级的覆盖，但是覆盖后仍未充分开发，未来渠道精耕细作空间尚存。

图 32：我国分区域瓜子渗透率市场调查



资料来源：洽洽国葵事业部，国元证券研究中心

图 33：公司区域收入结构



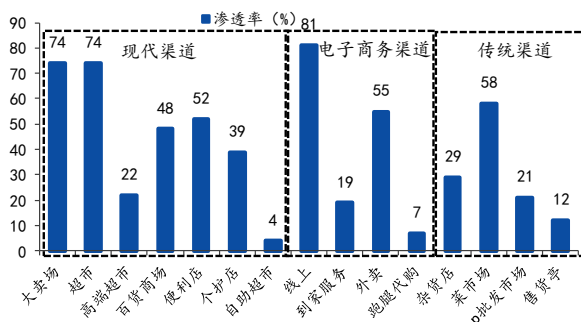
资料来源：wind，国元证券研究中心

方向二：包装瓜子持续且缓慢挤压散装瓜子

对比包装榨菜市场高增长趋势，同理我们认为从长期看瓜子也存在包装化趋势。到 2017 年我国市场包装榨菜规模达到 60.04 亿美元规模，同比增长 14%，2008-2018 年 CAGR 增长率 8.69%。我们认为榨菜包装化趋势的背后是“健康消费+零售渠道变迁+城市人群降级消费榨菜”的多因素推动。

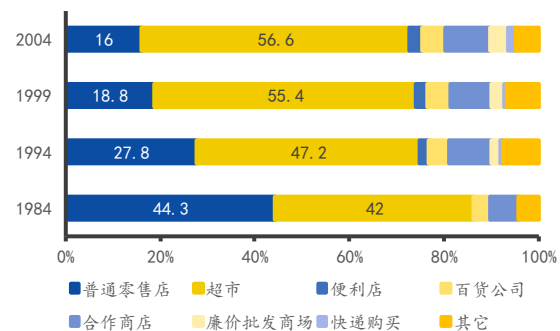
瓜子包装化明显趋势未现，但长期受“消费升级+渠道演变”驱动。目前看瓜子行业尚未形成包装化的趋势，究其原因主要是因为具有一定农产品属性的瓜子在品类属相上并未有明显差异，对比包装瓜子，散装瓜子口味不差并且价格上也更低。但是长期看我们依然认为瓜子会慢速向这个方向变迁。

图 34：2017 年我国消费者零售购买渠道调查结果



资料来源：尼尔森，国元证券研究中心

图 35：日本居民食品支出购买渠道变化



资料来源：日本总务省，国元证券研究中心

➤ 包装与散装品质差异拉大。市面上销售的散装瓜子多为“三无产品”(无厂名、厂址和出厂日期)、裸露销售(风吹日晒易氧化变质)，炒制做法等。而目前洽

洽推出蓝袋风味瓜子，不仅瓜子品质上更为高级（饱满+大粒），且浸入各式风味味道更为丰富。其余厂家纷纷效仿加速了包装瓜子的升级。

- **零售渠道往有利于包装瓜子方向变迁。**包装瓜子通常在超市、商场和互联网售卖，相比下散装瓜子销售场景通常为农贸市场、批发市场或者路边的小摊散装。目前我国现代渠道继续保持高增长。对标日本该趋势明显，1984-2004年20年间，日本居民食品支出中“超市+便利店+网购”的占比从42%提升到60.9%，至2009年仅超市零售占比达到60.5%。而传统的普通零售店在日本居民食品支出购买地点占比中从44.3%下降为16%。扎根现代渠道包装瓜子将更具优势。

方向三：市场空间向海外延伸

洽洽海外布局成绩较好，泰国和美国是主要市场。洽洽瓜子产品远销海外43个国家和地区，2018年海外实现收入2.39亿，同比增长11.17%。公司已在泰国设有厂房或子公司，泰国工厂在今年7月1日正式投产，一期已建成两条葵花籽类产品的自动化生产线。投产后，年销售额预计在10亿泰铢左右，年利润预计达1亿泰铢；二期将引进国际先进的坚果类产品生产线，开拓坚果加工、贸易、品牌、分销业务。2018年洽洽在泰国业绩增长300%，年销售额达8000万人民币。另据洽洽副总王斌公开讲话，当前美国已超过东南亚，其主流市场更加接收洽洽的产品。我们预计美国的销售额至少也在8000万以上。美国和泰国合计占比海外市场达2/3。

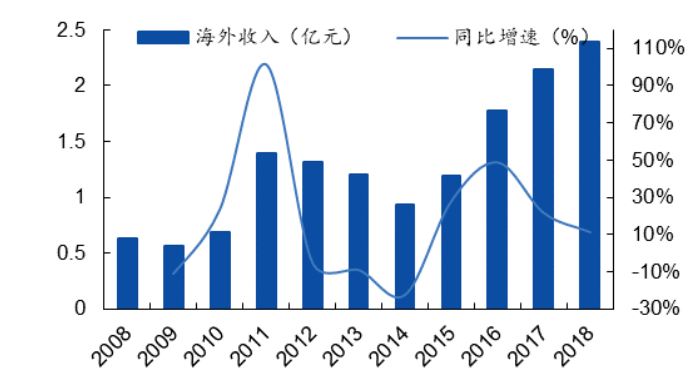
海外建厂打开国外市场空间，立足泰国辐射东南亚庞大市场。之所以选择泰国建厂一方面因为中泰关系稳定和泰国在东南亚经济影响力大，另一方面也是解决洽洽瓜子在泰国供不应求的现象。据反映洽洽瓜子在泰国销售火热，经常出现断货现象。目前海外的直接目标市场为东南亚和海外华人华侨，东南亚拥有6亿人口规模，海外华人华侨大约为4500万人¹，其中73.5%分布在东南亚。如果按照与国内人均消费量同等计算，东南亚地区华人市场规模约4万吨，并考虑到有瓜子消费习惯的中东、澳洲以及北美部分白人的消费，潜在市场规模会更高。

图 36：洽洽产品远销各国



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图 37：洽洽海外收入持续增长



资料来源：wind，国元证券研究中心

¹ 来源《华侨华人蓝皮书：华侨华人研究报告（2017）》

表 6：洽洽海外经营措施

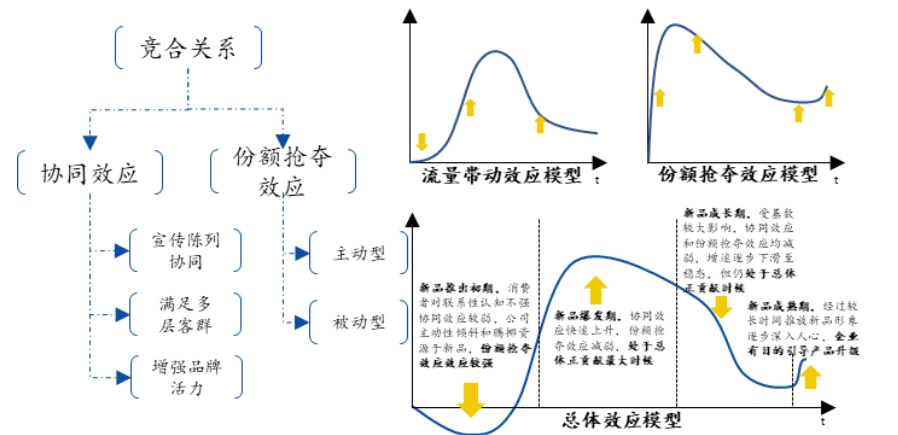
类别	措施	内容
渠道	代理商制度	公司专设海外销售部，以国外经销商方式销售商品。并设立区域总代同步开发专业食品进口经销商，打通国内国外渠道协同
	“天猫出海”计划	2018 年洽洽还借助“天猫出海”的东风，打通线上线下渠道，不断迭代升级服务，实现产品质量与产品文化的双提升，覆盖更多的国家和地区。
营销	户外广告	在美国纽约时代广场、韩国首尔米兰诺大楼江南、日本东京都涩谷区 Qs EYE 大厦、泰国帝王大厦、悉尼国际机场、新加坡嘉茂购物中心、马来西亚吉隆坡 Jalan 大楼等多个国家及地区的摩天大楼、户外大屏上，播放新年祝福宣传片。
经营	遵守当地食品进出口标准	洽洽根据出口地区的不同要求，严格按照当地的食品进出口标准，进行合格验证，如美国的《美国 FDA 食品添加剂标准》、日本《日本食品卫生法》、韩国《韩国食品安全法规与标准》等等。
	海外本土化战略	结合东南亚消费者的口味，推出了椰香瓜子、咖啡瓜子、盐焗瓜子等一系列风味休闲食品
		在产品包装上，沿用纸袋及经典设计风格，采用当地语和英语双语包装，通过不同色块区分口味
生产和采购	在经营证照上，在印尼的进口商连续 8 年获得印尼海关“绿卡通行”免检进口公司，在泰国获得由当地投资促进委员会（BOI）颁发的工厂项目投资许可，达到了融入本土的目的	
	生产和采购	在泰国直接设厂，在美国直接设立子公司接触海外原料信息

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

新品投放存在正负效应，不同阶段主导力量和特征不同。同类产品推出新品会产生协同效应和份额抢夺两种一正一负效应。协同效应从消费者决策周期各阶段提高消费者购买欲望，同时新品投放也有利于改善渠道利润提高渠道积极性。份额抢夺效应根据主导因素不同又可以分为厂家主导的主动抢夺和消费者主导的被动抢夺等。

- **新品初期：**产品刚推出尚未被认知，厂家主动倾斜宣传资源和调整渠道，而新品却尚未被消费者认知，资源投放效果有限情况下通常表现为对业绩的负贡献，此时主动型的抢夺效应占优，新品对业绩整体贡献为负。
- **新品爆发期：**随着前期投入效果呈现和渗透率的快速提升，协同效应快速提升，新品总体贡献为正且为业绩增长最快时期。
- **新品成长期：**随着基数增大同时渗透率提升减缓，两种效应均减弱，整体业绩增速逐步下滑并向稳态靠拢，但协同效应仍占据主导地位，整体贡献仍为正
- **新品成熟期：**新品逐步成熟并深入人心，厂家开始加大力度主动引导消费者使用新品，表现为内部结构快速升级，此时业绩贡献开始加快。

图 38：新品投放效应模式图



资料来源：国元证券研究中心

基于新品效应模型估测瓜子内生增长表现，2019-2021 年有望分别实现业务收入 31.8、34.5 和 36 亿，至 2023 年可达 40 亿，相比于 2018 年还有 12 亿的提升空间。我们认为瓜子的业绩增长一方面来自于新品投放带来的瓜子消费量的总体协同增长，另一方面瓜子在消费升级影响下会呈现内部的结构升级。我们认为新品投放负效应的阶段已经在 2016-2017 年结束，假设 2018-2019 为新品总效应增速最快的阶段，后续新品总体效应将稳步小幅下滑至稳态附近。具体假设如下：

- **协同效应**：半显性阶段总体销量分别实现增长 6.5%、4.5%和 3.5%，隐性阶段进入稳态保持 2%的平稳增长。
- **抢夺效应**：半显性阶段蓝袋占比分别增加 2.5/2/1.5pct，隐性阶段进入稳态保持 1%的平稳增长。公司方面表现为通过多口味、多包装和多营销活动推进新品持续渗透。
- **提价窗口**：梳理历史可以发现平均 4-5 年为一次提价窗口，而蓝袋自 2016 年推出以来从未提价，红袋 2018 年提过价格后为蓝袋提价的打开空间，因此我们假设 2020 年蓝袋存在提价窗口，而 2022-2023 年红袋存在提价窗口期。假设蓝袋和红袋分别在 2020 年和 2022 年提价 8%。

表 7：蓝袋带动下瓜子业务内生增长业绩估测

稳态下结构升级假设	1%	2015	2016	2017	2018	半显性			隐性	
	稳态下销量增长假设					2%	2019E	2020E	2021E	2022E
经典袋	单价	8.8	8.8	8.8	9.0	9.5	9.5	9.5	10.3	10.3
	销量	140,768	129,438	110,631	116,456	120,368	122,726	124,648	125,527	126,391
	占比	100.0%	96.5%	87.2%	84.8%	82.3%	80.3%	78.8%	77.8%	76.8%
	yoy	-	-8.0%	-14.5%	5.3%	3.4%	2.0%	1.6%	0.7%	0.7%
	金额	24.85	22.85	19.53	20.99	22.95	23.40	23.77	25.85	26.03
	单价	-	27.0	17.0	17.0	17.0	18.3	18.3	18.3	18.3
蓝袋	销量	-	4,633	16,208	20,923	25,940	30,166	33,595	35,881	38,245
	占比	-	3.5%	12.8%	15.2%	17.7%	19.7%	21.2%	22.2%	23.2%
	yoy	-	-	249.8%	29.1%	24.0%	16.3%	11.4%	6.8%	6.6%
	金额	-	2.50	5.50	7.10	8.80	11.06	12.31	13.15	14.02
	单价	17,653	18,908	19,734	20,447	21,706	22,539	22,802	24,164	24,325
总	销量	140,768	134,071	126,839	137,379	146,308	152,892	158,243	161,408	164,636
	yoy	-	-4.8%	-5.4%	8.3%	6.5%	4.5%	3.5%	2%	2%
	金额	24.85	25.35	25.03	28.09	31.76	34.46	36.08	39.00	40.05

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

注：销量单位为吨，单价单位为元/斤，金额单位为亿元。表示当年为提价窗口期，为主要假设条件

4. 坚果：树坚果高景气雪坡长，决心扎根再续辉煌

4.1 新兴健康潮流爆品，每日坚果迎风扬帆起航

坚果绿色健康能有效预防多种疾病，站在消费升级风口。坚果是健康养生佳品，纯天然、高蛋白、低卡路里、低盐，不仅能预防多种疾病而且还具有抗衰老、美容养颜的保健效果。相比其他食品具有以下特点。1) 客单价高，收入越高消费越多。《2018年坚果消费趋势白皮书》指出中产阶级家庭在坚果品类的花费多，比一般家庭高 10.7%。2) 核心消费群体忠诚度高价格敏感性低。《白皮书》指出在天猫综合坚果类目中，主打孕妇零食概念的产品占比达到 29.6%。坚果购买者中 49%有健身习惯。

表 8：坚果富含营养有益健康

坚果	称号	效果
栗子	肾之果	栗子味甘性温，无毒，有“益气补脾、厚肠胃、补肾强筋，活血止血”的作用。栗子富含柔软的膳食纤维，糖尿病患者也可适量品尝。
开心果	心脏“保镖”	开心果中的脂肪成分是油酸、亚油酸等不饱和脂肪酸，有很好的软化血管的作用。含钾高同时富含花青素，而翠绿色的果仁中则含有丰富的叶黄素，对保护视网膜也很有好处。
核桃	抗氧化之王	价值丰富，具有健脑功效，有“万岁子”“长寿果”“养生之宝”的美誉。核桃可以减少肠道对胆固醇的吸收，对动脉硬化、高血压和冠心病有益，核桃有温肺定喘和防止细胞老化的功效。
甜杏仁	扛癌之王	杏仁富含蛋白质、脂肪、糖类、胡萝卜素、B族维生素、维生素C、维生素P以及钙、磷、铁等营养成分，人们将大扁称为抗癌之果。另外对糖尿病何骨质疏松也有好处
榛子	坚果之王	榛子有“坚果之王”的美誉，榛子中钙、磷、铁含量也高于其他坚果。中医认为，榛子有补脾胃、益气力、明目健行的功效，并对消渴、盗汗、夜尿多等肺肾不足之症有益
松子	抗衰老、美容润肤	松子中富含不饱和脂肪酸，能降低血脂，预防心血管疾病；含有大量矿物质如钙、铁、磷、钾、锰等，能给机体组织提供丰富的营养成分，还对大脑和神经有补益作用
腰果	消除疲劳，防胆结石	腰果含铁量丰富。铁有助于携带血氧供给全身，而缺铁会导致极度疲劳和注意力减退。腰果含有的铜有益于神经、骨骼和免疫系统健康。
碧根果	补脑强身，降血脂	碧根果中所含的微量元素锌和锰是脑垂体的重要成分，常食有益于脑的营养补充，有健脑益智作用。碧根果富含抗氧化剂、维生素E和不饱和脂肪。

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

树坚果市场规模巨大，对比发达国家未来潜力惊人。鉴于坚果炒货统计复杂性无法获取精确的市场空间规模。但仍有必要了解模糊的范围。我们汇总了目前市场上多种对坚果炒货行业估算的口径，2017年坚果炒货行业零售端销售规模约在700-1500亿范围内，品牌包装坚果炒货规模约在270亿。**剔除种子型坚果后，我们估计树坚果终端零售额约在500-800亿区间²。**但目前我国树坚果渗透率仍然很低，《中国居民膳食指南(2016)》建议大豆及坚果类每天应摄入25-35克。数据显示我国居民中吃坚果的只有约10%，坚果消费量只有4—5克/天，且以瓜子、花生等种子类坚果为主。对比发达国家树坚果消费量差异极为明显。长期潜在的空间极大，未来几年内将继续保持15%-20%以上的较高增速。

² 参照2009年，种子型坚果消费量约为树坚果3倍，而树坚果平均销价3-5倍于种子坚果。因此可知树坚果占比坚果炒货行业规模至少在50%以上。

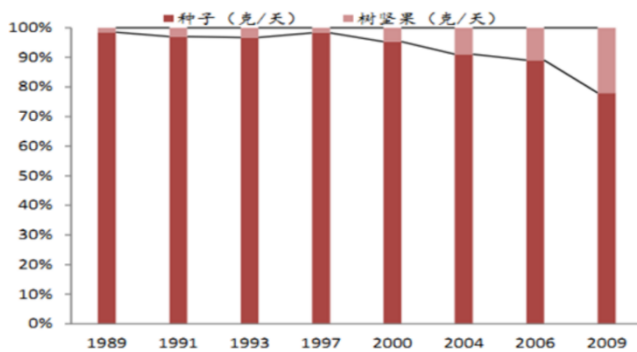
表 9：各口径关于坚果炒货行业空间的表述汇总

来源	关于行业空间表述	去除种子型后的坚果市场
中国营养学会	2014 年中国坚果行业销售规模为 556 亿元，预计 2020 年中国坚果炒货行业销售规模将超过 1000 亿元。	2014 年，坚果预计 270-389 亿，2020 年预计 500-700 亿
欧睿数据	2017 年坚果炒货市场规模 270 亿元	则 2017 年预计 135-190 亿元
零点咨询	2012 年全国 POS 销售的树坚果产品规模约为 60 亿美元（约 400 亿人民币），之前三年的 CAGR 达到 19.4%。以近几年 10%-15% 增速推算。	预计 2017 年树坚果销售规模 700-800 亿
沃隆高管讲话	2014 年，中国休闲食品容量为 3875 亿元，其中坚果占比 23%，坚果中的瓜子占比从十年前的 60% 下降到 2014 年的 25% 左右；2017 年，剔除瓜子后坚果市场容量推算近 1000 亿	预计 2017 年树坚果销售规模在 600-850 亿
英敏特报告《零食消费趋势——中国 2017》	在中国零售零食市场上，坚果瓜子类零食是市场份额最大的零食品类，其市场销售额在 2016 年达 2637 亿元人民币，展望未来，英敏特预计该品类在 2015-2020 年间将保持 10.7% 的年均复合增长率，销售额在 2020 年或达 3456 亿元人民币。	预计 2017 年树坚果销售规模在 1450 亿-1850 亿元
中国食品工业协会	根据中国食品工业协会的统计，2017 年我国的坚果炒货行业的年产值达到 1214 亿元，2008-2017 年期间行业年产值的 CAGR 为 16%。	预计 2017 年树坚果销售规模在 600-850 亿

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

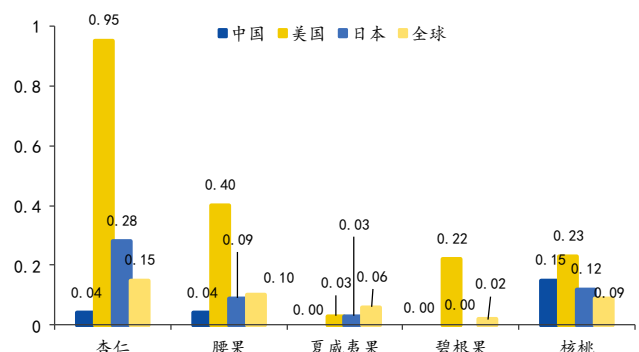
注：假设树坚果占比坚果炒货大行业规模在 0.5-0.7 区间

图 39：2009 年树坚果人均消费量约为种子型 1/3



资料来源：中国产业信息网，国元证券研究中心

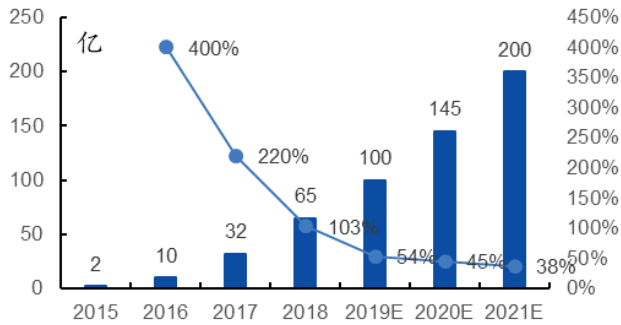
图 40：2014 年各主要经济体人均坚果消费量对比



资料来源：三只松鼠招股说明书，国元证券研究中心

脱胎于高增长坚果行业，迎风扬帆每日坚果正高光。每日坚果是由一款由沃隆于 2015 年推出的混合类坚果，综合 6-8 种坚果材料以小包装混合装袋，用一包满足成人每日健康营养需求。推出第二年沃隆销售额实现了近 6 倍的增长。2017 年主要企业纷纷效仿引爆消费潮流。根据沃隆的数据情况我们反向测算了每日坚果市场的规模情况，预计至 2021 年每日坚果厂商端规模可达百亿。2017 年每日坚果全网销售规模已超过 12 亿元，占比当年市场规模约 40%，随着近几年线上的快速渗透，预计结构上看线上线下规模各占比一半。

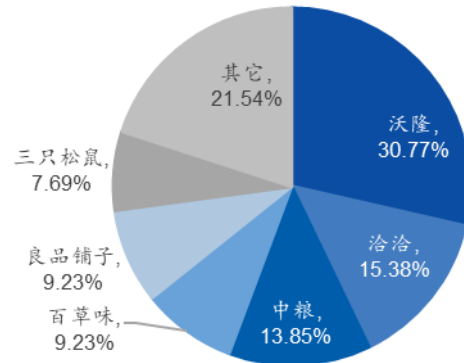
图 41：每日坚果市场规模预计（零售口径）



资料来源：国元证券研究中心

注：未来3年复合增速采取行业专家普遍认知

图 42：2018 年每日坚果市场竞争格局



资料来源：草根调研，国元证券研究中心

表 10：每日坚果出厂价值量占比估算（以 30 包/箱，750g 为例）

	巴旦木	榛子	腰果	核桃仁	蔓越莓	蓝莓	黑加仑
每日坚果配比（以洽洽为例）①	14.40%	6.80%	12%	29.60%	18%	3.20%	16%
重量②	108	51	90	222	135	24	120
终端销售价（以三只松鼠例）③	28.9/235g	19.9/120g	42.9/370g	26.9/420g	19.9/100g	19.9/108g	18.9/280g
价格④=②*③	13.28	8.46	10.44	14.22	26.87	4.42	8.10
汇总⑤				85.78			
折扣率⑥				0.9（假设）			
出厂价⑦=⑤*⑥				77.202			
终端售价⑧				130-140			
出厂占渠道价值比⑨=⑦/⑧				0.5-0.6			

资料来源：三只松鼠招股说明书，淘宝，国元证券研究中心

表 11：根据沃隆倒推行业规模

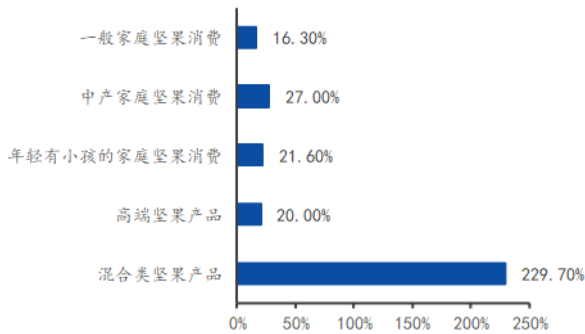
	2015	2016	2017	2018
沃隆每日坚果销售收入	0.8	4	8	11
沃隆市占率	95%	70%	50%	32%
厂端规模	0.84	5.71	16.00	34.38
零售端规模	1.68	11.43	32.00	68.75

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

契合坚果消费发展趋势，前景乐观期待更精细化演变。坚果行业在保持年均 15% 左右增速同时，也在发生三大趋势性演变。从有核到无核，从单品到复合，从粗加工到深加工。根据《2018 年中国坚果消费趋势白皮书》统计，2017 年混合类坚果产品增长同比增长 229.7%，远高于一般坚果消费。每日坚果恰好踩准了风口贴合了行业发展趋势，未来增长速度高于行业增速（15-20%）值得乐观。另外据沃隆预

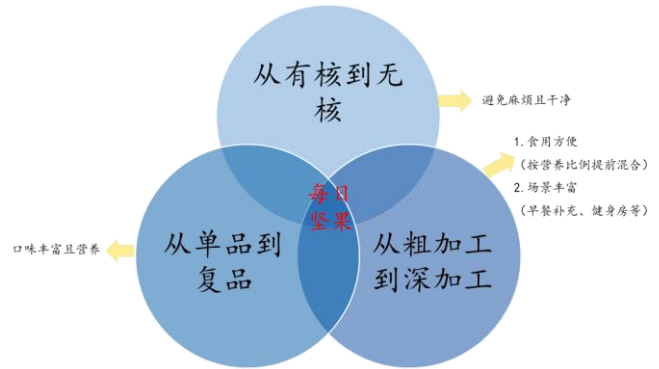
测，到 2020 年坚果行业高端细分市场容量约为 132 亿元，高端占比 8%。短期内百亿级别并且高增长的高端坚果市场为每日坚果品类提供了足够长的雪坡，只要行业继续围绕每日坚果坚持提高精细化加工和研发创新，百亿级别的中短期市场目标值得期待。

图 43：混合类坚果增速远高于其它单品坚果



资料来源：《2018 中国坚果消费趋势白皮书》，国元证券研究中心

图 44：站在风口的每日坚果



资料来源：国元证券研究中心

每日坚果东风刚起，百舸争流大有可为。不同于过去几次新品推出历史，当前每日坚果品类在 2016 年由沃隆大力推广之后半年内浴洽即时反应并进入行业。品类成长周期刚起，未形成固化的竞争格局，也未有品牌能在消费者心中牢牢占据品类形象。行业呈现百舸争流的局面，“众人拾柴火焰高”更加速了每日坚果概念的推广，有利于持续做大增量蛋糕。高增长低集中度的局面更利好竞争力强的公司份额收割。

坚果精加工方兴未艾，洽洽质造碰撞坚果风味跨界品。宽阔的坚果行业仍在向前高速踏步，每日坚果之外还有更大天地施展拳脚。目前坚果品类仍停留在粗加工阶段，围绕树坚果衍生出繁多精加工产品才是深入打透坚果行业充分享受红利的正确路径。洽洽以坚果为重心计划推出坚果系列，包括每日坚果、混合果仁、坚果礼盒（第五大单品）、风味果仁（口味更加丰富）。目前除了每日坚果之外已经布局了坚果乳、康吃一口等坚果新品类，并已存在关于坚果脆能量棒等计划，未来继续朝着坚果风味化和坚果跨界的风向发展，期待洽洽质造与坚果品类碰撞产生的火花。

4.2 透析坚果竞争全图，炒货王者复刻成功经验

下文将围绕洽洽从产品测评、产品策略、价格体系、渠道体系、原材料布局、推行的决心等多个维度勾画当前坚果品类竞争情况，为读者更好描摹洽洽增长前景。

角度一：产品品质测评

每日坚果整体大同小异，细细比较洽洽各维度俱佳。根据网上专业人士做的测评，选取了 21 款主要每日坚果品类。从测评结果来看。1) 有无添加剂：整体每日坚果品类还是以纯坚果口味消费为主，部分添加了食品添加剂的也仅少量，且纯原

味和风味也各有所长。**2) 品类和比例**：每日坚果坚果数量普遍为 6 种，最高可达 10 种（好想你的“坚并坚”）。洽洽坚果提供了 8 种坚果品类，仅次于 2 款而高于主流竞品。品类比例上洽洽各品类间分布较为均衡，混合食用体验更佳。**3) 品相和特色坚果**：品相上洽洽的腰果和核桃仁上榜，但其余品类一般，相比其余竞品洽洽则添加了独有的红枣仁。整体上洽洽品相较好，居行业中上水准。**4) 口感比较**：经过食客内部盲测实际试吃评选，综合推荐 4 款口感较好的每日坚果品类，包括中粮山萃、百草味（90 日鲜）、沃隆和洽洽。洽洽凭借过硬的品相、新鲜的材质和香醇的果香上榜。**总体上看洽洽产品品质上的劲敌为中粮山萃、百草味（90 日鲜）和沃隆。**三只松鼠、来伊份和好想你等品牌零食的每日坚果则在食客整体试吃测评上略微失分。

图 45：每日坚果品类测评



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

角度二：产品策略和价格体系

产品策略互相紧咬，洽洽价格压到下限并推出小袋量包装。根据上文分析我们挑选了目前竞争力较强的品牌坚果比较其产品策略和价格体系。从线上情况看，洽洽大力促销主打价格战（压低到 99 元/箱），缩小单包坚果品类压低成本，推出 7 日袋小包装（选择多样且弱化消费者价格敏感）。沃隆普遍上不具有价格优势，但产品矩阵更精细化（细分了人群盒包装规格）。中粮主要依靠普通款和 DIY 高端品两款，坚果组合上更丰富但价格上偏高。零食电商等发挥电商玩法推出了聚划算限量折扣。整体洽洽与三大主流零食电商促销加大压低价格，而沃隆和中粮则偏更精细化运作。**我们认为价格过高是目前坚果消费的核心矛盾，促销加大和小袋化更有**

益品类的推广。

表 12: 主要每日坚果品牌产品概览

品牌	产品	规格	原料	单价 (元/包)	促销活动	变化
洽洽	每日坚果 (提箱、黄蓝箱)	30 包/箱 (750g)	6-7 种: 巴旦木、榛子、(腰果)、核桃仁、蔓越莓、蓝莓、(葡萄干)、(红枣干)	3.3	原价 139 满 109 减 10 满 139 减 40	终端价格下调 (149—>139)
	坚果礼盒	21 包/盒		3.8 第二件 1.9	聚划算 79.9 (第二件半价)	原料减为 6-7 种 搭配组合更多元
	每日坚果袋装	7 包/袋 (175g)		3.84 第二件 1.9	聚划算 26.9 (第二件半价)	推出 7 包小包装 大力度促销
沃隆	成人款 (30 日) / 儿童款/妈妈款	30 包/箱 (750g)	6 种: 巴旦木、榛子、腰果、核桃仁、蓝莓、蔓越莓干	4.63	原价 149 (减 10 元)	更精细化分类 (成人款、妈妈款、儿童款)、量上设置多个档次 (30、21、14、7 日)
	成人款 (21 日)	21 包/箱		4.48	原价 99 (减 5 元)	
	妈妈款 14 日款	14 包/箱		7.43	原价 109 (减 5 元)	
	7 日款	7 包/箱		原价 4.83 领券 4.11	原价 33.8 (关注店铺减 5 元)	
中粮	中粮山萃	30 包/箱 (750g)	7 种: 巴旦木、榛子、腰果、核桃仁、蔓越莓、蓝莓、葡萄干	3.93	原价 148 (到手价 118)	品类多 (7-8 种)、特色果干 (红提、车厘子干)、推出了坚果水果燕麦 (新品)
	中粮山萃 (DIY 版本)	30 包/箱	8 种: 扁桃、榛子、腰果、核桃、蓝莓干、蔓越莓、红提干、车厘子干	4.97	149	
百草味	成人款/妈妈款	30 包/箱	8-9 种: 核桃、腰果、蔓越莓、榛子仁、红枣片、蓝莓、夏威夷果、酸樱桃、开心果 (葡萄干)	4.63 (折扣 2.63)	原价 138 前 60 分钟 79 前 1000 件 69	品类更多, 折扣力度加大
三只松鼠	成人款	30 包/箱	6 种: 巴旦木、开心果仁、榛子仁、夏威夷果、腰果、核桃仁	3.3	原价 138 元 到手价 99 元 上市周前 1000 件半价	品类聚焦, 折扣力度加大
良品铺子	妈妈款/活力白领	30 包/箱	7 种: 开心果仁、腰果、核桃仁、榛子仁、蔓越莓干、蓝莓果干、红提干	4.3 (限量折扣为 2.3 元)	原价 126 前 3000 件 69 元	折扣力度加大

资料来源: 淘宝旗舰店, 国元证券研究中心

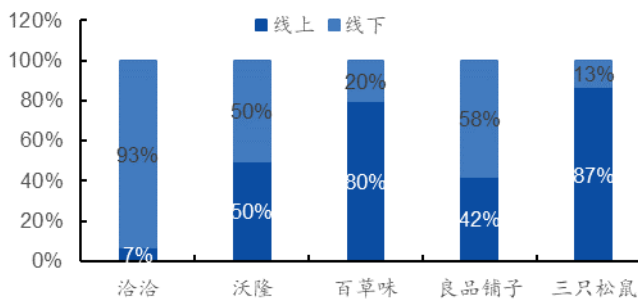
角度三: 渠道体系

线上流量红利消退, 错位竞争洽洽线下优势明显。下游零售渠道的变迁本质上

是对流量的争夺，而流量本质上是对人时间和注意力的抢夺。一个人一天最多 24 小时，花在网上的时间存在天花板，反应到商业中是线上获客成本不断抬升（主流电商获客成本上涨至 260 元/人）。因此越来越多电商下台布局线下，适应了新变化的线下零售业也正蓬勃发展。经营每日坚果的主要品牌企业中，零食电商仍主要依靠线上销售为主，对比下洽洽 93% 依然依靠线下渠道。或许错过了电商高速发展的红利期，但是站在当下背景下洽洽渠道红利未退，线下优势依然明显。

洽洽电商稳中有进，非渠道功能逐步进入管理层考量范畴。洽洽电商经营一直以来没有成功的原因一方面在于企业管理层并未重视新兴渠道兴起，导致企业在 2010 年电商发展黄金时期错过了机会，洽洽在 2014 年才开始设立电商公司拓展电商业务。另一方面也因为洽洽电商经营缺乏经验，线上平台页面缺乏吸引力，商品 SKU 较少等导致电商迟迟未发展起来。我们应该注意到管理层也开始逐渐重视起电商品平台经营，电商物流园中心和电商产业园项目落地、电商专业人才引进和电商页面改善等。除此之外管理层对电商平台定位逐步清晰，除渠道功能外，与消费者互动沉淀数据、新品试验、品牌塑造等功能也纳入公司考量。这种功能并不一定需要成为特大型电商才能拥有，一定规模的销售量同样有效果。当前洽洽天猫旗舰店积累粉丝近 100W，销售收入近 3 亿（三只松鼠/百草味拥 2000W+ 关注）。

图 46：主要零食企业的渠道占比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

注：百草味是按照好想你口径计算（高估了线下占比）

图 47：线上获客成本大幅抬升（元/人）



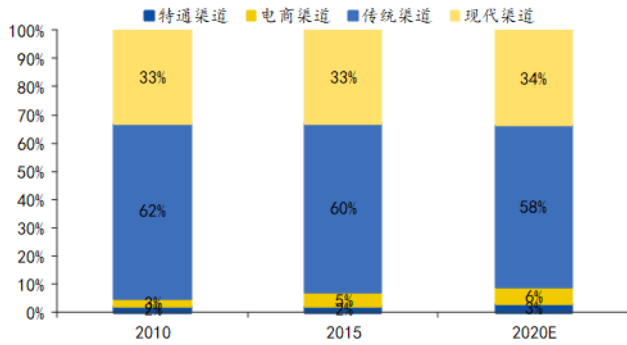
资料来源：《中国零售服务业白皮书》，国元证券研究中心

非电商渠道长期内仍是主流。尽管近几年电商渠道发展快速，但是在我国线下渠道占比仍远远高于电商渠道，预计到 2020 年我国现代渠道、传统渠道、电商渠道和特通渠道占比分别为 34%、58%、6%和 3%。线下渠道，尤其是传统渠道依然是空间最广、流量最大的零售渠道。而洽洽在传统流通渠道优势明显，经销商网络遍及全国，主攻线下渠道依然是洽洽最佳的渠道策略。

对比美国小家电把握我国零食渠道变迁。主要零食企业渠道走向分化，沃隆推行线下经销商与线上结合，而三只松鼠、良品铺子、百草味等则下线直接开设零食专卖店与线上销售结合走新零售之路。洽洽与零食电商竞争逐渐体现为各自代表的渠道竞争。我们选取了美国小家电渠道作为对标，主要原因在于小家电与零食共性较多，体现为消费品属性（以 2C 为主）、SKU 丰富、渠道种类广泛等。至 2018 年

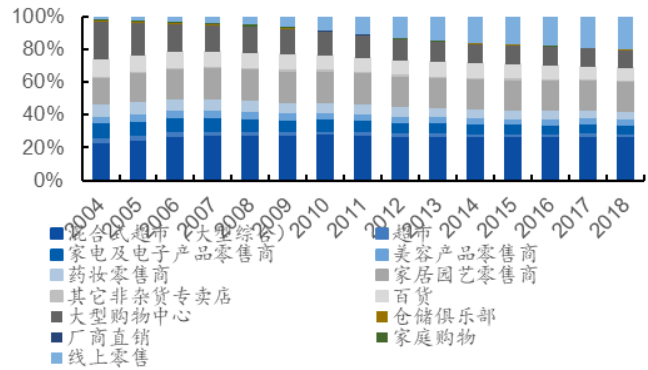
混合型零售店（对应零售食品为超市、小卖部、便利店）+场景型售卖点（对应零售食品为水果店、健身房等）从2004年的71%下降到55.3%，而线上零售（对应零食电商）+专卖店（例如零食专卖店）从2004年的28%上升到2018年的44.2%。下游渠道类型依然为主要占比，专卖店+电商的渠道会上升但短期仍无法有效替代其他渠道。进一步证明人的注意力、时间仍大部停留在线下，线上流量天花板明显。

图 48：我国的销售渠道变化趋势



资料来源：Frost & Sullivan, 国元证券研究中心

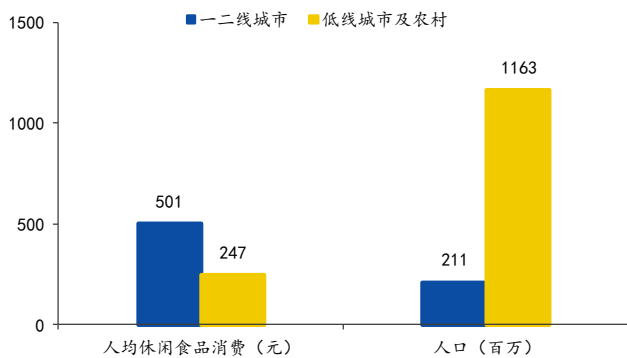
图 49：美国小家电零售业态分布变化



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

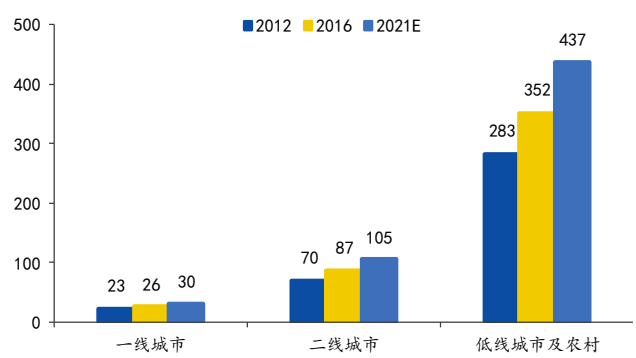
线下渠道不容忽视低线市场，渠道下沉走向伟大之路。我国地域广博发展不均衡，一二线、三四线以及县乡相互间存在若干的发展迟滞。坚果品类、高端瓜子等升级型产品可顺着城市级别由高往低依次渗透，并且低线城市赋予更大成长空间。人口上低线城市占全国人口80%以上，并且传统个体商店在低线城市也3-4倍于一二线。广阔的低线城市线下渠道为洽洽等扎根于传统零售渠道的企业提供了充足成长空间。据反馈洽洽每日坚果去年仅在38个大中省会城市试销，今年计划70多个城市推广并重点攻克三四线城市。

图 50：低线城市休闲食品消费市场空间更大



资料来源：Frost & Sullivan, 国元证券研究中心

图 51：低线城市传统个体商店分布更多 (万)



资料来源：Frost & Sullivan, 国元证券研究中心

类比液态奶每日坚果提拿箱适合线下销售，洽洽线下持续发力。洽洽推出的小黄袋以提拿箱形式陈列。不仅迎合了线下购买方便提走和送礼的需求，还能线下堆头推广，十分适合线下渠道销售。各方面对标金典、特仑苏等液态奶，伊利2018年线上收入占比也仅10%。在线下渠道和营销推广上洽洽也用力颇多。渠道上合作四川易捷（450家门店，全国约有2万5千家店）试水加油站便利店，未来计划开

拓更多如健身房、百果园（水果店）和名创优品等场景型渠道。营销上，在 2018 年小黄袋发布会上，洽洽董事长陈先保先生表示，未来将投入亿元用于洽洽小黄袋的营销，2018 年线下的 Mini 秀将超 2 万场，2019 财年突破 4 万场。并连续两年（2018-2019）年合作分众传媒。每日坚果作为健康食品，直接的受众为有一定健康观念的城市中产阶级。洽洽携手分众传媒，强强联合有望引爆目标主流人群。

图 52：提式每日坚果类似液态奶



资料来源：公司官网,公开资料整理, 国元证券研究中心

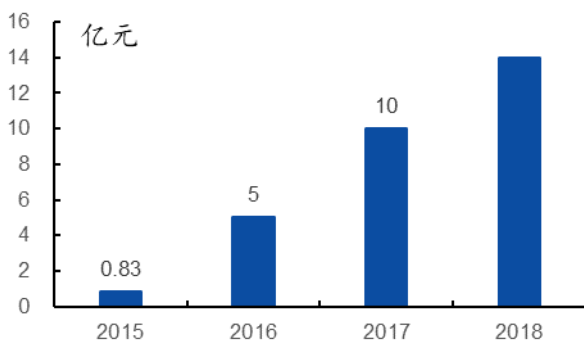
图 53：洽洽线下渠道持续发力（分众+易捷）



资料来源：公司官网, 国元证券研究中心

对比线下先行者沃隆，渠道为王助洽洽弯道超车。沃隆作为最先推出每日坚果品类的企业，凭借先发优势沃隆迅速抢占市场，2015 年青岛沃隆食品全年销售额累计冲破 2 亿，2017 年销售额突破 10 亿元（其中每日坚果占比近 90%）。而洽洽在 2017 年涉足每日坚果后增长迅速，2018 年线下销售已达到第二名的位子。对比看渠道力是洽洽制胜的关键。沃隆全国仅拥有 300 余家经销商和 5000 家门店铺设，而对比下洽洽则拥有布局全国的 4000 家经销商和 40 万终端销售点。瓜子和坚果品类协同，洽洽计划今明两年超过沃隆成为行业第一。

图 54：沃隆历年收入预计



资料来源：公开资料整理, 国元证券研究中心

图 55：沃隆发展历史



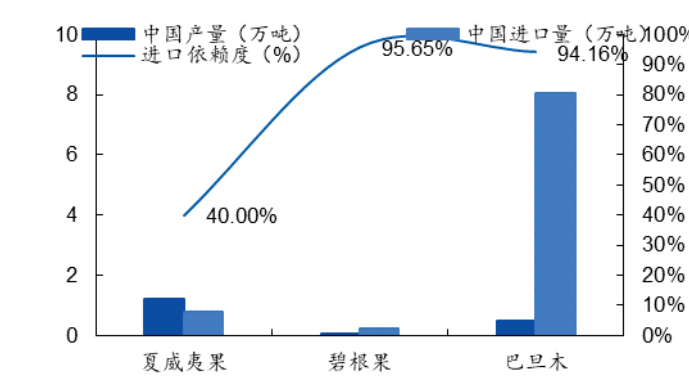
资料来源：公司官网, 国元证券研究中心

角度四：原材料布局

我国坚果进口依赖程度高，坚果利润空间被抑制。目前我国高端坚果的自给率较低，除了核桃产量较大外其余树坚果基本都需要从国外进口。以夏威夷果、碧根果和巴旦木为例，我国的进口依赖程度分别在 40%、95.6%和 94.2%。较高的进口依赖性导致我国坚果产品利润较低，且易受关税政策冲击。从主要企业的坚果产品的毛利率看，几乎都在 30%以下，其中洽洽 2018 年毛利率约 19%（1H2019 稳步提升至 21.26%，未来有望继续提升）。

坚果价格较高仍然是压制消费的主要因素。当前坚果依然是属于高端消费，平均价格仍然较高。虽然坚果健康营养有利于健康，但是每日坚果等在推行至今也频繁被消费者抱怨价格过高。因此控制成本压低价格是坚果品类未来成败的关键。

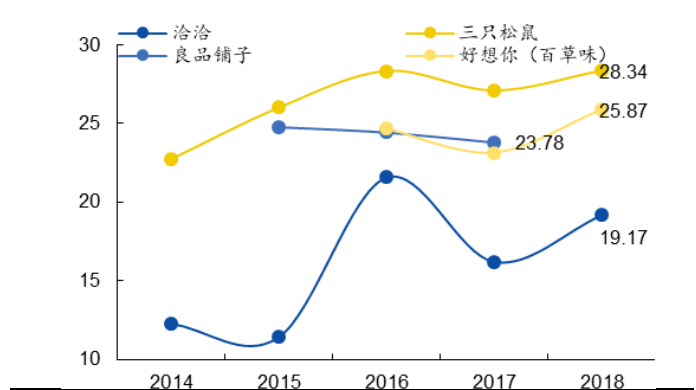
图 56：2016/2017 产季我国主要坚果进口依赖程度



资料来源：INC，国元证券研究中心

注：我国巴旦木实际产能小于 0.5 万吨

图 57：主要企业坚果产品毛利率



资料来源：wind，国元证券研究中心

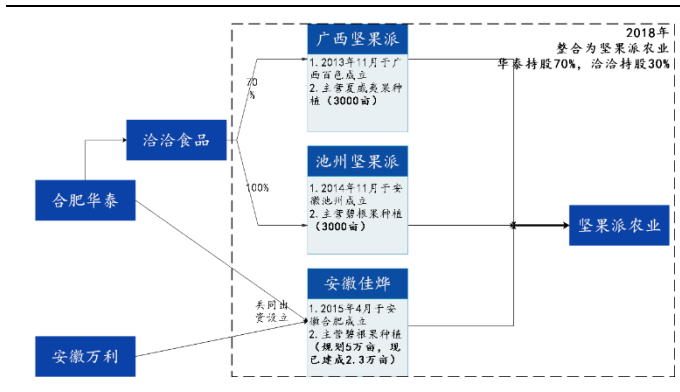
降成本举措一：布局上游坚果原材料，丰果期将至坚果成本有望逐年下滑。公司延续全产业链布局的传统，2013、2014、2015 年分别成立广西坚果派、池州坚果派和安徽佳焯自主种植夏威夷果和碧根果，种植面积分别为 3000 亩夏威夷果园、3000 亩碧根果果园和 50000 亩碧根果果园。按照夏威夷和碧根果的成长周期，种植后 4-5 年后会进入挂果期，结果后 7-8 年内出果速度将不断加速，丰产期基本都在 60 年以上。成熟后基本基本亩产收益都在万元以上，更重要的是将为公司提供更低价格的原材料，对比三只松鼠采购价，自主引种后原材料成本降幅显著。除此之外，自主布局也将更有利于公司掌控材料质量，保证产品品质。全部达产后将每年为公司供给原材料 10000 吨以上，贡献直接种植收益 5 亿元。

表 13：坚果种植主要参数和采购价格

	单产 (公斤/棵)	种植密度 (棵/亩)	收购价 (元/公斤)	三只松鼠采购价 (元/公斤)	亩产经济效益 (元/亩)	挂果期	丰产期 (含盛果期)
夏威夷果	30-40 公斤	23-25	16-20	50.18	12000 (万元以上)	4-5 年	60 年及以上 (盛产期在结 果后 5-7 年)
碧根果	40-50 公斤	8	25	57.23	万元以上	4-5 年	60-100 年 (盛产期在挂 果后 0-8 年内)

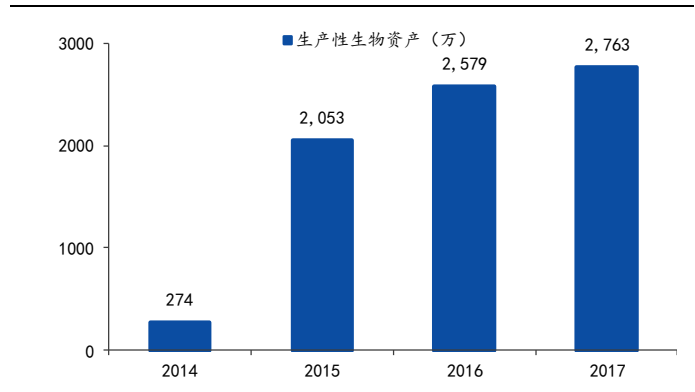
资料来源：三只松鼠招股说明书，公开资料整理，国元证券研究中心

图 58：洽洽坚果种植布局情况



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

图 59：生物性生物资产逐年提高



资料来源：wind，国元证券研究中心

注：采用成本模式计量、2018 年后剥离

降成本举措二：增加农产直采并改进技术提高生产效率。公司进一步加大农场直采占比，减少中间环节降低采购成本。同时通过设备升级提高生产效率，从 1.0、2.0 逐渐走到 3.0 全自动化生产，节省了人力提高了效率。目前在去年坚果涨价 8-10% 后已经实现了盈亏平衡，但成本端人工占比较大，未来伴随规模效应提升和自动化率提高毛利率将持续提升，全自動普及下毛利有望逼近 30%。

中美贸易战仅影响部分原材料，多因素共同作用贸易战影响有限。我们统计了洽洽的坚果类产品的主要原材料构成及其产地分布。目前仅巴旦木和蔓越莓主要从美国进口受贸易战影响较大。多因素共同作用可进一步降低贸易战影响。一方面公司增加了对替代渠道的采购，通过降低巴旦木对美国的进口而增加对澳大利亚的进口以转移压力。另一方面美国的坚果出口商们也主动降价以稳定自身出口，这在一定程度上对冲了贸易战的冲击。从长远看自主引种才是持续降低成本的治本之策，INC 预测未来中国树坚果产量将爆发，未来本土化种植就近供货将会减少洽洽成本压力。

表 14：洽洽坚果系列产品原料及其全球产量分布

产品系列	所含原料（包含产地）			
每日坚果 (重点)	巴旦木仁（美国/澳洲）、蔓越莓（加拿大）、蓝莓（智利）、腰果仁（越南）、核桃仁（中国）、黑加仑（乌兹别克斯坦）、榛子（土耳其）			
撞果仁 (非重点)	巴旦木（美国/澳洲）、碧根果、夏威夷果			
康吃一口 (非重点)	巴旦木（美国/澳洲）、开心果（土耳其）、蔓越莓（加拿大）、腰果（越南）、马铃薯（内蒙古）			
树坚果	前三大主要原产地（18/19 预计产量）			
巴旦木	美国（109 万吨）	澳大利亚（8.03 万吨）	西班牙（6.11 万吨）	
蔓越莓	美国（16.6 万吨）	加拿大（2.75 万吨）	智利（0.82 万吨）	
蓝莓	美国（7.25 万吨）	智利（8.1 万吨）		
碧根果	墨西哥 (有壳 16 万吨/无壳 8 万吨)	美国 (有壳 15 万吨/无壳 6.6 万吨)	南非 (有壳 1.6 万吨/无壳 1.01 万吨)	
夏威夷果	南非 (有壳 5.2 万吨/无壳 1.6 万吨)	澳大利亚 (有壳 4.7 万吨/无壳 1.5 万吨)	肯尼亚 (有壳 3.9 万吨/无壳 0.8 万吨)	
开心果	美国（38.5 万吨）	土耳其（23.2 万吨）	伊朗（5.5 万吨）	
松子	俄罗斯 (有壳 2.2 万吨/无壳 0.57 万吨)	朝鲜 (有壳 1.6 万吨/无壳 0.4 万吨)	中国 (有壳 0.9 万吨/无壳 0.4 万吨)	
腰果	印度（80 万吨）	科迪亚特（70 万吨）	坦桑尼亚（30 万吨）	越南 (30 万吨)

资料来源：天猫，INC，国元证券研究中心

角度五：管理层推行决心

洽洽决心将坚果品类作为战略突围拳头业务。2019 年 7 月 18 日洽洽在上海召开了以“一路领鲜 享誉世界”为主题的洽洽 2019 全球战略合作伙伴峰会暨洽洽坚果品牌升级发布会。多项举措落地势必借助坚果品类实现企业增长第二极。一方面洽洽携手顶级品牌咨询公司再次鲜明品牌形象和诉求，聚焦“掌握保鲜技术”并升级品牌 logo。另一方洽洽宣布与中国营养协会成立“中国坚果营养研究中心”，这是中国第一个专业的坚果营养研究机构，承载了坚果新产品开发和新工艺研究的功能，开启了坚果研究的新时代，未来将担起普及坚果知识和文化的重任。最后继续携手分众传媒将洽洽坚果“掌握关键保鲜技术”的全新超级口号及符号有效地打透城市主流消费者核心生活空间，在顾客的心智中与其它竞品形成差异化。洽洽力推每日坚果品类决心坚决，措施持续有力落地。

零食电商聚焦有所分化，多品类或分散企业精力。主流电商中三只松鼠和百草味将每日坚果作为自身的主打产品并大力促销，沃隆标榜自身为每日坚果的创立者不遗余力推广每日坚果。而良品铺子在每日坚果品类上并未主打。但是零食电商在经营品类更多，长期来看在单一品类上投入资源或存在被分散的可能。

图 60：2019 洽洽继续召开坚果品牌升级发布会



资料来源：食业家，国元证券研究中心

图 61：主要零食电商首页主推产品



资料来源：淘宝，国元证券研究中心





5.其它：平淡中亦有看点，窥一斑而知全貌

5.1 山药脆片：改革慢变化红利显现，意外入局但属情理之中

网红零食也曾明珠蒙尘，时光流过终价值归位。山药脆片是一款以山药粉与玉米粉或土豆粉混合并通过油炸技术形成膨化效果的薄片态食物。早在 2011 年，河南谷力佳率先启动山药脆片研究并推出“怀念”品牌，次年登陆聚划算活动便创造一天售卖几万包的惊喜。后由于种种原因迅速撤出电商平台，山药脆片也失去了被广泛认知的机会。后来湖北地区的年轻创业者在电商平台销售锅巴并顺带销售一些山药脆片，却意外销量不俗，山药脆片逐渐引起食品行业关注。2016 年 10 月走向线上，2017 年春季糖酒会期间一炮而红，山药脆片由此前的 10 家增加至半年后的 400-500 家。至此网红零食落地，品类新品蓄势待发。

表 15：山药脆片主要企业概览

品牌	图示	产品	特点	价格
洽洽		山药脆片旗下设两款产品,主推“嘿,铁棍”系列,设立山药妹IP形象,主推60/75g两种规格中型包装,有泰式咸蛋黄,香浓芝士味等共8种口味	坚果炒货巨头 品牌+渠道力强 自研新款	4.2(最低) (满39.8-15)
怀念		采用著名的焦作市新鲜怀山药为原料,产品以高品质为卖点,涵盖20%新鲜山药成分,每日加工数千斤。口味覆盖孜然烤肉、麻辣鸡片等四种	山药脆片开创者	8.42
宏途		从17年4月份上市山药薄片产品,销售额已超过5亿元。四款口味:番茄、酱香、海苔和蜜汁烤翅口味,并依据不同消费场景研制相应规格包装	当前规模最大 大包装陈列 铺货强(商超)	7.37
百草味		从17年开始推出多款主健康概念的产品,如每日坚果、冻干系列、主打食药同源的系列产品(山药脆片)。在阿里系平台销售单月2-3千万	零食电商巨头 小包装(45g)	4.95 (满23.8-5.95)

品牌	图示	产品	特点	价格
三只松鼠		产品形态轻薄酥脆，性价比高于市场。销售以江苏、浙江、广东三省为主，占到近 33%。女性消费者占到 80.56%	零食电商龙头	5.5
豫味之源		旗下热销产品终端售价 5 元/袋（88 克），目前推出一款超大包共享装	主打流通渠道 售价低	3.4 (流通商价)
豪氏		潮流时尚的大包装设计，五种鲜艳亮丽的包装颜色点睛。原材料直送工厂切片，无尘车间封装。产品标准化，厚度控制在 0.9mm，让口感更脆。	-	6.04
粮悦		旗下销量前列的“明星产品”，以网络火爆的直播平台为媒介进行宣传营销，再加包装个性的 IP 卡通图案，从发售到目前为止热卖 300 多万袋。	线上营销力强 推锅巴与山药片	7.38

资料来源：淘宝，公开资料整理，国元证券研究中心

厂商涌入多为二线品牌，品类仍处抢跑阶段。山药脆片下游需求爆发快，仅过半年涉足厂商从 10 多家上涨至 400-500 家，但涉足者主要为二三线品牌，主流大咖品牌如良品铺子、三只松鼠等多出于占位目的并未强推。弱势的上游地位弱给予渠道端高达 40% 的毛利率，经销商推广意愿强烈。因此目前尚无全国性品牌，但得益于山药分布优势河南、山东、湖北三地企业布局早规模与影响力较大。整体来看依然处于品类扩张期，亿元以下企业占大多数，主要参与者依然在抢跑领先努力中。

重点品牌关注规模上量设计用心的宏途，期待洽洽、百草味等零食巨头发力。2017 年 4 月，宏途山药脆片在线下、线上同步上市。短短一年多销售收入已经破 5 亿，强势领跑赛道。除了行业高景气外主要原因在于准确抓住山药脆片特点主打更健康、更营养的口号，同时以大包装立式袋设计整齐陈列终端，不仅在货架上更易被注意到，而且撕开充气式包装让气体释放与减轻压力捆绑，深受消费者喜爱。零食巨头也注意到山药脆片的潜力纷纷布局，短期基本均出现月销售额达到 1-2 千万的成绩，但重视程度上有所分化。截止 7 月 18 日线上促销政策看，洽洽、百草味均推出了满减套餐，良品铺子推出了限量秒杀活动，而三只松鼠仅有全店的上市周活动力度较弱。价格上洽洽促销力度最大价格最低，百草味将山药脆片列为食药同源产品之一重点推广。

对标薯片和而不同，预计 3 年内品类规模有望突破 20 亿。作为地方特产向大众化的延伸，山药片拥有较高的接受度，奠定了快速爆红的基础。某种程度上与具有 300 亿空间的薯片相似，但在多个角度上做出了创新。比如更加突出“山药”概念，产品形态更加小巧创造一口一个的消费体验，厚度更薄口感更脆，更重要的是相比于薯片高热量的形象，山药健康营养，其中反式脂肪酸的含量为 0，100g 山药片所含热量只是 100g 薯片的三分之一，并且山药具有减肥健美，健脾益胃、助消化、滋肾益精、益肺止咳、延年益寿等作用。过去一年电商平台山药脆片细分品类销量约 3 亿元，据豪大和怀念品牌高管分享认为“山药脆片呈现 3 倍的快速增长”、“3 年之内实现 10~20 亿元规模”。另外除了国内市场，山药脆片也有望在国际打

开销量。山药是中国本土产物，目前在海外尚无产地，但多年来向英、美等十多个国家和地区出口，所以这一概念在国际市场并不陌生。

洽洽转正山药脆片，潜力单品再添一员干将。最开始山药脆片仅是作为一款试验品在3个城市试销，后来意外销量不错遂即从OEM转为自己生产。2018年推出的不久单月最好记录达1500万，全年完成销售收入6000万以上。我国山药产地众多，以河南省焦作市的怀山药最为优秀。**温县耕晨怀药培育的“铁棍山药”更属怀药之精品，2018年底洽洽提早签约布局上游原材料，签约温县耕晨铁棍怀药，并推出自主研发的新品“嘿，铁棍”山药脆片，今年继续聚焦并小幅扩大至15个城市，未来在渠道、营销等资源倾斜下期待该品放量增长。**

相比收入增长更应关注背后映射的体制变化。短期的收入增长并不值得我们过分关注，在洽洽渠道加持下新品收割小几亿并不困难。惊喜的是改革后的积极变化。在内部小组制和强PK文化的激励下，“新品研发-小范围推广-试销成功-扩大推广”的赛马机制正在形成。员工持股计划长期改善中高层积极性，提拔年轻干部鼓励PK文化激活底层动力，我们看好体制慢变化红利的长期演绎。

5.2 思考展望：品类占领洽洽更优，坚果外长期战略值得思考

踩准品类周期叠加洽洽优势，坚果品类成功性大。复盘近年洽洽历史，踩准此轮品类周期将是洽洽这波增长确定性的压箱石。内部组织和体制改善是公司向好的源动力。坚果品类空间大格局好，洽洽立足自身线下渠道优势，充分发挥品牌协同，并继续发扬全产业链布局严控生产品质的传统，持续降低目前压制消费的价格因素。我们认为坚果战略成功性极大。同时叠加良性循环的新品研发推广机制，未来或可继续推广成功若干爆款单品（例如山药脆片）。

坚果之外长期战略在哪？谈谈我的三个思考。

1) 零食行业话语权需关注渠道变更。电商渠道优点在于运转效率高，数据驱动能更快速完成产品迭代，同时可自上而下打通各层级市场，扩张速度快SKU丰富，但当前面临流量红利消退、引流成本高企的困境。**品牌连锁店**渠道优点在于消费者体验性强，客流购物目的性强转化率高。但缺点在于费用高、辐射范围有限且面临较高选址成本和失败成本，因此表现在零食门店扩张慢且易遇瓶颈等。**商超渠道**优点在于分销更细覆盖范围更广，对厂家利润空间更高等特点。但缺点在于运转不够灵活，数据无法沉淀，厂家对终端消费者体验掌控力差等。**未来零食行业竞争体现为三大渠道间的竞合，各有优劣势但将长期共存。零食电商未来自上往下进攻，商超品牌自下而上进攻，相遇后将是商业模式的比拼。**

2) 零食电商会成长的更大，洽洽发展面临有三个方向。零食行业本质上仍是生产门槛低、拼品牌和拼渠道的生意。从产业链价值角度看下游占比更高利润空间更大，零食电商成长上限更高。洽洽面临三个突围方向，**一是合作品牌零食终端，继续做大生产能力**兼并中小零食厂家在生产端横向扩张，采取自有品牌与合作零售终端提供代工服务相结合但独立运行的方式，形成巨无霸型生产商专赚加工生产的钱；**二是与品牌零售终端同台竞争，表现为自建终端完成全产业链360度经营，但**

费用高扩张慢并不经济；三是与品牌零售终端分台竞争，继续采取“自研+黄雀在后”的产品策略作爆款王，然后利用线下渠道优势赋能爆款，成为又一例“达利式”后来者居上。

3) 洽洽更可能走爆款王策略。传统零售端在新品研发以及推广上涉及到复杂的经销商体系，每一次推广均需要充足的精力和资源调度。转身不够灵活下更应“一拳致命”。而零食零售平台本身为周转型平台生意，保持丰富的SKU数量且满足消费者一站式需求是主要目的，在网页上新或下架简易成本低，经营策略更灵活对单款产品容错率更高。该策略下关键能力在于内部管理势能和爆品研发能力，期待后续洽洽体制改革带来的红利释放。

6. 公司估值与盈利预测

收入拆分看，主要受益于中高端蓝袋瓜子销量放量和每日坚果爆款单品放量双重因素驱动影响。传统瓜子我们预计内生增长率保持在低个位数，受18年提价影响19年预计实现低双位数增长，每日坚果继续保持高速增长，而其余小品类在聚焦主业战略下将基本稳定。具体假设如下：

- **葵花籽：**基于前文提出的新品投放模型我们预计2019-2021年葵花籽收入分别为31.7亿、34.5亿和36亿，同比增速12.83%、8.83%和4.35%
- **坚果类：**未来3年每日坚果品类预计基本保持在30%以上的增长中枢，受益于品类高景气同时叠加洽洽已有优势地位，我们给予坚果在品类平均增速偏上的增长水平。预计未来坚果类收入分别为8.5亿、11.5亿和15亿，同比增长69.18%、35.29%和30.43%。
- **其余小品类：**基本维持稳定，保持低个位数增长。
- **总体收入：**预计2019-2021年总收入为48.55亿、55.80亿和62.7亿元，同比增长15.68%、14.93%和12.37%。

毛利率：受内部产品结构升级和坚果生产自动化率提升影响预计持续小幅上升，2019-2021年毛利率分别为32.05%、32.43%和32.72%。

期间费用率：预计整体受益于规模效应提升呈现小幅下降的趋势。我们假设2019-2021年销售费用率分别为13.20%、13.18%和13.19%，管理费用率（不含研发费用）分别为5.00%、4.95%和5.10%。财务费用受益于现金富余和借款偿还影响预计分别为-1448、-2373和-1856万元。

表 16: 公司业务收入拆分表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
葵花籽类					
收入	2,503.60	2809.47	3170.00	3450.00	3600.00
YOY	-1.22%	12.22%	12.83%	8.83%	4.35%
毛利率	33.48%	35.20%	35.70%	36.20%	36.50%
坚果类					
收入	247.33	502.43	850.00	1150.00	1500.00
YOY	128.70%	103.14%	69.18%	35.29%	30.43%
毛利率	16.21%	19.17%	23.00%	25.00%	27.00%
薯片					
收入	157.56	217.55	230.00	300.00	400.00
YOY	-25.82%	38.07%	5.72%	30.43%	33.33%
毛利率	23.73%	30.26%	31.00%	31.50%	32.00%
西瓜子					
收入	113.22	119.9	135.00	150.00	170.00
YOY	-10.32%	5.90%	12.59%	11.11%	13.33%
毛利率	30.52%	34.97%	35.50%	36.00%	35.50%
其它小品项					
收入	399.5	411.35	360.00	400.00	450.00
YOY	-8.05%	2.97%	-12.48%	11.11%	12.50%
毛利率	25.75%	20.98%	23.00%	23.50%	24.00%
其它业务					
收入	181.52	136.35	110.00	130.00	150.00
YOY	89.58%	-24.88%	-19.33%	18.18%	15.38%
毛利率	12.58%	20.99%	23.00%	23.50%	24.00%
合计					
收入	3,602.73	4197.05	4,855.00	5,580.00	6,270.00
YOY	2.55%	16.50%	15.68%	14.93%	12.37%
毛利	1075.947671	1307.9	1554.52	1809.45	2051.35
毛利率	29.86%	31.16%	32.02%	32.43%	32.72%

资料来源：国元证券研究中心

我们认为洽洽食品是国内十分优秀的食品制造公司，主业瓜子受益于结构升级和空白渠道开拓仍具有中观弹性，公司管理层战略进军高景气坚果行业，重磅动作陆续出台决心将其打造成公司第二增长极。考虑到公司在炒货领域成功经验和踩准本轮品类周期，我们预计每日坚果将如期兑现支撑公司长期持续增长。除此之外洽洽在管理层、体制和经营策略上都发生了积极变化，内在机制的“慢变化”更值得期待。我们预计 19-21 年营业收入分别为 48.55/55.80/62.70 亿，净利润分别为

5.29/6.28/6.98 亿元，EPS 为 1.04/1.24/1.38 元，当前股价对应 20 年 PE 为 19X，我们给予洽洽 20 年 25X 的 PE，目标价 31 元，首次覆盖并给予买入评级。

表 17：可比公司估值

公司简称	股价（元）	EPS（元）			PE		
	截止 9 月 4 日	18	19E	20E	18	19E	20E
好想你	8.92	0.25	0.32	0.40	29.9	27.5	22.5
来伊份	12.65	0.03	0.31	0.37	324.6	41.0	34.2
三只松鼠	52.70	0.84	0.97	1.22	-	54.1	42.8
盐津铺子	29.56	0.57	0.82	1.19	37.8	36.2	24.9
平均值						39.7	31.1
洽洽食品	23.96	0.85	1.04	1.24	22.30	23.0	19.3

资料来源：wind，国元证券研究中心

7.风险提示

新品投放不及预期、原材料价格上涨、竞争压力加大、食品安全问题

*国元持仓披露：

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2948.74	3425.29	3568.84	4047.72	4442.26
现金	234.36	376.22	356.29	587.49	698.84
应收账款	189.74	179.73	231.84	252.36	291.78
其他应收款	12.12	4.51	11.30	9.42	12.17
预付账款	92.31	16.35	0.00	0.00	0.00
存货	1068.71	1209.14	1419.21	1598.22	1789.24
其他流动资产	1351.50	1639.35	1550.21	1600.23	1650.23
非流动资产	1725.14	1702.84	1743.81	1720.36	1715.25
长期投资	177.92	156.55	156.55	156.55	156.55
固定资产	1015.50	1017.88	1140.98	1155.95	1192.63
无形资产	257.63	255.86	242.92	229.91	217.09
其他非流动资产	274.08	272.54	203.36	177.94	148.97
资产总计	4673.88	5128.13	5312.65	5768.08	6157.51
流动负债	1496.73	1719.74	1655.61	1864.19	1951.86
短期借款	703.90	590.00	579.78	615.07	585.46
应付账款	380.22	566.20	512.09	630.50	728.91
其他流动负债	412.62	563.54	563.74	618.62	637.49
非流动负债	45.46	49.17	45.67	46.77	47.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	45.46	49.17	45.67	46.77	47.20
负债合计	1542.19	1768.91	1701.28	1910.95	1999.06
少数股东权益	68.70	33.07	40.48	51.22	62.07
股本	507.00	507.00	507.00	507.00	507.00
资本公积	1582.30	1583.76	1583.76	1583.76	1583.76
留存收益	973.00	1228.50	1504.75	1830.00	2169.68
归属母公司股东权益	3062.98	3326.15	3598.89	3924.41	4265.08
负债和股东权益	4673.88	5128.13	5340.65	5886.58	6326.21

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	292.92	746.82	318.19	537.89	531.07
净利润	321.69	441.57	537.16	638.82	709.21
折旧摊销	117.52	125.69	49.32	53.02	51.93
财务费用	9.87	-5.60	-14.48	-23.73	-18.56
投资损失	-39.86	-87.20	-57.00	-60.00	-55.00
营运资金变动	-117.13	283.46	-212.82	-67.02	-160.54
其他经营现金流	0.83	-11.09	16.02	-3.19	4.04
投资活动现金流	-363.59	-291.85	-83.77	-63.50	-51.27
资本支出	126.42	241.22	135.78	118.27	100.96
长期投资	329.89	260.30	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	92.72	209.66	52.01	54.77	49.69
筹资活动现金流	96.73	-324.34	-254.35	-243.19	-368.45
短期借款	343.90	-113.90	-10.22	35.28	-29.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1.46	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-247.17	-211.90	-244.14	-278.47	-338.84
现金净增加额	14.64	139.40	-19.93	231.20	111.35

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3602.74	4197.05	4855.00	5580.00	6270.00
营业成本	2525.91	2889.16	3300.49	3770.55	4218.65
营业税金及附加	42.63	45.95	55.64	63.69	70.69
营业费用	488.87	569.96	640.86	735.44	827.01
管理费用	188.59	216.08	242.75	276.21	319.77
研发费用	21.33	25.19	23.26	24.23	23.74
财务费用	9.87	-5.60	-14.48	-23.73	-18.56
资产减值损失	5.52	7.27	5.00	4.00	4.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	39.86	87.20	57.00	60.00	55.00
营业利润	366.66	541.62	664.43	795.07	885.08
营业外收入	53.68	42.22	41.47	43.39	44.04
营业外支出	3.19	11.28	7.23	9.25	8.24
利润总额	417.15	572.57	698.67	829.20	920.88
所得税	95.46	131.00	161.51	190.39	211.67
净利润	321.69	441.57	537.16	638.82	709.21
少数股东损益	2.46	8.76	7.41	10.74	10.85
归属母公司净利润	319.22	432.81	529.75	628.08	698.36
EBITDA	494.06	661.71	699.27	824.36	918.45
EPS (元)	0.63	0.85	1.04	1.24	1.38

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	2.55	16.50	15.68	14.93	12.37
营业利润 (%)	-15.24	47.72	22.67	19.66	11.32
归属母公司净利润 (%)	-9.75	35.58	22.40	18.56	11.19
获利能力					
毛利率 (%)	29.89	31.16	32.02	32.43	32.72
净利率 (%)	8.86	10.31	10.91	11.26	11.14
ROE (%)	10.42	13.01	14.72	16.00	16.37
ROIC (%)	8.51	12.23	13.72	16.14	17.41
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.00	34.49	31.86	32.46	31.60
净负债比率 (%)	45.87	33.65	34.31	32.41	29.51
流动比率	1.97	1.99	2.16	2.17	2.28
速动比率	1.26	1.29	1.30	1.31	1.36
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.86	0.93	1.01	1.05
应收账款周转率	20.05	21.51	22.37	21.82	21.83
应付账款周转率	7.56	6.11	6.12	6.60	6.21
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.63	0.85	1.04	1.24	1.38
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.58	1.47	0.63	1.06	1.05
每股净资产 (最新摊薄)	6.04	6.56	7.10	7.74	8.41
估值比率					
P/E	38.05	28.07	22.93	19.34	17.39
P/B	3.97	3.65	3.38	3.10	2.85
EV/EBITDA	24.72	18.46	17.46	14.81	13.30

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
A 座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼
国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188