

拟发可转债布局产能，双轮驱动成长稳健

——洽洽食品(002557)事件点评

事件:

公司发布可转债发行预案，拟发行募集不超过14.6亿元(含14.6亿)转债，转股价格50元，扣除发行费用后的募集资金净额拟投入滁州洽洽、合肥坚果柔性工厂、长沙洽洽二期扩建、洽洽坚果研发和检测、品牌升级项目、“坚果店中店”营销推广项目等6项计划中，预计年底前完成发行。

● 未来大额资本开支计划初定，产能建设与研发品宣均衡推进

本次转债投入分两部分，一部分为产能建设项目，包括滁州坚果工厂、合肥坚果柔性工厂建设项目、长沙二期扩建三个项目，预计该产能扩建项目需投入资金11.6亿，若包含近期公布的重庆洽洽二期扩建项目一起共需投入资金15.2亿，其中转债融资投入9.2亿。未来预计新增产能13.4万吨，其中瓜子10.8万吨，坚果2.6万吨，预计分别增厚产能34%、172%。另一部分为研发品宣项目，包括洽洽坚果研发和检测中心、品牌升级项目、“坚果店中店”营销推广项目，总计需投入6.5亿，其中转债融资投入5.4亿。

● 继续加码坚果完善产能布局，研发品宣助力行稳致远

①从总量上看，本次产能扩建全部达产后预计增厚现有产能40%以上，增厚收入30-40亿，有效解决了目前旺季产能供应不足和产能老化的问题，并为未来百亿目标提供稳定支撑。②从结构上看，焦糖瓜子等高端品类占比提升，同时改建后坚果产能全国化布局完成，达产后预计进一步加强公司规模效应优势，同时提升品类间的协同红利。③研发和品宣上亦同步跟进，坚果研发和检测中心有望加强公司在坚果上的技术优势，同时配合品牌升级和全国卖场中的1345家坚果“店中店”，迎合目前消费和营销趋势，坚持加码公司线下渠道领先优势，全面提升客户对公司品牌和产品的体验。

● 坚果高景气雪坡长，公司竞争力强劲看好长期成长

坚果绿色健康能有效预防多种疾病，站在消费升级风口，目前终端规模预计在500-800亿区间，未来几年内将继续保持15%-20%的较高增速。公司在坚果炒货领域积累了长期品牌优势，近些年内部机制改革持续推进不断释放组织活力，看好公司未来长期成长。

● 投资建议与盈利预测

一系列组合拳成功激活第二曲线，坚果放量加速成长，公司高瞻远瞩预备产能建设持续打开成长空间。我们预计20-22年EPS 1.50/1.80/2.07，对应当前股价PE为33/28/24倍，给予21年33倍PE，维持“增持”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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4197.05	4837.25	5526.41	6268.27	6927.71
收入同比(%)	16.50	15.25	14.25	13.42	10.52
归母净利润(百万元)	432.81	603.53	761.15	910.33	1049.29
归母净利润同比(%)	35.58	39.44	26.12	19.60	15.27
ROE(%)	13.01	16.52	17.17	18.56	19.33
每股收益(元)	0.85	1.19	1.50	1.80	2.07
市盈率(P/E)	59.03	42.33	33.56	28.06	24.35

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

增持|维持

当前价/目标价: 50.39元/60元

目标期限: 12个月

基本数据

52周最高/最低价(元): 52.39 / 20.66

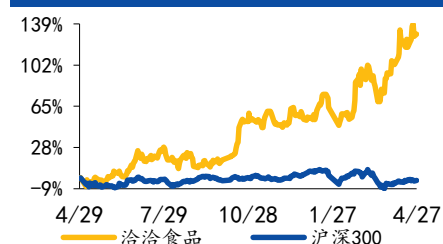
A股流通股(百万股): 507.00

A股总股本(百万股): 507.00

流通市值(百万元): 25547.73

总市值(百万元): 25547.73

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-洽洽食品(002557)2020年一季度点评: 疫情刺激零食需求, 供需偏紧盈利提升》
2020.04.23

《国元证券公司点评-洽洽食品(002557)2019年度报告点评: 业绩靓丽圆满收官, 加码产能再创辉煌》
2020.04.09

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 彭俊霖

电话 021-51097188

邮箱 pengjunlin@gyzq.com.cn

表 1：洽洽近期项目建设资金投入情况（单位：万元）

项目	资金来源	项目总投资	募集资金拟投入	建设周期
滁州洽洽坚果休闲食品项目	可转债融资	59,518	49,000	2年（分2期）
合肥洽洽工业园坚果柔性工厂建设项目	可转债融资	35,838	26,000	2年
长沙洽洽食品二期扩建项目	可转债融资	20,715	17,000	2年
产能扩建计划小计		116,071	92,000	
洽洽坚果研发和检测中心项目	可转债融资	15,159	14,000	1年
品牌升级项目	可转债融资	30,000	30,000	3年
“坚果店中店”营销推广项目	可转债融资	20,338	10,000	3年
研发和品宣计划小计		65,497	54,000	
总计		181,567	146,000	
重庆洽洽食品二期	IPO 超募自己剩余及其利息收入	35,724		2年

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 2：洽洽目前产能及未来扩建情况（单位：万吨）

项目	瓜子	坚果
滁州洽洽坚果休闲食品项目	6	0.6
合肥洽洽工业园坚果柔性工厂项目		1.4
长沙洽洽食品二期扩建项目	1.8	0.3
重庆洽洽食品二期扩建项目	3	0.3
小计	10.8	2.6
产品品类	产能	产量
葵瓜子	25	16
西瓜子	1.4	0.4
豆类	1.4	0.7
薯片	2.5	0.9
坚果	1.5	0.8
其他	1.5	1
原有小计	30-33	19.8
产能利用率	60-70%	
	瓜子及其他非坚果	坚果
产能增厚	34.3%	172.0%
产量增厚(考虑产能利用率)	34.1%	193.5%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心预测

表 3：可转债发行对股东权益影响

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	
			全部未转股	6 月末全部转股
总股本 (亿股)	5.07	5.07	5.07	5.36
转股价格 (元/股)				50
归母净利 (亿元)	6.04	7.24	8.69	8.69
基本每股收益 (元/股)	1.19	1.43	1.71	1.67
稀释每股收益 (元/股)	1.19	1.43	1.62	1.62

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

注：2020 年度、2021 年度的净利润按照较上期增长 20% 的假设进行测算，并不代表公司对度经营情况及趋势的判断

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3425.29	3663.56	3984.12	4390.25	5054.43
现金	376.22	254.32	784.21	853.22	957.23
应收账款	179.73	224.56	246.11	285.13	311.98
其他应收款	4.51	5.00	5.85	6.08	7.57
预付账款	16.35	47.19	0.00	0.00	0.00
存货	1209.14	1389.52	1547.83	1745.73	1927.54
其他流动资产	1639.35	1742.97	1400.13	1500.07	1850.12
非流动资产	1702.84	1745.14	2143.18	2390.23	2337.95
长期投资	156.55	156.36	156.36	156.36	156.36
固定资产	1017.88	1132.85	1516.16	1747.31	1723.21
无形资产	255.86	261.57	301.20	321.23	316.73
其他非流动资产	272.54	194.36	169.46	165.33	141.65
资产总计	5128.13	5408.70	6127.30	6780.48	7392.38
流动负债	1719.74	1688.49	1651.38	1836.02	1938.77
短期借款	590.00	297.65	300.00	300.00	300.00
应付账款	508.91	553.55	583.59	695.97	754.43
其他流动负债	620.82	837.29	767.79	840.05	884.34
非流动负债	49.17	65.22	53.28	55.89	58.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	49.17	65.22	53.28	55.89	58.13
负债合计	1768.91	1753.71	1704.66	1891.91	1996.91
少数股东权益	33.07	0.70	8.12	12.49	20.12
股本	507.00	507.00	507.00	507.00	507.00
资本公积	1583.76	1575.61	1575.61	1575.61	1575.61
留存收益	1228.50	1578.53	2339.67	2808.53	3329.84
归属母公司股东权益	3326.15	3654.29	4432.52	4904.57	5428.06
负债和股东权益	5128.13	5408.70	6145.30	6808.98	7445.08

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	746.82	646.28	622.78	897.00	1005.86
净利润	441.57	603.48	768.56	914.70	1056.92
折旧摊销	125.69	129.78	127.94	162.49	183.26
财务费用	-5.60	-15.79	-20.00	-22.00	-26.00
投资损失	-87.20	-53.69	-50.00	-60.00	-70.00
营运资金变动	283.46	1.10	-197.26	-94.61	-148.77
其他经营现金流	-11.09	-18.59	-6.46	-3.58	10.45
投资活动现金流	-291.85	-152.62	-135.87	-411.47	-401.03
资本支出	241.22	173.87	498.97	385.18	159.91
长期投资	260.30	74.79	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	209.66	96.04	363.10	-26.29	-241.12
筹资活动现金流	-324.34	-634.96	42.97	-416.51	-500.83
短期借款	-113.90	-292.35	2.35	0.00	0.00
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	1.46	-8.15	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-211.90	-334.45	40.62	-416.51	-500.83
现金净增加额	139.40	-122.95	529.89	69.02	104.00

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4197.05	4837.25	5526.41	6268.27	6927.71
营业成本	2889.16	3228.47	3650.53	4114.36	4522.26
营业税金及附加	45.95	46.21	49.74	56.41	62.35
营业费用	569.96	666.00	685.27	764.73	831.33
管理费用	216.08	248.35	265.27	288.34	311.75
研发费用	25.19	30.64	31.00	32.00	33.00
财务费用	-5.60	-15.79	-20.00	-22.00	-26.00
资产减值损失	-7.27	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	4.22	0.00	0.00	0.00
投资净收益	87.20	53.69	50.00	60.00	70.00
营业利润	541.62	694.87	921.13	1102.11	1271.64
营业外收入	42.22	86.36	65.00	70.00	80.00
营业外支出	11.28	15.26	13.27	14.26	13.76
利润总额	572.57	765.97	972.86	1157.85	1337.87
所得税	131.00	162.50	204.30	243.15	280.95
净利润	441.57	603.48	768.56	914.70	1056.92
少数股东损益	8.76	-0.05	7.41	4.37	7.62
归属母公司净利润	432.81	603.53	761.15	910.33	1049.29
EBITDA	661.71	808.86	1029.06	1242.60	1428.90
EPS (元)	0.85	1.19	1.50	1.80	2.07

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	16.50	15.25	14.25	13.42	10.52
营业利润 (%)	47.72	28.29	32.56	19.65	15.38
归属母公司净利润 (%)	35.58	39.44	26.12	19.60	15.27
获利能力					
毛利率 (%)	31.16	33.26	33.94	34.36	34.72
净利率 (%)	10.31	12.48	13.77	14.52	15.15
ROE (%)	13.01	16.52	17.17	18.56	19.33
ROIC (%)	12.23	22.90	24.29	26.14	29.23
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.49	32.42	27.74	27.79	26.82
净负债比率 (%)	33.65	16.97	17.77	16.00	15.12
流动比率	1.99	2.17	2.41	2.39	2.61
速动比率	1.29	1.35	1.48	1.44	1.61
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.92	0.96	0.97	0.98
应收账款周转率	21.51	22.73	22.28	22.39	22.02
应付账款周转率	6.86	6.08	6.42	6.43	6.24
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.85	1.19	1.50	1.80	2.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.47	1.27	1.23	1.77	1.98
每股净资产 (最新摊薄)	6.56	7.21	8.74	9.67	10.71
估值比率					
P/E	59.03	42.33	33.56	28.06	24.35
P/B	7.68	6.99	5.76	5.21	4.71
EV/EBITDA	36.66	29.99	23.57	19.52	16.98

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	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
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	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
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 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
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 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	上海
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	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：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188