

洽洽食品 (002557)

公司研究/深度报告

产品曲线清晰、成长路径稳健，估值底部反转可期

—洽洽食品 (002557.SZ) 深度报告

深度研究报告/食品饮料

2021年07月26日

报告摘要:

● 瓜子领军品牌，拓展坚果+零食产品体系

洽洽食品是瓜子行业领军品牌，2015年拓展蓝袋风味瓜子，2016年拓展坚果业务，现已形成红袋瓜子+蓝袋风味瓜子+黄袋坚果+休闲零食产品体系。目前公司新品正持续拓展，渠道加速扩张，我们看好公司的优质成长性，并认为目前估值具备反转潜力。

● 三年百亿目标（含税）确立，产品矩阵丰富成长曲线清晰

公司已形成瓜子+坚果+零食产品矩阵，2020年公司定调三年百亿目标（含税），其中瓜子/坚果/零食细分目标分别为60/30/10亿元。第一曲线瓜子品类通过红袋品质提升，蓝袋风味化拓张，结合空白市场渠道下沉，仍能保持10%以上增速，保障业绩持续稳固增长。第二曲线坚果品类，通过做大每日坚果核心大单品，以及不断推新坚果麦片、坚果乳等衍生产品扩展坚果版图，推动坚果品类高速增长。第三曲线休闲零食积极探索品类扩充，寻求外延并购，共同达成三年拟定目标。

● 弱势市场着力下沉，推进三年百万终端目标

经过多年深耕，公司在线下已拥有900余家经销商和40万以上终端，2020年确立三年百万终端目标，未来将与经销商合作突破弱势区域，提高终端市场渗透率，并上线试运营数字系统，实现对业务员访销、终端陈列的动态监管，提高公司对终端的把控力。线上部分，公司将寻求高质量增长，发挥电商渠道上新推广、品牌传播、会员运营的综合作用。海外市场具备充分增长潜力，公司积极寻求与海外经销商合作，并推出契合当地口味的产品，拓展海外市场空间。

● 产品横向创新有望推动估值底部反转

公司目前股价对应2021年预期PE仅21X，已处历史低位估值水平。复盘历史上公司股价及估值走势，我们发现与公司产品生命周期高度相关。目前公司三条产品曲线协同发展，蓝袋黄袋已初具规模，有望通过横向创新持续放量，有力支撑公司业绩增长，结合渠道弱势区域市场下沉，着眼未来具备反转基础。

● 投资建议

当前时点我们暂时维持此前盈利预测。预计2021-2023年公司实现收入61.05/68.75/76.93亿元，同比+15.4%/+12.6%/+11.9%；实现归母净利润9.20/10.56/12.15亿元，同比+14.3%/+14.8%/+15.1%；EPS分别为1.81/2.08/2.40元，对应PE分别为21X/18X/16X。目前公司估值显著低于休闲食品板块2021年预期估值31X（Wind一致预期，算术平均法），我们看好公司在瓜子领域的巨大优势及坚果品类的高成长性，维持“推荐”评级。

● 风险提示:

上游成本大幅波动、蓝袋瓜子及坚果品类拓展不及预期、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,289	6,105	6,875	7,693
增长率（%）	9.3%	15.4%	12.6%	11.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	805	920	1,056	1,215
增长率（%）	33.4%	14.3%	14.8%	15.1%
每股收益（元）	1.60	1.81	2.08	2.40
PE（现价）	23.7	20.8	18.2	15.8
PB	4.6	3.7	3.1	2.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

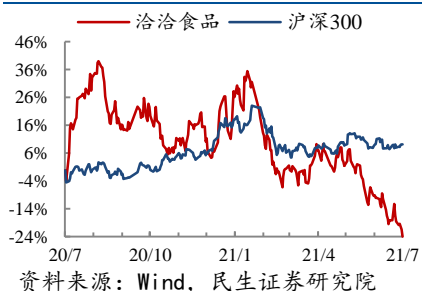
当前价格：37.83元

交易数据

2021-7-23

近12个月最高/最低(元)	70.3/37.83
总股本(百万股)	507
流通股本(百万股)	507
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	192
流通市值(亿元)	192

该股与沪深300走势比较



分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

相关研究

1. 产品创新+渠道拓张，低位估值静待破局
2. 洽洽食品 (002557) 2021年一季报点评：收入实现快速增长，毛销差改善释放利润空间

目录

1	复盘历史，产品横向创新有望推动估值底部反转	3
2	产品端：三条产品曲线清晰，成长路径稳固可靠	4
2.1	红袋瓜子：优势稳固，龙头地位清晰	4
2.2	蓝袋瓜子：持续风味化创新，打开瓜子消费新空间	6
2.3	黄袋坚果：核心打造每日坚果大单品，扩充坚果版图	7
2.4	以史为鉴，产品协同是成功关键	9
3	内部组织改革，外部渠道扩张	11
3.1	渠道端：线下三年百万终端目标指引，线上高质量发展	11
3.2	事业部制改革：经营决策权下分，贴近市场提高效率	12
3.3	股权激励：逐年员工持股计划，长效激励充分调动积极性	13
4	盈利预测	15
4.1	基本假设与收入拆分	15
4.1.1	收入分拆与假设	15
4.1.2	成本及盈利假设	15
4.2	可比公司估值对比	16
4.3	投资建议	17
5	风险提示	17
	插图目录	19
	表格目录	19

1 复盘历史，产品横向创新有望推动估值底部反转

洽洽食品目前股价对应民生 2021 年盈利预测为 21XPE，对应 Wind 一致预期为 20XPE，均处于历史低位水平。复盘公司过去股价及估值走势，我们认为公司估值走势与产品生命周期高度相关。看公司未来产品端横向创新、渠道终端数量扩张，我们认为公司目前估值具备反转基础。

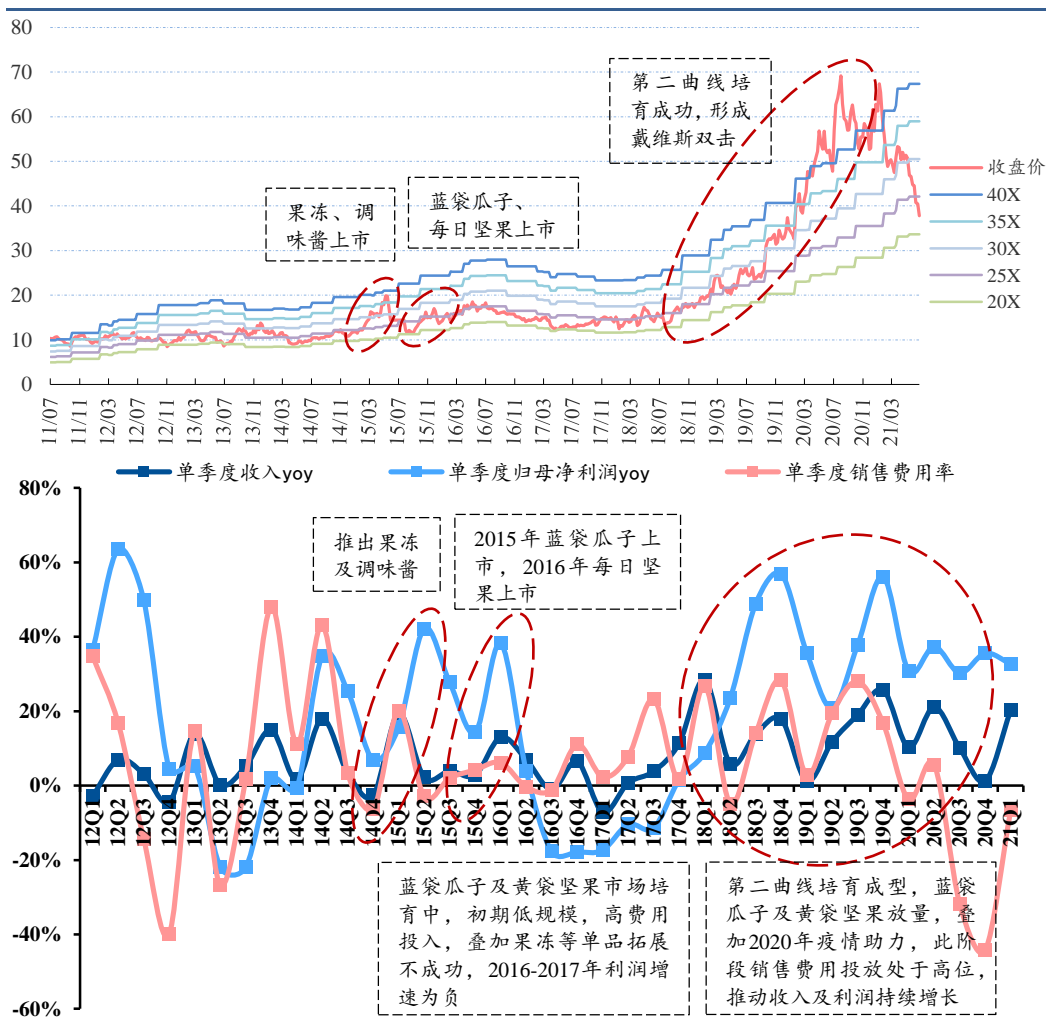
回顾过去公司估值底部反转时期，主要有如下阶段：

2014 年 5 月-2015 年 6 月，PE 由 21X 增长至 38X，公司推出“啵乐冻”果冻、葵珍高端瓜子产品线，收购洽康 60% 股权拓展调味品业务，开始多元化扩品类的探索。

2015 年 9 月-2016 年 2 月，PE 由 19X 增长至 27X，公司创始人陈先保先生回归，推行事业部制改革和员工持股计划，重新聚焦坚果炒货主业；推出蓝袋瓜子，开启瓜子风味化创新。

2018 年 9 月-2020 年 8 月，PE 由 21X 增长至 52X，估值走高除市场系统性因素外，也来自于蓝袋瓜子及黄袋坚果放量，第二增长曲线清晰，有效支撑公司业绩放量。此外疫情下居家消费场景增加，利好瓜子及坚果消费，进一步推动业绩增长，形成戴维斯双击。

图1: 公司经营基本面回顾 (PE-TTM)

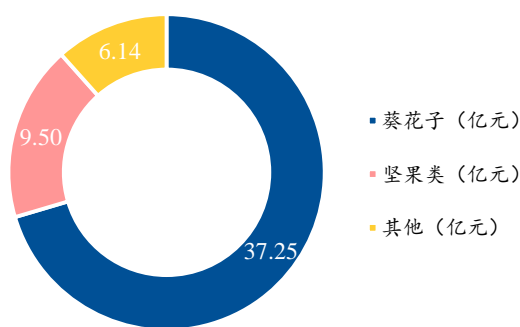


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 产品端：三条产品曲线清晰，成长路径稳固可靠

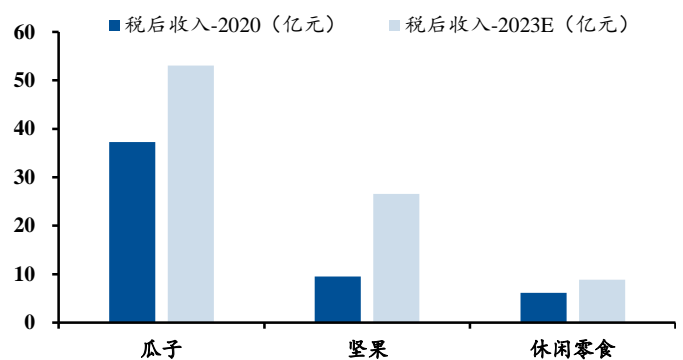
经过二十余年发展，洽洽在瓜子领域已建立起绝对领导力；同时经过近十年产品多样化探索，目前在瓜子领域以外已形成坚果+零食的丰富产品矩阵。整体看洽洽已覆盖瓜子、坚果、薯片、果干、果冻、烘焙、肉类零食等一系列休闲食品，产品布局逐渐多元化。2020 年洽洽实现收入 52.89 亿元，瓜子/坚果/其他品类分别实现收入 37.25/9.50/6.14 亿元，分别占比 68.27%/17.06%/14.67%。洽洽拟定 3 年百亿目标(含税)，其中瓜子/坚果/休闲零食品类分别达到 60/30/10 亿元(含税)，折合税后瓜子/坚果/休闲零食品类收入分别达 53.10/26.55/8.85 亿元，定位由全球领先的瓜子品牌成长为全球领先的休闲零食企业。

图2: 2020 年洽洽产品结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3: 洽洽三年百亿含税目标规划



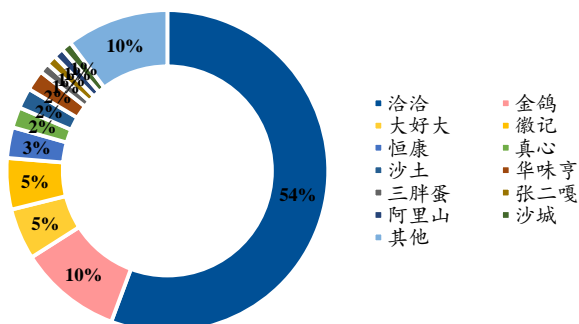
资料来源：公司调研，民生证券研究院

2.1 红袋瓜子：优势稳固，龙头地位清晰

洽洽是瓜子领域绝对龙头。据尼尔森统计，2018 年洽洽在中国包装瓜子领域已占据 54% 的市占率。中国消费者瓜子消费黏性强，瓜子市场需求稳定。经过多年渠道布局和营销推广，“洽洽=瓜子”的品牌认知也深入人心，整体市场竞争格局稳固。

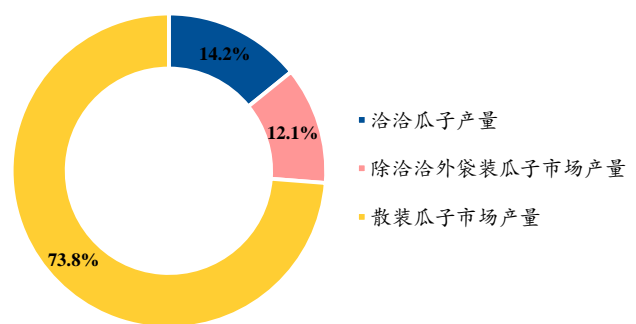
中国瓜子消费主流市场正经历由散装向袋装过渡的阶段，过去瓜子销售以散称炒货店为主，后续伴随食品安全标准提升、消费升级，散称逐渐向品牌袋装过渡。中国瓜子市场产量约 100 万吨，其中包装瓜子市场约 100 亿规模，散称瓜子约 200 亿规模，在市场消费变革的大趋势下，预计袋装瓜子还将进一步替代散称，袋装瓜子行业天花板还有充足上移空间。

图4: 2018 年洽洽在包装瓜子领域市占率达 54%



资料来源：尼尔森，民生证券研究院

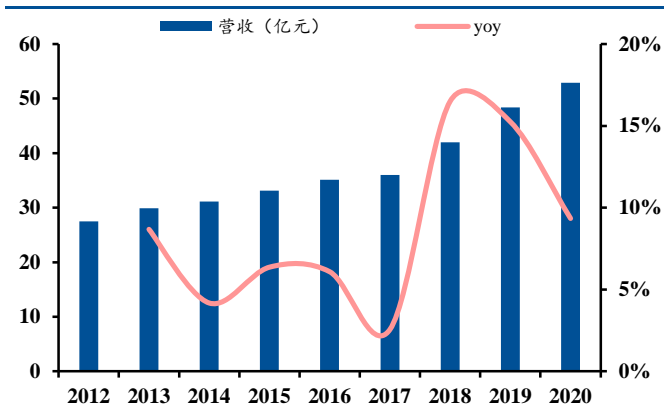
图5: 瓜子市场散称：袋装规模大概 2: 1



资料来源：民生证券研究院整理

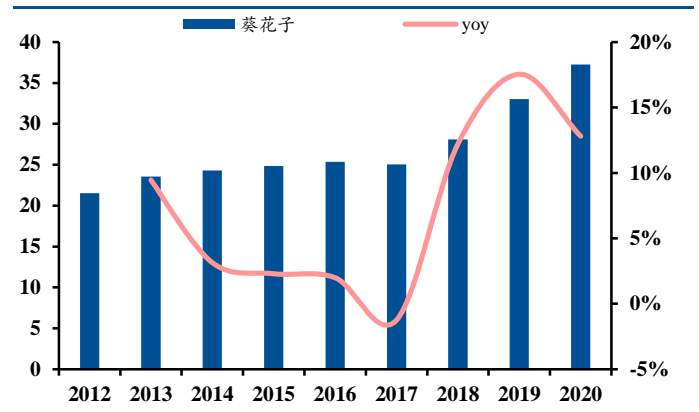
2012-2020 年洽洽营收由 27.50 亿元增长至 52.89 亿元，CAGR 达 8.52%，其中瓜子业务收入由 21.52 亿元增长至 37.25 亿元，CAGR 为 7.10%，预估瓜子中红袋贡献约 27 亿收入，蓝袋贡献约 10 亿收入。瓜子作为洽洽核心业务，持续推动公司整体营收规模扩张。

图6: 2012-2020 年洽洽整体营收 CAGR 达 8.52%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 2012-2020 年洽洽瓜子业务收入 CAGR 达 7.10%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

红袋香瓜子的成功在于原料优选+品质把控+渠道下沉+营销助力综合发力。

原料层面，洽洽通过“公司优良选种+合作社+种植农户+原料回收”保障上游原料供应。洽洽在新疆、甘肃、内蒙、东北等优质向日葵种植区域均布局自有种植基地，强光照高温差有助于产出更加饱满的葵花籽，结合洽洽对种源的严格把控和多年积累的向日葵科学种植经验，从原料端促成产品好品质。同时积极推进订单农业，与种植户达成深度技术合作，帮助农民增收、农业增效的同时，也从种植环节深度了解葵花情况，种植阶段即开始选种，为葵珍、皇葵等高端产品线做储备。

生产层面，洽洽采用全自产模式进行生产加工，相较于 OEM 更能保证产品质量与效率。洽洽构建了多环节瓜子自动挑选分层及生产包装，不断改进技术及设备，打造更加美味也更保留原生营养物质的瓜子产品。国内九大工厂充分覆盖公司营销区域，同时泰国工厂于 2019 年 7 月投产，不仅提高了采集海外原料的便利性，也标志着公司向全球化战略的进一步迈进。

图8: 洽洽国内九大工厂布局全国营销区域



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图9: 洽洽瓜子自动生产线



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

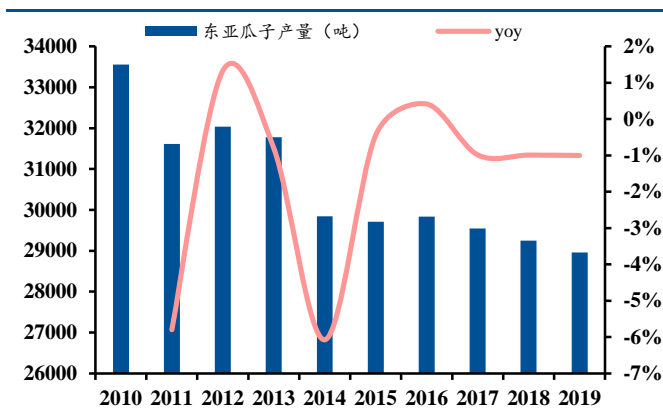
渠道层面，洽洽以经销为主，多渠道全面覆盖。2020年经销渠道实现42.23亿元收入，占比79.83%，其中南方/北方/东方区域分别占比35.32%/18.85%/25.66%。洽洽现已拥有1000余个经销商，其中国内900余个+国外100余个。拥有超过40万终端，线下KA及流通渠道需要经过长时间建设，密集终端网络已成为洽洽核心护城河之一。2020年洽洽定调将打造百万终端，预估未来3-5年渠道端增速将超15%，这也意味着洽洽未来几年的重点将逐渐转向渠道拓张。

营销端，洽洽最初以红色牛皮纸袋包装，二十余年来红袋瓜子包装未发生大方向改变，给市场留下深刻品牌认知，一看到包装即联想到洽洽瓜子。并在央视投放广告，触及全国范围内的广泛消费者，将不上火、不脏手的特点传达给消费者，建立消费黏性。

2.2 蓝袋瓜子：持续风味化创新，打开瓜子消费新空间

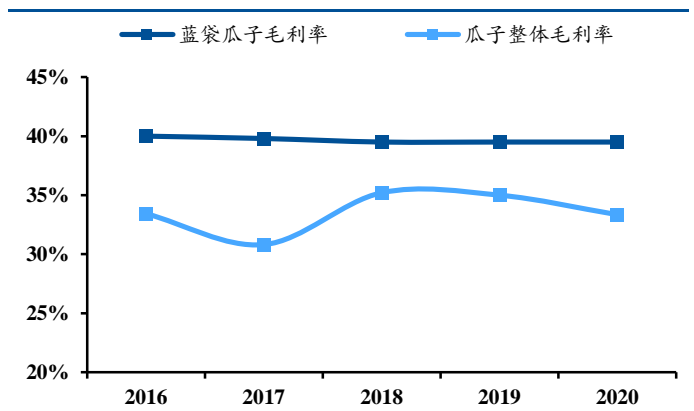
东亚瓜子产量进入下行阶段，侧面印证中国瓜子人均消费量遇到瓶颈，传统红袋瓜子也面临销量增速放缓。同时，市场需求偏向多元化，洽洽以风味化创新为突破口，2015年上市山核桃、焦糖口味蓝袋瓜子，2016年补充更新蜂蜜黄油味、咖啡味瓜子，2019年拓展藤椒、海盐、芝士口味，形成系列化风味瓜子产品矩阵。2016年蓝袋瓜子上新即为洽洽带来明确业绩增量，2020年蓝袋瓜子整体营收突破10亿元，成为红袋瓜子外第二大品类。同时蓝袋瓜子毛利率高于红袋及瓜子品类毛利率，蓝袋瓜子产品矩阵扩充、销量放量也进一步拉动公司毛利率上行。

图10:东亚瓜子产量逐年递减



资料来源：联合国粮农组织，民生证券研究院

图11:蓝袋毛利率持续领跑公司整体毛利水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12:蓝袋瓜子发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

蓝袋瓜子作为风味型瓜子，定位年轻化市场，在红袋瓜子进入增速放缓阶段后，蓝袋瓜子持续口味升级创新，扩容风味化市场空间。洽洽以瓜子领域突出的领导优势结合口味研发优势，在风味化瓜子领域继续建立优势地位，继续形成垄断化竞争地位。基于年轻化定位，蓝袋瓜子从包装到营销均采用了与红袋瓜子不同的打法，包装上采用彩色主题漫画，营销通过联名合作，快速实现流量占领。

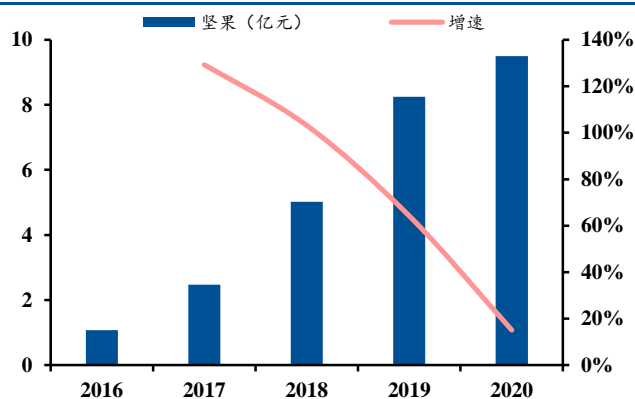
蓝袋瓜子风味创新采用由下至上的研发路径，由市场反馈至产品事业部，再到品类中心，蓝袋的山核桃、焦糖、黄袋每日坚果都是由终端消费者来决定产品的口味拓展。公司也将部分研发人员分派到产品事业部，更加贴近终端市场。

2.3 黄袋坚果：核心打造每日坚果大单品，扩充坚果版图

黄袋坚果系列由 2016 年上市每日坚果，至今已构成每日坚果、原味坚果单品、风味坚果单品、坚果麦片等全系列产品版图。坚果品类 2020 年已达成 9.5 亿收入规模，4 年 CAGR 达 72%，构成第二增长曲线。洽洽在百亿营收目标（含税）规划中，确立坚果品类将由税后收入 9.50 亿元增长至 26.55 亿元（含税 30 亿元），3 年 CAGR 达 40.85%，是增速最快的品类。洽洽在坚果领域，拟将每日坚果打造为业内旗舰产品，做到每日坚果单品市场绝对第一，并试图与竞品拉开差距。此外公司同步推出风味坚果及坚果麦片等多种坚果类产品，构成坚果全版图，拓展坚果衍生品，不仅是探索坚果品类更大的市场空间，也是增加坚果的附加价值。洽洽对于坚果板块的构思是打造每日坚果核心单品，另外充分拓展多元化坚果产品矩阵，并着重向风味化横向拓展。

目前洽洽在每日坚果的打造方面，除经典黄袋外，新推益生菌每日坚果，即在坚果表层裹粉益生菌，在保障营养成分的同时更具备酸甜口味，目前线下终端反馈良好，线上旗舰店也初具大单品潜质。21H1 新推坚果燕麦片，以坚果占比突出为特点，在麦片的蓝海市场中仍具备一定的差异化和认知度。从终端表现来看，益生菌每日坚果和麦片系列已体现出大单品潜力，在终端动销配合及渠道拓张的条件下，有望贡献业绩增量。洽洽也沿着风味化的路线持续探索，近期新推蜜桃乌龙味、焦糖奶茶味每日坚果，于线上及线下部分 KA、便利店上市，未来也将上新更多风味化每日坚果产品。过去洽洽打造的每日坚果核心卖点为“掌握关键保鲜技术”，后期将转变为“每日营养必需品”，更加契合健康营养化特征，也潜在拉高消费者购买频次。

图13:2016-2020年坚果CAGR72%，构成第二增长曲线



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14:每日坚果产品矩阵



每日坚果（经典小黄袋） 芝士味每日坚果 益生菌每日坚果 蜜桃乌龙每日坚果 焦糖奶茶每日坚果

资料来源：洽洽天猫官方旗舰店，民生证券研究院

图15:洽洽坚果版图逐渐完善



资料来源：洽洽天猫官方旗舰店，民生证券研究院

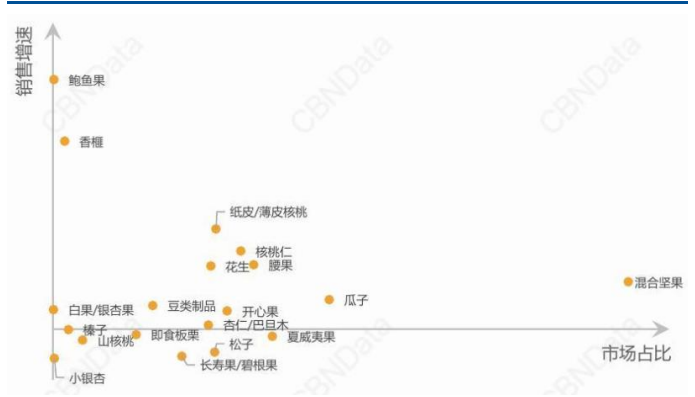
根据《2020 天猫坚果消费趋势报告》，2018-2020 年天猫坚果品类市场规模持续扩张，规模增长的驱动力主要来自于消费人群的增加。中国坚果市场仍处于高速发展阶段，人均消费量明显低于欧美发达国家。消费群体的扩大，空白市场的进一步覆盖，都将有望为行业规模持续扩容带来推力。在坚果市场中，混合坚果占行业一半以上的市场空间，并且在高基数的情况下依然保持较高增速，整体来看每日坚果市场空间庞大，前景广阔。

图16:2018-2020 年天猫坚果品类市场规模持续扩容



资料来源：CBNData 消费大数据，民生证券研究院

图17:混合坚果占坚果品类一半以上市场空间

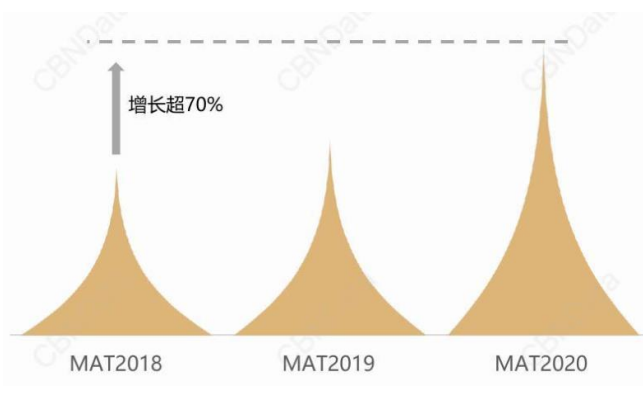


资料来源：CBNData 消费大数据，民生证券研究院

注：已将混合坚果市场占比缩小4倍，鲍鱼果销售增速缩小2倍

目前消费者对坚果产品的关注点集中于营养、新鲜、多元化口味，2020 年天猫坚果市场新奇口味销量较 2018 年增长 70% 以上，增速跑赢坚果整体市场增速。从天猫坚果搜索热词来看，蟹黄味、奶油味、焦糖、海盐等高频搜索词占据大量比重，验证了消费者对多元化口味的偏好。同时目前每日坚果仍属蓝海市场，各品牌均在口味化探索初期，把握市场动向，快速推新就成为占据每日坚果市场高点的重要方向。洽洽坚果品类约 20% 的销售来自于礼盒，结合近年盲盒经济快速发展，洽洽推出每日坚果盲盒礼盒，包含 7 种未知口味，为坚果礼赠市场增添趣味化消费选择。

图18:2020年天猫坚果新奇口味销量较2018年增长70%



资料来源: CBNDData 消费大数据, 民生证券研究院

图19:多元化口味成为天猫坚果搜索热词



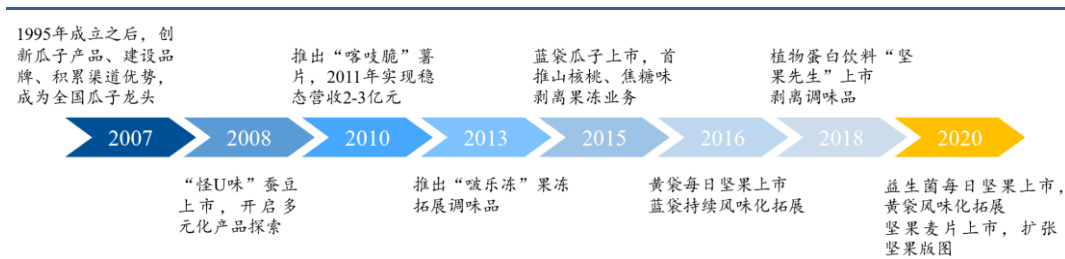
资料来源: CBNDData 消费大数据, 民生证券研究院

2.4 以史为鉴，产品协同是成功关键

洽洽的多品类拓展源自于2008年的“怪U味”蚕豆。经过十余年市场检验，我们发现蓝袋瓜子、黄袋坚果均成长为十亿级系列产品，有效拓展市场新空间，支撑公司整体业绩放量。而果冻、调味品等产品表现则不尽如人意，陆续被剥离出洽洽产品体系。

回顾公司推新历程，2013年拓展的果冻及调味品并不成功，后期2015年剥离果冻业务，2018年剥离调味品。我们认为此阶段的问题在于：新品与原有瓜子产品区隔较大，协同性低；新品行业格局较为固化，新晋品牌难以突破；并且公司对新品的打造力度有限。后续看蓝袋瓜子的成功在于：一方面与原有红袋瓜子产品相似，业务协同，渠道可直接复用；另一方面风味瓜子属于行业新兴发展方向。黄袋坚果的成功在于：与瓜子品类相似，由籽坚果拓展向树坚果，能达成品类协同；能充分利用公司在瓜子生产工艺及口味创新方面的既有优势；把握住坚果在国内快速发展的东风，乘势而起。

图20:洽洽多元化产品拓张历程



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

总结来看，我们认为产品推新成功的关键在于品牌基调背景下，新品与原有产品体系的协同性。蓝袋的风味瓜子是在原味瓜子的基础上延展出多品味横向创新，黄袋每日坚果是从籽坚果向树坚果达成品类延展。产品属性相似、渠道可直接复用、品牌心智契合，以及把握消费升级趋势，是洽洽蓝袋和黄袋快速成长的关键。

由此看后续发展，我们认为蓝袋持续风味化创新、黄袋拓展坚果版图，是具备充分成长潜力的。蓝袋瓜子、黄袋坚果目前已形成一定规模，第二成长曲线清晰可靠，持续风味化拓展是在原

有基础上继续扩大客群，覆盖增量市场空间；坚果衍生品创新是不断探索产品边界，拓张增量市场。风味化逻辑持续演进将推动第二曲线持续增长，结合渠道端发力，共同带来量增驱动。

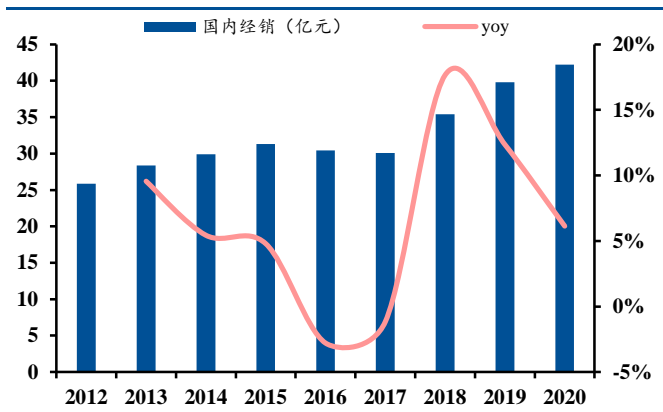
洽洽品牌定位高端化、差异化，拒绝低价竞争，保持产品品质与竞争力。未来整体产品矩阵将向高端化上移，瓜子品类红袋瓜子香料优化品质提升、蓝袋瓜子持续风味化拓张、葵珍高端线原料重新选种升级；坚果品类每日坚果风味化创新、坚果麦片等衍生品推新，完善坚果版图；零食品类正在孵化培育阶段，将全面拓展产品矩阵，也积极寻求外延并购，共同达成拟定目标。

3 内部组织改革，外部渠道扩张

3.1 渠道端：线下三年百万终端目标指引，线上高质量发展

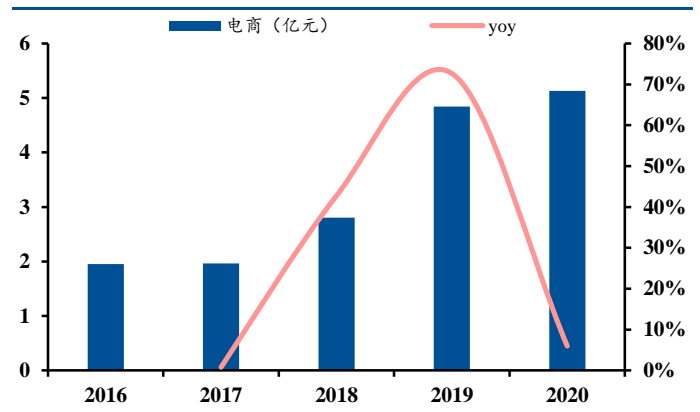
洽洽渠道以经销为主，电商为辅，同时近年正快速拓展海外业务。2020年洽洽实现收入52.89亿元，其中南方+北方+东方区线下经销模式共实现42.23亿元，占比79.83%；电商模式实现5.13亿元，占比9.70%；另有海外及其他模式达成5.54亿元收入，占比10.47%。整体看，公司渠道模式以线下经销为主，目前销售区域已遍布全国，海外市场正积极拓展，线上电商高速增长。

图21:2020年经销模式实现收入42.23亿元



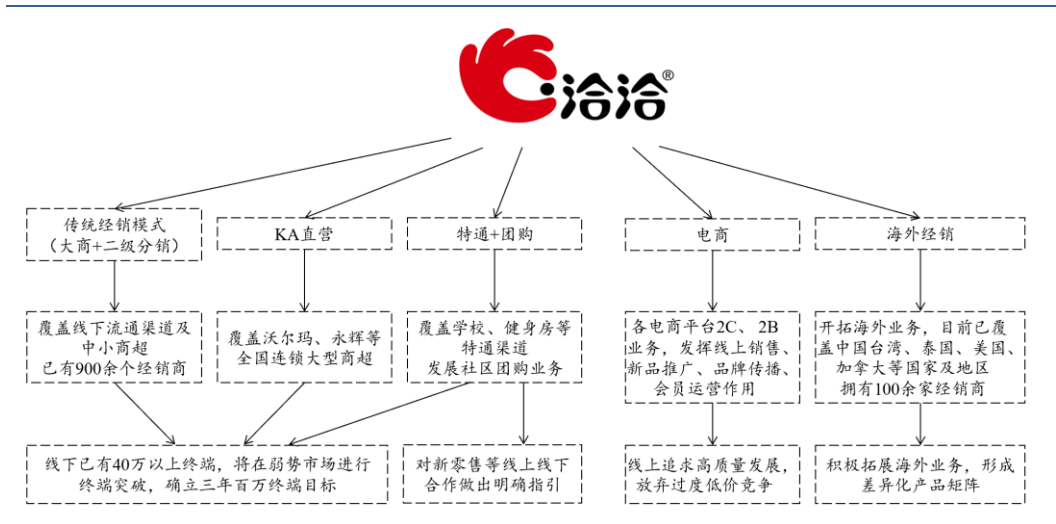
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图22:2020年电商模式实现收入5.13亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23:洽洽渠道结构及未来规划

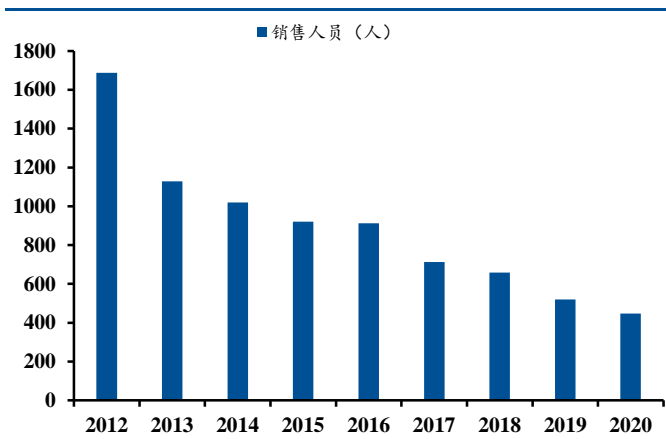


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司定调未来3-5年将打造百万终端计划，目前已有40万以上终端，渠道端扩展主要来自于弱势区域市场下沉拓张。公司在全国包装瓜子中市占率约54%左右，其中1/3强势市场份额达70%以上，而另1/3相对弱势市场份额仅30%左右。公司正与经销商合力拓展终端数量，5-6月上线数字系统，包含终端业务员拜访、订单促销、终端维护等，提高毛细监管能力。目前已有三个省份，10余个经销商加入试运行阶段，未来根据实际情况陆续放开系统使用权限，提升公司对终端的把控力和门店渗透率。

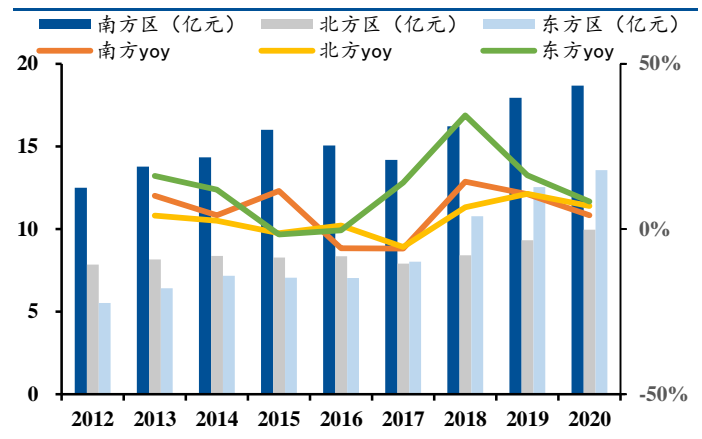
过去公司精简销售人员数量,由2012年1688人销售团队精简到2020年447人,也导致公司渠道扩张进展较慢。公司自确立百万终端目标后,也将加大销售团队组建力度,相应增加销售人员,保障终端促销推广活动的进行。分区域看,2012-2020年南方/北方/东方区域收入CAGR分别为5.14%/3.05%/11.89%,相对弱势的东方区域收入增速较快,东方区域在国内线下市场的收入占比也从2012年21.36%增长至32.14%。验证了公司在弱势区域具备充分市场下沉空间,预期未来通过市场下沉县乡突破,填充空白市场,将有效提高渗透率。

图24:公司销售人员数量持续精简



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图25:东方区收入增速较快



资料来源:公司公告,民生证券研究院

线上渠道方面,电商整体基数较低增速快,但公司认为过去通过低价促销带来的增长并不利于长远发展。未来将注重发挥品牌和品质的作用,主动放弃线上过度低价促销,追求会员增长、复购率提升、美誉度提升及毛利率提升,发挥线上品牌传播及新品推广作用。2020年线上增速放缓主因公司在双十一主动放弃低价竞争,虽然对短期业绩有所影响,但品质化战略选择利好长期稳健发展。

对于疫情催化下的社区团购等渠道,公司有所布局,但未来不会重点发展。主因团购、拼多多等渠道过度低价竞争,低利润低成本情况下产品品质无法保障,对品牌本身有所损伤。公司仍追求高质量增长,培育品质化客群,减小低价恶性竞争。目前公司的团购业务主要通过经销商开展,与兴盛优选、十荟团、美团优选等头部团购平台达成合作。对于团购、拼多多未来的发展路径,公司将考虑通过副线品牌及建立新产品矩阵来针对性进驻。

3.2 事业部制改革:经营决策权下分,贴近市场提高效率

21H1公司推出事业部制改革,销售团队细分国葵及坚果两大团队,品类层面细分20余个品类BU(经营单元)。事业部制改革后,公司将生产决策权进一步下分至BU负责人,其具备从采购到定价的全渠道全链条决策权,有效激发团队积极性,经营决策也更加贴近终端市场,有利于由下而上推动产品创新和运营发展。改革后BU可直接对接销售团队,精简沟通链条,提升运营效率。洽洽此举改革事业部,是解决过去高增长阶段后遗留下的组织问题,在绩效、激励、部门协同间进行的改进提升,依靠内部组织机制奠定未来发展动能。

改革后对新品研发也将发生变革,由过去事业部由上而下制定研发方向变更为终端市场主导

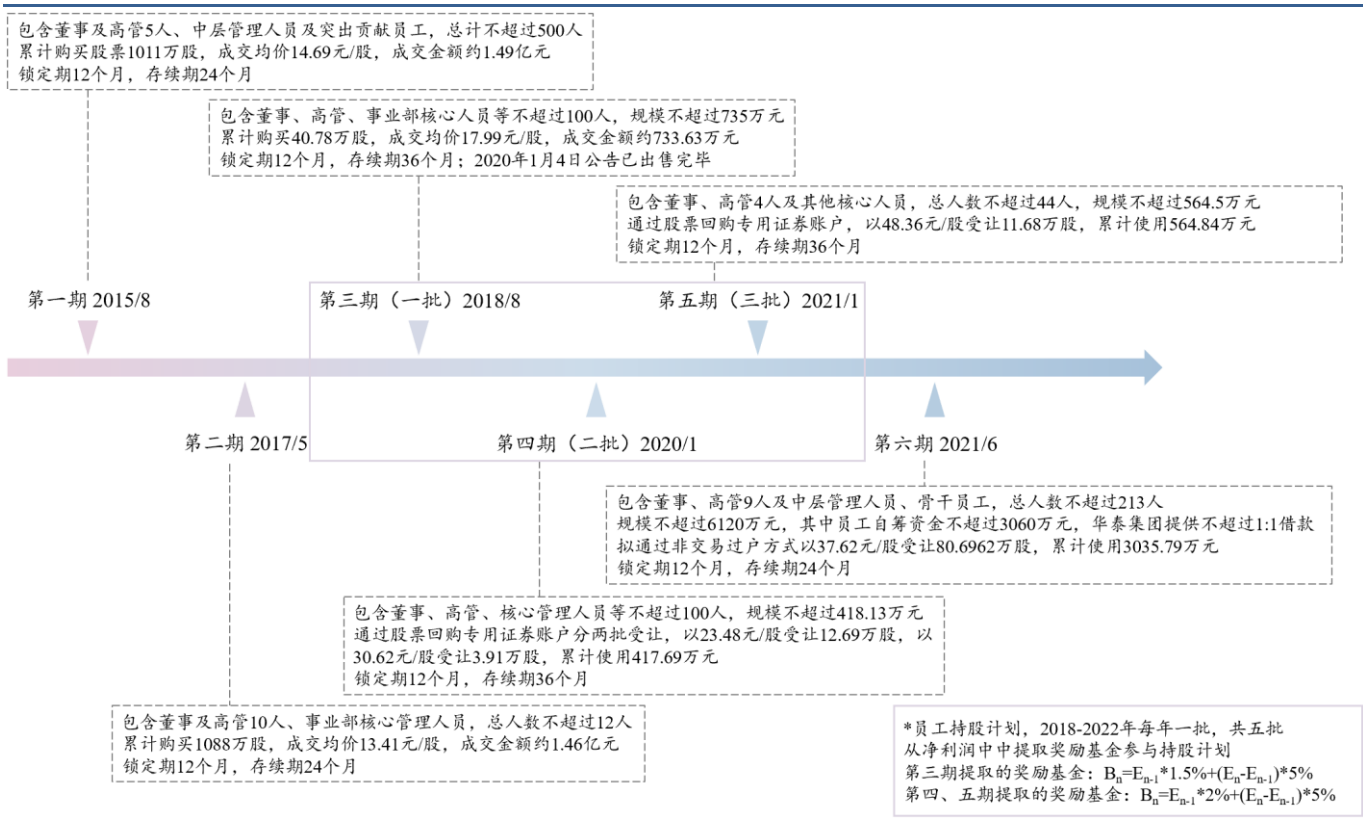
由下而上确立新品导向，公司也将部分研发人员分到事业部，与市场部共同工作，促使新品研发更贴近市场需求。研发激励由三年延长为五年，长效激励进一步促进生命周期更长的产品研发。

3.3 股权激励：逐年员工持股计划，长效激励充分调动积极性

6月29日洽洽发布第六期员工持股计划，拟授予9位高管及不超过204位中层管理人员和骨干员工约80.7万股公司股票，受让价格为37.92元/股，资金总额不超过3060万元，后期控股股东华泰集团将提供不超过1:1借款支持，此次员工持股计划筹集资金不超过6120亿元。此次股权激励将有助于完善激励体系，也在事业部制改革的基础下，在达成BU内部最优的情况下，促进部门间协同，合作达成整体目标。

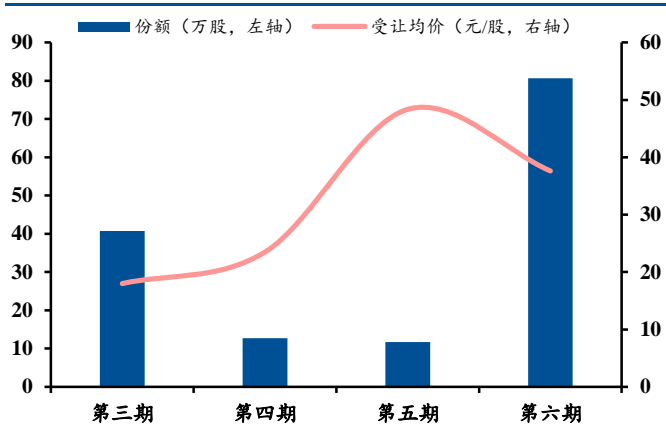
洽洽自2015年起陆续推出员工持股计划，第一期员工持股计划面向广泛员工群体，第二期计划面向高管层。2018年公司推出年度员工持股计划，2018-2022年五年内每年一期持股计划，由净利润中提取奖励金进行激励，主要面向高管、中层管理人员、事业部核心成员，并且在第三期持股计划前一年度利润的1.5%激励基础上，第四、五期进一步提高至前一年度利润的2%奖励程度，有力保障公司划分事业部后业务的高效开展与运营。公司人均创收持续高增，由2017年111.5万持续增长至2020年157.47万，同期人均创利由6.5万增长至17.5万，人均绩效提升显著。随着后续股权激励计划陆续落地，以及奖励机制的丰富，预估将充分调动员工积极性，进一步提升人均效益。

图26:洽洽员工持股计划



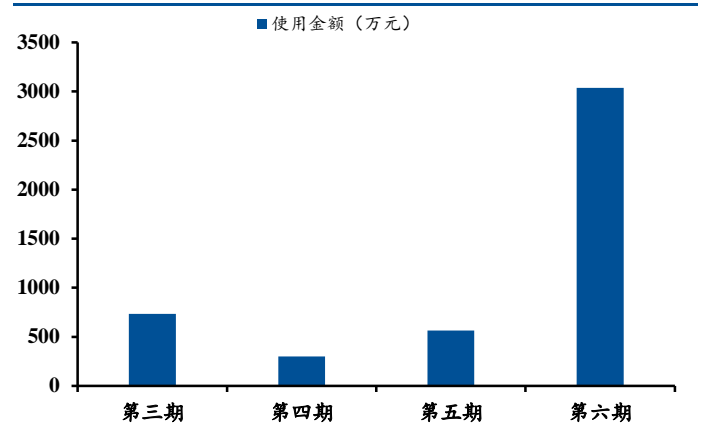
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图27:各期员工持股计划份额与受让均价



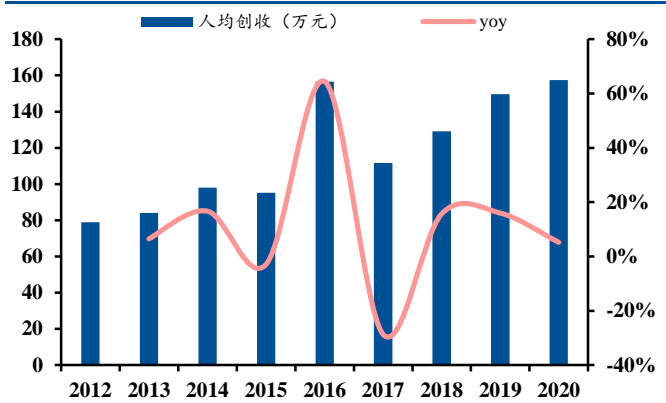
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图28:各期员工持股计划使用资金规模



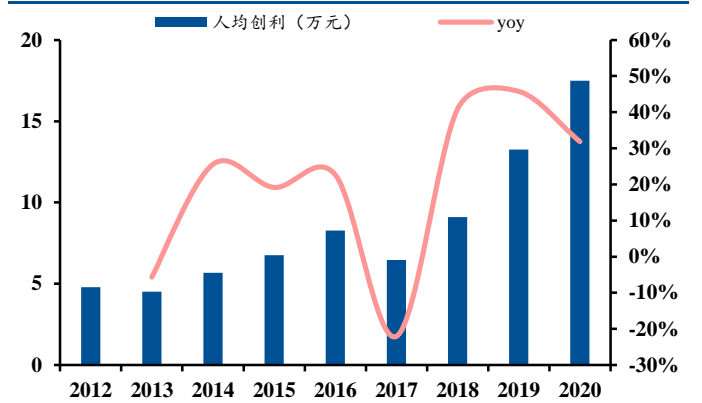
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图29:2020年公司人均创收157.5万元



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图30:2020年公司人均创利17.5万元



资料来源:公司公告,民生证券研究院

4 盈利预测

4.1 基本假设与收入拆分

4.1.1 收入拆分与假设

收入方面，洽洽三大产品协同发展，三条成长曲线清晰，内部组织结构改革助力三年目标达成。全渠道覆盖，经销模式重点发展，数字系统运营推动三年百万终端目标达成，海外扩张打开潜力市场空间。预计 2021-2023 年收入增速分别为 15%/13%/12%。

(1) **瓜子**：过去红袋瓜子增速放缓，蓝袋瓜子引领品类增长。预计未来仍将延续这一趋势，红袋瓜子品质提升稳固核心业务，蓝袋风味创新扩张增量市场，预计瓜子品类整体将实现 12%-14% 收入增速。

(2) **坚果**：坚果作为公司核心打造的第二成长曲线，推动了公司过去几年的业绩高增。公司将重点打造每日坚果大单品，同时积极扩充坚果产品矩阵，做大坚果规模。预计未来三年坚果品类将实现收入增速 20%/14%/13%，2021 年受疫情高基数增速稍有放缓，后续两年在大单品战略下将快速成长。

(3) **零食**：零食作为公司正孵化培育的新品类，未来将通过自身研发及外延并购扩充产品矩阵，在目前低基数背景下，有望迎来高增速。预计未来三年零食品类增速将分别达到 17%/14%/10%。

表1: 各品类收入增速预测 (亿元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
瓜子	28.09	33.02	37.25	42.47	47.56	53.27
yoy	12%	18%	13%	14%	12%	12%
坚果	5.02	8.25	9.50	11.40	13.00	14.69
yoy	103%	64%	15%	20%	14%	13%
零食	8.85	7.10	6.14	7.19	8.19	8.97
yoy	4%	-20%	-13%	17%	14%	10%
合计	41.97	48.37	52.89	61.05	68.75	76.93
yoy	16%	15%	9%	15%	13%	12%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.1.2 成本及盈利假设

瓜子方面，预计今年采摘季瓜子供给量与去年持平，瓜子品类毛利率趋于稳定。坚果方面，目前树坚果仍主要依赖进口，受海外疫情影响，需求稍有下滑，坚果收购成本略有下降，但海运成本相对走高，整体看全年坚果毛利率预计将保持相对稳定，并与行业平均水平一致。

表2: 各品类成本及毛利率预测 (亿元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
成本	瓜子	18.21	21.46	24.83	28.11	31.39	34.89
	yoy	9%	18%	16%	13%	12%	11%
	坚果	4.06	6.06	6.81	8.13	9.23	10.43
	yoy	96%	49%	12%	19%	14%	13%

	零食	5.55	4.50	3.82	4.53	5.32	5.83
	yoy	12%	-19%	-15%	18%	18%	9%
	合计	28.89	32.28	36.03	41.27	46.44	51.65
	yoy	14%	12%	12%	15%	13%	11%
毛利率	瓜子	35.20%	35.00%	33.35%	33.80%	34.00%	34.50%
	坚果	19.17%	26.51%	28.29%	28.70%	29.00%	29.00%
	零食	37.33%	36.65%	37.76%	37.00%	35.00%	35.00%
	合计	31.16%	33.26%	31.89%	32.41%	32.45%	32.86%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 可比公司估值对比

公司 7 月 23 日收盘价 37.83 元，对应我们 2021 年盈利预测为 21XPE，对应 Wind 一致预期为 20XPE，显著低于 CS 休闲食品行业平均 31X 估值（Wind 一致预期，算术平均法）及核心可比公司平均 29X 估值。

具体来看，洽洽 2021 年预测 PE 明显低于以树坚果为主业的三只松鼠，也略低于以籽坚果为主的甘源食品，考虑到公司在瓜子领域已建立明确品牌心智和产品认知，在坚果领域也将集中优势重点发展，预计后续公司基本面将有较大程度改善，并带动整体估值水平上移。

表3: 可比休闲食品公司 PE 法估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002557.SZ	洽洽食品	37.83	1.81	2.08	2.40	20.85	18.16	15.78
300783.SZ	三只松鼠	43.28	1.07	1.37	1.71	40.35	31.58	25.28
603719.SH	良品铺子	34.55	1.09	1.32	1.56	31.49	25.95	21.94
002991.SZ	甘源食品	53.09	2.34	2.92	3.60	22.69	18.19	14.76
002847.SZ	盐津铺子	59.07	2.59	3.70	5.35	22.77	15.94	11.02
002956.SZ	西麦食品	19.39	0.73	0.86	1.05	26.53	22.53	18.53
核心可比公司平均估值						28.81	22.87	18.34
休闲食品行业						30.70	24.83	19.94

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：可比公司 EPS、PE 采用 Wind 一致预期，预测 PE 为算术平均法

我们按照未来三年 EPS 复合平均增速来计算 PEG。公司目前股价对应 PEG 为 1.42X，略高核心可比公司估值水平。但考虑到公司未来的优秀成长性，以及业绩的高增长空间，我们认为目前仍具备投资价值。

表4: 可比休闲食品公司 PEG 法估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	三年归母净利润复合增速	EPS-2021E	PE-2021E	PEG
002557.SZ	洽洽食品	37.83	14.71%	1.81	20.85	1.42
300783.SZ	三只松鼠	43.28	31.58%	1.07	40.35	1.28
603719.SH	良品铺子	34.55	22.49%	1.09	31.49	1.40
002991.SZ	甘源食品	53.09	23.20%	2.34	22.69	0.98
002847.SZ	盐津铺子	59.07	42.06%	2.59	22.77	0.54
002956.SZ	西麦食品	19.39	21.04%	0.73	26.53	1.26

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 可比公司三年归母净利润复合增速、EPS、PE 采用 Wind 一致预期

4.3 投资建议

预计 2021-2023 年公司收入 61.05/68.75/76.93 亿元, 同比+15.4%/+12.6%/+11.9%; 实现归母净利润 9.20/10.56/12.15 亿元, 同比+14.3%/+14.8%/+15.1%; EPS 分别为 1.81/2.08/2.40 元; 对应 PE 分别为 21X/18X/16X。我们看好公司在瓜子领域已建立的成熟优势, 以及坚果品类的高成长性, 维持“推荐”评级。

5 风险提示

上游成本大幅波动、蓝袋瓜子及坚果品类拓展不及预期、食品安全风险等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,289	6,105	6,875	7,693
营业成本	3,603	4,127	4,644	5,165
营业税金及附加	46	53	60	67
销售费用	516	570	626	692
管理费用	243	293	309	333
研发费用	36	49	69	77
EBIT	845	1,013	1,168	1,359
财务费用	(25)	(6)	(18)	(25)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	42	53	49	49
营业利润	923	1,079	1,241	1,440
营业外收支	74	0	0	0
利润总额	997	1,144	1,311	1,509
所得税	192	220	253	291
净利润	805	924	1,058	1,218
归属于母公司净利润	805	920	1,056	1,215
EBITDA	981	1,144	1,302	1,495
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1267	2460	3237	4570
应收账款及票据	218	264	296	329
预付款项	32	42	49	52
存货	1687	1725	2141	2167
其他流动资产	210	210	210	210
流动资产合计	5091	6381	7610	9012
长期股权投资	26	79	128	178
固定资产	1117	1143	1169	1189
无形资产	274	273	273	274
非流动资产合计	1888	1838	1781	1720
资产合计	6979	8219	9391	10732
短期借款	88	88	88	88
应付账款及票据	585	730	809	894
其他流动负债	330	330	330	330
流动负债合计	1456	1772	1886	2009
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1315	1315	1315	1315
非流动负债合计	1315	1315	1315	1315
负债合计	2771	3087	3201	3324
股本	507	507	507	507
少数股东权益	1	4	6	9
股东权益合计	4208	5132	6190	7408
负债和股东权益合计	6979	8219	9391	10732

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	9.3%	15.4%	12.6%	11.9%
EBIT 增长率	36.8%	19.9%	15.3%	16.3%
净利润增长率	33.4%	14.3%	14.8%	15.1%
盈利能力				
毛利率	31.9%	32.4%	32.4%	32.9%
净利润率	15.2%	15.1%	15.4%	15.8%
总资产收益率 ROA	11.5%	11.2%	11.2%	11.3%
净资产收益率 ROE	19.1%	17.9%	17.1%	16.4%
偿债能力				
流动比率	3.5	3.6	4.0	4.5
速动比率	2.3	2.6	2.9	3.4
现金比率	2.0	2.3	2.6	3.1
资产负债率	0.4	0.4	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	15.0	15.2	15.1	15.1
存货周转天数	153.7	148.8	149.8	150.1
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.6	1.8	2.1	2.4
每股净资产	8.3	10.1	12.2	14.6
每股经营现金流	1.2	2.3	1.5	2.6
每股股利	0.8	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	23.7	20.8	18.2	15.8
PB	4.6	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	18.9	15.1	12.6	10.1
股息收益率	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	805	924	1,058	1,218
折旧和摊销	136	131	134	137
营运资金变动	(287)	219	(338)	56
经营活动现金流	597	1,162	742	1,299
资本开支	207	(38)	(42)	(42)
投资	(70)	0	0	0
投资活动现金流	(178)	38	42	42
股权募资	1,340	0	0	0
债务募资	(207)	0	0	0
筹资活动现金流	517	(7)	(7)	(7)
现金净流量	936	1,193	777	1,334

插图目录

图 1: 公司经营基本面回顾 (PE-TTM)	3
图 2: 2020 年洽洽产品结构	4
图 3: 洽洽三年百亿含税目标规划	4
图 4: 2018 年洽洽在包装瓜子领域市占率达 54%	4
图 5: 瓜子市场散称: 袋装规模大概 2: 1	4
图 6: 2012-2020 年洽洽整体营收 CAGR 达 8.52%	5
图 7: 2012-2020 年洽洽瓜子业务收入 CAGR 达 7.10%	5
图 8: 洽洽国内九大工厂布局全国营销区域	5
图 9: 洽洽瓜子自动生产线	5
图 10: 东亚瓜子产量逐年递减	6
图 11: 蓝袋毛利率持续领跑公司整体毛利水平	6
图 12: 蓝袋瓜子发展历程	6
图 13: 2016-2020 年坚果 CAGR72%, 构成第二增长曲线	7
图 14: 每日坚果产品矩阵	7
图 15: 洽洽坚果版图逐渐完善	8
图 16: 2018-2020 年天猫坚果品类市场规模持续扩容	8
图 17: 混合坚果占坚果品类一半以上市场空间	8
图 18: 2020 年天猫坚果新奇口味销量较 2018 年增长 70%	9
图 19: 多元化口味成为天猫坚果搜索热词	9
图 20: 洽洽多元化产品拓张历程	9
图 21: 2020 年经销模式实现收入 42.23 亿元	11
图 22: 2020 年电商模式实现收入 5.13 亿元	11
图 23: 洽洽渠道结构及未来规划	11
图 24: 公司销售人员数量持续精简	12
图 25: 东方区收入增速较快	12
图 26: 洽洽员工持股计划	13
图 27: 各期员工持股计划份额与受让均价	14
图 28: 各期员工持股计划使用资金规模	14
图 29: 2020 年公司人均创收 157.5 万元	14
图 30: 2020 年公司人均创利 17.5 万元	14

表格目录

表 1: 各品类收入增速预测 (亿元)	15
表 2: 各品类成本及毛利率预测 (亿元)	15
表 3: 可比休闲食品公司 PE 法估值	16
表 4: 可比休闲食品公司 PEG 法估值	16
公司财务报表数据预测汇总	18

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。