

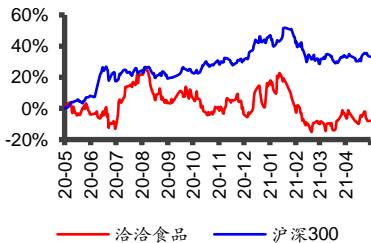
## 二十载瓜子为本，新时代坚果质造

**投资评级：买入（首次）**

报告日期：2021-06-02

收盘价（元）	49.96
近12个月最高/最低（元）	71.17/41.32
总股本（百万股）	507
流通股本（百万股）	507
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	253
流通市值（亿元）	253

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：余璇

执业证书号：S0010119070016

邮箱：yuxuan@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 摘要

公司是瓜子领域的龙头企业，2016年开始转型坚果。公司在新品研发和制造端具有较强优势，顺应消费升级推出的蓝袋瓜子和每日坚果都受到市场欢迎。目前，公司新品仍在放量、渠道扩张进行中，我们看好公司从瓜子龙头向坚果龙头更进一步。

#### ● 行业：格局分散现领先品牌，消费升级存成长空间

瓜子行业中仍存在大量作坊式炒货店，各地区也有当地品牌，我们推测公司作为龙头在散装和包装瓜子中的市占率约10-15%，行业存在巨大的整合空间。坚果行业约1400-1500亿元零售额，年复合增速约10%，消费升级带来坚果消费量的提升以及单品向混合趋势的转变，其中每日坚果目前市场规模超百亿，各品牌为争夺市场而控制价格，导致每日坚果的净利率约为个位数。

#### ● 瓜子：多年深耕品牌凸显，蓝袋升级贡献增量

洽洽经过多年耕耘在瓜子领域已经建立品牌影响力，我们认为瓜子业务还远远未到天花板，未来的增长主要来源于三方面：1.红袋随着弱势地区的加强、空白地区的开拓能保持10%的年均复合增长。2.蓝袋系列瓜子继续做渠道拓展，风味化持续突破，不断丰富产品矩阵。焦糖、山核桃仍在放量增长阶段，新品藤椒瓜子全年实现销售额含税近1亿元。3.社区团购等新渠道带来新机遇，渠道下沉解除新消费群体，公司打算用副品牌去抢占新市场。

#### ● 坚果：借制造与渠道优势，打造第二增长曲线

借助制造和渠道优势，公司每日坚果小黄袋迅速打开市场，目前铺货率相比红袋还有很大提升空间。每日坚果市场虽然竞争激烈，但是我们认为渠道割据，各个品牌都可以在自己优势渠道享受红利。除小黄袋以外，公司相继推出益生菌每日坚果、每日坚果燕麦片，沿着坚果矩阵去做产品拓展，考虑到较强的产品创新能力、扎实的渠道基础、丰厚的制造经验，我们认为公司存在成为坚果龙头的潜力。

#### ● 投资建议

公司是瓜子领域的龙头企业，2016年开始转型坚果。公司在新品研发和制造端具有较强优势，顺应消费升级推出的蓝袋瓜子和每日坚果都受到市场欢迎。目前，公司新品仍在放量、渠道扩张进行中，我们看好公司从瓜子龙头向坚果龙头更进一步。预计2021-2023年，公司营收分别为63.89/74.22/86.69亿元，同比增长21%/16%/17%，净利润分别为9.35/11.22/13.63亿元，同比增长16%/20%/22%，EPS分别为1.84/2.21/2.69，对应PE分别为28/23/19倍。给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

原材料价格波动，食品质量控制，休闲食品市场需求变化。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5289	6389	7422	8669
收入同比 (%)	9.3%	20.8%	16.2%	16.8%
归属母公司净利润	805	935	1122	1363
净利润同比 (%)	33.4%	16.1%	20.0%	21.6%
毛利率 (%)	31.9%	32.2%	32.7%	33.1%
ROE (%)	19.1%	18.2%	17.9%	17.9%
每股收益 (元)	1.60	1.84	2.21	2.69
P/E	33.91	27.83	23.19	19.08
P/B	6.49	5.06	4.15	3.41
EV/EBITDA	27.88	22.00	17.89	14.23

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

一、公司简介：二十载瓜子为本，新时代坚果质造.....	6
1.1 发展历程：创新工艺，稳步推进战略布局.....	6
1.2 主营业务：瓜子稳定增长，坚果类成为第二成长曲线.....	8
1.3 股权结构：权力集中，创始兼实际控制人主导.....	9
二、行业：格局分散现领先品牌，消费升级存成长空间.....	10
2.1 葵花籽产量基本稳定，行业呈小品牌大市场特征.....	10
2.2 坚果炒货：消费升级催生巨大成长空间，每日坚果风头正盛.....	12
三、瓜子：多年深耕品牌凸显，蓝袋升级贡献增量.....	14
3.1 瓜子龙头格局稳固，多年积淀品牌价值已经建立.....	14
3.2 上游掌握优质原材料，下游具有强大渠道推力.....	16
3.3 蓝袋紧抓消费升级，多重口味满足需求.....	17
3.4 渠道精耕重点发力，副品牌收割低线瓜子市场.....	18
四、坚果：借制造与渠道优势，打造第二增长曲线.....	19
4.1 多元探索蓄力，抓住每日坚果品类机遇.....	19
4.2 行业竞争激烈，洽洽每日坚果如何占领市场？.....	21
4.3 洽洽每日坚果有多大的提升空间？.....	23
4.4 洽洽每日坚果如何应对更年轻化的品牌？.....	24
五、盈利预测与投资建议.....	25
风险提示：.....	27
财务报表与盈利预测.....	28

## 图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 2007-2020 公司营业收入及增速.....	7
图表 3 2007-2020 公司归母净利润及增速.....	7
图表 4 2020 年葵花子贡献营收 70%.....	7
图表 5 2020 年葵花子贡献毛利 73.6%.....	7
图表 6 2008-2020 葵花子产品占主导地位.....	8
图表 7 2008-2020 坚果类产品发展迅速.....	8
图表 8 2007-2020 公司毛利率稳步上升.....	8
图表 9 2007-2020 公司净利润率呈增长趋势.....	8
图表 10 公司股权结构图 (截止 21Q1).....	9
图表 11 洽洽食品前十大股东 (截止 21Q1).....	9
图表 12 近几年中国瓜子种植面积逐渐下降.....	10
图表 13 15-18 年中国食用葵花籽产量年际变化不大.....	10
图表 14 葵花子区域性品牌分布.....	11
图表 15 瓜子行业竞争格局.....	11
图表 16 10-19 年坚果炒货规模上企业销售规模不断扩大.....	12
图表 17 19 年坚果炒货占休闲零食份额第二.....	12
图表 18 2018 年国际树坚果人均消费量对比 (KG/人).....	12
图表 19 2018 年坚果炒货市场份额.....	12
图表 20 坚果消费人群画像.....	13
图表 21 坚果消费关键选购因素.....	13
图表 22 不同消费人群坚果消费特征.....	13
图表 23 消费者更偏好于混合坚果.....	14
图表 24 19M7-20M6 天猫细分坚果品类市场占比及增速.....	14
图表 25 每日坚果市场规模持续增长.....	14
图表 26 2018 年每日坚果竞争格局.....	14
图表 27 2018 年洽洽在包装瓜子领域市占率 54%.....	15
图表 28 瓜子品牌竞争格局.....	15
图表 29 2011-2020 洽洽葵花籽吨价复合增速.....	15
图表 30 2011-2020 年洽洽葵花籽销量复合增速.....	15
图表 31 2008-2020 年葵花籽类营业收入及增速.....	16
图表 32 2008-2020 年葵花籽类毛利率及增速.....	16
图表 33 蓝袋与相似竞品定价对比.....	17
图表 34 蓝袋各口味投放节奏.....	17
图表 35 公司营销人员数量和占比下降.....	18
图表 36 弱势区域东方区的营收占比显著提升.....	18
图表 37 农村人均消费增速高于城镇人均消费.....	19
图表 38 平价瓜子市场各品牌价格对比.....	19
图表 39 洽洽食品产品线梳理.....	20
图表 40 2017-2020 年洽洽每日坚果含税收益及增速.....	21
图表 41 2017-2020 年洽洽坚果类产品毛利率及增速.....	21

图表 42 每日坚果品牌销售渠道对比.....	21
图表 43 各品牌每日坚果产品对比.....	22
图表 44 常见每日坚果品牌包装设计.....	24
图表 45 广告费用/销售费用持续增长.....	25
图表 46 便利系统成为公司营收中增长最快渠道 .....	25
图表 47 主要品类营业收入及预测 (百万元) .....	26

# 一、公司简介：二十载瓜子为本，新时代坚果质造

## 1.1 发展历程：创新工艺，稳步推进战略布局

洽洽食品起源于安徽，是一家以葵花子和坚果类炒货为主营业务的休闲食品公司。近年来，公司围绕“洽洽，快乐的味道”发展以瓜子为主的第一业务线，以“掌握关键保鲜技术”为核心发展第二业务线坚果类产品，其二十余年的发展历史可分为三个阶段：

### 第一阶段：瓜子品牌建设阶段

1999年，陈先保推出“变炒为煮”的水煮制瓜子，具有“不易上火”“不易脏手”的特点，通过在中央一台打广告的方式令洽洽瓜子家喻户晓。2001年，安徽洽洽食品有限公司成立。2002年，“洽洽”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”；2006-2008年，洽洽品牌连续位居中国食品工业协会坚果炒货专业委员会评选的“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首。

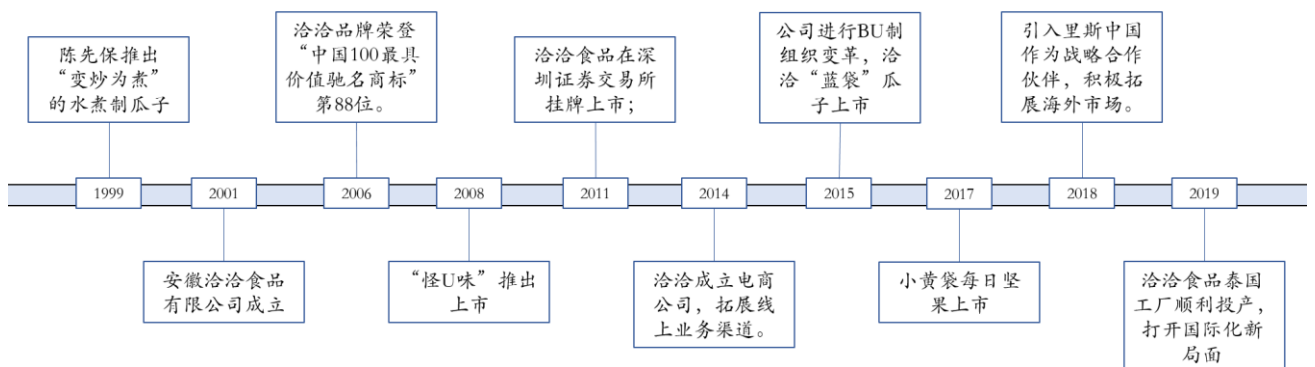
### 第二阶段：多元尝试阶段

2008年，“怪U味”推出上市，广受青少群体的欢迎；2010年，洽洽“喀吱脆”顺利投产。2011年，洽洽食品在深圳证券交易所挂牌上市。2013年，洽洽“啵乐冻”、大片西瓜子上市；同年，洽洽收购江苏洽康食品有限公司60%股权，拓展调味品行业。

### 第三阶段：战略布局阶段

2014年洽洽成立电商公司，拓展线上业务渠道。2015年，洽洽创始人陈先保重新出任总经理，主导引入TPM系统，进行BU制组织变革；同年，洽洽升级产品蓝袋系列瓜子上市，果冻业务剥离。2017年，洽洽小黄袋每日坚果上市，蓝袋系列产品含税销售额达5.3亿元。2018年，公司首次提出“实现公司从全球第一的瓜子企业迈向全球领先的坚果企业的战略跨越”口号，公开未来五年“瓜子+坚果”百亿战略，与里斯中国、分众传媒达成战略合作；同年，对主力葵花籽产品进行了原料、包装与生产工艺升级。2019年，洽洽食品泰国工厂顺利投产，打开国际化新局面；携手华与华升级品牌战略，发布超级口号“洽洽掌握关键保鲜技术”。2020年，公司发布坚果+战略，洽洽小蓝袋益生菌每日坚果、洽洽早餐每日坚果燕麦片战略单品上市。

图表 1 公司发展历程

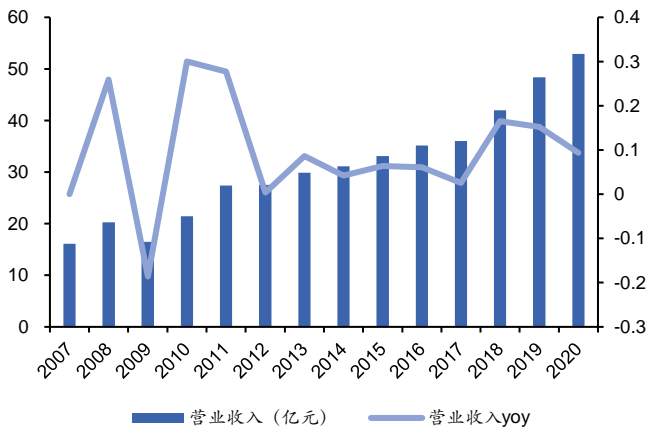


资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司近年来营收稳步上升，归母净利润波动增长。营业收入从2007年的16亿元增长至2019年的48亿元，12年CAGR为10%；归母净利润自2017年以来出现加速

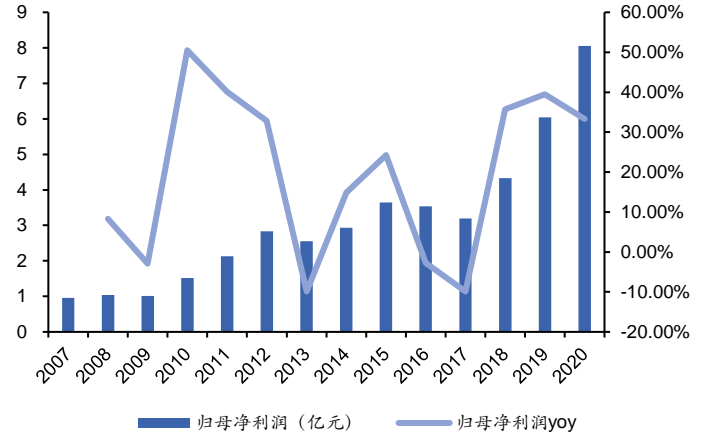
增长态势,2018-2019 年出现较大增长,归母净利润 yoy 达到 39%,12 年 CAGR 为 17%。

图表 2 2007-2020 公司营业收入及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

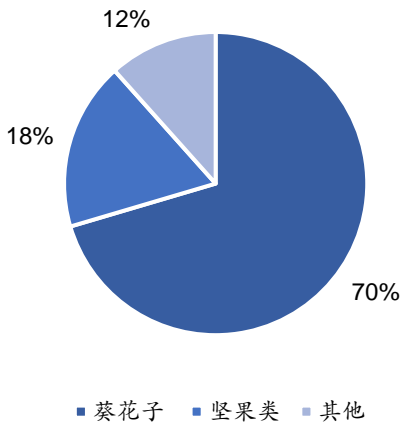
图表 3 2007-2020 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

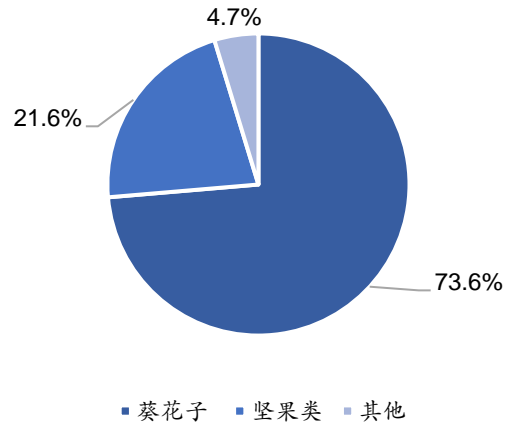
前两大品类瓜子和坚果贡献了约 90%的营收和毛利。2020 年葵花子产品贡献了 70%的营业收入和 74%的毛利额, 第二大品类坚果类贡献了 18%的营业收入和 22%的毛利额, 其余营收和毛利额由薯片类、西瓜子类等产品贡献。

图表 4 2020 年葵花子贡献营收 70%



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 2020 年葵花子贡献毛利 73.6%

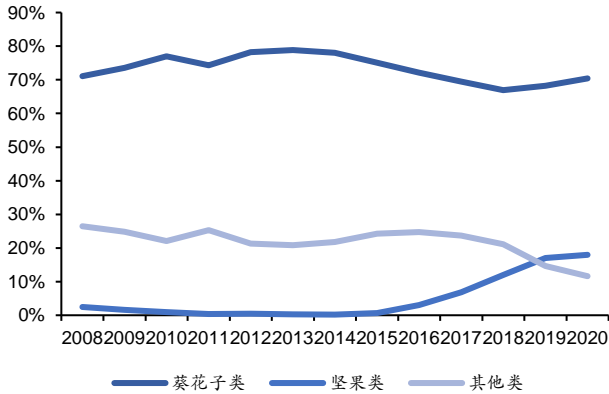


资料来源: wind, 华安证券研究所

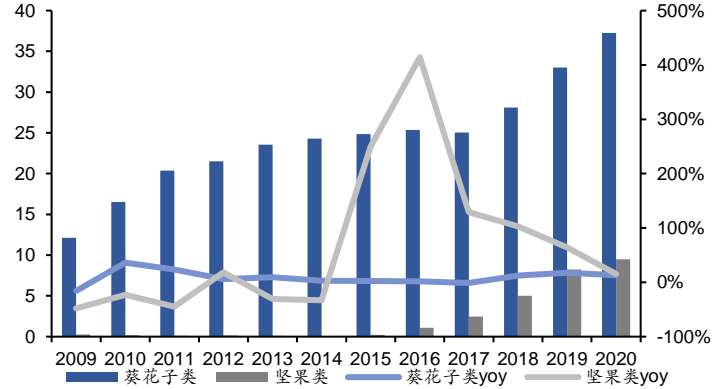
## 1.2 主营业务：瓜子稳定增长，坚果类成为第二成长曲线

葵花子稳定发展，坚果类占比增长。公司销售收入主要来源于向线下经销商销售葵花子、坚果类产品，2019 年葵花子和坚果类产品销售占比约 85%。葵花子产品营业收入占比保持在 70%左右，11 年 CAGR 为 8%；2008-2019 年坚果类产品营业收入占比从 2%增长到 17%，并于 2017 年替代薯片类产品成为营业收入第二大产品，11 年 CAGR 达到 29%，坚果类产品增长势头较猛。

图表 6 2008-2020 葵花子产品占主导地位



图表 7 2008-2020 坚果类产品发展迅速

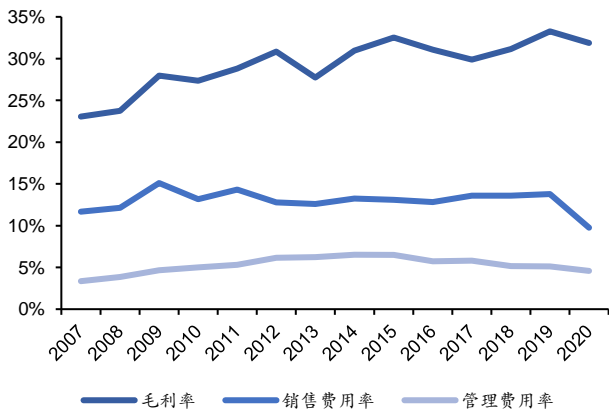


资料来源：wind，华安证券研究所

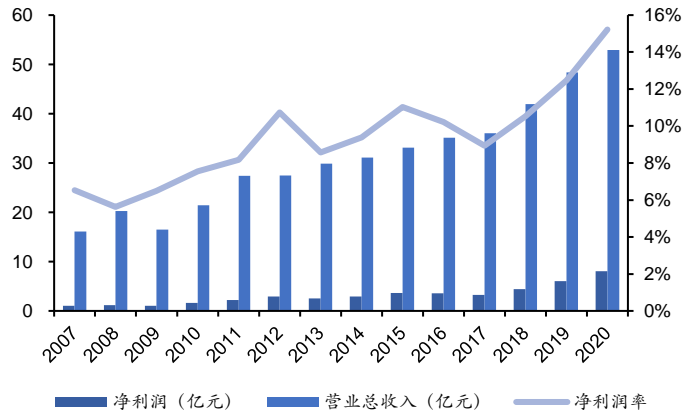
资料来源：wind，华安证券研究所

毛利率与净利润率相对稳定。通过产品结构升级、成本压力转移等方式，公司销售费用率、管理费用率基本保持平稳，近年来毛利率维持在 32%左右。同时，公司通过产品结构升级、机械化改造等，使净利润率近四年呈增长趋势。

图表 8 2007-2020 公司毛利率稳步上升



图表 9 2007-2020 公司净利润率呈增长趋势



资料来源：wind，华安证券研究所

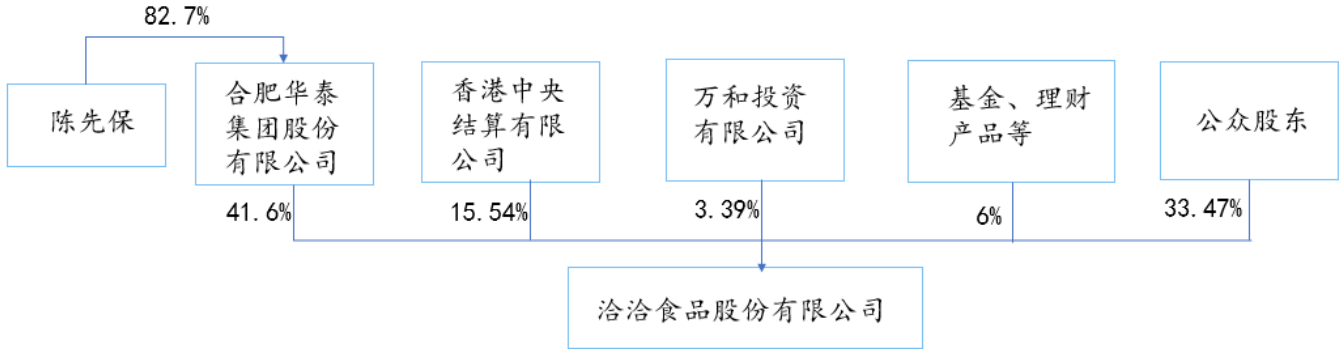
资料来源：wind，华安证券研究所



### 1.3 股权结构：权力集中，创始兼实际控制人主导

洽洽食品创始人陈先保为公司实际控制人，通过直接或间接持有合肥华泰集团股份有限公司 82.7% 的股份持有公司 41.6% 的股份。公司旗下参控股 27 家子公司。截至 20H1，公司前十大股东中，第一位的合肥华泰集团股份有限公司占股总额 41.6%，是第二位的香港中央结算公司的近 4 倍，其他股东各自占比不足 10%，股权高度集中在创始人陈先保手中。

图表 10 公司股权结构图（截止 21Q1）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 洽洽食品前十大股东（截止 21Q1）

股东名称	持股数量 (万股)	占总股数比 例 (%)
合肥华泰集团股份有限公司	21,111.67	41.6
香港中央结算有限公司	7877.75	15.54
万和投资有限公司	1716.95	3.39
安本标准投资管理(亚洲)有限公司—安本标准—中国 A 股股票基金	837.62	1.65
中国建设银行股份有限公司—华安聚优精选混合型证券投资基金	514.47	1.01
前海人寿保险股份有限公司—分红保险产品	500.00	0.99
全国社保基金一一五组合	360.00	0.71
中国工商银行—广发稳健增长证券投资基金	350.00	0.69
新华人寿保险股份有限公司—分红—团体分红 -018L-FH001 深	272.14	0.54
全国社保基金四一八组合	224.81	0.44

资料来源：wind，华安证券研究所

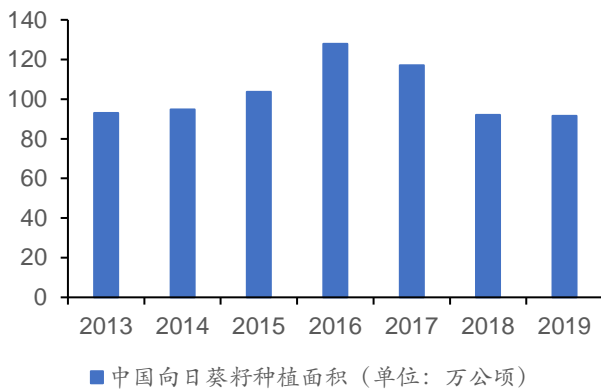
创始人陈先保从瓜子入手，拉开了洽洽食品二十余年发展的帷幕。他于 2015 年推行 BU 制改革，给予国葵事业部之外的炒货事业部、坚果事业部以及烘焙事业部更多支持，并于 2018 年开始推行员工持股计划（近期公司公布了第五期员工持股计划管理办法），极大地调动员工的积极性，增强公司的效率性，带领洽洽食品向世界级休闲食品品牌进军。

## 二、行业：格局分散现领先品牌，消费升级存成长空间

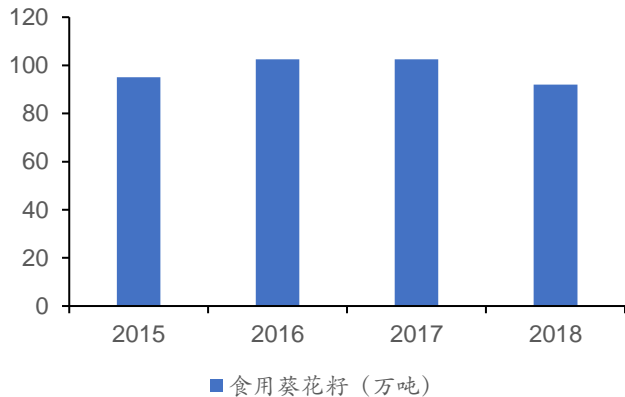
### 2.1 葵花籽产量基本稳定，行业呈小品牌大市场特征

我国瓜子种植面积近年逐步减少，食用葵花籽产量年际变化不大，上游端供给较为稳定。瓜子分为葵花子、白瓜子和甜瓜子，瓜子市场在我国历史悠久，基本呈自给自足状态，近年来我国瓜子种植面积总体呈下滑趋势。葵花籽作为瓜子市场的主流产品（占瓜子产量约70%），可分为压榨用、食用和饲料用葵花籽，食用葵花籽加工制作成葵花子，15-18年间其产量基本保持稳定，食用葵花籽市场已趋于成熟阶段。

图表 12 近几年中国瓜子种植面积逐渐下降



图表 13 15-18 年中国食用葵花籽产量年际变化不大



资料来源：中国农村统计年鉴，华安证券研究所

资料来源：USDA，华安证券研究所

瓜子行业集中度低，行业中仍存在大量作坊式炒货店，各地区也有当地的品牌，我们推测行业龙头洽洽食品在散装和包装瓜子中的市占率约10-15%。瓜子制作工艺简单可复制，行业进入门槛和规模化程度低，小企业数量众多，集中度低，结合公司年度销量和国内食用葵花籽产量，我们推测行业龙头洽洽食品在散装和包装瓜子中的市占率约10-15%。瓜子区域性品牌遍布全国，如浙江的大好大瓜子、甘肃的正林瓜子、湖南的童年记瓜子等。在传统葵花子产品上，部分品牌企业对其进行口味和工艺的创新。口味上，除了传统的原味、奶油味、五香味，又新增了海盐、山核桃味等爆款口味及麻辣、玫瑰味等新奇口味，洽洽及徽记的葵花子口味最为丰富。工艺上，洽洽率先采用煮工艺，口感更为深入独特；金鸽的所有葵花子研磨去皮呈现现金色，皮薄好嗑；正林智能低温炒制瓜子，保留本味。随着市场竞争的加剧及行业标准的提升，品牌企业未来有望提高市占率。

图表 14 葵花子区域性品牌分布



资料来源：华安证券研究所整理

图表 15 瓜子行业竞争格局

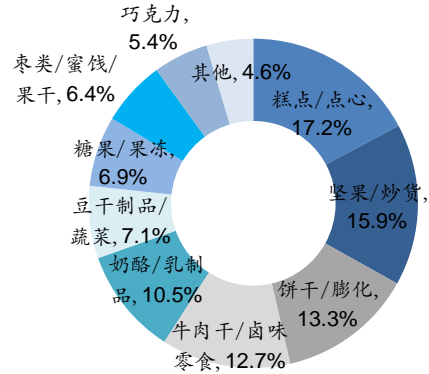
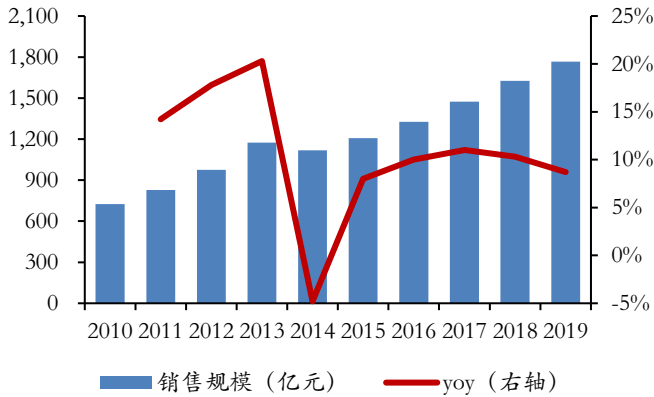
品牌	成立时间	产品	葵花子口味	工艺变革
洽洽	2001年8月	葵花子（主）、西瓜子、南瓜子、花生、各类树坚果、每日坚果及少量其他休闲零食	原味、五香味、奶油味、焦糖味、海盐味、山核桃味、火锅味、藤椒味、蜂蜜黄油味、芝士味	率先采用煮工艺，口感独特；部分研磨去皮，皮薄好嗑
沙土	2000年5月	葵花子、西瓜子、南瓜子、花生、玉米豆、蚕豆、巴旦木	原味、五香味、奶油味、焦糖味、海盐味、多味	采用蒸煮工艺，卤煮入味，蒸汽慢烘，保留鲜香
金鸽	1989年3月	葵花子、南瓜子、西瓜子	五香味、多味	碾磨掉葵花籽外表的粘膜呈现金色，干净便捷
徽记	2001年6月	葵花子、豆干制品、方便速食及糕点类	原味、五香味、焦糖味、黑糖味、山核桃味、藤椒味、榴莲味、香辣红糖味、蜂蜜玫瑰味、海盐味	金刚葵瓜子采用低盐炒制技术，保留原香
真心	2000年9月	葵花子、南瓜子、西瓜子、豆类、树坚果、每日坚果、蜜饯果干、速食、糕点及肉制品	原味、五香味、奶油味、焦糖味、山核桃味、红枣味	煮制工艺
正林	1991年7月	西瓜子（主）、葵花子、南瓜子、白瓜子、花生、各类树坚果、每日坚果、蜜饯果干	原味、五香味、奶油味、焦糖味、枣香味	智能烘炒，低温炒制，保留原味本味
童年记	2001年8月	南瓜子（主）、葵花子、花生、各类树坚果、每日坚果	五香味、原味、甘草味、海盐味	以传统工艺为主

资料来源：公司官网，淘宝网，华安证券研究所

## 2.2 坚果炒货：消费升级催生巨大成长空间，每日坚果风头正盛

坚果炒货作为休闲零食市场第二大品类，10-19年规模以上企业销售规模不断扩大，行业约1400-1500亿元零售额，年复合增速约10%。我国坚果炒货市场规模稳步提升，规模以上企业销售规模从2010年的725亿元上升至2019年的1,766亿元，9年CAGR达10.4%。从休闲零食市场结构来看，2019年坚果炒货份额达15.9%，位居第二大品类。未来随着我国居民生活水平的提升以及休闲食品市场规模的持续扩大，消费结构升级，坚果炒货市场需求将进一步提升。

图表 16 10-19 年坚果炒货规模以上企业销售规模不断扩大 图表 17 19 年坚果炒货占休闲零食份额第二



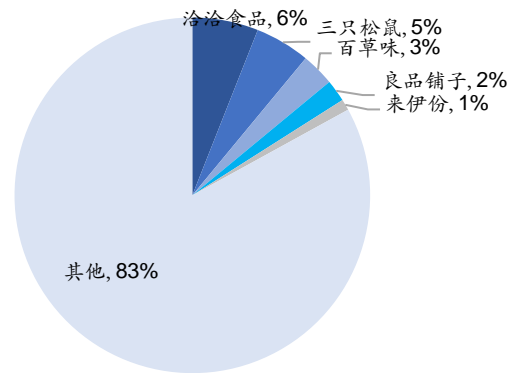
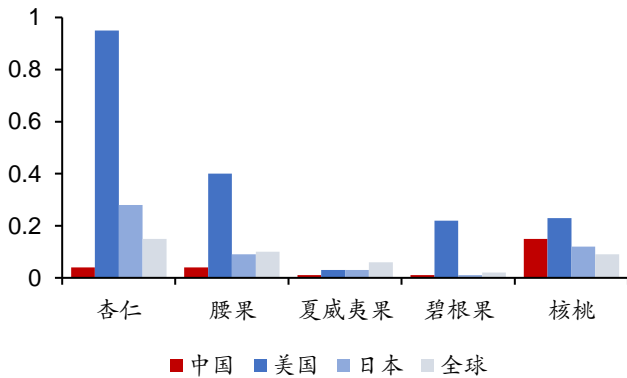
资料来源：中国食品工业协会，华安证券研究所

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

我国坚果消费空间大，坚果炒货市场集中度低。坚果分为籽坚果（葵花子、南瓜子、西瓜子、青豆、蚕豆、花生等）和树坚果（开心果、核桃、碧根果、巴旦木、夏威夷果等），我国消费者以消费籽坚果为主（约90%），自给率高，行业已较为成熟，树坚果则以进口为主，尚处于发展初期。2018年我国杏仁、腰果、夏威夷果、碧根果和核桃的人均消费量分别为0.04、0.04、0.01、0.01、0.15kg/人，远低于全球平均水平。《中国居民膳食指南》建议居民坚果每日摄入量为25-35g/人，而目前我国成人坚果每日摄入量仅为7g/人，存在较大提升空间。树坚果富含膳食纤维、优质脂肪、蛋白质等各类优秀营养元素，随着人均可支配收入和居民健康意识的提升，树坚果消费量有望提升。2018年坚果炒货市场CR3仅14.3%，行业竞争格局分散，未来品牌企业市占率提升空间大。

图表 18 2018 年国际树坚果人均消费量对比 (kg/人)

图表 19 2018 年坚果炒货市场份额

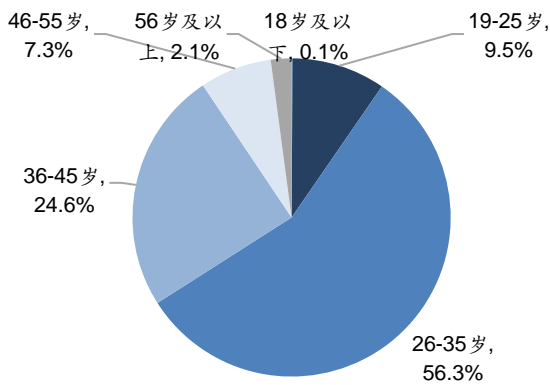


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

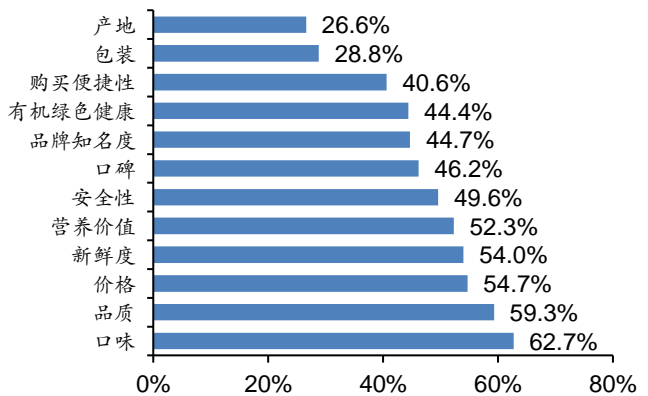
资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

坚果消费人群不断扩大，年轻一族为坚果消费主力军。根据艾瑞咨询 2019 年 11 月于 iClick 平台上调研的 1,007 个消费者数据，坚果消费人群中，26-35 岁人群占比 56.3%，为坚果消费的主力军，其次是 36-45 岁占 24.6%，19-25 岁占 9.5%，总体来说坚果消费群体偏向于 80 后、90 后的年轻群体，这类人群的购买意愿和能力均较强，口味、品质、价格是影响消费者挑选坚果的前三大关键因素。年轻代消费者坚果购买频次高金额大，超半数人单次消费金额达 100 元以上，偏向于购买混合坚果且喜欢尝试新口味和个性化包装产品，据《2020 天猫坚果消费趋势报告》，18M7-20M6 天猫坚果市场新奇口味商品销售额增长超 70%。此外，坚果消费还向二三线及以下城市下沉，75 前人群迅速进入市场，坚果消费逐渐变为大众消费。

图表 20 坚果消费人群画像



图表 21 坚果消费关键选购因素



资料来源：iResearch，华安证券研究所

资料来源：iResearch，华安证券研究所

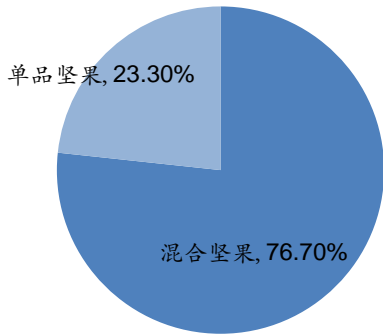
图表 22 不同消费人群坚果消费特征

人群	消费特征
80 前	偏爱原味坚果，看重坚果品质、产地及营养价值，价格敏感度较高，混合坚果与单品坚果喜爱度相似，常在聚会时、过节日、看电视等场景食用坚果。
80 后	偏爱原味、五香等常规口味坚果，看重坚果品质、价格及新鲜程度，偏向于混合坚果，常在聚会时、旅游中、工作之余食用坚果。
90 后	敢于尝试个性化口味坚果，看重坚果包装和品牌知名度，偏向于混合坚果，常在三餐前后、睡觉前、健身前后食用坚果。

资料来源：iResearch，华安证券研究所

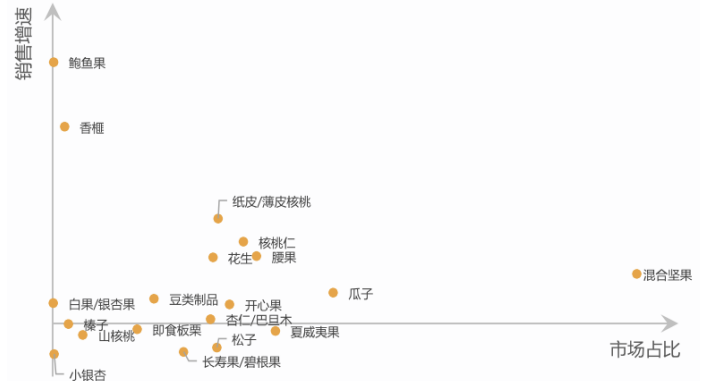
每日坚果市场规模近百亿，行业市场集中度相对较高。混合坚果以其多元产品组合，更全面均衡的营养搭配深受消费者喜爱。据艾瑞咨询调研，2019 年 76.7% 的消费者偏爱混合坚果。据《2020 天猫坚果消费趋势报告》，19M7-20M6 天猫细分坚果品类中混合坚果市场占比最大且仍保持相对高的增速。我国混合坚果市场发展迅速，每日坚果由沃隆于 2015 年率先推出，同年市场规模仅 2 亿元，2016 年规模翻 4 倍，随后呈几何级增长，预计 2019 年将达百亿规模，4 年 CAGR 高达 166%。每日坚果行业集中度高，2018 年 CR6 高达 86.1%，其中沃隆市占率最高达 30.8%，是第二名洽洽食品 (15.4%) 的近 2 倍。为继续抢夺市场份额并满足消费者个性化需求，各品牌在原料工艺、产品和锁鲜技术上发力，沃隆细分市场产品种类最多，公司推出宝可梦联名款吸引年轻消费者，百草味 2017 年推出“90 日鲜”每日坚果，如今形成专利锁鲜，市场竞争推动头部企业不断进行产品更迭。

图表 23 消费者更偏好于混合坚果



资料来源: iResearch, 华安证券研究所

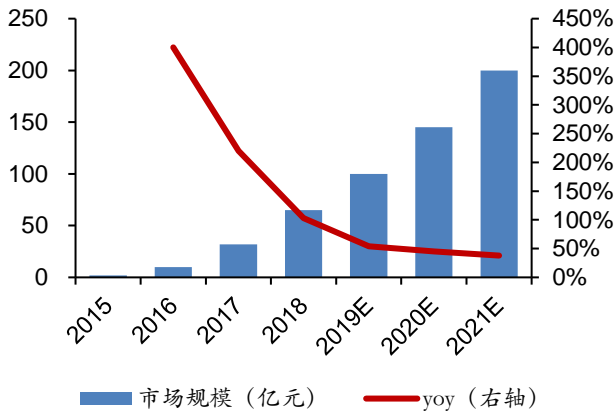
图表 24 19M7-20M6 天猫细分坚果品类市场占比及增速



资料来源: CBNDData 消费大数据, 华安证券研究所

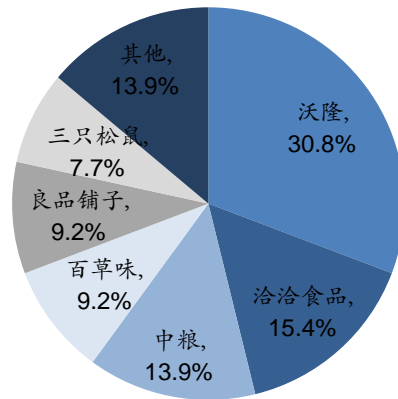
注: 已把混合坚果的市场占比缩小 4 倍, 鲍鱼果的增速缩小 2 倍

图表 25 每日坚果市场规模持续增长



资料来源: 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

图表 26 2018 年每日坚果竞争格局



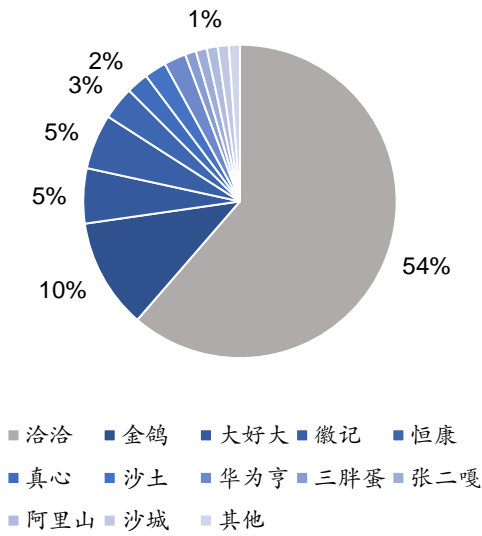
资料来源: 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

### 三、瓜子: 多年深耕品牌凸显, 蓝袋升级贡献增量

#### 3.1 瓜子龙头格局稳固, 多年积淀品牌价值已经建立

二十载积淀发展已形成全国化布局, 龙头地位稳固。1999 年, 洽洽推出传统红袋香瓜子, 包括五香、凉茶、奶香三种口味。公司建立了中国第一条坚果炒货机械化流水线, 促进瓜子生产由作坊式转变为工业化。通过改炒为煮等工艺创新、含中草药香气的独特口味研制, 公司严格把控原材料质量, 打造优质瓜子产品。从 2008 年至今, 葵瓜子品类销售规模持续稳定增长, 全国化布局较早使得公司在葵花籽行业龙头地位稳固。据中国食品工业协会数据, 2018 年洽洽在包装瓜子领域市场占有率达到 54%, 销售规模是第二名金鸽的近 4 倍。同业竞争品牌金鸽、徽记、正林、大好大、童年记等销售收入均在 1-10 亿元间, 公司葵花籽产品销售收入显著高于同业, 占据葵花籽行业绝对龙头地位。洽洽已经形成全国化布局, 但其他品牌多为区域性品牌, 销售半径和品牌知名度有限。

图表 27 2018 年洽洽在包装瓜子领域市占率 54%



资料来源：尼尔森，华安证券研究所

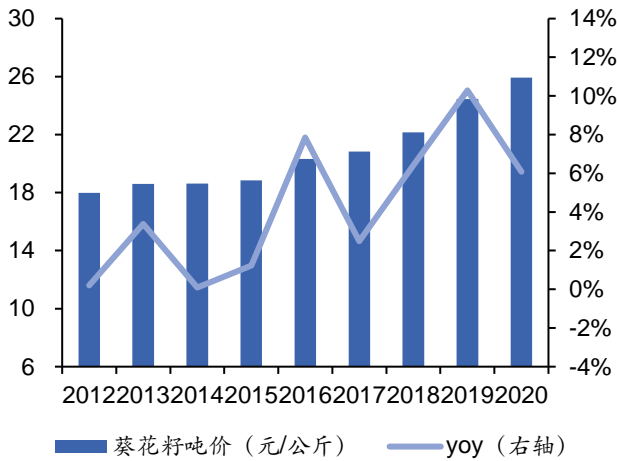
图表 28 瓜子品牌竞争格局

品牌	优势竞争地区
洽洽	全国化布局
金鸽	北方市场为主，包括河北、河南、山西、山东、辽宁、吉林、新疆、安徽
正林	北方市场为主，西北地区
徽记	西南地区为主
华味亨	浙江地区为主
大好大	浙江地区为主
恒康	浙江地区为主
真心	安徽省为主
沙土	山东省为主
童年记	长沙市为主

资料来源：公司官网，华安证券研究所

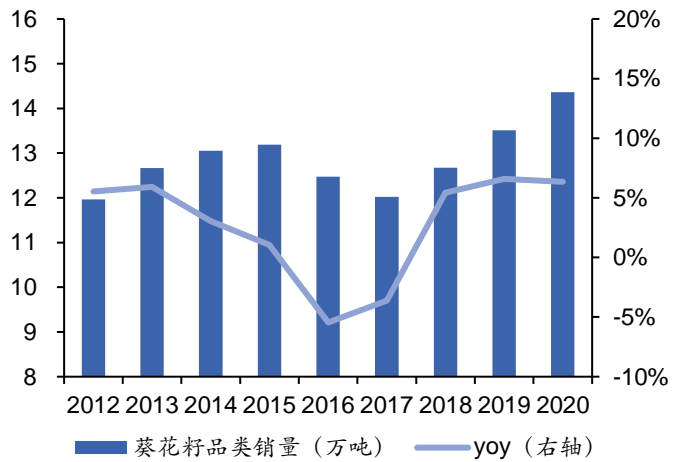
**强化产品力提升，形成长期稳定增长趋势。**洽洽不断推出小而香、皇葵、葵珍等细分产品，完善产品体系，构建强大的品牌力。2014-2017 年葵花籽产品营收增速放缓，2018 年公司对传统红袋等八个品类提价 6%-14.5%。提价后，2019 年红袋销售收入达 33 亿元，占总销售收入 68%，同比增速 18%。红袋系列瓜子已形成强势产品力，成为公司收入长期增长的稳定动力源。

图表 29 2011-2020 洽洽葵花籽吨价复合增速



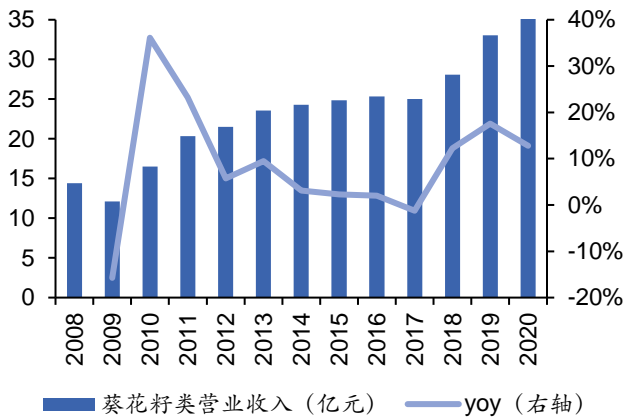
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 30 2011-2020 年洽洽葵花籽销量复合增速



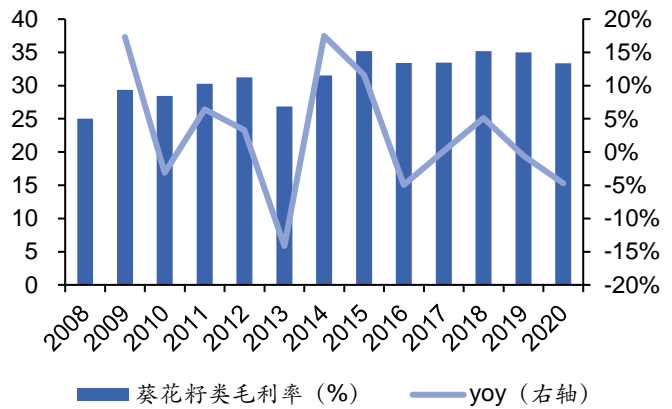
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 31 2008-2020 年葵花籽类营业收入及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 32 2008-2020 年葵花籽类毛利率及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

**品牌形象已建立, 包装设计、传播媒介紧跟时代潮流。**经过近二十年的潜心经营, 洽洽在国民群体中的知名度和美誉度不断提升, 成为炒货行业的领军品牌。近年来, 洽洽提出“做全球年轻人爱吃的瓜子”的口号, 以“掌握保鲜技术”为核心竞争力, 在顾客的心智中与其它竞品形成差异化, 构建大众对公司瓜子产品的品牌认知优势。洽洽瓜子远销全世界 43 个国家和地区, 国际舞台上赢得了广泛关注, 成为民族品牌国际化的代表。与此同时, 洽洽始终坚持对产品品质的把控, 注重消费者体验的打造。2017 年, 在《消费者报道》对瓜子品牌测评当中, 洽洽综合表现出色, 被列为最推荐购买的瓜子品牌。2017 年, 洽洽使用时尚的亮红色更新传统红袋包装, 巩固坚果炒货第一品牌的国民印象。采用醒目亮眼的视觉感受, 树立品牌时尚化、年轻化的趋势。

### 3.2 上游掌握优质原材料, 下游具有强大渠道推力

**布局上游原料产业链, 抢占优质原料产地。**洽洽在国内国外都建立了大规模的葵花籽原料种植基地, 在国内有内蒙、新疆、甘肃以及东北地区等 4 大葵花籽原料主产区, 打造了 100 多万亩向日葵种植基地; 在全球葵花籽产量最大的俄罗斯也开展了葵园基地, 总种植面积为 1.5 万亩。洽洽采用“公司+基地+合作社+农户”的推广模式, 为企业的产品提供最优质的原料, 洽洽还培育出了优质高产的葵花籽种子 HK306, 亩产高达 450 斤左右, 具有高产、耐寒、反季节种植等多种特殊属性, 洽洽给农民提供良种的同时还指导科学种植、规范储藏, 从而确保了原料的优质。

**线下渠道推力强势, 具有一定销售壁垒。**洽洽自成立以来一直深耕线下商超渠道, 非常注重渠道下沉。洽洽瓜子开启的“开箱有礼”活动, 极大地刺激了销售末端的有关人员, 再加上洽洽对销售商良好的激励机制, 促进渠道有关人员的积极性, 使得洽洽瓜子的线下渠道快速扩张。目前全国经销商数量在 1000 家左右, 覆盖终端网店约四十万个。由于商超渠道网络建立耗时耗力, 因此洽洽在线下渠道建起的壁垒较深, 线下渠道推力十分强势。在维护传统的商超渠道的同时, 洽洽开启了“店中店”计划, 预计 3 年内在北上广深等全国主要城市主要卖场中布局 1,345 个店中店, 进一步拓展线下渠道的深度和广度。



### 3.3 蓝袋紧抓消费升级，多重口味满足需求

**品类创新，迎合精细化需求。**消费升级带来了顾客对产品诉求的高端化、多元化及服务需求的提升，洽洽的经典红袋系列老化问题成为公司发展的掣肘。洽洽从2015年开始上市升级蓝袋系列，从产品原料品质、口味上进行全面升级，并以小剂量包装出售。蓝袋瓜子包含山核桃、焦糖、海盐等多种口味，分别用不同颜色的牛皮纸真空包装。由于蓝色包装袋的山核桃瓜子最受市场欢迎，因此该系列也被统称为“蓝袋系列”。同时，相对于市场上其他相似产品，洽洽蓝袋系列具有一定的品牌溢价，符合消费升级的趋势，也有望提升公司毛利率。

图表 33 蓝袋与相似竞品定价对比

品牌	品类	价格	折合单价 (元/500g)
洽洽	红袋系列 (香瓜子)	/	18
	蓝袋系列	5.6 元/108g	26
恒康	椒盐味	4.8 元/100g	24
	海盐味	30 元/690g	22
华味亨	山核桃味	7.9 元/250g	15.8
	焦糖味	7.9 元/250g	15.8

资料来源：淘宝网，华安证券研究所

**推广良好，走年轻化路线。**作为一款专为年轻人打造的风味化瓜子，洽洽蓝袋致力于与年轻人群沟通。洽洽从细分品类入手创新，根据年轻群体的需求拓展开新的方向，在包装上也进行了时尚化的创新突破。蓝袋系列包装采用了蓝色、橙色等鲜艳的颜色，更加抢人眼球易获得消费者关注。同时，洽洽结合年轻人的兴趣和爱好，推出了“单身季”活动、南极旅行、网易云音乐独立音乐人计划、抖音微博话题活动等一系列主题营销活动，形成较强的传播效果。通过塑造年轻化的形象，洽洽力图打破消费者对于其固有的品牌印象，在年轻群体中获得了一定的影响力。

**持续放量，激发主业活力。**蓝袋瓜子自推出以来迅速受到市场热捧，保持较高的成长性，未来发展空间广阔。2016 年实现 2.5 亿的含税销售收入；2017 年在全国范围重点推广，含税销售收入增长至约 5.3 亿元。2019 年，公司通过渠道拓展、产品结构优化升级和品类延伸实现含税销售额约 9 亿元，增速约 30%，增长势头强劲。在经典红袋瓜子销售增速放缓的背景下，蓝袋新品的投放打破了公司瓜子主业的经营瓶颈，带来新一轮的内生增长。随着市场渗透率的提高，预计蓝袋瓜子将带动瓜子主营业务利润率的提高。

图表 34 蓝袋各口味投放节奏

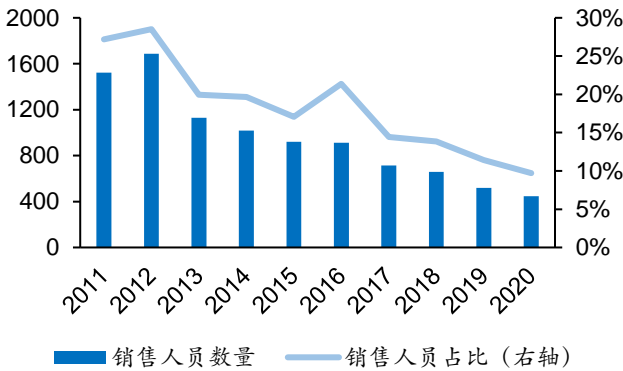


资料来源：公司公告，华安证券研究所

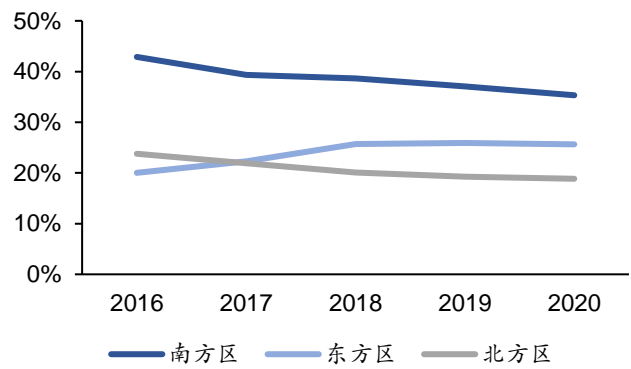
### 3.4 渠道精耕重点发力，副品牌收割低线瓜子市场

**扩大营销队伍，建立百万终端增加渠道覆盖。**洽洽提出加快百万终端建设，积极和便利店和商超等零售合作，建立数字化的运营和经销商管理平台。通过加大终端信息的掌控，了解门店的需求结构和动向，形成全方位的终端覆盖体系，并且提高对终端的服务质量。目前洽洽拥有 40 万左右个终端，预计 3-5 年内达成百万终端的目标，终端数量的年复合增长率超过 20%。从 2011 年到 2020 年，公司的销售人员数量有所减少，占比从 27.19% 降至 9.71%。受制于营销团队人数缩减，目前洽洽的终端扩张计划较为缓慢。未来洽洽将发展重心从产品研发和创新逐步重新转向渠道精耕，进一步关注弱势市场。分区域来看，2016 年-2020 年华东区域的营收占比从 20.02% 提高至 25.66%，弱势市场得到一定的提升。洽洽将持续实施县乡突破战略，对县市等三四线渠道进行分级，在散称业务构筑核心区域、成长区域和开拓区域，通过一县一店等项目加速渠道下沉，提升渠道渗透率。

图表 35 公司营销人员数量和占比下降



图表 36 弱势区域东方区的营收占比显著提升

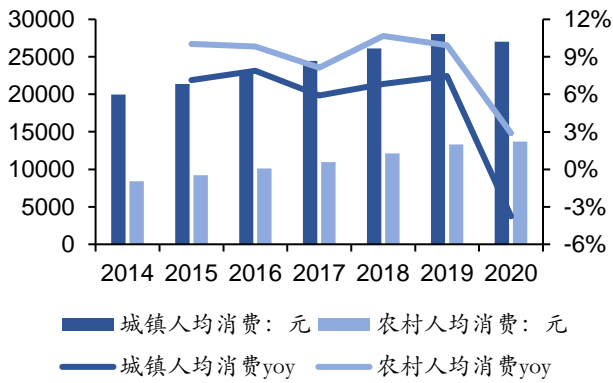


资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

社区团购等新销售渠道出现，不同渠道的消费者价格敏感度和定位不同，公司的自有副品牌收割下沉市场消费者，不影响主品牌的定价体系和品牌形象。数据显示，乡村、低线城市消费具备极强潜力。城镇人口是国内消费的主力，但从增长角度看，2014-2020 年，农村居民人均消费的 CAGR 为 8.55%，实际增速为 8.4%，高于城镇居民的 5.16% 和 4.6%。洽洽以低线市场为切入点，推出自有瓜子副品牌“伍佰嗑”，定位于平价散装下沉市场和价格敏感性消费者，目前处于试销阶段，规模有望逐步扩大。副品牌的运营覆盖线上和线下，未来也将进入社区团购、餐饮等新渠道，和传统商超相互独立，预计将带动业绩持续增长。随着团购市场热度不断上升，市场中其他知名瓜子品牌如华味亨等也已经进入社区团购市场；和相同的中小品牌相比，洽洽的副品牌产品具有品牌背书、质量管控等优势，成长的空间较为广阔。

图表 37 农村人均消费增速高于城镇人均消费



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 38 平价瓜子市场各品牌价格对比

渠道类型	平台	品牌	价格
电商	淘宝	伍佰嗑	9.9 元/500g
		老街口	10.9 元/500g
	天猫	大好大	12.9 元/500g
		童年记	13.9 元/500g
社区团购	兴盛优选	乔嘴巴	6.99 元/500g
		萌萌点	6.99-12.99 元/500g
	美团优选	金典小戴	9.99 元/300g
		华味亨	8-14 元/500g
		金鸽	8.59 元/260g

资料来源: 华安证券研究所整理

## 四、坚果：借制造与渠道优势，打造第二增长曲线

### 4.1 多元探索蓄力，抓住每日坚果品类机遇

过去公司进行了数次多元化尝试，因品类格局固化或新业务没有协同效应而失败，这些经验为后来每日坚果的成功所用。2011年，面对主力产品瓜子增速放缓，渠道深耕战略成效有限，难以向上突破，公司实行多元化战略，有意识横向拓宽发展空间。2011-2014年间，公司推出薯片、果冻等多种品类的产品，尝试进军散装与调味品市场，但无一例外均不够理想。品类上，“撞果仁”坚果等与主营业务相近的品类收益较好，而早餐派、果冻、调味品等由于品类跨度过大，产品难以形成固定格局，巩固品牌形象，发挥品牌整合优势。业务上，进军的薯片与果冻行业多为红海市场，难以突破品牌壁垒，洽洽的品牌效应未能良好发挥；生产工艺也存在差异，新品类所需的原材料、技术等与瓜子行业相去甚远，洽洽的炒制、烘焙、保鲜技术优势难以发力，故未能大幅抢占消费者的心智。多元化探索碰壁的过程，也是洽洽不懈尝试的过程。弯路中的求索，为洽洽准确感知市场需求的变化与消费者心理积累了宝贵经验，使其重新聚焦核心竞争产品，抓住每日坚果风口，发挥优势乘风而起。

**图表 39 洽洽食品产品线梳理**

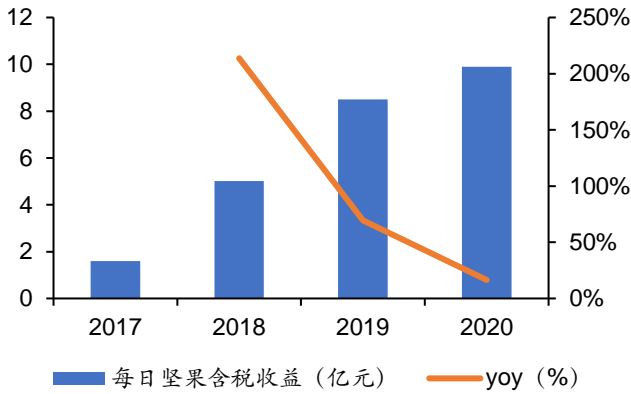
时间	推出产品
1999 年末	洽洽进行工艺创新，改炒为煮推出全新“洽洽香瓜子”
2001 年 8 月	洽洽有限公司成立
2008 年 11 月	洽洽完成股份制改革，推出“怪U味”大受欢迎
2010 年 4 月	洽洽顺利投产“喀吱脆”薯片
2011 年	成功上市，推出新品脆脆熊与薯乐脆
2012 年	洽洽推出早餐派、“蒸优味”核桃
2013 年 5 月	洽洽“啵乐冻”果冻上市
2013 年 8 月	洽洽收购江苏洽康食品有限公司 60% 股权，战略拓展调味品行业，将知名“小康牛肉酱”收入囊中
2013 年 9 月	洽洽大片西瓜子上市
2014 年	洽洽研发推出“撞果仁”系列坚果产品，进军散称市场“随心小食”上市
2015 年	洽洽“蓝袋”焦糖山核桃瓜子上市，推出奇味小葵系列、椒盐瓜子、精品瓜子葵珍系列
2015 年 11 月	进行 BU 制组织变革
2016 年	推出小黄袋“每日坚果”，研发多口味“撞果仁”并开发腰果、夏威夷果和巴旦木产品
2017 年	延伸坚果产品链，推出可以喝的每日坚果“坚果先生”和“康吃一口”坚果脆
2017 年 7 月	洽洽推出新系列休闲零食“奇味小脆”山药脆片
2018 年 6 月	洽洽推出新品山药脆片山药妹
2020 年 7 月	洽洽推出益生菌每日坚果和早餐每日坚果燕麦片

资料来源：公司官网，华安证券研究所

**新品类每日坚果大受欢迎，洽洽看准行业风口，加入复合坚果赛道。**2016 年，洽洽精准把握消费者日益注重健康的理念转变，抓住坚果行业兴起的好时机，推出“小黄袋”每日坚果，主打掌握关键保鲜技术。2017-2019 年实现每日坚果含税收益 1.6 亿、5.02 亿、8.5 亿，坚果毛利率也在持续提升中。

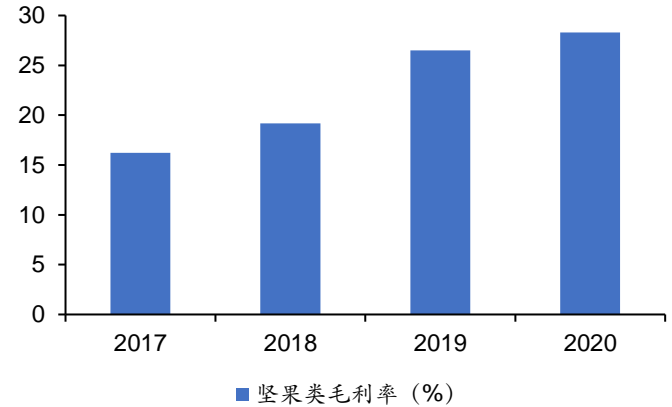
**差异化精准定位，新鲜质造助力小黄袋每日坚果成功。**产品上，原料海外当季直采，严格把握产品新鲜、优质，以小黄袋为中心，横向延伸益生菌每日坚果、每日坚果燕麦片等新品；技术上，将掌握关键保鲜技术作为超级口号，第一个提出保鲜技术与差异化，多年创新经验助力技术难关突破；渠道上，公司在全国拥有超过 40 万个线下终端销售网络、专业化营销队伍以及完善有效的营销管理体系和营销模式，牢固占据线下渠道优势；品牌上，坚持宣传“新鲜”差异化定位，突围品类竞争，进行品牌战略设计与打造，建立洽洽全球领“鲜”的认知，用一抹红绶带，占据消费者心智，引领坚果行业新鲜升级。

图表 40 2017-2020 年洽洽每日坚果含税收益及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 2017-2020 年洽洽坚果类产品毛利率及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

## 4.2 行业竞争激烈，洽洽每日坚果如何占领市场？

每日坚果渠道多元且相对独立，尽管行业整体竞争激烈，但是每个细分渠道上市场空间仍大，每一家品牌在自己的渠道上都具备领先优势。从渠道端看，洽洽依托数十年建立的瓜子销售渠道铺设小黄袋每日坚果，线下渠道占比近 90%，达到线下市场占有率第一。每日坚果行业中，沃隆与中粮山萃侧重大客户送礼团购业务，三只松鼠与百草味侧重线上发展，良品铺子线上和线下都有布局，洽洽则更依赖线下发展。各品牌虽有意识全面布局，但每个品牌在自己的渠道上都具备了领先优势，目前尚无全渠道都领先的品牌，短期内各品牌在各自优势渠道上深耕空间大。

图表 42 每日坚果品牌销售渠道对比

品牌	销售渠道	推出每日坚果时间	2020 年营收 (亿元)	15-20 年营收 CAGR
沃隆	线下为主，70%的销售来源于线下实体店，在一二线城市实现全覆盖，并向三四五线城市逐步渗透，以及海外扩张	2015	/	/
洽洽	线下为主，约占 90%，线下渠道奠定坚实基础，线上增长迅速，全渠道布局	2016	52.89	9.82%
中粮				
良品铺子	线下为主，约占 51%，依靠线下自有门店崛起	2016	78.94	20.56%
好想你 (百草味)	线上为主，电商渠道营收占比已达 80%以上	2017	50.23*	41.2%*
三只松鼠	线上为主，约占 90%，逐步转向线上线下全渠道平衡发展	2017	97.94	37.4%
来伊份	线下为主，约占 80%，建设线下线上全渠道网络	2015	40.26	5.37%

资料来源：公司官网，华安证券研究所

\*百草味 2020 年被收购，故财报数据只截止到 2019 年

每日坚果加工技术较为简单、具有同质性，各品牌每日坚果在竞争下均注重精选优质原料、提升烘焙技术，通过推出新口味或者针对细分人群的产品包装来打造差异化。洽洽聚焦品牌技术优势，突出差异化保鲜优势，攻克了干坚果贮藏与加工保质关键技术，解决系列技术性问题，提升产品口感。洽洽每日坚果入选国家健康计划，产品质量获充分肯定。以荣获国家级科学技术进步奖为信任状，将企业、品牌、产品三位一体，降低品牌成本，形成品牌资产，为企业带来效益。

**图表 43 各品牌每日坚果产品对比**

品牌	内容	坚果种类	特色	净含量
洽洽	小黄袋每日坚果：27%核桃仁、19%蔓越莓干、17%腰果仁、14%巴旦木仁、13%黑加仑葡萄干、7%榛子仁、3%智利蓝莓干；	7	掌握关键保鲜技术，含氧量<1%；原料全球优质坚果基地采摘，100%采摘当季水果；自有工厂，全产业链制作；瑞士工艺精准烘烤，激发坚果酥脆口感	26g
	进化论每日坚果：巴旦木仁、核桃仁、腰果仁、葡萄干、榛子仁、蔓越莓干	6	坚果占比60%；孕妈放心食用；慢焙工艺，保留营养；不添加香精色素防腐剂；	25g
	益生菌每日坚果：巴旦木、腰果、蓝莓、榛子、核桃、蔓越莓、黑加仑葡萄干	7	富含42%维生素E、50%镁、21%蛋白质、膳食纤维、铁；添加美国B30专利菌种，每袋含10亿活性益生菌；使用新西兰进口奶源、乳酸菌制程优化整合技术	25g
沃隆	A款（成人款）：26%扁桃仁、20%腰果仁、18%核桃仁、10%榛子仁、14%蔓越莓干、12%蓝莓干；B款（儿童款）：将成人款中核桃仁替换为14%金提干	6	轻加工，低温烘烤工艺，减少营养的流失；无人工添加，拒绝油炸	25g
	妈妈每日坚果：将成人款中的扁桃仁替换为开心果；超级每日坚果：用18%开心果仁替换核桃仁	6	为妈妈量身打造，补充孕期不同阶段营养需求；原味烘烤轻加工	25g
良品铺子	职场白领款：扁桃仁、腰果果仁、核桃仁土耳其榛子仁、蔓越莓果干、蓝莓果干、红提干；全能妈妈款：将职场款中巴旦木替换为开心果仁；青春版：较职场款少榛子仁	7	5国原料精选，果仁颗粒大10%；果仁果脯干湿分离；为不同人群定制配方；小火慢烘，无添加香精香料、防腐剂；36道检验工序	25g
	每日坚果7日鲜（活力白领款）：27%巴旦木、18%腰果果仁、13%核桃仁、9%榛子仁、19%蔓越莓果干、10%红提干、4%蓝莓果干；每日坚果7日鲜（全能妈妈款）：将白领款中巴旦木换为开心果仁	7	7日鲜，7天内现做现发，新鲜0陈货；干湿分离包装，分区锁鲜；小火慢烘，无添加香精香料、防腐剂	25g

	<b>益生菌每日坚果(0添加蔗糖型)</b> : 开心果、西梅、腰果、榛子仁、扁桃仁、核桃、蓝莓干、蔓越莓; <b>益生菌每日坚果(高钙型)</b> : 天然黑加仑、腰果、榛子仁、扁桃仁、核桃、蓝莓干, 特别添加 18%含量的中国钙果	8; 6	分 0 添加蔗糖型, 高钙型; 添加 60 亿活性益生菌, 四种丹麦进口明星菌株; 干湿分离包装, 分区锁鲜; 二段低温烘烤, 果仁香脆不干涩; <b>包装循环利用, 环保安心</b>	25g
三只松鼠	<b>每日坚果 9 种</b> : 27% 巴旦木仁、开心果仁、榛子仁、夏威夷果仁、腰果仁、核桃仁、蓝莓干、黑加仑葡萄干、约 24% 蔓越莓干	9	<b>6:3 坚果果干均衡配比</b> ; 不添加香精与色素; <b>分段变温烘烤每一种坚果</b> ; <b>精准水分控制</b> ; 分区锁鲜	25g
	<b>益生菌每日坚果 9 种</b> : 较普通款多添加 B30 益生菌	9	<b>每 100g 添加约 10 亿 CFU 益生菌</b>	25g
中粮山萃	<b>每日坚果</b> : 扁桃仁、榛子仁、核桃仁、腰果、蔓越莓干、红提干、南蓝莓干	7	精选优质原料, 够新鲜够纯粹; 科学定量, 每日一包	25g
	<b>每日坚果 DIY</b> : 较普通款多添加车厘子干	8	引进日本锁鲜技术, 内置自封拉链, <b>果仁果干分开锁鲜</b> ; 8 种果实, 均衡搭配	25g

资料来源: 淘宝网, 华安证券研究所

### 4.3 洽洽每日坚果有多大的提升空间?

**拓展多元消费场景, 满足全场景坚果需求。**公司每日坚果将针对不同的消费群体, 挖掘深层次消费场景, 将每日坚果逐步拓展到学校、医院、自动贩卖机等场所。公司积极探索新的消费需求, 推出每日坚果燕麦片, 打造生活场景, 强调代餐功能, 比如通过每日坚果和雪花啤酒的合作, 来满足夜间追剧等消费场景。公司还逐步进入高品牌势能渠道, 在今年计划进一步推出坚果高档礼盒, 重点在年货节、教师节等节日重点推广。多元化的消费场景拓展, 能够使每日坚果更加贴近消费者的生活, 提升产品的消费频率, 刺激消费者的购买欲望。

**借助公司线下终端优势, 助力每日坚果提升铺货率。**目前公司每日坚果主要在一线城市的商超进行推广销售, 铺货率仅占洽洽所有终端的 20-30%, 具有较大的提升空间。未来公司将充分发挥庞大的线下渠道网络优势, 提高每日坚果在终端的铺货率。新品益生菌每日坚果和每日坚果的燕麦片的铺货速度也正在加快, 在去年 5-10 个城市的基础上今年计划提升至 20-30 个城市, 聚焦和发力新品类的推广。同时, 公司会借助餐饮、社区团购等新渠道, 进一步扩大每日坚果产品的影响力。

**坚果目前在消费者的心中定位是休闲零食, 公司对产品定位提升, 围绕健康主题进行产品开发和营销, 将坚果产品打造成营养必需品。**公司关注每日坚果的营养必需品的定位, 基于健康主题拓展产品矩阵和宣传推广。每日坚果行业竞争者较多, 洽洽将营养健康作为产品重点, 推出益生菌每日坚果等新品。同时, 洽洽与营养师协会合作, 聘请了超过 1000 名营养师担任顾问; 进入健身房等渠道, 引导健康主义人群形成定期消费坚果的习惯。2020 年, 洽洽与多位国家级专业营养师开展专场直播, 普及坚果的营养知识, 传递小黄袋“每日营养必需品”的品牌定位。

#### 4.4 洽洽每日坚果如何应对更年轻化的品牌?

**包装设计创新，传递品牌鲜明理念。**从包装来看，洽洽的小黄袋每日坚果选用黄色作为包装的主色调，带来较为强烈的视觉冲击效果，特别是在线下零售铺货的渠道中，更容易诱发消费者的购买行为；包装封面带有绶带状红底白色的“掌握关键保鲜技术”的标识，让消费者第一时间能了解产品的核心优势和竞争力，具有高辨识度的特征。

图表 44 常见每日坚果品牌包装设计



资料来源：天猫，华安证券研究所

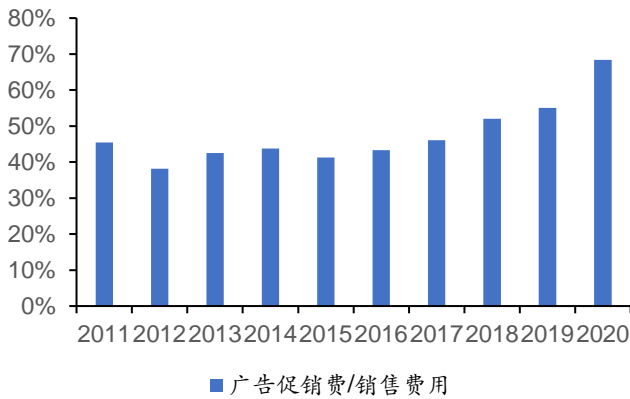
**产品矩阵扩大，新品占领行业先机。**在推出每日坚果系列产品并受到良好市场反馈之后，洽洽顺势推出“坚果先生”坚果乳饮料，主要面向 20-35 岁的学生族、白领等年轻群体，抓住了消费者健康意识觉醒和对坚果类产品需求上升的痛点。坚果先生在生产中运用 8 种坚果配制，经历 9 道工序精细研磨，强化了“营养均衡”的概念，实现从吃到喝的升级。相比于传统的每日坚果，坚果先生这一新品应用的场景更广泛，消费者的接受认可度更高。同时坚果先生是细分领域的全新品类，洽洽以此抢占蓝海市场的机会，丰富了多元口味的产品线。

**积极布局线上，搭建直播营销矩阵。**近年来，洽洽升级营销策略，布局数据化转型，打造线上直播矩阵，增强品牌吸引力。洽洽多次和央视新闻合作，举办透明工厂全球直播活动，以更便捷、创新的方式让消费者直观地了解企业，该活动累计观看人数超过 1400 万。2020 年 3 月，洽洽参与罗永浩直播首秀，3 小时卖出 200 万袋每日坚果。同时，洽洽还与多位国家级专业营养师开展专场直播，普及坚果的营养知识，传递小黄袋“每日营养必需品”的品牌定位。从官媒、头部流量到营养师，洽洽的直播营销满足了消费者的信息与情感需求。2020 年受会计准则变更影响，运费从销售费用划至成本，故 2020 年的广告费用/销售费用提升显著。即使考虑到 2020 年的特殊情况，广告费用/销售费用从 2017 年以来也有明显的提升趋势，背后体现了公司为推广坚果、蓝袋等新品类做出的新式营销投放。

**注重线下流量分布的变化，线上线全渠道融合提升。**随着消费者消费行为的改变，大型商超的客流量有所下滑，连锁便利、社区门店的成长较快，复购率也有一定提升。因此，洽洽提出结合线下渠道碎片化的特性，在终端拓展计划中增加便利店的比例，目前现代卖场和传统小店批发市场占据了公司营收大部分，我们预计未来新增渠道中的一半将会是便利系统，到 2025 年便利系统的占比将会大幅提升。同时，洽洽尝试进行线上和线下的融合，如推进 O2O 和社区团购业务，并推出特色的专供产品，未来有望进入餐饮市场。针对线下，洽洽在移动营销方面也有所布局，如引进自动贩卖机，异业活动合作如母婴店、水果店、KTV、健身房、蛋糕店等方式触达消费者日常生活场景。

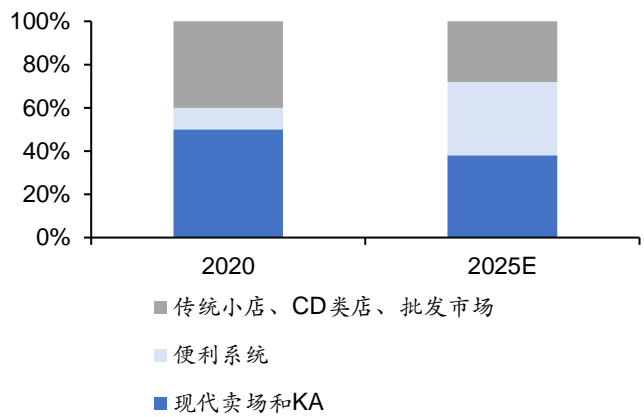


图表 45 广告费用/销售费用持续增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 46 便利系统成为公司营收中增长最快渠道



资料来源：wind，华安证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

### 主要品类收入增长假设：

**1. 葵瓜子类：**预计红袋随着公司渠道下沉、空白市场的补充，每年增速能够保持10%+。蓝袋各个口味还在持续放量中，大单品山核桃和焦糖味瓜子稳定增长，藤椒味瓜子2019年底推出成为爆品，2020年销售额接近一个亿。我们预计2021-2023年公司葵花籽类营收增速14.0%、13.5%、13.5%。

**2. 坚果类：**坚果市场巨大，洽洽小黄袋、益生菌每日坚果目前铺货率相比红袋低很多，且洽洽坚果产品和其他竞争对手有渠道隔离，未来几年能保持较高增长。2020年坚果低基数，我们预计2021-2023年公司坚果类营收增速58.7%、29.2%、29.4%

**3. 公司整体：**过去几年公司着重新品研发，推出了蓝袋各个口味瓜子、小黄袋、益生菌坚果、燕麦片等，未来几年将重点逐步转向渠道拓展，包括空白区域的补充、弱势地区的增强、渠道的下沉。公司提出未来3-5年内将现有的40万终端扩充到100万终端的目标，若按照5年计算，渠道数量年复合增速在20%左右。考虑到新品还在爬升阶段，我们预计2021-2023年，公司整体营收增速20.8%、16.2%、16.8%。

**毛利率预测：**高毛利的蓝袋和葵珍产品占比增加，产品结构升级推动葵花籽类毛利率提升。目前坚果类毛利率不到30%，净利率个位数，预计随着价格战的减缓、对海外原材料成本的控制，坚果毛利率能持续提升。我们预计2021-2023年，公司整体毛利率为32.3%、32.7%、33.1%。

**费用率预测：**未来几年渠道扩张和下沉加大力度，坚果继续在梯媒投放广告、进行消费者心智的占领，预计销售费用率保持在10%左右。

图表 47 主要品类营业收入及预测 (百万元)

单位: 百万元		2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>公司总体</b>								
收入		3,603	4,197	4,837	5,289	6,389	7,422	8,669
yoy		2.6%	16.5%	15.3%	9.3%	20.8%	16.2%	16.8%
毛利率		29.9%	31.2%	33.3%	31.9%	32.3%	32.7%	33.1%
<b>葵花籽类</b>								
收入		2,504	2,809	3,302	3,725	4,245	4,817	5,467
yoy		-1.2%	12.2%	17.5%	12.8%	14.0%	13.5%	13.5%
毛利率		33.5%	35.2%	35.0%	33.3%	33.5%	34.0%	34.5%
占营业收入比例		69.5%	66.9%	68.3%	70.4%	66.4%	64.9%	63.1%
<b>坚果类</b>								
收入		247	502	825	950	1,508	1,948	2,521
yoy		129.2%	103.1%	64.2%	15.1%	58.7%	29.2%	29.4%
毛利率		16.2%	19.2%	26.5%	28.3%	30.3%	30.8%	31.3%
占营业收入比例		6.9%	12.0%	17.1%	18.0%	23.6%	26.2%	29.1%

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

公司是瓜子领域的龙头企业, 2016 年开始转型坚果。公司在新品研发和制造端具有较强优势, 顺应消费升级推出的蓝袋瓜子和每日坚果都受到市场欢迎。目前, 公司新品仍在放量、渠道扩张进行中, 我们看好公司从瓜子龙头向坚果龙头更进一步。预计 2021-2023 年, 公司营收分别为 63.89/74.22/86.69 亿元, 同比增长 21%/16%/17%, 净利润分别为 9.35/11.22/13.63 亿元, 同比增长 16%/20%/22%, EPS 分别为 1.84/2.21/2.69, 对应 PE 分别为 28/23/19 倍。给予“买入”评级。

## 风险提示：

**原材料价格波动的风险。**公司所销售休闲食品的原材料主要为各类农产品，农产品价格存在一定的波动性，可能会对公司的经营业绩产生影响。

**食品质量控制的风险。**上游供应商未能完全按照有关法规及公司的要求进行生产，在公司产品进入流通渠道之后，食品安全问题会受到外界一些不可控因素的影响。

**休闲食品市场需求变化的风险。**如果公司对消费者偏好的把握存在偏差，或者市场需求短时间内出现重大变化，则公司现有产品品类的销售将会受到不利影响，从而导致公司经营业绩出现波动。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5091	6213	7501	9074	<b>营业收入</b>	5289	6389	7422	8669
现金	1267	2068	2983	4125	营业成本	3603	4329	4999	5803
应收账款	218	276	319	371	营业税金及附加	46	57	66	77
其他应收款	5	7	8	9	销售费用	516	621	726	839
预付账款	32	44	53	59	管理费用	243	284	323	369
存货	1687	1937	2257	2628	财务费用	-25	15	-4	-24
其他流动资产	1882	1882	1882	1882	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1888	1918	1948	1978	公允价值变动收益	-5	0	0	0
长期投资	26	26	26	26	投资净收益	42	71	74	87
固定资产	1117	1147	1176	1198	<b>营业利润</b>	923	1120	1348	1651
无形资产	274	282	291	301	营业外收入	90	80	80	80
其他非流动资产	471	463	455	453	营业外支出	16	20	20	20
<b>资产总计</b>	6979	8131	9450	11052	<b>利润总额</b>	997	1180	1408	1711
<b>流动负债</b>	1456	1671	1866	2102	所得税	192	242	285	345
短期借款	88	0	0	0	<b>净利润</b>	805	938	1123	1366
应付账款	506	679	769	885	少数股东损益	0	3	2	3
其他流动负债	862	992	1097	1217	<b>归属母公司净利润</b>	805	935	1122	1363
<b>非流动负债</b>	1315	1315	1315	1315	EBITDA	981	1144	1356	1624
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.60	1.84	2.21	2.69
其他非流动负债	1315	1315	1315	1315					
<b>负债合计</b>	2771	2985	3181	3417	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	1	4	5	8	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	507	507	507	507	<b>成长能力</b>				
资本公积	1534	1534	1534	1534	营业收入	9.3%	20.8%	16.2%	16.8%
留存收益	2166	3101	4222	5586	营业利润	32.9%	21.3%	20.4%	22.5%
归属母公司股东权益	4207	5142	6264	7627	归属于母公司净利润	33.4%	16.1%	20.0%	21.6%
<b>负债和股东权益</b>	6979	8131	9450	11052	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	31.9%	32.2%	32.7%	33.1%
<b>现金流量表</b>					净利率 (%)	15.2%	14.6%	15.1%	15.7%
<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	ROE (%)	19.1%	18.2%	17.9%	17.9%
<b>经营活动现金流</b>	597	914	942	1157	ROIC (%)	12.4%	13.2%	13.4%	13.8%
净利润	805	935	1122	1363	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	136	88	95	96	资产负债率 (%)	39.7%	36.7%	33.7%	30.9%
财务费用	-26	39	37	37	净负债比率 (%)	65.9%	58.0%	50.7%	44.8%
投资损失	-42	-71	-74	-87	流动比率	3.50	3.72	4.02	4.32
营运资金变动	-287	-19	-178	-194	速动比率	2.32	2.53	2.78	3.04
其他经营现金流	1103	896	1241	1499	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-178	13	9	22	总资产周转率	0.76	0.79	0.79	0.78
资本支出	-207	-58	-65	-65	应收账款周转率	24.31	23.16	23.24	23.38
长期投资	-70	0	0	0	应付账款周转率	7.11	6.38	6.50	6.55
其他投资现金流	99	71	74	87	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	517	-127	-37	-37	每股收益	1.60	1.84	2.21	2.69
短期借款	-210	-88	0	0	每股经营现金流(薄)	1.18	1.80	1.86	2.28
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.30	10.14	12.35	15.04
普通股增加	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-41	0	0	0	P/E	33.91	27.83	23.19	19.08
其他筹资现金流	768	-39	-37	-37	P/B	6.49	5.06	4.15	3.41
<b>现金净增加额</b>	933	801	915	1142	EV/EBITDA	27.88	22.00	17.89	14.23

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十三年食品饮料研究经验。

联系人 余璇：华安证券食品饮料研究员，两年研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。