



## 增持(首次)

所属行业: 食品饮料/食品加工  
当前价格(元): 42.38

### 证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

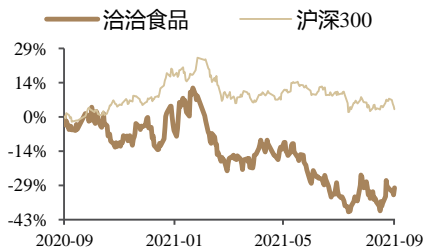
邓周贵

资格编号: S0120521030005

邮箱: dengzg@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.00	1.80	-3.55
相对涨幅(%)	2.80	8.47	3.40

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

# 洽洽食品(002557.SZ)深度报告: 瓜子王者稳, 坚果曲线靓

## 投资要点

- 休闲食品 2025 年有望达万亿规模, 细分赛道中坚果炒货发展空间大。**按零售额计算, 2020 年我国休闲食品行业规模达 7749 亿元, 预计 2020-2025 年复合增长率达 7.3%, 2025 年规模将达 11014 亿元。其中, 种子及坚果炒货 2020 年零售市场规模约 1415 亿元, 约占 18%, 是占比第二高的品类; 预计未来 5 年复合增速达 9%, 至 2025 年零售总规模达 2173 亿元。坚果炒货行业格局较为分散, 测算 2020 年洽洽食品、三只松鼠零售市场份额分别为 6.6%/5.6%, 未来市场份额有望进一步集中, 龙头发展空间大。公司 2020 年实现营业收入 52.89 亿元, 归母净利润 8.05 亿元, 2015-2020 年营收和归母净利复合增速分别为 9.82%/17.21%。2021H1 公司实现营业收入 23.81 亿元, 同比增长 3.76%; 归母净利润 3.27 亿元, 同比增长 10.86%。
- 瓜子基本盘夯实, 产品升级+渠道拓展空间足。**公司作为包装瓜子的绝对龙头, 核心壁垒深厚, 2020 年葵花子类业务营收 37.25 亿元, 同比增长 12.80%, 营收占比达 70.43%, 2021H1 葵花子类业务营收 16.13 亿元, 营收占比 67.77%。在包装流通瓜子领域, 洽洽的市占率高达 41%, 远远超过其他竞争对手。2020 年底, 公司已有 1000 多个经销商, 品牌力、渠道力均业内领先。产品方面, 近年来公司对瓜子产品不断创新和升级, 优化产品结构。渠道方面, 公司通过“百万终端战略”提高终端覆盖度, 并加大电商、新零售等新渠道的开发, 进行全渠道发展, 拓展空间充足。
- 聚焦每日坚果, “坚果+”第二曲线成长佳。**公司在 2017 年推出小黄袋每日坚果, 并进一步聚焦以每日坚果为主的坚果业务, 坚果业务实现快速增长, 2020 年坚果类收入达 9.50 亿元, 同比增长 15.14%, 营收占比达 17.96%。2016-2020 年坚果收入复合增速高达 72.26%, 2021H1 坚果业务营收 4.61 亿元, 营收占比上升至 19.37%。坚果已成为公司第二大品类。坚果类产品在包装和营销上重点突出“掌握关键保鲜技术”, 进行差异化竞争。看未来, 坚果业务团购渠道持续放量, 同时有望通过“店中店”、坚果营销车等新形式加大渠道渗透, 提高品牌势能。
- 可转债落地, 扩建产能持续加码。**公司葵花子和坚果产能已近满负荷使用, 2017-2019 年年均产能利用率均超过 100%。2020 年发行可转债, 有望增加 10 万吨瓜子和坚果产能, 为业务扩张提供产能保障。
- 投资建议:**我们预计公司 2021-2023 年营业总收入为 58.2/67.9/78.3 亿元, 同比增长 10.1%/16.6%/15.3%, 2021-2023 年归母净利润为 8.7/10.2/11.7 亿元, 同比增长 8.3%/17.2%/14.5%, 2021-2023 年 EPS 分别为 1.72/2.02/2.31 元, 对应 2021-2023 年 PE 分别为 24.7X/21.0X/18.4X。考虑到公司实行“百万终端战略”, 渠道发展空间足, 坚果品类持续高增, 第二曲线成长佳, 我们看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示:**原材料价格波动, 渠道拓展不及预期, 食品安全问题



**股票数据**

总股本(百万股):	507.00
流通 A 股(百万股):	507.00
52 周内股价区间(元):	36.30-67.38
总市值(百万元):	21,486.70
总资产(百万元):	6,850.17
每股净资产(元):	8.17

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,837	5,289	5,822	6,791	7,828
(+/-)YOY(%)	15.3%	9.3%	10.1%	16.6%	15.3%
净利润(百万元)	616	805	872	1,022	1,170
(+/-)YOY(%)	42.3%	30.7%	8.3%	17.2%	14.5%
全面摊薄 EPS(元)	1.22	1.60	1.72	2.02	2.31
毛利率(%)	33.3%	31.9%	32.1%	32.4%	32.6%
净资产收益率(%)	16.9%	19.1%	18.8%	19.8%	20.4%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 投资要素

### 核心逻辑

**坚果炒货品类规模大集中度低，公司发展机遇良好。**按零售额计算，2020年我国休闲食品行业规模达 7749 亿元，预计 2020-2025 年复合增长率达 7.3%，2025 年中国休闲食品行业规模将达 11014 亿元。其中，种子及坚果炒货 2020 年零售市场规模约 1415 亿元，约占 18%，是占比第二高的品类；预计未来 5 年复合增速达 9%，至 2025 年零售总规模达 2173 亿元。坚果炒货行业格局较为分散，测算 2020 年洽洽食品、三只松鼠零售市场份额分别为 6.6%/5.6%，未来市场份额有望进一步集中，龙头发展空间大。公司 2020 年实现营业收入 52.89 亿元，归母净利润 8.05 亿元，2015-2020 年营收和归母净利复合增速分别为 9.82%/17.21%。2021H1 公司实现营业收入 23.81 亿元，同比增长 3.76%；归母净利润 3.27 亿元，同比增长 10.86%。

**瓜子基本盘夯实，产品升级+渠道拓展空间足。**公司作为包装瓜子的绝对龙头，核心壁垒深厚，2020 年葵花子类业务营收 37.25 亿元，同比增长 12.80%，营收占比达 70.43%，2021H1 葵花子类业务营收 16.13 亿元，营收占比 67.77%。在包装流通瓜子领域，洽洽的市占率高达 41%，远远超过其他竞争对手。2020 年底，公司已有 1000 多个经销商，品牌力、渠道力均业内领先。产品方面，近年来公司对瓜子产品不断创新和升级，优化产品结构。渠道方面，公司通过“百万终端战略”提高终端覆盖度，并加大电商、新零售等新渠道的开发，进行全渠道发展，拓展空间充足。

**聚焦每日坚果，“坚果+”第二曲线成长佳。**公司在 2017 年推出小黄袋每日坚果，并进一步聚焦以每日坚果为主的坚果业务，坚果业务实现快速增长，2020 年坚果类收入达 9.50 亿元，同比增长 15.14%，营收占比达 17.96%。2016-2020 年坚果收入复合增速高达 72.26%，2021H1 坚果业务营收 4.61 亿元，营收占比上升至 19.37%。坚果已成为公司第二大品类。坚果类产品在包装和营销上重点突出“掌握关键保鲜技术”，进行差异化竞争。看未来，坚果业务团购渠道持续放量，同时有望通过“店中店”、坚果营销车等新形式加大渠道渗透，提高品牌势能。

### 估值和投资建议

我们预计公司 2021-2023 年营业总收入为 58.2/67.9/78.3 亿元，同比增长 10.1%/16.6%/15.3%，2021-2023 年归母净利润为 8.7/10.2/11.7 亿元，同比增长 8.3%/17.2%/14.5%，2021-2023 年 EPS 分别为 1.72/2.02/2.31 元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 24.7X/21.0X/18.4X。考虑到公司实行“百万终端战略”，渠道发展空间足，坚果品类持续高增，第二曲线成长佳，我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 与市场预期的差异之处

**市场或担忧包装瓜子类产品行业增长空间有限，瓜子业务面临增长瓶颈。**我们认为，我国包装瓜子渗透率约 44%，还有较大提升空间。洽洽作为瓜子龙头，瓜子业务预计将受益于包装瓜子渗透率提高而得到稳健发展。中性假设下 2025 年包装瓜子市场规模达到 177 亿元，假设 2025 年洽洽食品在包装瓜子市占率仍维持 41%，则由于包装瓜子渗透率提高，带来洽洽食品在整个瓜子市场的市占率由 2019 年的 18%提高至 2025 年的 23%。

市场或担忧洽洽作为瓜子龙头，坚果类业务不如瓜子有竞争力。我们认为，洽洽聚焦每日坚果，以小黄袋为基石丰富产品矩阵，未来坚果业务有望通过“店中店”、坚果营销车等新形式加大渠道渗透、提高品牌势能。产品定位上，洽洽每日坚果“新鲜”定位深入人心，将公司的优势具象化，从而成功占领消费者心智，营销推广上携手分众持续创新营销及品牌推广。作为第二曲线，坚果类业务将持续贡献增量。

### 股价的催化因素

瓜子业务渠道拓展超预期；

坚果业务增长超预期。

### 主要风险

**原材料价格波动。**公司葵花子类原材料采购数量大，原材料成本占比高，如果原材料价格上涨可能会影响毛利率；

**渠道拓展不及预期。**公司提出“百万终端战略”，加大渠道拓展和新渠道开发，如果渠道拓展不及预期，可能导致营收增长速度放缓；

**食品安全问题。**消费者高度关注食品安全问题，虽然公司严格把控产品质量，但是如果行业内出现食品安全事件，可能会对公司造成影响；

## 内容目录

投资要素 .....	3
核心逻辑 .....	3
估值和投资建议 .....	3
与市场预期的差异之处 .....	3
股价的催化因素 .....	4
主要风险 .....	4
1. 洽洽食品：从多元到聚焦，瓜子龙头重回发展快车道 .....	8
1.1. 从多元到聚焦，瓜子龙头快速发展 .....	8
1.2. 家族企业，股权集中结构稳定 .....	10
1.3. 管理层经验丰富，员工持股激励充分 .....	11
1.4. 盈利能力领先，2018 年重回发展快车道 .....	11
2. 休闲食品五年看万亿，坚果炒货发展空间大 .....	13
2.1. 休闲食品：规模五年看万亿，坚果炒货量大增速快 .....	13
2.2. 坚果炒货：顺应健康需求，行业增长空间大 .....	14
2.3. 坚果炒货：线上发展迅速，混合坚果走俏 .....	14
2.4. 坚果炒货：格局较分散，集中度有待提高 .....	16
3. 瓜子基本盘夯实，产品升级+渠道拓展空间足 .....	18
3.1. 测算洽洽瓜子市占率 18%，将持续受益于包装化趋势 .....	18
3.2. 产品升级+渠道拓展，瓜子业务空间仍广 .....	20
4. 聚焦每日坚果，“坚果+”第二曲线成长佳 .....	22
4.1. 聚焦每日坚果，坚果业务持续高增 .....	22
4.2. 差异化定位“新鲜”，由高标准的自主制造保驾护航 .....	23
5. 可转债落地，扩建产能持续加码 .....	26
6. 盈利预测与投资建议 .....	27
6.1. 盈利预测 .....	27
6.2. 投资建议 .....	27

## 图表目录

图 1: 洽洽食品发展历程	9
图 2: 2015-2020 年洽洽食品坚果类业务占比提升	10
图 3: 洽洽食品股权结构 (截至 2021 年 6 月 30 日)	10
图 4: 2010-2021H1 洽洽食品营业总收入	12
图 5: 2010-2021H1 洽洽食品归母净利润	12
图 6: 洽洽食品与同业可比公司的毛利率 (%) 比较	12
图 7: 洽洽食品与同业可比公司的净利率 (%) 比较	12
图 8: 洽洽食品与同业可比公司的期间费用率 (%) 比较	12
图 9: 洽洽食品的期间费用率 (%) 拆分	12
图 10: 我国休闲食品行业将达万亿市场规模	13
图 11: 2020 年种子及坚果炒货是休闲食品第二大品类	13
图 12: 2015-2020 年种子及坚果炒货复合增长率位于子行业第三	13
图 13: 我国成人坚果人均消费量低于膳食指南建议 (单位: g/天)	14
图 14: 坚果主要分类	14
图 15: 坚果行业消费者以年轻人居多	14
图 16: 山核桃/坚果/炒货淘宝销量稳中有增	15
图 17: 天猫“每日坚果”消费人群在天猫坚果人群渗透率	16
图 18: 从上市公司 2020 年坚果炒货类营业收入看行业集中度较低	17
图 19: 洽洽食品国内营销系统分布广	18
图 20: 洽洽食品国外营销系统分布在多个国家和地区	18
图 21: 包装流通瓜子领域市场份额占比	18
图 22: 洽洽食品营收按地区分布	18
图 23: 2017-2020 年洽洽食品蓝袋瓜子含税销售收入	20
图 24: 洽洽食品葵花子销售单价及与原材料平均成本比值	21
图 25: 2016-2020 年洽洽食品葵花子业务毛利率 (%)	21
图 26: 2019-2020 年洽洽食品海外地区收入增长加速	21
图 27: 2016-2020 年洽洽食品坚果业务收入	22
图 28: 2016-2020 年洽洽食品坚果业务毛利率	22
图 29: 洽洽在商超中的坚果店中店产品陈列生动化、系列化	23
图 30: 洽洽每日坚果六大新鲜标准	24
图 31: 洽洽“质造”的三大优势	24
图 32: 2017-2020 年洽洽食品葵花子和坚果产能利用率处于较高水平	26

表 1: 洽洽食品产品矩阵 .....	9
表 2: 洽洽食品核心高管及背景 .....	11
表 3: 2019 年我国包装类瓜子市场规模及渗透率测算 .....	19
表 4: 2025 年包装瓜子市场规模测算 .....	19
表 5: 不同品牌每日坚果产品比较 .....	23
表 6: 公司可转债募投项目 .....	26
表 7: 洽洽食品收入预测 (单位: 百万元) .....	27
表 8: 可比公司估值 .....	28

## 1. 洽洽食品：从多元到聚焦，瓜子龙头重回发展快车道

洽洽食品主要生产坚果炒货类、焙烤类休闲食品，经过多年的发展，公司凭借稳定原料基地优势和产品质量优势，深受消费者的喜爱，品牌知名度和美誉度不断提升，是中国坚果炒货行业的领军品牌，产品远销国内外 40 多个国家和地区，拥有较高的知名度和市场影响力。

### 1.1. 从多元到聚焦，瓜子龙头快速发展

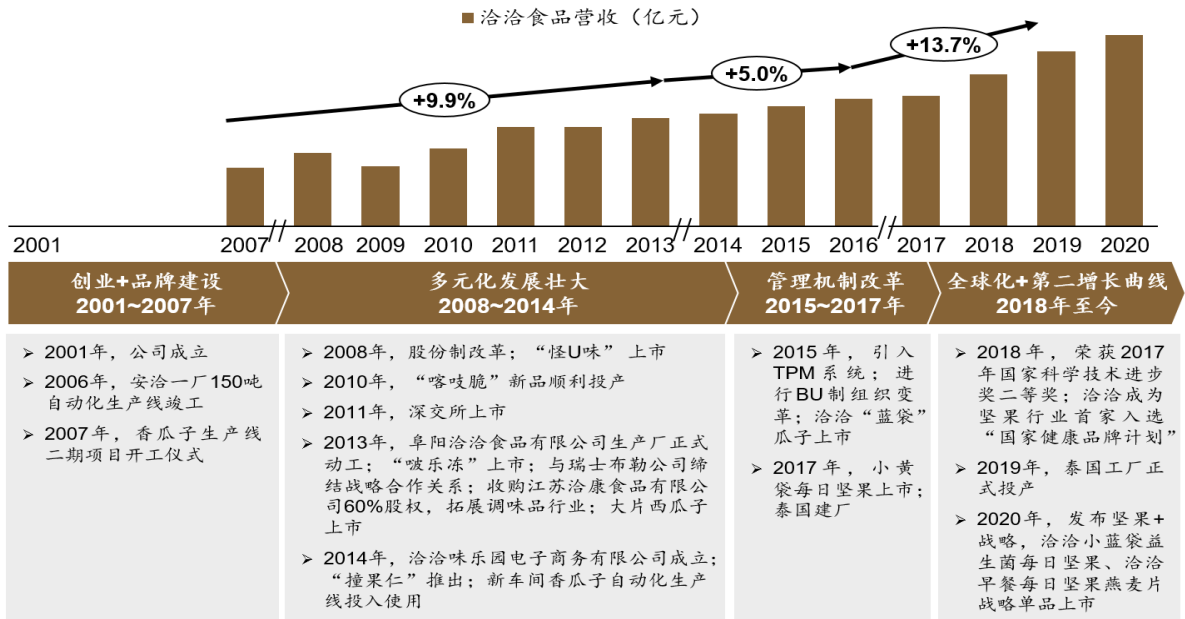
洽洽食品成立于 2001 年，主要生产坚果炒货类、焙烤类休闲食品，在 2011 年上市。在产品战略上，公司主要经历了从瓜子向多元品类发展、再到聚焦瓜子坚果业务发展的历程；在渠道战略上，公司从区域品牌发展为全国知名品牌，并开始实施全球化战略。公司在不断发展壮大的同时，也通过战略调整使公司收入增长在近几年重回了快车道。

总体而言，公司发展历程可分为以下四个阶段：

- **2001~2007 年，创业+品牌建设。**公司成立于 2001 年，通过独特的工艺创新（变炒为煮）、品牌塑造（大规模广宣）以及渠道下沉，成为国内瓜子龙头，洽洽品牌也逐渐深入人心。2006 年，在中国品牌研究院公布的“中国 100 最具价值驰名商标”中，“洽洽”品牌以 18.225 亿的价值荣登第 88 位；2007 年，“洽洽”品牌喜获 2006 安徽经济年度“十大自主品牌奖”
- **2008~2014 年，多元化发展壮大。**公司从 2008 年开始，往多元化发展，相继推出“怪 U 味”、“喀吱脆”等新品。公司于 2011 年成功上市后，进一步扩充品类，相继切入薯条、果冻、牛肉酱等赛道，但是成效低于预期。
- **2015~2017 年，管理机制改革+产品重新聚焦。**产品上，公司在吸取过度扩品类的弊端经验后，由“1+N”战略转向“1+1”战略，在夯实瓜子主业的同时，推出蓝袋瓜子并进入坚果赛道，2017 年公司成功推出每日坚果。内部管理上，公司进行 BU 制组织变革，并于 2015 年、2017 年推出股权激励。
- **2018 年至今，全球化+打造第二增长曲线。**公司从 2018 年开始实行全球战略，2019 年洽洽泰国工厂正式投产，这是公司旗下全球“第一座”坚果海外工厂，作为踏出品牌全球化新征程的重要一步，也为洽洽食品布局全球加快了步伐。2019 年洽洽还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，并积极打造坚果品类作为第二增长曲线。公司 2019 年小黄袋成功实现放量至 8.5 亿元，公司营收重回高增。2020 年，洽洽品牌再次登榜“中国品牌价值 500 强”，品牌价值达 226 亿元。



图 1: 洽洽食品发展历程



资料来源: Wind, 公司官网, 德邦研究所

**加快产品创新升级, 构建以“瓜子+坚果”为核心的产品矩阵。**公司聚焦瓜子和坚果两大品类, 并对产品不断进行升级迭代。在公司传统优势主业——瓜子品类上, 公司在经典红袋系列基础上, 开发出蓝袋及绿袋系列, 在产品口味、包装等方面实现不断的创新升级。同时推出高端瓜子品牌“葵珍”, 进一步丰富瓜子产品矩阵布局; 在第二增长曲线——坚果品类上, 公司以小黄袋每日坚果为基础, 推出新品益生菌每日坚果和坚果燕麦片, 持续推动“坚果+”的产品矩阵的丰富; 在其他品类上, 公司也积极拓展在其他休闲食品产品上的布局, 并成功打造出喀吱脆、怪U味、山药脆片等热销产品。

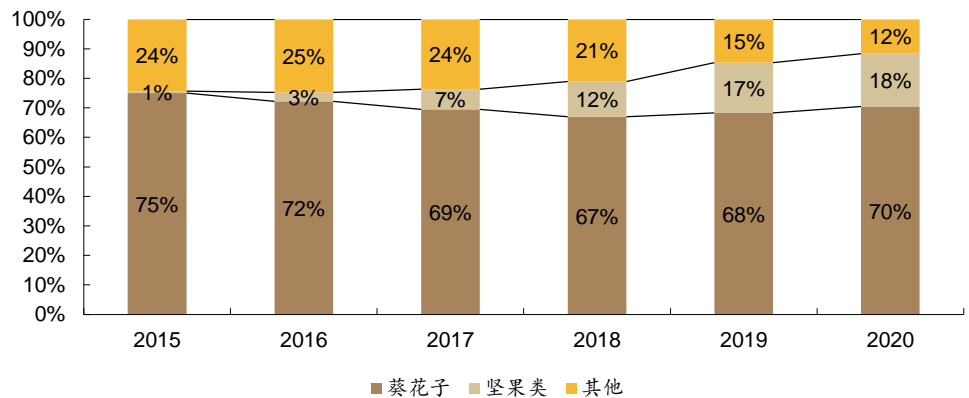
表 1: 洽洽食品产品矩阵

类型	品类	产品口味	产品图示
瓜子	香瓜子系列 (红袋系列)	五香、凉茶、奶香	
	蓝袋系列	焦糖味、山核桃味、蜂蜜黄油味、藤椒味、芝士味、海盐味	
	原香瓜子 (绿袋系列)	原香	
	葵珍系列	五香、原味	
坚果类	洽洽每日坚果 (小黄袋)	混合果仁	
	洽洽小蓝袋益生菌每日坚果	浓郁酸奶风味	
	每日坚果燕麦片	3种坚果+5种水果+燕麦	
其他类	小湿煮	麻辣味、五香味	
	喀吱脆薯脆	麻辣香锅味、韩式泡菜味、珍品原味、芥末三文鱼味、葱香烤翅味、鸡汁番茄味、铁板烧烤味	
	山药妹山药脆片	麻辣味、葱香味、烧烤味、海苔味、番茄味	
	香花生系列	椒盐味、奶油、麻辣	
	怪U味	麻辣味、五香味、蟹黄味	

资料来源: 公司官网, 公开信息整理, 德邦研究所

在收入端，瓜子稳健增长，坚果快速放量，其他品类收入占比不断缩小。公司聚焦瓜子和坚果两大品类，瓜子业务是公司最主要的收入来源，其中最主要的葵花子业务 2020 年实现收入 37.25 亿元，在总营收中占比达到 70.43%。2015-2020 年公司瓜子业务收入的年复合增速为 8.43%，主要系升级传统红袋瓜子产品及推出蓝袋系列新产品所致；公司坚果业务聚焦每日坚果，随着公司拓展坚果业务，公司坚果业务收入快速放量，2015-2020 年复合增速高达 114.95%，在总营收中占比由 2015 年的 0.63% 快速提升至 2020 年的 17.96%，坚果已成为公司第二大品类；公司其他业务包括薯片、西瓜子类、豆类、调味品类、花生类、派类、南瓜子类、原料贸易类等，单项收入占比较小。在公司实行聚焦瓜子和坚果两大品类的战略后，其他业务占比不断减小，2020 年其他业务收入占比为 11.61%。

图 2：2015-2020 年洽洽食品坚果类业务占比提升

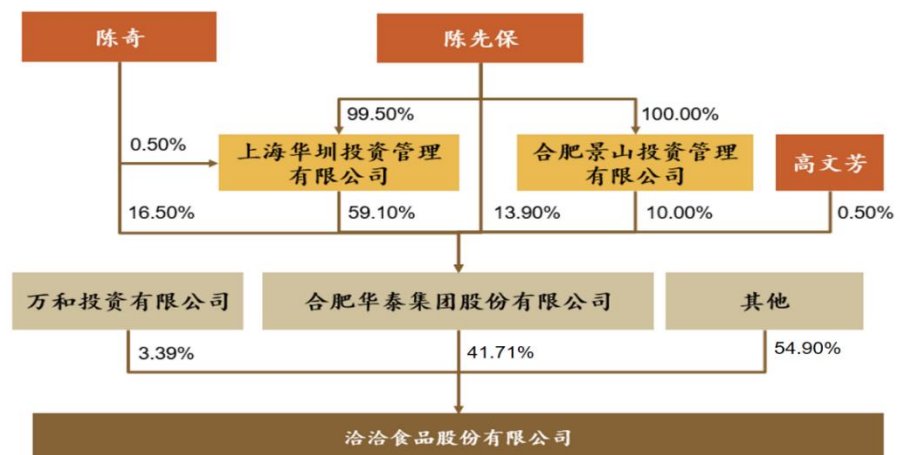


资料来源：Wind，德邦研究所

## 1.2. 家族企业，股权集中结构稳定

公司为家族式企业，股权相对集中，股权结构稳定。公司控股股东为合肥华泰集团股份有限公司，持有公司 41.71% 的股份，其实控人陈先保也是公司的实控人；第二大股东为万和投资有限公司，持有公司 3.39% 的股份，继承了洽洽食品发起人之一亚洲华海贸易有限公司原本持有的公司部分股份。两大股东合计持有公司 45.10% 的股份，股权较集中，股权结构稳定，叠加创始人管理，保证了公司经营理念的连贯性和稳定性，利于提高转型期执行力和减少改革阻力。

图 3：洽洽食品股权结构（截至 2021 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，德邦研究所

### 1.3. 管理层经验丰富，员工持股激励充分

公司创始人勇于创新、经验丰富，高管具有多年行业内部管理经验，对公司发展战略把握精准。公司董事长陈先保先生依靠棒冰起家，凭借在休闲零食行业多年的经验和人脉积淀，在瓜子的工艺、配方、营销、渠道等方面尝试创新，带来炒货行业的革命。2015年，陈先保开始兼任公司总经理，洽洽聚焦主业，实现更加迅猛的发展。同时，公司关键管理人员均具备行业专业背景和多年的从业经验，对行业的发展水平和发展趋势有着深刻的认识。公司的管理团队能够基于公司的实际情况、行业发展水平和市场需求制定符合公司长远发展的战略规划，能够对公司的研发、生产、营销和投融资等经营管理问题进行合理决策并有效实施。

表 2：洽洽食品核心高管及背景

姓名	职位	简介
陈先保	董事长，总经理	1982-1995年在安徽省糖业烟酒公司工作，1998年加入合肥华泰食品有限责任公司任董事长，总经理；2001-2006年任合肥华泰食品有限责任公司董事长，总经理，现任洽洽食品股份有限公司董事长，华泰集团董事长。
陈俊	副总经理/董事会秘书/董事	先后任安徽国祯能源集团国祯热电控股公司、亳州热电公司、安徽生物药业公司财务总监；2003年9月-2008年6月任安徽洽洽食品股份有限公司财务经理；2008年6月-2013年1月任洽洽食品股份有限公司财务经理，财务副总监；2013年1月起任洽洽食品股份有限公司财务总监。
王斌	副总经理	2008-2014年先后任康师傅(重庆)方便食品有限公司、顶新国际集团，市场研究主管，品牌主管；2014年7月起，先后任洽洽食品股份有限公司海外事业部市场部经理，国蔡事业部市场部经理，副总经理，总经理兼营销中心总经理，公司总经理助理兼国蔡事业部和营销中心总经理，公司总经理助理兼营销中心，坚果事业部，饮品事业部总经理；现任洽洽食品股份有限公司副总经理兼营销中心，坚果事业部，饮品事业部总经理。
陈奇	董事，副总经理	2013年1月-2014年9月任安徽华元金融集团总裁助理，副总裁，分管投资和资管业务；现任合肥华泰集团股份有限公司副董事长，合肥洽洽味乐园电子商务有限公司总经理。
李小璐	财务总监	2012-2015年任洽洽食品股份有限公司供应链总部财务经理，国蔡事业部财务经理；2016年起任职公司财务总部副总监。

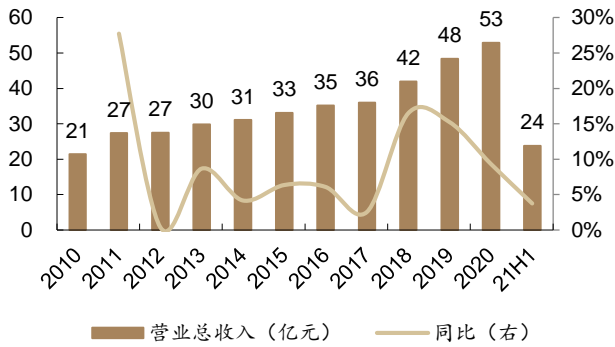
资料来源：Wind，德邦研究所

员工持股计划持续推进，为公司发展注入长期动力。公司自上市以来持续推进员工持股，目前共计实施了六期员工持股计划，其中第六期员工持股计划正在推进中，涉及对象包括公司董事、监事及高级管理人员共9人，经营单位和职能部门负责人、经理级及以上管理和专业人员、其他骨干员工不超过204人。此外，公司拟于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，每批员工持股计划各自独立存续。公司优秀的管理团队为公司保持竞争优势和可持续发展提供了根本保证，公司将员工持股计划视为中长期的奖励政策，让更多的管理人员和核心技术人员跟随企业成长和发展，具有很强的团队凝聚力和激励效果，有望为公司长远发展持续注入动力。

### 1.4. 盈利能力领先，2018年重回发展快车道

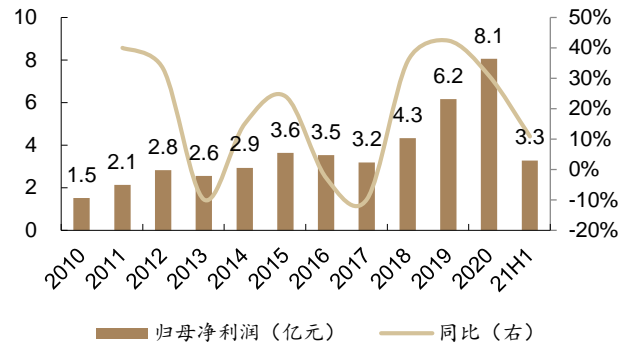
业绩稳健增长，2018年重回发展快车道。2020年公司实现营业收入52.89亿元，同比增长9.35%；实现归母净利润8.05亿元，同比增长30.73%。2008-2014年洽洽不断进行跨品类的尝试，但始终没能打开新细分市场的突破口，历经2015-2017年间转型改革，公司管理机制得到优化，业务端重新聚焦瓜子和坚果。从2018年开始，公司重回发展快车道，2017-2020年公司营业收入、归母净利润的年复合增速分别达到13.66%、36.12%。

图 4: 2010-2021H1 洽洽食品营业总收入



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 2010-2021H1 洽洽食品归母净利润

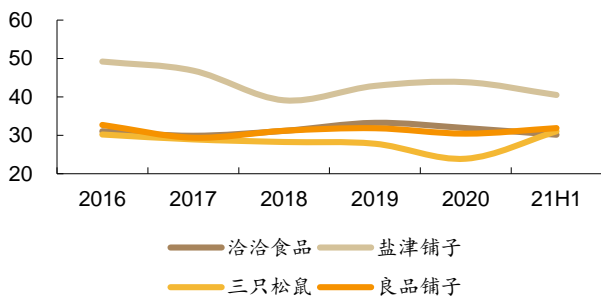


资料来源: Wind, 德邦研究所

**净利率高于同业可比公司，盈利能力突出。**2020 年公司毛利率为 31.89%，同比减少 1.37 个百分点。公司于 2020 年 1 月 1 日执行新收入准则，将属于合同履约成本的运费调整至“营业成本”列报。若调整至去年同期口径下，公司综合毛利率为 34.43%，同比增长 1.37 个百分点。2020 年公司净利率达到 15.22%，处于历史最高水平。2018 年以来，公司净利率均在 10% 以上，优于同业可比公司。

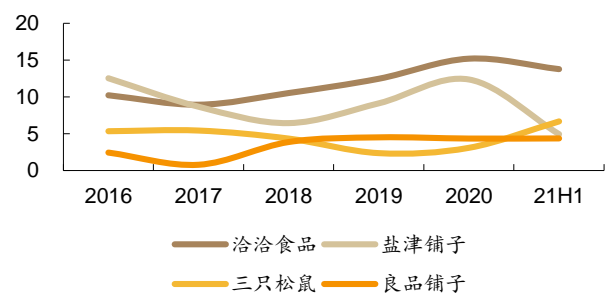
**期间费用率低于同业可比公司，费用控制能力强。**2016 年以来公司期间费用率均低于 20%，显著低于同业可比公司。2020 年，因疫情期间部分市场活动未开展及会计政策变更，销售费用率显著下滑 4.00 个百分点（去年同期口径下，公司 2020 年销售费用率同比下滑 1.50 个百分点），公司期间费用率同比下滑 4.64 个百分点至 14.57%。

图 6: 洽洽食品与同业可比公司的毛利率 (%) 比较



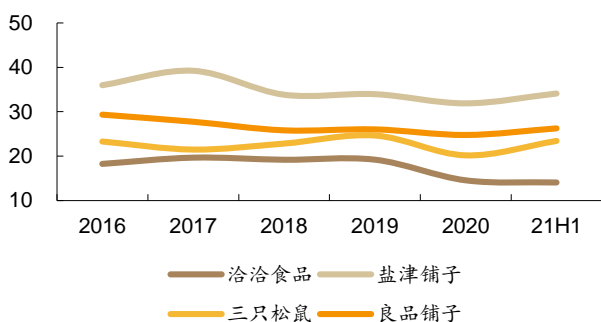
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 7: 洽洽食品与同业可比公司的净利率 (%) 比较



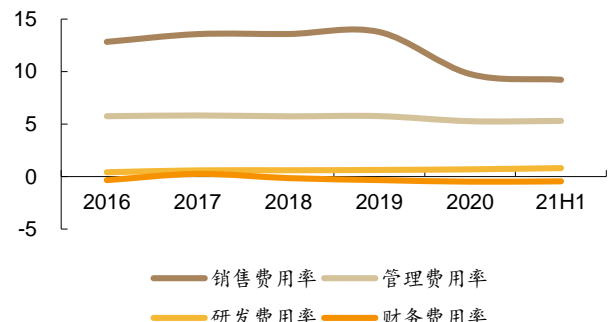
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 8: 洽洽食品与同业可比公司的期间费用率 (%) 比较



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 9: 洽洽食品的期间费用率 (%) 拆分



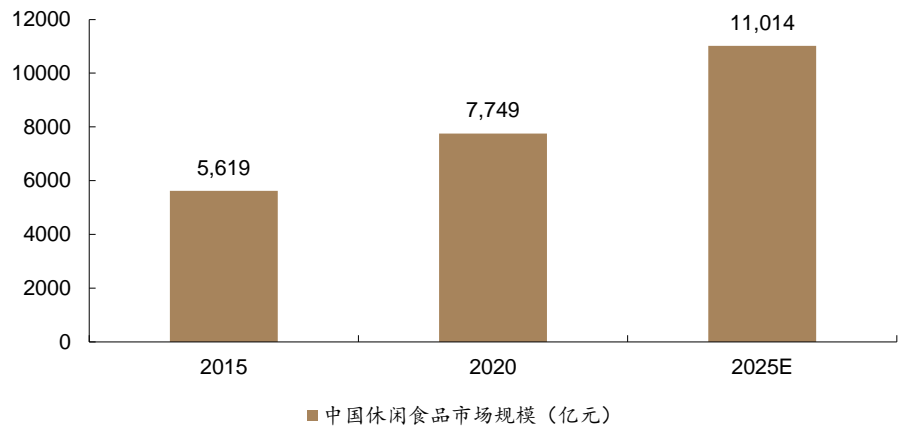
资料来源: Wind, 德邦研究所

## 2. 休闲食品五年看万亿，坚果炒货发展空间大

### 2.1. 休闲食品：规模五年看万亿，坚果炒货量大增速快

我国休闲食品市场蓬勃发展，2025年市场规模有望达万亿。伴随着我国经济发展以及人均可支配收入的提高，百姓对休闲食品的需求不断提高，休闲食品消费场景日益丰富，同时创新产品不断涌现，这带来了我国休闲食品行业近年来的蓬勃发展。Frost&Sullivan 数据显示，按零售额计算，2020年我国休闲食品行业规模达7749亿元，2015年至2020年复合增长率为6.6%，预计2020年至2025年复合增长率将达到7.3%。按零售额计算，2025年中国休闲食品行业的市场规模预计将达到11014亿元。

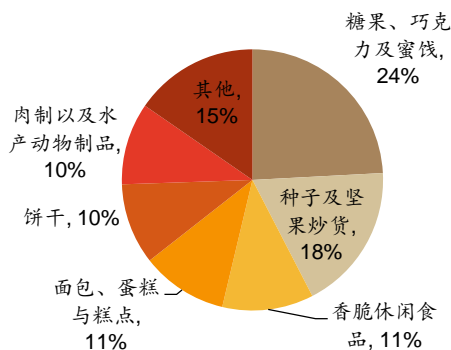
图 10：我国休闲食品行业将达万亿市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，卫龙招股书，德邦研究所

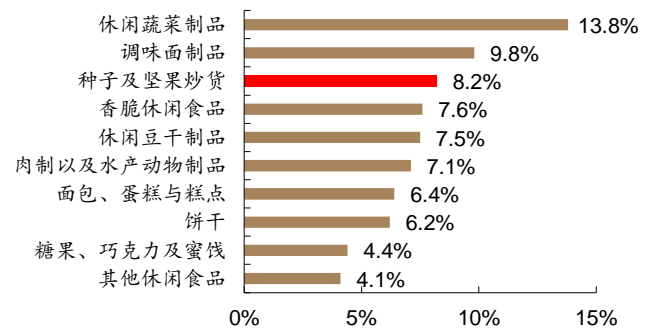
我国休闲食品中，坚果炒货量大且增速快。2020年，在我国休闲食品市场中，种子及坚果炒货零售额口径的市场规模约1415亿元，约占18%，是占比第二高的品类。坚果炒货作为休闲食品中的新兴品类，仍处于蓬勃发展中，2015-2020年市场规模CAGR达8.2%；据Frost&Sullivan预测，预计未来5年复合增速达9%，至2025年零售总规模达2173亿元。

图 11：2020年种子及坚果炒货是休闲食品第二大品类



资料来源：卫龙招股书，德邦研究所

图 12：2015-2020年种子及坚果炒货复合增长率位于子行业第三



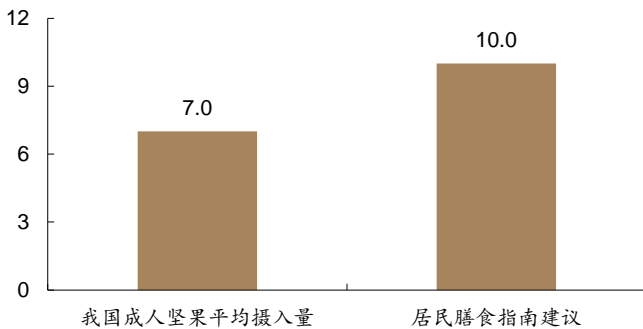
资料来源：卫龙招股书，德邦研究所

## 2.2. 坚果炒货：顺应健康需求，行业增长空间大

从健康角度，我国人均坚果摄入量仍不足。《中国居民膳食指南(2016)》建议，成年人每周坚果推荐摄入量为 50~70 克，相当于每天摄入 10 克左右。而中国疾病预防控制中心营养与健康所《坚果与健康关系的科学证据》研究显示，当下我国成人坚果平均摄入量仅为 7g/天，与居民膳食指南建议仍有较大的差距。

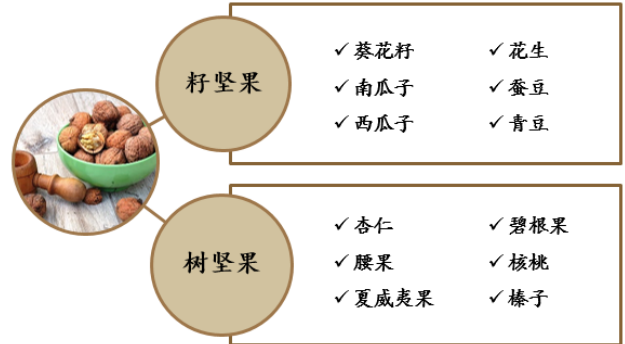
消费结构不均衡，树坚果未来空间大。坚果主要可以分为树坚果和籽坚果两类。树坚果主要包括杏仁、碧根果、腰果、核桃、夏威夷果、榛子等；籽坚果主要包括花生、葵花籽等瓜子、蚕豆、青豆等。不同的坚果含有不一样的营养元素，但我国居民坚果消费存在结构不均衡的问题。目前我国居民的坚果消费结构以籽坚果为主，根据智研咨询数据，其在坚果摄入量中占比超过 50%。相反，在树坚果品类上，中国消费量较少，根据中国食品工业协会的数据，中国每人每年消费的杏仁、腰果、夏威夷果、碧根果、核桃总量占美/日/全球的 14%/67%/71%，未来坚果、尤其是树坚果有很大的发展空间。

图 13：我国成人坚果人均消费量低于膳食指南建议（单位：g/天）



资料来源：《中国居民膳食指南(2016)》，《坚果与健康关系的科学证据》，德邦研究所

图 14：坚果主要分类

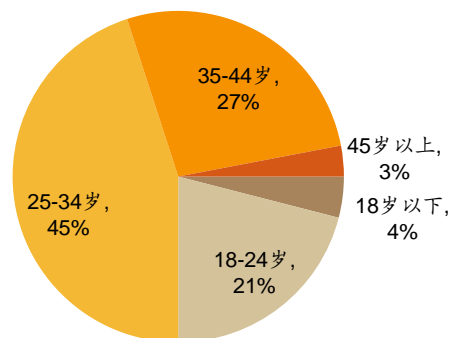


资料来源：公开信息整理，德邦研究所

## 2.3. 坚果炒货：线上发展迅速，混合坚果走俏

从消费群体来看，坚果炒货消费年轻化趋势明显。根据 MobTech 数据，我国坚果消费者中，18-34 岁的年轻族群占比达 66%，其中 25-34 岁占 45%。消费群体年轻化，带来坚果炒货行业发展朝贴合年轻人需求方向发展，主要体现在渠道变化和 product 变化上。

图 15：坚果行业消费者以年轻人居多



资料来源：MobTech，德邦研究所

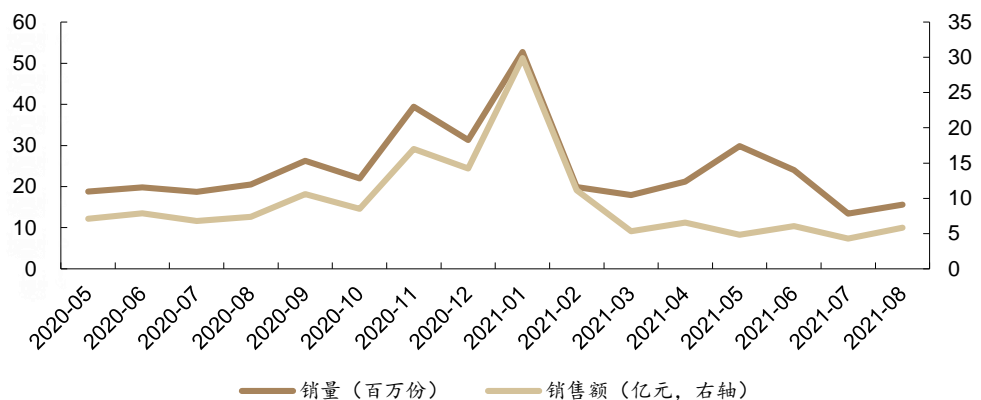
乘商超加速线上业务之东风,在销售渠道方面,坚果炒货线上渠道发展迅速。尽管传统商超近年来流量有所下滑,但线上端有极大爆发,通过“到家+到店”业务实现线上化转型,尤其是经过新冠疫情,超市线上化进程再次提速。

以永辉超市为例,2020年永辉线上销售额(含到家与其他收入)实现百亿规模,同比增长198%,21Q1线上销售额达36.7亿元,同比增长75.6%,保持高增态势。高鑫零售21Q1一小时达的店日均单量已达近1100单,同比增速超过40%。

坚果炒货天然具备线上销售的优势,可以借助商超线上转型和线上电商渠道提升销量。一方面,产品保质期较长,无需冷链低温运输,适合线上销售这种远距离配送方式;另一方面,产品单价低、消费频次高、品类众多,适合线上推广以及进行混搭销售。

因此,伴随消费年轻化,线上也越来越成为坚果炒货的重要销售渠道,CBNDATA联合天猫发布的《2019坚果炒货行业消费洞察趋势白皮书》显示,我国坚果线上零售额占比已经增长超过12.5%,2018年淘系坚果炒货行业成交规模是2012年的10倍。根据淘数据,就细分品类来看,混合坚果和瓜子品类增速稳定排在前三,2021年8月混合坚果/瓜子销量同比增速为34.36%/11.87%,销售额同比增速为54.27%/20.00%。

图 16: 山核桃/坚果/炒货淘宝销量稳中有增

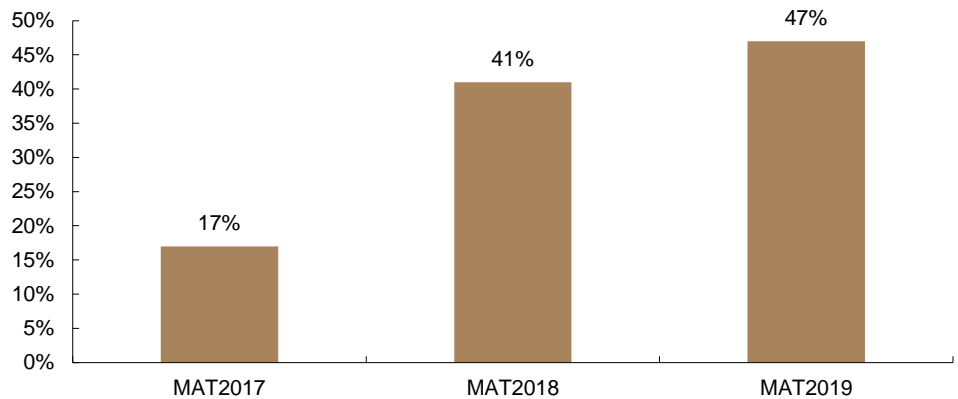


资料来源:淘数据,德邦研究所

在产品结构方面,产品多样化趋势明显,混合坚果受欢迎。年轻人的生活及工作节奏较快,但同时由于压力较大,年轻一代也越来越重视健康养生。针对这一痛点,坚果炒货行业也创新出更多便携化、一人食、满足多样化需求的产品,突出体现在坚果炒货在口味、包装、功能上越来越多元。与此同时,主打能同时满足多种营养需求的混合坚果成为最受欢迎的一个品类,CBNDATA数据显示,作为坚果市场的主力品类,MAT2020<sup>1</sup>天猫上混合坚果的销售额占到了整体坚果市场的一半以上。而其中,“每日坚果”成为热门产品,其通过一小包定量装的混合坚果产品,给消费者塑造了每日一包即可满足一天坚果需求的消费认知,直击了年轻一代对便携和养生的双重需求。天猫“每日坚果”消费人群在天猫坚果人群渗透率由MAT2017年的17%快速提高至MAT2019年的47%。

<sup>1</sup> MAT年份:是指上一年的7月1日至本年的6月30日。如MAT2020是指2019年7月1日至2020年6月30日

图 17: 天猫“每日坚果”消费人群在天猫坚果人群渗透率



资料来源: CBNDATA 消费大数据, 德邦研究所

#### 2.4. 坚果炒货: 格局较分散, 集中度有待提高

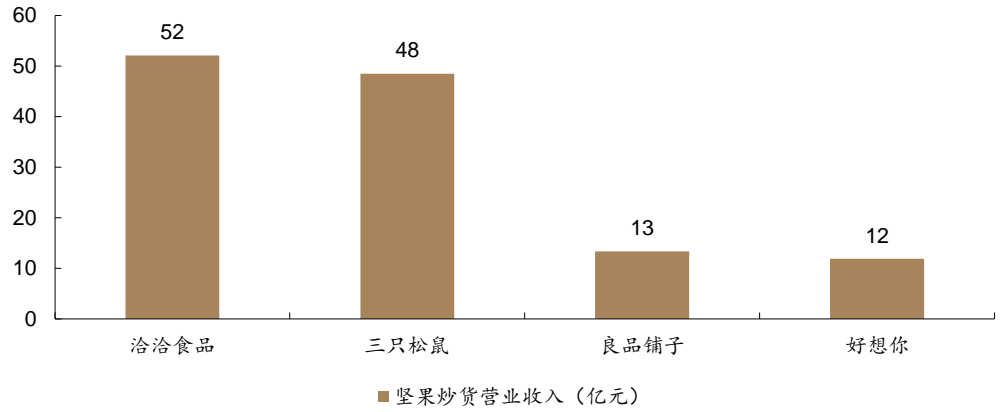
我国坚果炒货工业化较晚。我国坚果炒货行业直到上世纪 90 年代, 才开始了工业化生产。在继承悠久传统的基础上, 通过技术和工业创新发展, 整个行业的机械化、规模化、自动化水平不断提升, 已经实现从传统手工业到现代食品加工业的转变。

坚果炒货行业属于完全竞争市场, 行业格局较为分散。从市场竞争角度, 我国坚果炒货行业属于完全竞争市场, 形成了若干全国性品牌和区域品牌主导市场的销售局面。目前我国坚果炒货龙头主要包括洽洽食品、三只松鼠、良品铺子等, 2018 年行业 CR5 仅有 17%, 其中只有洽洽食品采取大单品路线, 产品聚焦在以瓜子和坚果为主的坚果炒货行业, 其他四家均为全品类路线, 产品涉及坚果炒货、肉类零食、烘焙、果干等多个品类。

测算 2020 年洽洽食品、三只松鼠零售市场份额分别为 6.6%/5.6%。根据坚果炒货行业 2020 年零售规模 1415 亿元, 和 15-20 年 CAGR8.2%, 倒算 2018 年规模约 1213 亿元。根据洽洽食品、三只松鼠 2018 年市占率 6%/5%, 计算 2018 年终端零售额分别为 72.8/60.7 亿元。计算得洽洽食品、三只松鼠 2018-2020 年坚果收入 CAGR 分别为 13.2%/14.5%, 假设渠道加价率不变, 则 2020 年终端零售额分别增长至 93.3/79.6 亿元。根据 2020 年 1415 亿行业零售规模, 测算洽洽食品、三只松鼠市占率分别为 6.6%/5.6%, 较 2018 年分别+0.6/+0.6pct。



图 18: 从上市公司 2020 年坚果炒货类营业收入看行业集中度较低



资料来源: wind, 德邦研究所

注: 洽洽食品采用主营收入, 三只松鼠采用坚果类收入, 好想你采用坚果系列收入

未来市场份额有望继续向优势品牌集中, 坚果炒货龙头未来发展空间大。在消费升级和食品安全意识增强的背景下, 消费者对优质品牌产品的消费意识普遍增强, 尤其是强调健康养生属性的坚果炒货, 消费者会对其食品安全及食材品质提出更高的要求。未来伴随坚果炒货行业不断发展壮大, 龙头对上游原材料的溯源把控、以及对下游销售渠道的话语权会越来越强, 其规模优势也会愈加明显, 因此我们认为, 未来坚果行业的市场份额有望继续向优势品牌集中, 龙头未来发展空间大。

### 3. 瓜子基本盘夯实，产品升级+渠道拓展空间足

#### 3.1. 测算洽洽瓜子市占率 18%，将持续受益于包装化趋势

公司作为包装瓜子的绝对龙头，核心壁垒深厚。在包装流通瓜子领域，洽洽的市占率高达 41%，远远超过其他竞争对手。从销售区域来看，公司已成为全国性瓜子品牌，2020 年南方区/东方区/北方区在营收中占比分别为 35.32%/25.66%/18.85%。公司 2020 年葵花子类业务营收 37.25 亿元，同比增长 12.80%，营收占比达 70.43%，2021H1 葵花子类业务营收 16.13 亿元，营收占比 67.77%。截至 2020 年 12 月 31 日，公司有 1000 多个经销商，其中国内有 900 多个经销商客户、国外有近 100 个经销商客户，营销系统遍布海内外。除此以外，公司的产品已出口到泰国、马来西亚、印度尼西亚、越南、美国、加拿大等国家和地区，2020 年海外收入占比达 8.90%。而同业竞争对手中，其他品牌的生产销售存在较强的地域性，例如大好大主要集中在江浙区域，金鸽主要集中在陕西及周围。公司在瓜子领域中的品牌力、渠道力都远远领先，核心壁垒深厚。

图 19：洽洽食品国内营销系统分布广



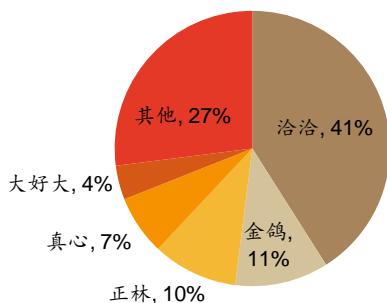
资料来源：公司官网，德邦研究所

图 20：洽洽食品国外营销系统分布在多个国家和地区



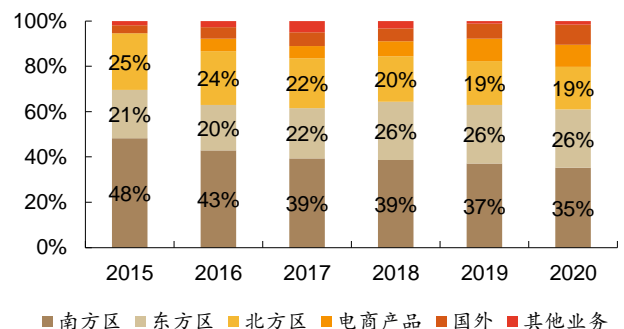
资料来源：公司官网，德邦研究所

图 21：包装流通瓜子领域市场份额占比



资料来源：华经情报网，德邦研究所

图 22：洽洽食品营收按地区分布



资料来源：Wind，德邦研究所

我国包装类瓜子市场空间约 120 亿元。由于公司 2019 年葵花子业务收入占 70%，西瓜子和南瓜子收入合计仅占 3%，且瓜子中仅披露了葵花子产量，因此以葵花子近似作为公司瓜子整体业务来测算。公司生产实行以销定产，我们假设公司 2019 年葵花子销量即为产量 15.3 万吨。通过渠道跟踪发现，公司的瓜子终端

零售价维持在 9.9 元/308g，即终端销售吨价约 3.21 万元/吨，结合销量 15.3 万吨，终端口径下公司 2019 年瓜子销售规模达 49 亿元。根据洽洽食品在包装流通瓜子领域市场份额占比为 41%，测算包装类瓜子市场规模（终端口径）约 120 亿元。

**我国包装瓜子渗透率约 44%，还有较大提升空间。**根据公司公开发行可转换公司债券募集说明书的数据，近年来我国食用葵花籽产量总体保持稳定，2015-2018 年产量维持在 90-100 万吨。假设我国食用葵花籽产销平衡，2019 年总销量为 100 万吨，同时以洽洽瓜子销售单价代替行业平均，推算包装瓜子销量为 37.2 万吨，则散装瓜子销量约 62.8 万吨。散装吨价方面，以上海市为例，通过走访散装瓜子炒货市场，预计均价在 6 元/250g，折合吨价约 2.4 万元。因此预计散装瓜子市场规模达 150 亿元，我国瓜子市场总体规模约 270 亿元（散装+包装），包装瓜子渗透率约 44%，伴随消费者食品安全意识的提高及消费升级需要，瓜子行业包装化趋势明显，我国包装瓜子渗透率还有较大的提升空间。

**表 3：2019 年我国包装类瓜子市场规模及渗透率测算**

项目	数据
洽洽葵花子估计销量（万吨）	15.3
洽洽终端零售价（万元/吨）	3.2
洽洽终端销售规模（亿元）	49.0
洽洽在包装瓜子市场市占率	41%
包装瓜子市场规模（终端口径，亿元）	119.5
我国葵花籽估计产量（万吨）	100
包装瓜子销量（万吨）	37.2
散装瓜子销量（万吨）	62.8
预计散装葵花籽吨价（万元/吨）	2.4
测算散装瓜子市场规模（亿元）	151
瓜子市场整体规模（亿元）	270.1
包装类瓜子渗透率	44%
洽洽瓜子市占率（终端口径，包装+散装）	18%

资料来源：Wind，公司公告，公开信息整理，德邦研究所

**洽洽作为瓜子龙头，瓜子业务预计将受益于包装瓜子渗透率提高而得到稳健发展。**我国食用葵花籽产量总体保持稳定，我们预计未来中国瓜子市场呈现“量稳价增”的态势，预计 2019-2025 年市场规模的年复合增速将维持在 3% 左右的低个位数水平，2025 年市场规模有望达到 323 亿元。在悲观/中性/乐观的情景下，分别假设 2025 年包装瓜子渗透率将达到 50%/55%/60%，则中性假设下 2025 年包装瓜子市场规模达到 177 亿元。2019-2025 年复合增速为 7%。即使假设 2025 年洽洽食品在包装瓜子市占率仍为 41%、没有提高，则由于包装瓜子渗透率提高，带来洽洽食品在整个瓜子市场的市占率由 2019 年的 18% 提高至 2025 年的 23%。

**表 4：2025 年包装瓜子市场规模测算**

项目	悲观	中性	乐观
2025 年包装瓜子渗透率	50%	55%	60%
2025 年包装瓜子市场规模（亿元）	161	177	194
2019-2025 年包装瓜子 CAGR	5%	7%	8%
2025 年洽洽在整个瓜子市场市占率	21%	23%	25%

资料来源：Wind，公司公告，公开信息整理，德邦研究所

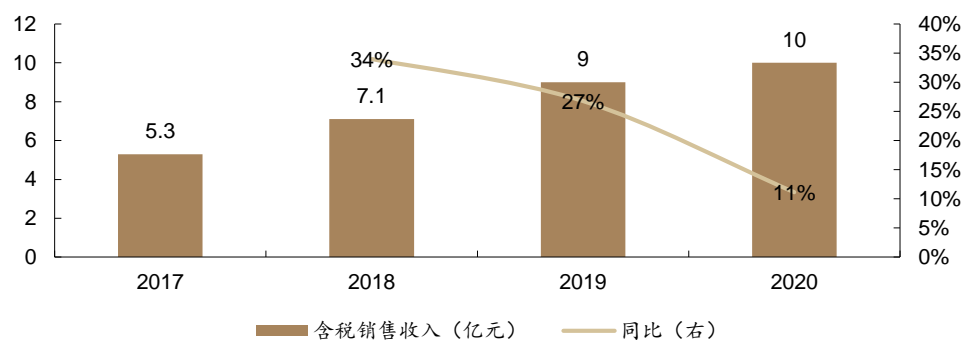
### 3.2. 产品升级+渠道拓展，瓜子业务空间仍广

**产品升级：蓝袋产品矩阵不断丰富、绿袋随红袋后全面升级，带来瓜子产品结构不断优化。**公司通过对瓜子产品的不断创新和升级，构建了包括以红袋、绿袋为主的低端经典系列、以蓝袋为主的中端系列、以葵珍为代表的高端系列在内包含多价位、多口味、多包装的瓜子产品矩阵，为瓜子业务的收入和利润增长提供了内生动力。公司在2015年推出高价位、多口味的蓝袋瓜子，该系列目前已经相继推出了焦糖瓜子、山核桃瓜子、蜂蜜黄油瓜子、藤椒瓜子、芝士瓜子、海盐瓜子等众多产品，风味化持续突破，产品矩阵不断丰富。2020年新品藤椒瓜子在部分市场聚焦推广，单品类全年实现销售额含税近1亿元；21H1公司与元气森林合作推出新品季节限定款“樱花白桃味瓜子”，深受年轻消费者喜爱；海盐口味蓝袋系列瓜子，也持续在部分市场聚焦推广，2020年蓝袋系列瓜子实现含税销售额突破10亿元，2017-2020年复合增速约24%，远超葵花子业务的年复合增速14%。

同时，公司对传统经典款瓜子也在持续升级，2017年公司对红袋瓜子系列进行了原料、生产工艺、外包装进行了优化升级，2019年下半年开始对绿袋做了包括包装、原料和配方在内的全面升级，让传统产品也焕发了新的生命力，20H1绿袋原香瓜子实现同比30%左右的增长。

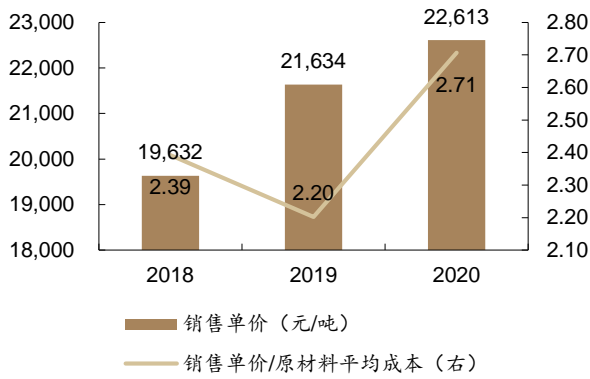
**公司在瓜子产品的不断升级，带来产品结构的不断优化，也促进瓜子业务整体收入及利润水平向好。**以蓝袋为例，从终端零售价来看，蓝袋瓜子均价5.53元/100g，远高于传统的红袋瓜子3.21元/100g。从毛利率来看，蓝袋瓜子毛利率也略高于红袋。在公司瓜子产品不断升级的情况下，葵花子的销售单价逐年上升，考虑到葵花子销售单价/原材料平均成本仅在2019年有所下降，同时公司2017年以来仅在2018年对香瓜子、原香瓜子、小而香西瓜子等八个品类的产品进行出厂价格的提高，因此可以推断公司2017年以来葵花子销售单价逐渐上升主要驱动因素是产品结构优化。同时公司整体毛利率也在2016年以后整体处于向上趋势，2018年-2019年已提高至35%左右，2020年有所下降料主要由于“运费”调整至“营业成本”影响。

图 23：2017-2020 年洽洽食品蓝袋瓜子含税销售收入



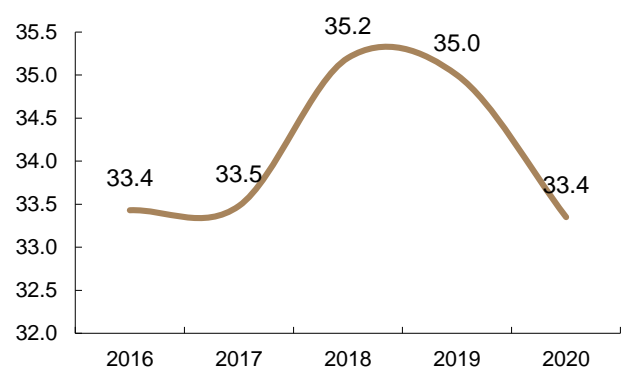
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 24: 洽洽食品葵花子销售单价及与原材料平均成本比值



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 25: 2016-2020 年洽洽食品葵花子业务毛利率 (%)

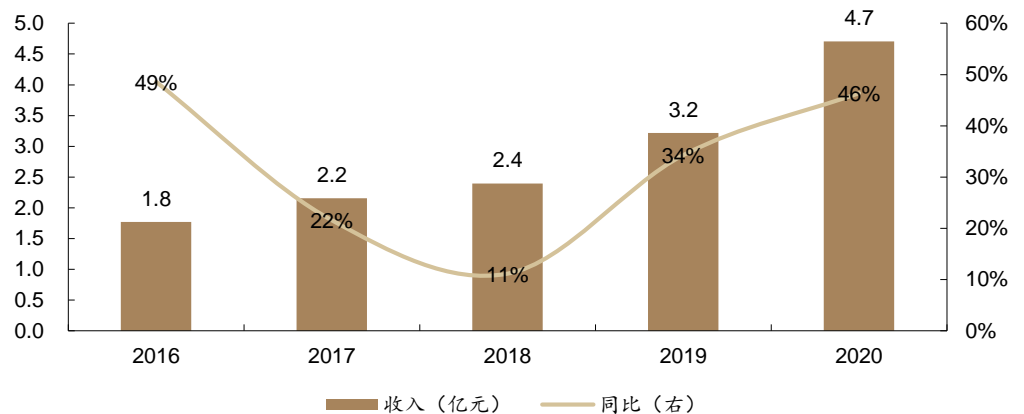


资料来源: Wind, 德邦研究所

**渠道拓展: 下沉市场仍可挖掘。**除了瓜子新品还有较大的渠道拓展空间, 经典红袋等瓜子产品, 通过弱势市场提升、三四线及县乡市场的精耕, 弘扬中国传统味道并及时本地化赋能海外市场发展, 实现销售额稳健增长, 2019 和 2020 年销售额均实现 10% 以上增长。目前公司掌握约 40 万个终端, 红袋瓜子在一二线等高线城市的渗透率达到 60~70%, 而在低线城市渗透率仅为 30% 左右, 下沉市场仍大有可为。在渠道拓展策略上, 公司通过“百万终端战略”提高终端覆盖度, 并加大电商、新零售等新渠道的开发, 进行全渠道发展。

**海外市场潜力十足。**公司持续拓展海外市场, 2020 年依托泰国工厂实现泰国市场的持续精耕发展, 日本市场突破, 印尼、越南对原有渠道进行深耕, 美、韩等国新渠道以及空白市场开拓, 全年海外实现收入 4.71 亿元, 同比高增 46.39%, 2016-2020 年复合增速达 28%。海外市场已成为公司新的增长点, 洽洽作为国潮品牌, 有望不断扩大海外市场的瓜子占有率, 提升销售渗透率, 提高在全球的瓜子市场份额, 获得更广阔的发展空间。

图 26: 2019-2020 年洽洽食品海外地区收入增长加速



资料来源: Wind, 德邦研究所

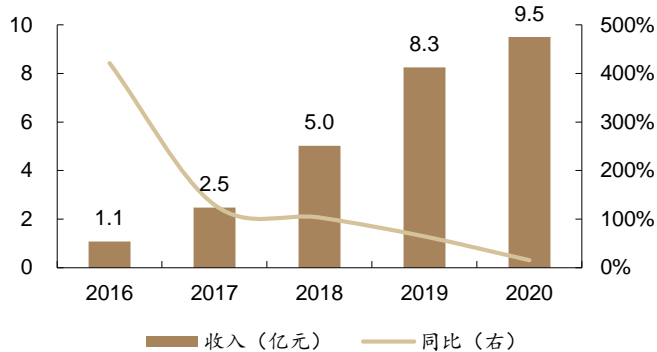
## 4. 聚焦每日坚果，“坚果+”第二曲线成长佳

### 4.1. 聚焦每日坚果，坚果业务持续高增

聚焦每日坚果，以小黄袋为基石丰富产品矩阵。公司在 2017 年推出小黄袋每日坚果，并进一步聚焦以每日坚果为主的坚果业务，推出每日坚果礼盒提升门店客单价，丰富产品属性，未来将补齐高档礼盒，贡献更多收入增量。2020 年，公司推出新品小蓝袋益生菌每日坚果，面向宝妈、学生等人群；推出每日坚果燕麦片，主打代餐概念，进一步扩充了“坚果+”的产品矩阵，不断丰富消费场景和消费群体。

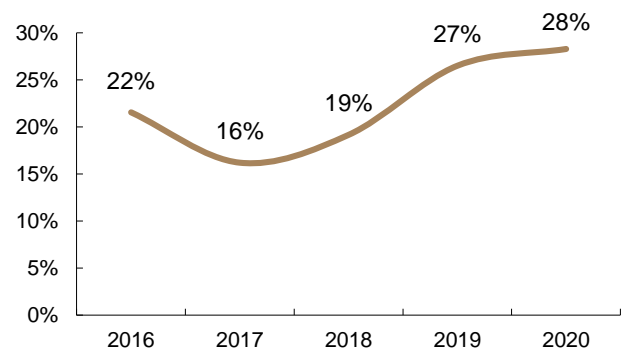
坚果业务持续高成长，规模效应带动毛利率提升。依托公司坚果炒货领域的品牌力和进口原料以及洽洽“质造”的品质保障，并借助公司深耕线下渠道多年构筑的强大渠道优势，公司坚果业务实现快速增长，2020 年收入达 9.50 亿元，同比增长 15.14%，营收占比达 17.96%，2016-2020 年复合增速高达 72.26%，2021H1 坚果业务营收 4.61 亿元，营收占比 19.37%，坚果已成为公司第二大品类。2020 年小黄袋每日坚果在上半年受到影响后，下半年销售额呈现逐步回升态势，全年保持良好增长，带动坚果业务在 2020 年实现 15.14% 的增长。同时伴随坚果品类逐步放量，公司自主生产带来的规模优势不断显现，坚果业务毛利率在 2017 年以后呈现不断上升的态势，2020 年达 28.29%。

图 27：2016-2020 年洽洽食品坚果业务收入



资料来源：Wind，德邦研究所

图 28：2016-2020 年洽洽食品坚果业务毛利率



资料来源：Wind，德邦研究所

看未来，坚果业务团购渠道持续放量，同时有望通过“店中店”、坚果营销车等新形式加大渠道渗透、提高品牌势能。一方面，2021 年公司成立团购事业部，企业团购销量较 2020、2019 年增长较多，据渠道跟踪，广东某经销商小黄袋销售中团购占 60% 以上。基于洽洽品牌认知度，企业团购有望持续放量；企业团购单量大、现金回流速度快，对于经销商而言利润丰厚。另一方面，公司积极尝试新的渠道形式，目前重点推进“店中店”项目，通过在重点城市较好的终端及标杆终端当中铺陈品牌和颜色鲜明的店中店，加大品牌宣传，进一步占领消费者心智。一般来看，相比于普通陈列在柜台，店中店将带来 20%~30% 的收入增长。目前公司店中店有 200 多家，今年预计增加 200-300 家，店中店布局速度进一步加快。除了店中店，公司还有望做一些渠道新的尝试，比如坚果营销车、终端自动贩卖机、定制/团购、特通渠道等，进一步加大坚果业务的渠道渗透，后期也会持续扩大销售城市。除此以外，公司把坚果定位为日常营养必需品，和牛奶、酸奶等营养性品类做联名促销，放到相同区域进行陈列，加大消费者的品牌认知度。

图 29: 洽洽在商超中的坚果店中店产品陈列生动化、系列化



资料来源: 草根跟踪, 德邦研究所

#### 4.2. 差异化定位“新鲜”，由高标准的自主制造保驾护航

“掌握关键保鲜技术”，洽洽每日坚果差异化定位“新鲜”。公司的每日坚果在产品包装和营销上重点突出“掌握关键保鲜技术”。在产品定位上，公司将每日坚果产品定位“新鲜”，并在 2020 年将每日坚果的定位扩展到日常营养必需品，打造国民健康食材。与沃隆、三只松鼠、百草味、良品铺子等主要竞争对手相比，公司差异化精准定位，用“新鲜”定义每日坚果产品的“品质”，将公司的优势具象化，直击消费者对坚果最为关注的营养和新鲜度问题，从而成功占领消费者心智；在营销打法上，今年公司仍聚焦电梯媒体，携手分众持续创新营销及品牌推广，提升传播的精准性和效率，其次公司会加强内容营销，包括加强两微一抖小红书方面，以私域营销占领市场货架与消费者心智货架。2020 年，公司通过透明工厂全球直播展现了洽洽“质造”的实力和“新鲜战略”的决心，通过坚果教育进校园、营养师直播、抖音短视频营养科普等丰富多彩的形式，传播“每日坚果=每日营养必需品”的健康理念，不断强化品牌势能。

表 5: 不同品牌每日坚果产品比较

品牌	口号	生产方式	每日坚果基础款图示	产品名称	主要配料
洽洽	掌握关键保鲜技术	自主		洽洽每日坚果 (小黄袋)	4 种坚果+3 种果干
				洽洽小蓝袋益生菌每日坚果	4 种坚果+3 种果干+益生菌
				每日坚果燕麦片 (经典原味/奇亚籽芝士味/蜜桃乌龙味/咸蛋黄味)	3 种坚果+5 种果干+燕麦片
沃隆	沃隆, 只做好坚果!	自主		混合坚果 (成人款/儿童款/家庭款)	4 种坚果+2 种果干
				妈妈每日坚果	4 种坚果+2 种果干
				学生款每日坚果	4 种坚果+2 种果干

三只松鼠	每天一包/元气满满/努力成为更牛的人!	代工		每日坚果	6种坚果+3种果干
百草味	每天一袋来自全球的好坚果	代工		益生菌每日坚果	6种坚果+3种果干+益生菌
良品铺子	—	代工		孕妇每日坚果	6种坚果+2种果干+红枣片
				每日坚果(鲜鲜活力款/全坚果款/旗舰款/均衡款/儿童款)	4种坚果+4种果干(鲜鲜活力款)
				无果干孕妇装	5种坚果,无果干
				每日坚果夹心海苔脆(混合坚果/巴旦木仁/南瓜籽仁夹心款)	海苔风味,4种坚果+二种果蔬籽仁(混合坚果夹心海苔款)
				益生菌每日坚果	3种坚果+3种果干+益生菌
				枣夹每日坚果	3种坚果+1种果干+红枣
				混合坚果(全能妈妈/活力白领款)	4种坚果+3种果干
				益生菌每日坚果(0蔗糖型、高钙型)	5种坚果+4种果干+益生菌

资料来源:天猫旗舰店,百度图片,公司官网,公开信息整理,德邦研究所

洽洽每日坚果“新鲜”定位深入人心,离不开公司自主生产锻造的供应链、生产技术和品控优势。公司将每日坚果的“新鲜”定为原料甄选、原料运输、原料储存、生产制造、加工工艺和包装保鲜方面的六大标准,涉及上游原料到中游制造再到下游运输的全产业链,进一步引领坚果行业的“新鲜”标准。

在原料端,公司开展坚果全球直采,小黄袋在坚果和果干原料上选取了中国的核桃、土耳其的榛子、澳洲/美国的巴旦木、柬埔寨/越南的腰果、加拿大的蔓越莓、智利的蓝莓和乌兹别克斯坦的黑加仑,品质优渥。

在生产端,公司不断加大研发投入,针对原料储存、生产加工、包装等环节进行技术改进和创新,公司采用瑞士立体烘焙工艺和4层镀铝包装+干燥剂+脱氧剂+充氮技术造就的袋内氧气含量小于1%的奶粉般保鲜包装,形成完整的关键保鲜技术体系。

公司具备行业领先的技术研发、生产能力和质量控制能力并获得多项奖项和认证。2018年洽洽干坚果贮藏与加工保质关键技术及产业化项目荣获“国家科学技术进步奖二等奖”;2018年洽洽荣获“国家坚果加工技术研发专业中心”称号,坚果炒货行业首家加入国家健康品牌计划,坚果制造获BRC-A级认证。与三只松鼠、良品铺子和百草味这样的以代工为主要生产方式的品牌相比,洽洽的优势在于自主生产,能够在原材料及产品质量、生产技术、供应链等方面把控能力更强;而相对于同为自主生产的沃隆,虽然沃隆2015年最先切入“每日坚果”细分领域,但洽洽在2001年就开始进入瓜子等坚果炒货领域,其在坚果炒货赛道长期树立的成本优势、生产优势等也成功为每日坚果品类赋能。

图 30: 洽洽每日坚果六大新鲜标准

图 31: 洽洽“质造”的三大优势



《洽洽每日坚果六大新鲜标准》

- 标准一：原料甄选方面——100%当季采摘坚果**  
产业链上游管控，原产地直采、只选用当季采摘坚果
- 标准二：原料运输方面——低温冷链运输，核桃现剥现用**  
温度20° 以上采用冷链运输，温湿度全程监控，核桃剥壳后7天内使用
- 标准三：原料储存方面——低温恒湿保鲜存储**  
全年低温恒湿保鲜存储：0-10° 低温、65%以下湿度
- 标准四：生产制造方面——坚果自主生产，全程高标准**  
包装环境恒温恒湿，包装过程控温、控湿、控空气接触时限
- 标准五：加工工艺方面——低温慢烤，减少坚果营养流失**  
布勒生产线、瑞士工艺，8段式精准控温，低温烘烤、防止脂肪劣变
- 标准六：包装保鲜方面——奶粉级保鲜包装，包装袋内含氧量不得超过1%**  
采用综合调控栅栏包装技术：高阻隔包装、充氮保鲜、双效脱氧、阻湿、阻光

原料新鲜  
运输冷链  
储存冷链  
制造控鲜  
工艺锁鲜  
包装保鲜



资料来源：“洽洽坚果专家”微信公众号，德邦研究所

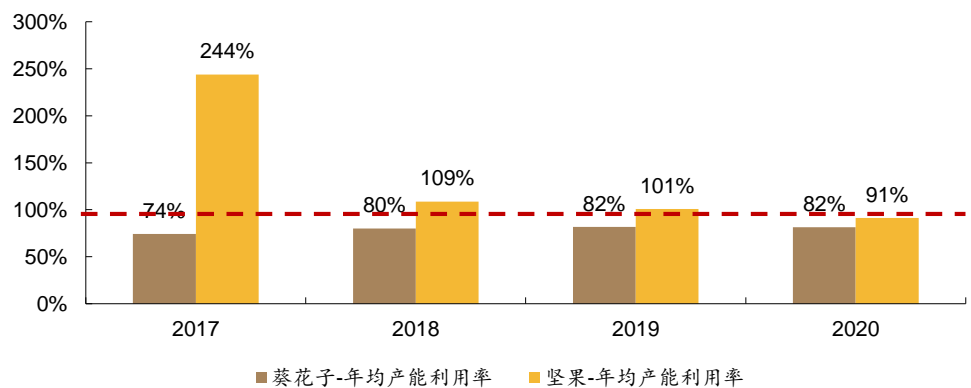
资料来源：公司官网，德邦研究所

延伸布局上游种植业，坚果原料成本存在下降空间。除全球直采外，公司也在积极布局上游种植业，旗下参股公司坚果派农业有限公司已在国内开展部分品类的坚果种植：广西夏威夷果目前逐步进入丰产状态，未来将逐步替代进口；安徽长丰等地的碧根果种植引入了国外技术，尝试带动周边农户种植。目前公司坚果采购仍依赖进口，展望未来，进口替代有望降低一部分原材成本，随着全球坚果种植面积提升、坚果供应量增加，进口成本亦有望下降。

## 5. 可转债落地，扩建产能持续加码

公司葵花子和坚果产能已近满负荷使用。公司采取“以销定产”的模式，以自主生产为主，目前在合肥、哈尔滨、包头、阜阳、重庆、长沙、滁州以及泰国等地均设立生产基地，销地建厂和综合厂策略相结合，产能布局海内外，但主要的葵花子和坚果品类在近年来面临产能利用率较高的问题。其中，坚果由于持续快速放量，2017-2019 年年均产能利用率均超过 100%，已经满负荷运行；葵花子品类虽然 2017-2019 年年均产能利用率均在 70%-80%，但在生产高峰期时月产能利用率也均超过 100%，已经满负荷运行。公司以自主生产为主要生产方式，公司规模提高需要产能来适配，因此产能扩张正当时。2020 年，葵花子和坚果产量继续提升，由于公司不断扩增产能，产量增长略低于产能增长，因此产能利用率有所下降。

图 32：2017-2020 年洽洽食品葵花子和坚果产能利用率处于较高水平



资料来源：公司公告，德邦研究所

**可转债落地，有望增加 10 万吨瓜子和坚果产能。**公司 2020 年发行可转债“洽洽转债”，共募集资金 13.4 亿元，其中 9.2 亿元拟投资在滁州洽洽坚果休闲食品项目、合肥洽洽工业园坚果柔性工厂建设项目及长沙洽洽食品二期扩建项目上，这三个项目建设周期均为两年，2020 年滁州洽洽坚果休闲食品项目已投入建设。公司 2019 年葵花子及坚果产能合计 19.54 万吨，这三个项目完全达产后预计新增 10.08 万吨瓜子和坚果产能，即预计将新增约 52% 的产能，将有效缓解产能有所不足的问题。其中瓜子品类主要新增原香瓜子、香瓜子、山核桃/焦糖瓜子的产能；坚果品类除了每日坚果，还有望增加壳坚果和风味果仁的产能，未来有望进一步扩宽坚果产品种类，丰富“坚果+”的产品矩阵，为公司瓜子和坚果业务的进一步发展壮大打下坚实的基础。除此之外，本次可转债募投资金中拟投资 1.4 亿元建设洽洽坚果研发和检测中心项目，也有望进一步提高公司坚果研发和检测的技术，促进坚果业务的蓬勃发展。

表 6：公司可转债募投项目

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)	达产后预计增加年产能 (吨)
1	滁州洽洽坚果休闲食品项目	59,517.50	49,000.00	原香瓜子 12,000 吨、香瓜子 30,000 吨、山核桃/焦糖瓜子 18,000 吨、坚果 6,000 吨。
2	合肥洽洽工业园坚果柔性工厂建设项目	35,838.00	26,000.00	9,000 吨每日坚果、2,400 吨壳坚果、2,400 吨风味果仁
3	长沙洽洽食品二期扩建项目	20,715.20	17,000.00	9,000 吨香瓜子、9,000 吨山核桃/焦糖瓜子、3,000 吨坚果类
4	洽洽坚果研发和检测中心项目	15,158.78	14,000.00	--
5	补充流动资金项目	28,000.00	28,000.00	--
合计		159,229.48	134,000.00	100,800

资料来源：公司公告，德邦研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1. 盈利预测

我们对 2021-2023 年主要品类营业收入做出以下假设：

1) 葵花子类：公司为瓜子龙头，未来随着包装瓜子渗透率提升和渠道扩张，预计瓜子业务收入仍将稳健增长。假设葵花籽类业务 2021-2023 年增速分别为 3.5%/10.0%/8.0%。毛利率方面，公司减少低端产品，优化产品结构，预计 2021-2023 年毛利率分别为 33.7%/34.3%/34.6%。

2) 坚果类：坚果类行业仍处于快速增长中，公司聚焦坚果类业务，打造第二成长曲线，未来将进一步加大渠道渗透。假设坚果类 2021-2023 年增速分别为 35%/40%/30%。毛利率方面，随着坚果类销售增长，规模效应增强，且公司积极布局上游，成本有望下降，叠加产品结构优化，预计 2021-2023 年毛利率分别为 29.0%/29.5%/30.0%，毛利率上升幅度有望快于瓜子业务。

3) 其他主营业务：其他主营业务主要是除葵花子和坚果以外的其他休闲食品，目前收入较少，后续新品开发与渠道渗透有望增加收入。假设其他主营业务 2021-2023 年增速分别为 10.0%/9.0%/8.0%。毛利率方面，预计保持平稳，2021-2023 年毛利率分别为 28.1%/28.2%/28.2%。

表 7：洽洽食品收入预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入（百万元）	4,197	4,837	5,289	5,822	6,791	7,828
同比	16.50%	15.25%	9.35%	10.07%	16.65%	15.28%
毛利率	31.16%	33.26%	31.89%	32.09%	32.44%	32.59%
葵花子类	2,809	3,302	3,725	3,855	4,241	4,580
同比	12.22%	17.54%	12.80%	3.50%	10.00%	8.00%
毛利率	35.20%	35.00%	33.35%	33.70%	34.30%	34.60%
坚果类	502	825	950	1,283	1,796	2,424
同比	103.15%	64.21%	15.14%	35.00%	40.00%	35.00%
毛利率	19.17%	26.51%	28.29%	29.00%	29.50%	30.00%
其他主营业务	749	657	531	584	637	688
同比	11.71%	-12.29%	-19.12%	10.00%	9.00%	8.00%
毛利率	25.92%	31.52%	28.04%	28.10%	28.20%	28.20%
其他业务	136	53	83	100	118	136
同比	-24.88%	-61.02%	56.14%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率	20.99%	51.12%	32.23%	33.00%	33.00%	33.00%

资料来源：Wind，德邦研究所

### 6.2. 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年营业总收入为 58.2/67.9/78.3 亿元，同比增长 10.1%/16.6%/15.3%，2021-2023 年归母净利润为 8.7/10.2/11.7 亿元，同比增长 8.3%/17.2%/14.5%，2021-2023 年 EPS 分别为 1.72/2.02/2.31 元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 24.7X/21.0X/18.4X。可比公司估值方面，我们选取业务相似的三只松鼠、盐津铺子、良品铺子。计算得 2021-2023 年可比公司 PE 均值为 29.3X/22.6X/18.0X，考虑到公司实行“百万终端战略”，渠道发展空间足，坚果品类持续高增，第二曲线成长佳，我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 8：可比公司估值**

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率				每股收益			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300783	三只松鼠	150	37.30	54.68	32.37	25.71	20.74	0.75	1.15	1.45	1.80
002847	盐津铺子	69	53.40	59.04	22.96	15.36	10.78	1.87	2.33	3.48	4.95
603719	良品铺子	138	34.50	68.48	32.50	26.64	22.32	0.86	1.06	1.29	1.55
	中位数				32.37	25.71	20.74				
	均值				29.27	22.57	17.95				
<b>002557</b>	<b>洽洽食品</b>	<b>215</b>	<b>42.38</b>	<b>33.91</b>	<b>24.65</b>	<b>21.03</b>	<b>18.37</b>	<b>1.59</b>	<b>1.72</b>	<b>2.02</b>	<b>2.31</b>

资料来源：Wind，德邦研究所（注：当前股价和当前市值均为 2021/9/16 收盘价）

注：除洽洽食品外，其他预测数据均采用万得一致预期

**财务报表分析和预测**

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.60	1.72	2.02	2.31
每股净资产	8.30	9.16	10.17	11.32
每股经营现金流	1.18	1.69	1.86	3.19
每股股利	0.80	0.86	1.01	1.15
价值评估(倍)				
P/E	33.72	24.65	21.03	18.37
P/B	6.49	4.63	4.17	3.74
P/S	4.06	3.69	3.16	2.74
EV/EBITDA	27.69	17.76	14.51	9.80
股息率%	1.5%	2.0%	2.4%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.9%	32.1%	32.4%	32.6%
净利润率	15.2%	15.0%	15.0%	14.9%
净资产收益率	19.1%	18.8%	19.8%	20.4%
资产回报率	11.5%	11.5%	12.3%	12.7%
投资回报率	12.4%	14.5%	15.8%	16.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	9.3%	10.1%	16.6%	15.3%
EBIT 增长率	36.6%	24.8%	18.4%	15.2%
净利润增长率	30.7%	8.3%	17.2%	14.5%
偿债能力指标				
资产负债率	39.7%	38.5%	38.2%	37.7%
流动比率	3.5	3.3	3.1	3.1
速动比率	2.3	2.2	2.0	2.0
现金比率	0.9	0.6	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	15.0	14.9	14.9	14.8
存货周转天数	171.0	157.0	156.0	155.0
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
固定资产周转率	4.7	4.7	4.8	3.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	805	872	1,022	1,170
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
非现金支出	136	167	275	814
非经营收益	-57	-130	-140	-145
营运资金变动	-287	-51	-213	-219
经营活动现金流	597	857	944	1,620
资产	-207	-577	-620	-657
投资	-70	-210	-295	-360
其他	99	59	69	79
投资活动现金流	-178	-728	-846	-938
债权募资	-207	36	33	29
股权募资	1,340	0	0	0
其他	-616	-529	-519	-598
融资活动现金流	517	-493	-485	-569
现金净流量	933	-363	-387	113

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 16 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,289	5,822	6,791	7,828
营业成本	3,603	3,954	4,588	5,278
毛利率%	31.9%	32.1%	32.4%	32.6%
营业税金及附加	46	50	59	68
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	516	600	699	806
营业费用率%	9.8%	10.3%	10.3%	10.3%
管理费用	243	256	292	337
管理费用率%	4.6%	4.4%	4.3%	4.3%
研发费用	36	41	49	57
研发费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
EBIT	852	1,063	1,259	1,450
财务费用	-25	-17	-7	2
财务费用率%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	42	58	68	78
营业利润	923	1,003	1,186	1,369
营业外收支	74	77	80	80
利润总额	997	1,080	1,266	1,449
EBITDA	988	1,230	1,535	2,264
所得税	192	208	244	279
有效所得税率%	19.3%	19.3%	19.3%	19.3%
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司所有者净利润	805	872	1,022	1,170

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,267	904	517	630
应收账款及应收票据	218	238	277	317
存货	1,687	1,701	1,961	2,241
其它流动资产	1,919	2,324	2,760	3,257
流动资产合计	5,091	5,166	5,515	6,445
长期股权投资	26	36	51	71
固定资产	1,117	1,229	1,416	1,987
在建工程	108	468	687	18
无形资产	274	290	308	329
非流动资产合计	1,888	2,384	2,823	2,765
资产总计	6,979	7,550	8,338	9,209
短期借款	88	0	0	0
应付票据及应付账款	585	623	722	823
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	783	932	1,077	1,234
流动负债合计	1,456	1,555	1,798	2,057
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1,315	1,351	1,385	1,414
非流动负债合计	1,315	1,351	1,385	1,414
负债总计	2,771	2,907	3,183	3,470
实收资本	507	507	507	507
普通股股东权益	4,207	4,643	5,154	5,739
少数股东权益	1	1	0	0
负债和所有者权益合计	6,979	7,550	8,338	9,209

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。