

瓜子+坚果双主线发展的龙头企业，建议积极申购

洽洽转债投资价值分析

相关研究报告：

《景 20 转债投资价值分析》

—2020/08/24

《利率债 2020 年度投资策略》

—2019/12/16

《可转债投资策略》—2019/08/14

证券分析师：张河生

电话：021-58502206

E-MAIL: zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

报告摘要

各项条款设置中规中矩。

本期可转债发行期限为 6 年，票面利率分别为：0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价为 115 元（含最后一期利息）。票面利率属于近期市场的正常设置，到期赎回价略高于近期市场的平均水平。转债的各项附加条款设置均中规中矩。

纯债价值为 91.22 元，债底保护较好。

本期可转债债项信用等级为 AA（联合信用评级），10 月 16 日 6 年期 AA 级中债企业债到期收益率为 4.7742%，中证公司债到期收益率为 4.8004%，综合取贴现率为 4.79%，计算得到纯债价值为 91.22 元，到期收益率为 3.17%，债底保护力度较好。

预计首日上市价格 118.40~122.35 元。

该券初始转股价为 60.83 元/股，按照 10 月 19 日洽洽食品收盘价（60.02）测算得到初始转换价值为 98.67 元。坚果炒货行业的景气度高且发展空间广阔，而洽洽食品作为瓜子行业的龙头企业将充分受益，故其转债溢价率大概率偏高。综合参考近期上市可比较的，我们判断洽洽转债上市初日溢价率位于 20%~24% 区间，对应的上市价格为 118.40 元~122.35 元。

正股是坚果炒货行业龙头企业，建议积极申购。

综合来看，洽洽转债规模和评级中等，各项转债附加条款中规中矩，债底保护较好。正股洽洽食品是国内坚果炒货行业的龙头企业，在 2018 年明确聚焦瓜子并打造坚果主干的战略后，公司营收持续稳步快速提升，疫情期间半年报仍大超预期。公司的产品结构不断优化，渠道端在线下已实现全国布局的基础上，电商和海外拓展依旧表现亮眼。考虑到坚果炒货行业的景气度高且集中度低，公司作为业内龙头有广阔的发展空间。本次募资主要用于产能扩张及增强公司的资金实力，助力公司进一步提升龙头优势。预计本次转债打新收益较可观，建议积极参与。

风险提示：

行业需求低迷；正股股价超预期波动。

目录

一、可转债条款分析与发行价格预测.....	3
二、洽洽食品基本面分析.....	4
三、申购策略.....	6
四、风险提示.....	7

一、可转债条款分析与发行价格预测

洽洽食品公开发行A股可转换公司债券，拟募集资金总额不超过134,000.00 万元，扣除发行费用后，4.9亿元用于滁州洽洽坚果休闲食品项目，2.6亿元用于合肥洽洽工业园坚果柔性工厂建设项目，1.7亿元用于长沙洽洽食品二期扩建项目，1.4亿元用于洽洽坚果研发和检测中心项目，2.8亿元用于补充流动资金项目。

洽洽转债初始转股价为60.83元/股，按照初始转股价计算，总共可转换 2,202.86 万份洽洽A股股票。若转债全部转股，对A股总股本的稀释率为4.16%，此单可转债稀释率较低。本次发行的可转债转股期自2021年4月26日起至可转债到期日2026年10月19日止。

图表 1：洽洽转债条款

转债名称/代码	洽洽转债/128135.SZ
发行规模	13.40 亿元
发行方式	原股东优先配售，余额部分(含原股东放弃优先配售部分)通过深交所交易系统网上向社会公众投资者发行。
存续期	自发行之日起 6 年
票面利率	第一年 0.30%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%
到期赎回价格	票面面值的 115%(含最后一期利息)
初始转股价格	60.83 元/股
转股期	自发行结束之日(2020年10月26日)起满6个月后的第一个交易日(2021年4月26日)起至转债到期日(2026年10月19日)止
信用评级	主体:AA;债项:AA;无担保;联合信用评级有限公司
募集资金用途	4.9 亿元用于滁州洽洽坚果休闲食品项目，2.6 亿元用于合肥洽洽工业园坚果柔性工厂建设项目，1.7 亿元用于长沙洽洽食品二期扩建项目，1.4 亿元用于洽洽坚果研发和检测中心项目，2.8 亿元用于补充流动资金项目。
下修条款	15/30, 85%
有条件赎回条款	15/30, 130% 或可转债未转股余额不足 3,000 万元。
有条件回售条款	最后 2 个计息年度, 30, 70%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

利率条款位于市场平均水平。本期可转债发行期限为6年，票面利率分别为：0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，属于近期市场的正常设置。到期赎回价为115元（含最后一期利息），略高于市场平均水平。

转债的附加条款设置中规中矩。洽洽转债的各项条款设置均与现存转债基本一致，其中下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30，130%”或“可转债未转股余额不足3,000万元”，有条件回售条款为“30，70%”。

纯债价值为91.22元，债底保护较好。本期可转债债项信用等级为AA（联合信用评级），发行期1限为6年，10月16日6年期 AA级中债企业债到期收益率为4.7742%，中证

公司债到期收益率为4.8004%，综合取贴现率为4.79%，计算得到纯债价值为91.22元，到期收益率为3.17%，债底保护力度较好。

预计首日上市价格118.40~122.35元。该券初始转股价为60.83元/股，按照10月19日洽洽食品收盘价（60.02）测算得到初始转换价值为98.67元。坚果炒货行业的景气度高且发展空间广阔，而洽洽食品作为瓜子行业的龙头企业将充分受益，故其转债溢价率大概率偏高。综合参考近期上市可比标的，我们判断洽洽转债上市初日溢价率位于20%~24%区间，对应的上市价格为118.40元~122.35元。

图表 2：洽洽转债首日上市价格预测

股价波动	对应正股价格	20%	21%	22%	23%	24%
-5%	57.02	112.48	113.42	114.36	115.29	116.23
-3%	58.22	114.85	115.81	116.76	117.72	118.68
-1%	59.42	117.22	118.19	119.17	120.15	121.13
0%	60.02	118.40	119.39	120.38	121.36	122.35
1%	60.62	119.59	120.58	121.58	122.58	123.57
3%	61.82	121.95	122.97	123.99	125.00	126.02
5%	63.02	124.32	125.36	126.39	127.43	128.47

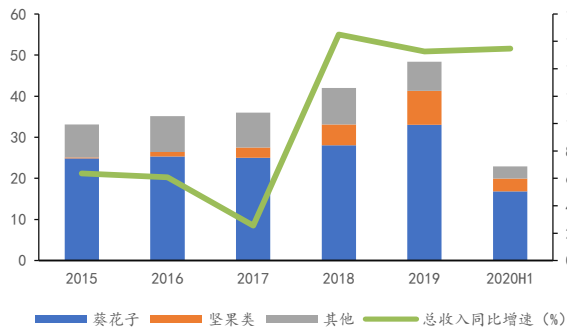
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、洽洽食品基本面分析

瓜子龙头加码坚果业务，龙头地位稳固提升。公司成立于2001年，是一家以传统炒货、坚果为主的现代休闲食品企业。经过近二十年的发展，产品线日趋丰富，除了主打产品葵花籽，还经营坚果类、薯片、西瓜子类、豆类等，产品远销国内外40多个国家和地区，是瓜子行业的绝对龙头。在瓜子核心盘稳固的基础上，公司于2016年底成功推出小黄袋每日坚果，加码坚果业务，2018年明确了瓜子+坚果双轮驱动的发展战略，进一步打开盈利空间，在坚果炒货行业的地位稳固提升。

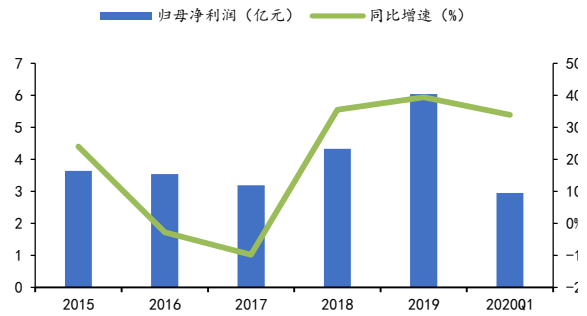
公司业绩自2018年双主线战略明确后快速提升，20H1大超预期。2019年公司营业收入48.37亿元（YoY 15.25%）、归母净利润6.04亿元（YoY 39%）、扣非归母净利润4.82亿元（YoY 46.37%）。2018年以前，洽洽食品的营收增速较低，利润同比波动较大。2018年公司理清思路再出发，引入里斯作为战略咨询伙伴，聚焦瓜子的同时将每日坚果打造成未来的公司主干品类，明确五年百亿的战略目标。自此后，公司营收及利润稳步快速增长，连续两年归母净利润同比增速超过36%。疫情期间良好势头依旧持续，2020H1业绩大超市场预期，实现营收22.94亿元，同比增速15.46%。

图表 3: 洽洽食品历年收入(亿元)及增速



资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

图表 4: 洽洽食品历年归母净利润及增速

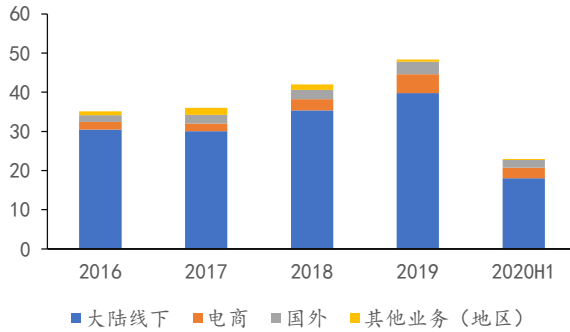


资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

产品端不断出新, 渠道端在线下已实现全国布局的基础上, 电商与海外拓展表现亮眼。公司的产品结构持续优化、品类不断延伸, 2019年底蓝袋系列推出的新品藤椒瓜子和芝士瓜子市场试销情况良好; 2020年推出洽洽小黄袋益生菌每日坚果和洽洽早餐每日坚果燕麦片, 品相持续丰富。渠道端, 公司在已实现线下全国布局的基础上, 电商渠道持续加码, 在疫情期间表现亮眼, Q2线上增速超50%。同时, 2019年公司首个海外工厂在泰国正式落地投产, 进一步实现了公司产能的海外布局。

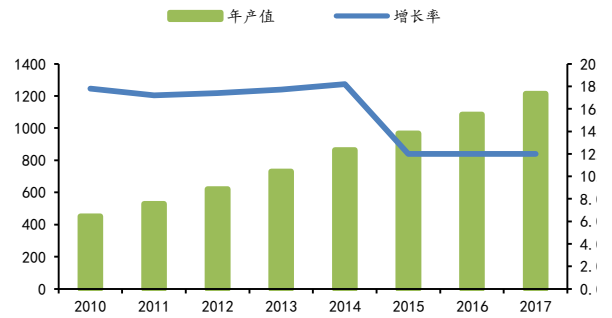
坚果行业景气度高且集中度低, 新项目助力公司进一步扩大产能, 提升行业龙头优势。随着人均可支配收入的提升以及消费者养生意识的增强, 坚果行业的发展势头持续强劲。2010年至2017年坚果炒货行业的总产值同比增速均在12%以上, 另根据中国坚果炒货网的数据, 坚果炒货行业规模以上企业2011年到2018年的销售规模年均复合增长率达10.1%。但由于炒货行业壁垒较低, 该行业的集中度不高, 根据我们的测算, 2018坚果炒货行业的CR5仅为15%左右。洽洽食品本次可转债募资将主要用于扩张产能并增强公司的资金实力, 有助于进一步巩固公司的行业龙头地位。

图表 5: 公司电商渠道营收占比稳步提升



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

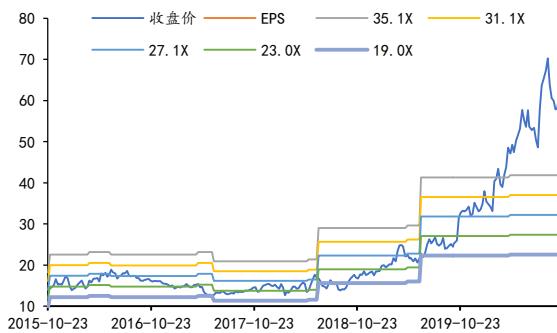
图表 6: 中国坚果炒货行业总产值维持较高增



资料来源: 三只松鼠招股说明书, 太平洋研究院整理

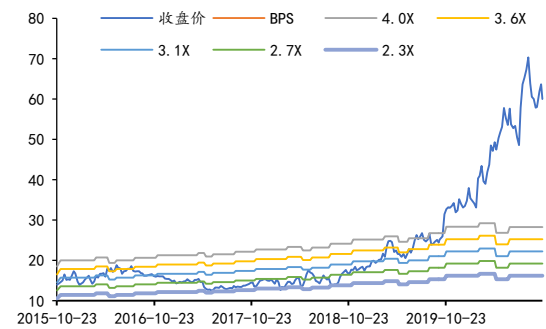
当前股票估值水平低于历史高位。根据Wind一致预期, 2021年公司PE为34.00X (以截至10.19公司收盘价为依据), 历史(2015.10~2020.10)看, 公司PE(最新年报)中枢为30X。我们认为当前公司估值水平高于历史均值。

图表 7: 洽洽食品 PE-Bands



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 8: 洽洽食品子 PB-Bands



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

三、申购策略

洽洽食品前十大股东合计持股占比64.11%, 目前暂无公告披露股东配售意愿, 参考近期发行的可转债发行数据, 以60%的股东配售比例计算, 留给投资者申购的金额为5.36亿元。进一步预估网上有效申购850万户, 则中签率为0.006%。

综合来看, 洽洽转债规模和评级中等, 各项转债附加条款中规中矩, 债底保护较好。正股洽洽食品是国内坚果炒货行业的龙头企业, 在2018年明确聚焦瓜子并打造坚果主干的战略后, 公司营收持续稳步快速提升, 疫情期间半年报仍大超市场预期。公

司的产品结构不断优化，渠道端在线下已实现全国布局的基础上，电商和海外拓展依旧表现亮眼。考虑到坚果炒货行业的景气度高且集中度低，公司作为业内龙头有广阔的发展空间。本次募资主要用于产能扩张及增强公司的资金实力，助力公司进一步提升龙头优势。预计本次转债打新收益较可观，建议积极参与。

四、风险提示

行业需求低迷，正股股价超预期波动。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com

华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。