



Research and
Development Center

瓜子焕新机，坚果未来可期

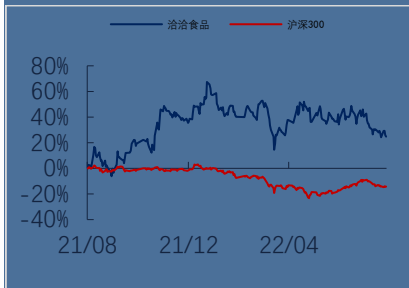
—洽洽食品(002557)公司深度报告

2022年8月2日

马铮 食品饮料首席分析师
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
洽洽食品 (002557)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	48.70
52 周内股价波动区间 (元)	65.30-36.61
最近一月涨跌幅 (%)	-11.45
总股本 (亿股)	5.07
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	246.91

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编:100031

瓜子焕新机，坚果未来可期

2022 年 08 月 02 日

本期内容提要：

◆**投资建议:**市场担忧瓜子业务瓶颈明显及坚果品类难以做大，我们认为洽洽瓜子龙头地位稳固，打造强渠道和品牌力，2015 年推出风味化瓜子，瓜子业务重新焕发新机，展望后续，瓜子包装化率提升抬升天花板，百万终端计划下渠道深耕和下沉，终端渗透率仍有提升空间，盈利能力在风味化和高端瓜子占比增加下亦有望提升。第二曲线端，薯片等品类失败更多是由于品类竞争格局稳固，洽洽要从头突破难度高，而树坚果品类 700-800 亿市场体量，赛道大、格局未定，洽洽 2017 年推出每日坚果在终端掀起黄色风暴，依托线下渠道优势及品牌知名度，每日坚果品类弯道超车，市占率当前处首位，洽洽在其中大有可为，预计打开长期发展空间。我们预计公司 22-24 年 EPS 为 2.20、2.62、3.07 元，给予“买入”评级。

◆**瓜子包装化率提升，终端渗透率仍有提升空间。**目前瓜子包装化率约为 50%，仍有较大提升空间。按照每年 2% 的包装化率提升进度，预包装瓜子提升空间约为 6-7 亿元/年，洽洽在瓜子市场独占鳌头，在包装瓜子中市占率约为 50%，包装瓜子市场天花板抬升预计给洽洽带来增量。洽洽目前覆盖终端约为 50 万家，对标全国约 300 万家的销售终端，渗透率仍有提升空间。公司提出 3-5 年覆盖百万终端，结合数字化管理系统，渠道精耕和下沉下预计进一步提升终端占有率。短期提价+疫情居家消费保障瓜子业务高增长，中长期来看，焦糖等风味化瓜子仍处快速增长当中，葵珍高端化瓜子占比亦有望提升，高毛利产品占比逐步提升下，瓜子业务盈利能力亦有望提升。海外市场空间广阔，泰国工厂建成持续打开海外发展新篇章，有望带来业务增量。

◆**树坚果大赛道，洽洽大有可为。**我们预计树坚果市场规模约为 700-800 亿，目前行业竞争格局未定，销售体量 50 亿级别的三只松鼠线上起家主要聚焦单品坚果，与洽洽错位竞争，洽洽聚焦每日坚果，产品突出“新鲜”概念，每日坚果赛道当前规模 115 亿元，凭借线下渠道的核心优势，洽洽弯道超车，目前在每日坚果赛道中市占率排首位。每日坚果品类具备营养健康概念，渠道采用“贴奶”策略，强化健康营养概念，贴合送礼需求，市场渗透率有望持续快速提升，洽洽作为品类龙头有望获得长足发展，洽洽亦在尝试推出风味化坚果，品类延升空间广阔。当前每日坚果行业处于品牌抢占市场规模的阶段，洽洽盈利能力未能完全释放，目前坚果净利率约为 3-5%，对标沃隆的盈利能力，洽洽坚果的盈利能力提升空间大。

◆**股价催化剂:**每日坚果品类发展超预期、渠道深耕超预期。

◆**风险因素:**原材料价格波动风险、瓜子品类的老化、坚果行业竞争加剧、渠道变革。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5,289	5,985	7,035	8,042	9,185
增长率 YoY %	9.3%	13.2%	17.5%	14.3%	14.2%
归属母公司净利润 (百万元)	805	929	1,116	1,330	1,556
增长率 YoY%	30.7%	15.3%	20.2%	19.2%	16.9%
毛利率%	31.9%	32.0%	33.1%	33.4%	33.8%
净资产收益率 ROE%	19.1%	19.4%	18.9%	18.4%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	1.60	1.84	2.20	2.62	3.07
市盈率 P/E(倍)	33.72	33.37	22.43	18.81	16.08
市净率 P/B(倍)	6.49	6.49	4.23	3.46	2.84

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 08 月 01 日收盘价

目录

投资逻辑.....	6
1. 籽坚果品类成熟，树坚果加速发展.....	7
1.1. 坚果千亿市场，格局分散.....	7
1.2. 树坚果大赛道，有望量价齐升.....	7
1.3. 籽坚果品类成熟，洽洽瓜子独占鳌头.....	10
2. 瓜子龙头再出发.....	11
2.1. 推蓝袋瓜子焕新机，黄袋添新增长极.....	11
2.2. 民营企业，激励到位.....	14
3. 瓜子和每日坚果双轮驱动.....	15
3.1. 全产业链布局，产品品牌高势能.....	15
3.2. 包装化率提升下，瓜子空间仍可期.....	17
3.3. 树坚果大赛道，洽洽大有可为.....	19
4. 估值与投资评级.....	20
5. 风险因素.....	22

表目录

表 1: 中国主要树坚果消费量快速提升.....	8
表 2: 树坚果赛道格局分散，主要分为单品坚果/每日坚果/口味型坚果.....	9
表 3: 包装和散装瓜子对应吨价测算.....	10
表 4: 2008-2014 年期间，公司实行多元化品类发展策略，但未培育出第二大单品.....	12
表 5: 公司于 2015、2018 年相继剥离调味品、烘焙等其他非核心业务.....	13
表 6: 2015 年起，洽洽相继推出风味化瓜子.....	14
表 7: 多期股权激励计划完善内部激励政策.....	15
表 8: 洽洽品牌具备强提价能力.....	17
表 9: 包装化率提升对于洽洽的体量提升的敏感性测算.....	18
表 10: 洽洽发行可转化债券募集产能.....	19
表 11: 可转债募集产能后，建成后瓜子产能提升 30%以上，坚果产能提升约 1 倍多.....	19
表 12: 分品类盈利预测.....	21
表 13: 可比公司估值对比.....	21

图目录

图 1: 2020 年坚果炒货行业市场规模约为 1415 亿元.....	7
图 2: 坚果炒货可细分为树坚果和籽坚果.....	7
图 3: 2020 年坚果总消费量约为 530 万吨.....	7
图 4: 国内坚果炒货厂商数量多，但体量不大.....	7
图 5: 树坚果中，松子/夏威夷果/碧根果等原材料价值量高.....	8
图 6: 2019 年中国树坚果的人均消费量远低于美日等国家.....	8
图 7: 混合坚果市场规模目前约为 100 多亿元.....	9
图 8: 洽洽每日坚果市占率跃居第一.....	9
图 9: 葵花籽的消费量约为 90 万吨.....	10
图 10: 洽洽出货吨价约为 2 万元/吨.....	10
图 11: 2021 年洽洽在包装瓜子市场市占率目前约为 50%.....	11
图 12: 甘源为青豆、蚕豆等炒货头部品牌，但市场体量小.....	11
图 13: 2015 年创始人回归后，公司营收重回高速增长.....	12
图 14: 组织架构改革提升内部管理效率.....	13
图 15: 创始人回归后，2017 年起归母净利润提速发展.....	13
图 16: 内部改革后净利率持续提升.....	13
图 17: 葵花籽业务在小蓝袋的推动下提速发展.....	14
图 18: 每日坚果接棒瓜子高增长.....	14
图 19: 股权结构稳定，陈先保先生为实控人.....	15
图 20: 洽洽瓜子销量约 17 万吨，占比国内葵花籽供给量高.....	16
图 21: 渠道深耕多年势能强劲.....	16
图 22: 洽洽单个经销商产出高.....	16
图 23: 薯片推出第二年体量基本达到 3 亿元验证洽洽强渠道力.....	16
图 24: 洽洽葵花子毛利率保持向上趋势.....	17
图 25: 每日坚果小黄袋营销突出掌握关键保鲜技术.....	17
图 26: 海外收入持续快速增长.....	18
图 27: 洽洽产品已出口到亚、欧、美等 40 多个国家和地区.....	18
图 28: 洽洽突出“新鲜”产品概念定位精准.....	20

图 29: 树坚果行业格局未定, 目前玩家体量均相对小	20
图 30: 对标沃隆, 洽洽坚果盈利能力有望持续提升	20

投资逻辑

市场对于洽洽的质疑主要集中在：

1) 瓜子品类发展天花板明显。我们认为：瓜子品类龙头地位稳固，在包装化率提升基础下，业务体量有望顺势提升，洽洽在渠道端提出百万终端计划并且推出数字化管理系统，目前其覆盖终端数量约为 50 万家，渠道深耕和精细化运营下，渠道渗透率有进一步提升的空间。产品端，洽洽 2015 年推出蓝袋瓜子，切中年轻消费者的消费需求，推动瓜子业务焕新机，目前山核桃等风味化瓜子仍在快速发展，葵珍定位高端瓜子，迎合市场消费升级的需求，依托现有的产品力和品牌力，洽洽在瓜子的市场占有率有望进一步提升。洽洽约 50% 的原料采购自农业订单，上游掌控力强，叠加二十余年打造的强品牌势能，终端提价能力强，瓜子业务盈利能力有保障，同时高毛利率的风味化瓜子和葵珍占比的提高有望带动公司瓜子盈利能力的提升。

2) 每日坚果品类难以做大。洽洽在多元化阶段推出薯片、派类等品类均没有成功培育出大单品，市场对于洽洽成功打造出坚果第二品类有所疑虑。我们认为，树坚果赛道约 700-800 亿的市场，人均消费与国外差距大，赛道空间大且高成长，行业格局极其分散，三只松鼠主要为单品坚果，并且市场体量仅为 50 亿级别。洽洽聚焦每日坚果，细分品类规模 2021 年约为 115 亿元，产品主打“新鲜”概念，依托线下强大的渠道力，弯道超车，目前每日坚果市占率居行业首位。渠道端来看，每日坚果目前铺市率仅为 30%，渠道渗透率提升预计带来量增。由于行业目前处于品牌抢占市场规模的阶段，洽洽每日坚果净利率仅为 3-5%，对比沃隆，盈利能力提升空间大。洽洽当前也在尝试推出风味化坚果，品类延升有望打开广阔空间。洽洽在品牌美誉度/知名度和渠道纵深度上具备竞争优势，其在树坚果品类深耕未来可期。

核心优势：

擅长品牌营销，品牌具备高势能。瓜子发展初期凭借牛皮纸袋突围，每日坚果采用明黄色包装率先抢占消费者心智，具备强品牌营销能力。经过多年的发展，洽洽=瓜子深入消费者心智，瓜子龙头地位稳固，终端溢价能力好。“洽洽”品牌高势能辐射下，产品推新和放量成功率有望更高，第二曲线坚果的培育成功可见一斑。

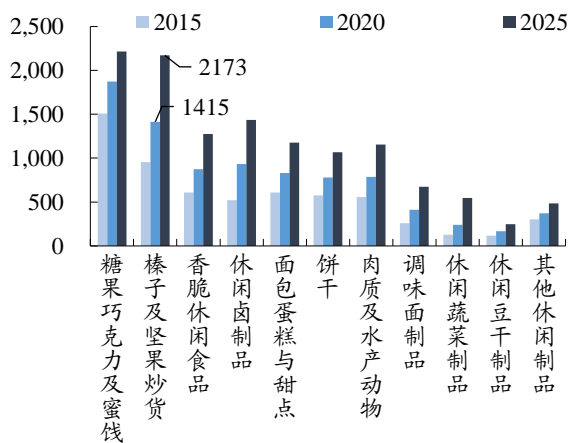
渠道积淀深厚，纵深力强。公司经过二十余年渠道的深耕，渠道终端覆盖面广，平均单个经销商销售体量大，经销商体系质量好，经销商管理、价盘、串货等渠道管控能力强，强大的渠道赋能下，新品起势快，从 10 年推出薯片，次年销售体量就达到近 3 亿元，17 年推出每日坚果，次年销售体量就达到近 5 个亿等可见一斑。

1. 籽坚果品类成熟，树坚果加速发展

1.1. 坚果千亿市场，格局分散

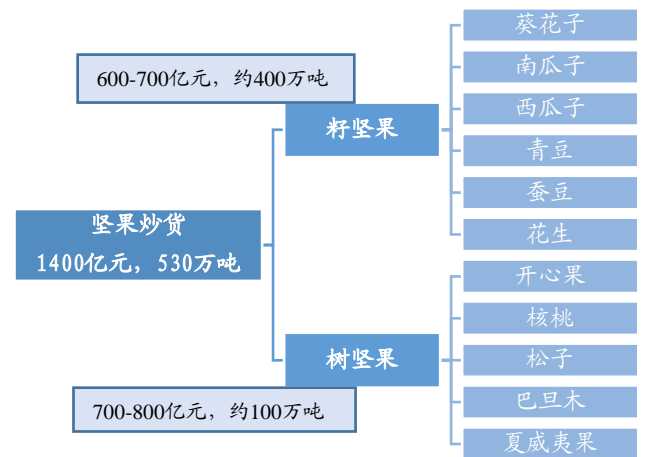
坚果千亿市场，树坚果增速快。根据沙利文的数据显示，榛子及坚果炒货 2020 年市场空间为 1415 亿元，2015-2020 年复合增长约为 8.2%。根据原材料不同，坚果炒货主要分为两个细分赛道，以花生、瓜子等为代表的籽坚果，和以开心果、夏威夷果等为代表的树坚果。据国家统计局的数据显示，2020 年坚果总消费量约为 530 万吨左右，不论是城镇还是农村地区，人均消费均稳步提升。目前国内坚果炒货市场主要参与的厂商包括三只松鼠、洽洽、良品铺子等，按照体量大小进行划分，可划分为 50 亿规模的三只松鼠和洽洽，以及 10 亿级别的良品铺子、来伊份、沃隆等等，整体来看，国内坚果炒货产商多，但是目前行业整体集中度不高。

图 1: 2020 年坚果炒货行业市场规模约为 1415 亿元



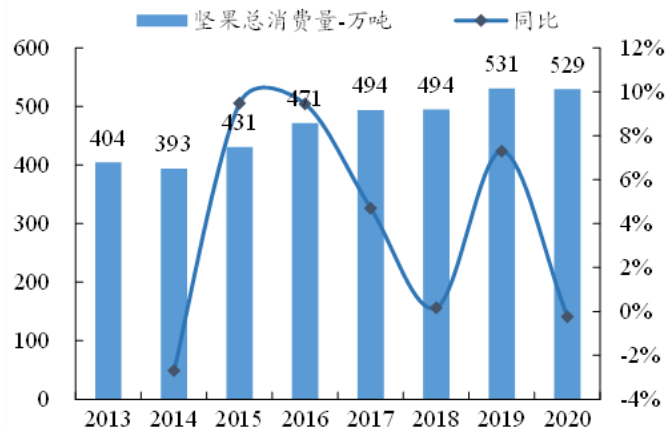
资料来源:沙利文, 卫龙美味招股说明书, 信达证券研发中心

图 2: 坚果炒货可细分为树坚果和籽坚果



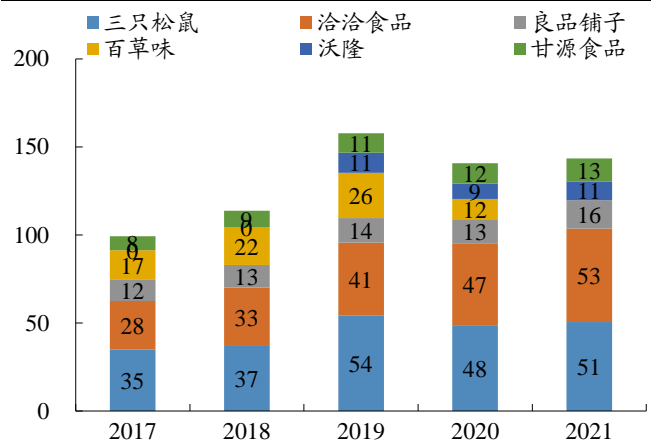
资料来源: 甘源食品招股说明书, 信达证券研发中心 备注: 数据为 2020 年左右

图 3: 2020 年坚果总消费量约为 530 万吨



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 4: 国内坚果炒货厂商数量多，但体量不大



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心 注: 单位-亿元

1.2. 树坚果大赛道，有望量价齐升

树坚果 2021 年终端消费量预计为 100 万吨左右，市场规模预计为 700-800 亿元。据 INC 数据显示，2019 年我国主要树坚果消费量合计约为 70.54 万吨，2015-2019 年销售量复合增长率约为 19%。按照该复合增速，我们预计 2021 年国内整体树坚果的销售量约为 100 万吨。

对标 2019 年各品项树坚果的世界消费量及原材料价值量，预计我国的市场原材料的价值量约为 55.5 亿美元，按照 2019 年的平均汇率 6.91 人民币/美元、坚果直接材料平均占据原材料成本 90%（参照沃隆的直接原材料占比约 90%）、以及坚果品类毛利率约为 30%（参照洽洽食品坚果品类的毛利率），整体出货端树坚果价值量约为 609 亿元，考虑到国内原味或者浅加工的坚果占据主要市场份额，及三只松鼠创始人章燎原先生的讲话，预计树坚果终端零售额市场规模约为 700-800 亿元左右。

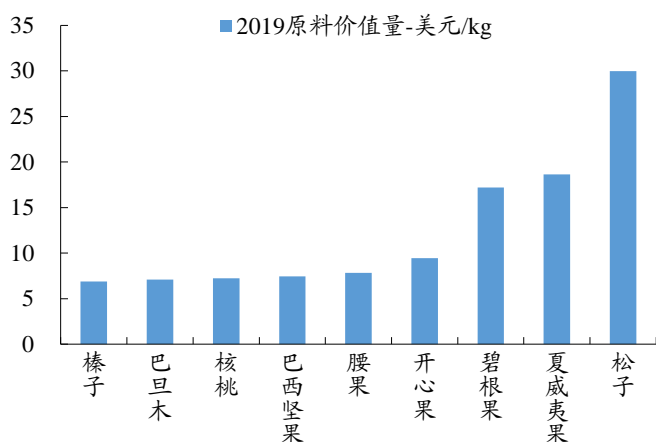
表 1: 中国主要树坚果消费量快速提升

中国主要树坚果消费量-万吨	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2019 世界消费量-万吨	原材料价值量-亿美元	中国市场原材料价值量-亿美元
巴旦木	1.98	2.18	4.07	5.09	7.11	8.47	10.1	137.91	97.8	5.0
腰果	4.99	5.01	4.66	3.51	6.70	7.98	9.5	83.05	64.9	5.2
榛子	0.61	0.64	1.05	1.12	1.57	1.87	2.2	52.12	35.8	1.1
夏威夷果	0.22	0.41	0.41	0.65	1.10	1.31	1.6	6.06	11.3	2.1
碧根果	0.09	0.22	0.07	0.07	0.11	0.13	0.2	10.58	18.2	0.2
开心果	2.19	3.58	7.56	6.85	13.00	15.48	18.4	67.27	63.5	12.3
核桃	24.96	40.37	36.24	36.40	40.96	48.79	58.1	91.44	66.2	29.7
巴西坚果								2.69	2.0	
松子								1.84	5.5	
合计	35.05	52.41	54.07	53.68	70.54	84.03	100.1	448.43	365.3	55.5

资料来源:INC, 信达证券研发中心

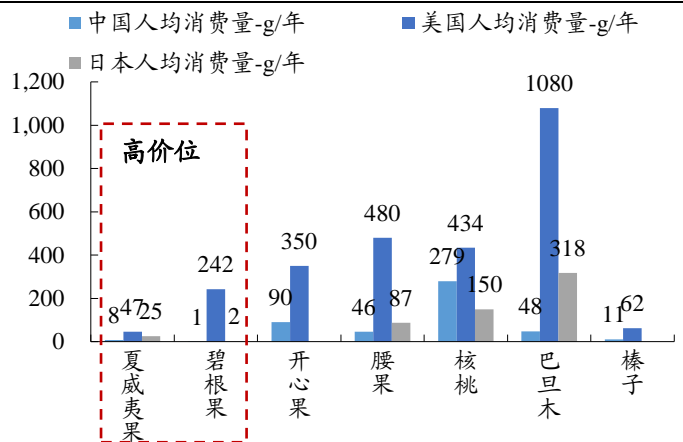
我国树坚果人均消费量相比美国及世界平均水平提升空间大。根据 INC 的数据，国内目前消费量高的树坚果主要为价值量相对低的核桃、巴旦木等，价值量高的夏威夷果及碧根果等消费量少，与美国、日韩等发达国家相比，我国树坚果的人均消费量相对低，总量上来看，我国树坚果人均消费量仅为美国的 1/4。分品项来看，价值量高的夏威夷果、碧根果远远低于美国的人均消费水平。整体来说，我国树坚果市场仍处于起步阶段，在品类结构升级及量增双轮驱动下，我国树坚果市场规模有望快速扩容。

图 5: 树坚果中，松子/夏威夷果/碧根果等原材料价值量高



资料来源:INC, 信达证券研发中心

图 6: 2019 年中国树坚果的人均消费量远低于美日等国家



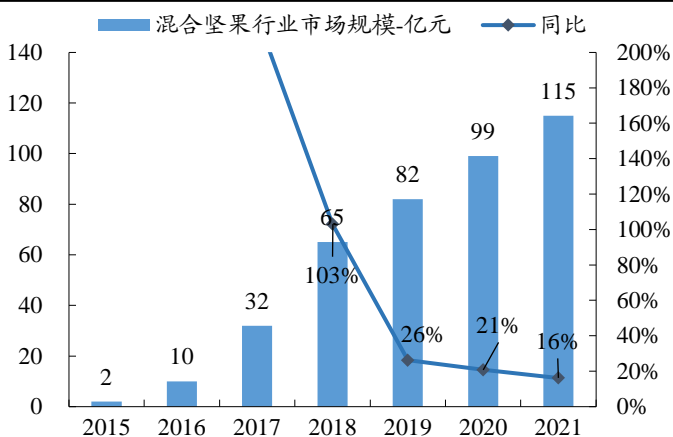
资料来源:INC, 信达证券研发中心

表 2: 树坚果赛道格局分散, 主要分为单品坚果/每日坚果/口味型坚果

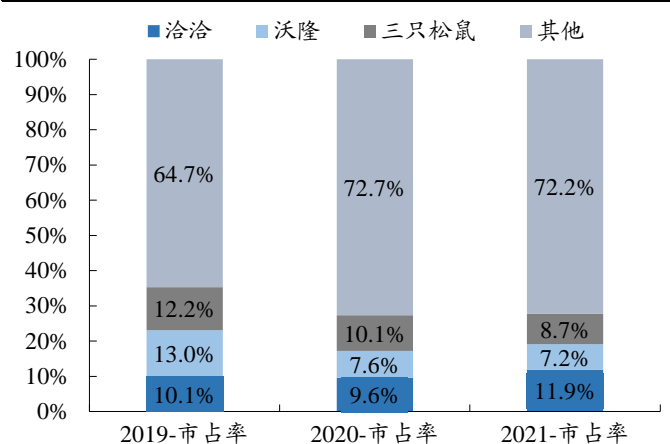
品牌名称	企业类型	坚果品类	生产方式	渠道模式	发展策略	优劣势
三只松鼠	渠道型	单品坚果(约 40 亿元) +每日坚果(约 10 亿元)	代工为主	电商渠道为主, 线下渠道仍在探索	坚果起家, 探索多品类策略后聚焦坚果	代工质量难以把控, 品牌年轻化, 线下渠道运营经验不足
良品铺子	全渠道型	每日坚果+单品坚果约 16 亿元	基本代工	线下连锁门店起家, 线上线下约各占一半	品质零食, 多品类策略, 坚果并非主打品类。	轻资产, 代工质量难以把控, 线下连锁门店渠道具备先发优势
洽洽	产品型	每日坚果为主, 2021 年 13.66 亿元	自主生产	线下渠道起家, 电商	瓜子炒货起家, 聚焦每日坚果, 突出“锁鲜”营养概念	自主生产, 盈利有保障, 品类单一, 主要为每日坚果
沃隆	产品型	每日坚果为主, 少量单品坚果, 2021 年营收为 11.08 亿	自主生产	线上起家, 逐步向线下渗透	每日坚果的开创者, 聚焦品质路线, 单品类发展策略。	具备先发优势, 但线下渠道运营经验薄弱
汤姆农场	产品型	口味型坚果为主, 主打蜂蜜扁桃仁销售体量约为 5 亿元左右	自主生产	电商切入, 线下商超、便利店等终端逐步渗透	韩国最大的坚果生产商, 全渠道发展。	产品口感具备优势, 品牌年轻化
甘源	产品型	口味型坚果为主, 2021 年逐步切入, 目前年销售量约为 1-2 亿元	自主生产	目前主要为山姆代工, 后续将逐步进入会员类超市	豆类炒货起家, 聚焦口味型坚果, 目前芥末味夏威夷果销量较好	产品品牌和渠道较为薄弱, 口味型研制具备一定优势

资料来源: 各公司公告, 公司调研, 信达证券研发中心

树坚果行业竞争格局分散, 每日坚果市场规模 2021 年约 115 亿元, 洽洽市占率跃居第一。根据树坚果加工深浅程度进行划分, 国内目前主要的产品形态包括单品坚果、混合坚果、口味型坚果, 目前市场主要以单品坚果为主, 市场份额最大的为三只松鼠, 约为 40 亿元左右。每日坚果 2015 年由沃隆推出, 随后开启坚果品类发展新纪元, 洽洽、三只松鼠、百草味、良品铺子等品牌相继入局, “每日坚果”品类迎来快速发展。2021 年市场规模约为 115 亿元, 凭借线下渠道多年深耕的基础, 洽洽 2021 年在每日坚果赛道市占率约为 11.9%, 相继超越沃隆和三只松鼠, 跃居行业首位。口味型坚果目前在国内处于刚起步的阶段, 市场规模相对较小, 主要品牌包括汤姆农场、甘源等。

图 7: 混合坚果市场规模目前约为 100 多亿元


资料来源: 沃隆招股说明书, 信达证券研发中心

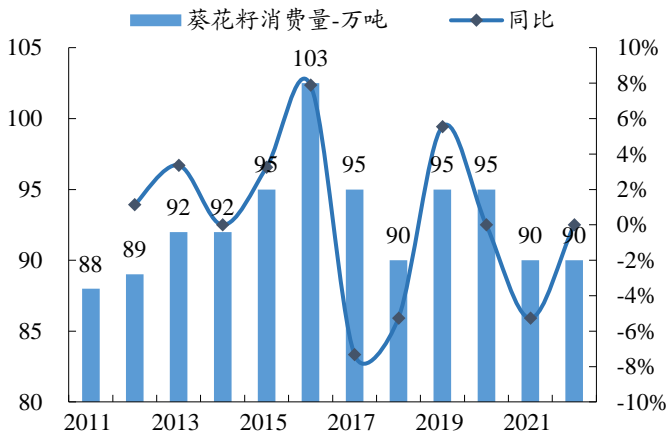
图 8: 洽洽每日坚果市占率跃居第一


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

1.3. 籽坚果品类成熟，洽洽瓜子独占鳌头

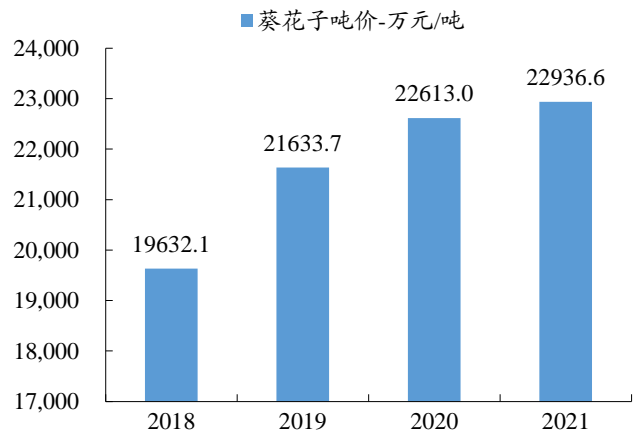
籽坚果市场规模约为 600-700 亿元，瓜子品类相对成熟。葵花籽原料目前国内基本能够实现自给自足，主要产区集中在黑龙江、吉林、内蒙古、新疆等地，食用瓜子行业目前发展基本成熟，消费量处于相对稳定状态。据 USDA 数据显示，2021 年我国葵花籽食品消费量约为 90 万吨，销量上基本触顶。按照洽洽出货口径约为 2 万元/吨计算，对应零售口径约为 4 万元/吨，考虑到市场上部分小品牌吨价相比洽洽低，按照 3.5 万/吨计算包装瓜子吨价，假设瓜子市场包装：散货销量比为 1: 1，散装瓜子按照 2 万/吨进行计算，则对应葵花籽零售端销售规模约为 250 亿元左右。

图 9: 葵花籽的消费量约为 90 万吨



资料来源:USDA, Wind, 信达证券研发中心

图 10: 洽洽出货吨价约为 2 万元/吨



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

表 3: 包装和散装瓜子对应吨价测算

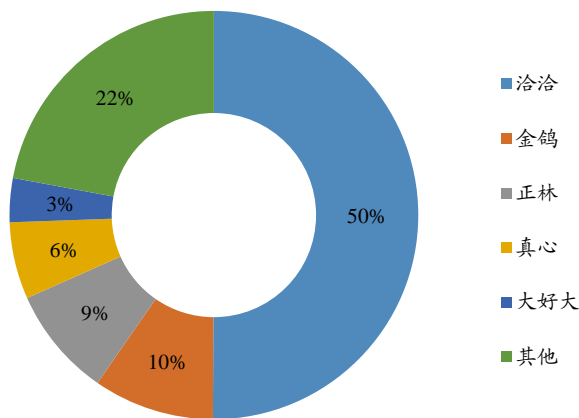
产品	规格 (g)	价格 (元)	对应吨价 (万元/吨)
洽洽五香香瓜子	350.0	15.4	4.4
洽洽原味瓜子	285.0	13.5	4.7
洽洽原味瓜子	500.0	15.5	3.1
洽洽五香香瓜子	308.0	12.9	4.2
洽洽原味瓜子	500.0	19.9	4.0
洽洽焦糖味瓜子	500.0	24.8	5.0
均价			4.2
散装瓜子			
凌之贝休闲食品专营店	2500	64	2.56
祔临特产专营店	5000	128	2.56
品饽坊	2000	35.9	1.80
老街口	2000	33.9	1.70
秋淘焦糖	2000	28.9	1.45
秋淘焦糖	1000	20.9	2.09
均价			2.02

资料来源:各品牌淘宝、京东官方旗舰店, 信达证券研发中心 备注: 由于洽洽原味红袋瓜子占比高, 因此我们假设洽洽包装瓜子终端销售额约为 4 万元/吨。

瓜子品类竞争格局稳固，其他品类集中度分散。从瓜子赛道的竞争格局来看，洽洽是瓜子赛道唯一一家实现全国化销售的企业，其他品牌更多局限在区域内销售，如陕西地区的金鸽，江浙地区的华味亨、大好大，北方市场的多味和正林，西南地区的徽记，以及和洽洽同起家于安徽的真心。洽洽在包装瓜子赛道市占率一骑绝尘，2021 年市占率约为 50%左右，

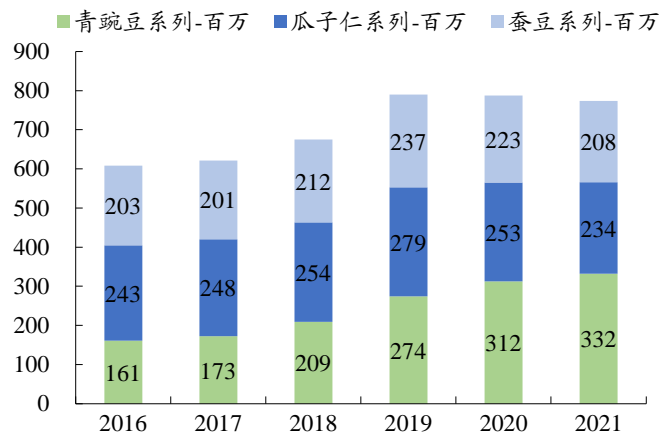
金鸽、正林、真心等品牌市场体量处于行业第二梯队，市占率约为 5-10%。其他籽坚果如花生品类竞争格局分散，头部品牌黄飞鸿市场体量亦不大，体量在 10 亿元以下，青豆、蚕豆等炒货整体市场集中度亦不高，头部品牌甘源单一品类体量约在 2-3.5 亿左右。

图 11: 2021 年洽洽在包装瓜子市场市占率目前约为 50%



资料来源:华经情报网,公司公告,信达证券研发中心

图 12: 甘源为青豆、蚕豆等炒货头部品牌,但市场体量小



资料来源:公司公告,信达证券研发中心

2. 瓜子龙头再出发

2.1. 推蓝袋瓜子焕新机,黄袋添新增长极

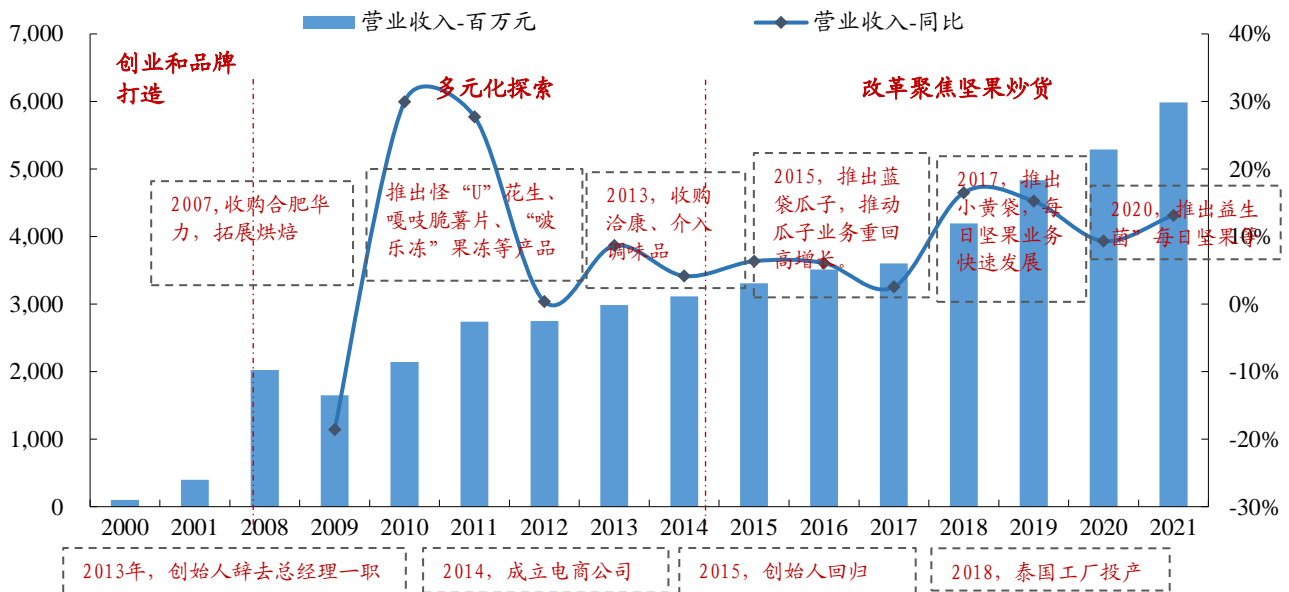
2001 年洽洽食品在创始人陈先保的带领下于安徽正式成立,主营瓜子、每日坚果等休闲食品,经典产品包括红袋、蓝袋洽洽瓜子、小黄袋每日坚果等,于 2011 年在深交所挂牌上市。公司深耕炒货坚果行业 20 余年,产品远销国内外 40 多个国家和地区,品牌产品知名度和美誉度高。

2001-2007 年,创业和品牌打造阶段,确立瓜子龙头地位。2001 年 8 月 9 日,公司正式挂牌成立并于当年营收突破 4 亿元,次年“洽洽”被认定为“中国驰名商标”,并推出系列化产品。2006 年,安洽一厂自动化生产线竣工,2008 年,公司营收突破 20 亿元,成为当之无愧的瓜子之王。回顾这一阶段洽洽得到快速发展的本质原因:1) 产品差异化创新:推出煮制瓜子的概念,突破了传统炒制瓜子易上火、易脏手的痛点。采用牛皮纸包装并在其中放入文化卡片,对当时市面上普遍采用报纸和塑料袋的包装形式降维打击。2) 品牌营销:斥 400 万巨资在中央一台投放广告,迅速打开“洽洽”品牌知名度。3) 渠道构建:采取“开箱有礼”的礼金形式激励加盟商进货,迅速打开经销商渠道,渠道精耕下沉效果显著,逐步实现全国化布局。

表 4: 2008-2014 年期间, 公司实行多元化品类发展策略, 但未培育出第二大单品

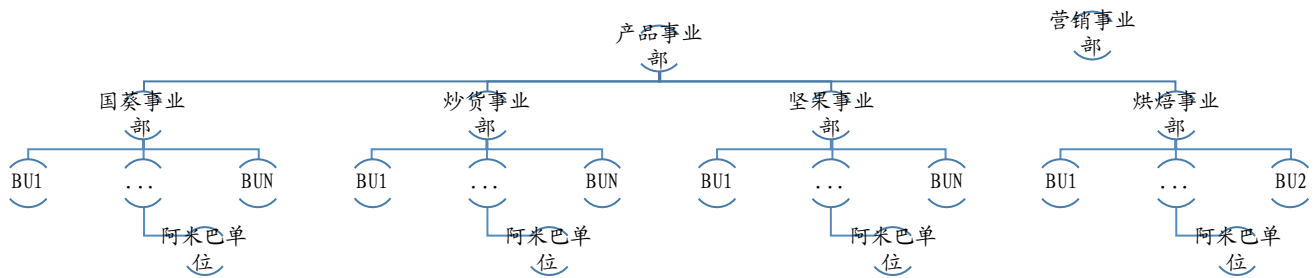

数据来源: 中国知识产权网, 公司公告, 公司官网, 信达证券研发中心

2008-2014: 品类多元化探索, 发展受阻。这一阶段, 公司相继推出“怪 U 味”花生 (2008 年)、“嘎吱脆”薯片 (2010 年)、“啵乐冻”果冻 (2013 年) 及“撞果仁”等新品, 并于 2013 收购江苏洽康食品, 拓展调味料业务。通过外延并购和新品推出谋求多元化发展, 但新业务表现平淡, 对于公司整体业绩拉动无重大突破。探究此次公司多元化失败的原因一方面在于公司推出的薯片、果冻、调味品等品类巨头已经基本站稳脚跟, 公司谋取巨大突破十分困难。其次, 新业务与主业瓜子协同效应不明显, 难以凸显其核心竞争优势。

图 13: 2015 年创始人回归后, 公司营收重回高速增长


资料来源: 公司公告, 财经国家周刊, 信达证券研发中心

2015-至今: 全方位改革, 聚焦炒货坚果主业, 瓜子龙头再出发。2015 年, 创始人回归重新担任上市主体总经理职务, 并对洽洽从管理组织、激励机制等进行全方位的改革, 管理组织端提出阿米巴模式, 强化内部 PK 评比, 提升内部管理效率; 激励端, 推出多期员工持股计划, 强化内部激励机制, 提升中高层员工积极性; 新品端 2015 年推出蓝袋瓜子系列、2017 年推出小黄袋每日坚果, 并于 2015、2018 年先后剥离合肥华力、江苏洽康等非核心资产, 聚焦发展主业瓜子和坚果业务, 优化了公司资源配置, 提升公司新品的成功率。全方位调整后, 洽洽的盈利能力显著提升。

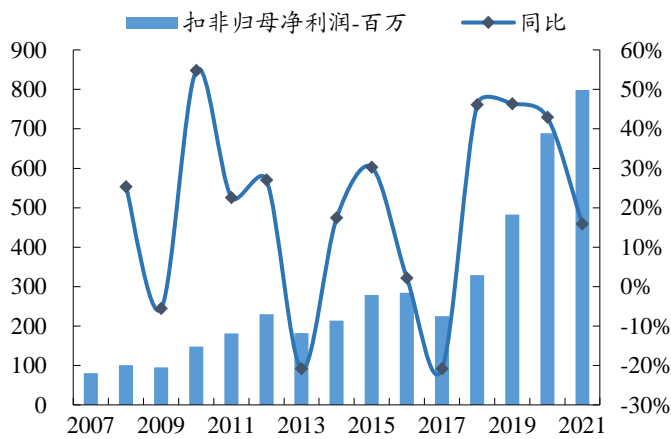
图 14: 组织架构改革提升内部管理效率
事业部+BU机制+阿米巴模式

“落实权责、分别考核、自负盈亏、实现全员参与经营”

资料来源:公司公告,信达证券研发中心

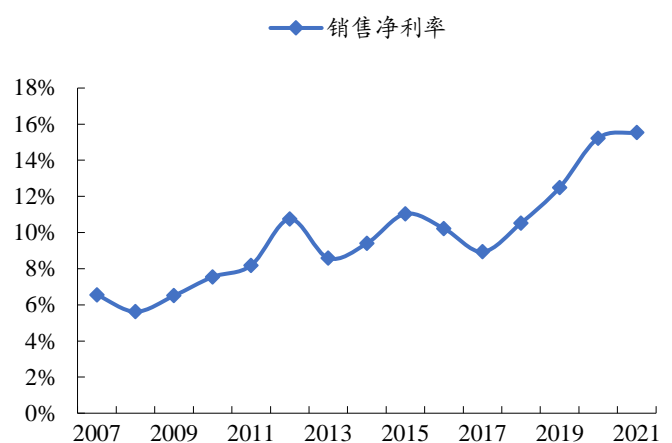
表 5: 公司于 2015、2018 年相继剥离调味品、烘焙等其他非核心业务

交易标的	主营业务	收购时间	剥离时间
合肥华力食品有限公司 75% 股权	烘焙、膨化食品、果冻等生产销售	2007	2015
江苏洽康食品有限公司 60% 股权	调味品生产与销售	2013	2018

数据来源:公司公告,信达证券研发中心

图 15: 创始人回归后, 2017 年起归母净利润提速发展


资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 16: 内部改革后净利率持续提升


资料来源:公司公告,信达证券研发中心

蓝袋推动瓜子业务焕发新机, 成功打造每日坚果第二增长曲线。2015 年, 公司创始人重新回归后, 收缩产品扩张线, 聚焦坚果炒货大赛道, 在传统红袋瓜子的基础上, 针对年轻消费群体的消费需求, 相继推出“焦糖味、山核桃味”等蓝袋风味化瓜子, 依托公司在瓜子行业深耕多年的品牌和渠道基础, 2017 年起蓝袋瓜子持续放量推动瓜子业务重回双位数增长, 2021 年蓝袋瓜子营收规模突破 10 亿元。公司以原味瓜子出发, 推出风味瓜子强化市场地位, 风味瓜子相比之下加工程度更深, 终端溢价能力强, 推动瓜子业务的盈利能力持续提升。2017 年, 公司推出每日坚果切中市场健康需求, 依托洽洽在坚果炒货领域的品牌基础及强大的线下渠道网络优势, 每日坚果在终端形成黄色风暴, 俗称“小黄袋”, 接力瓜子业务的

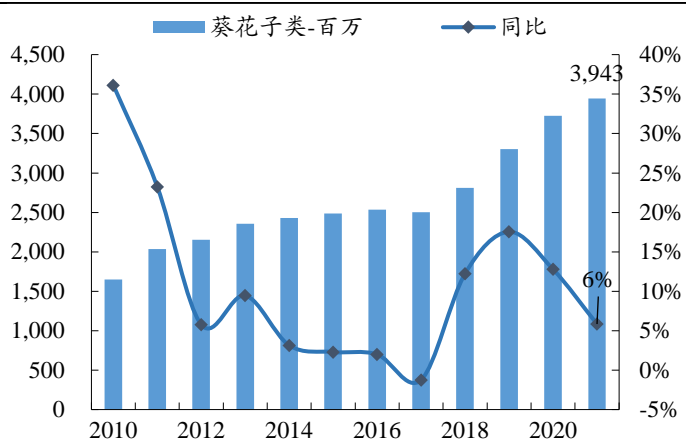
增长，终端实现快速铺货和放量，2021年坚果业务实现营收13.66亿元。2015年以来，配合内部的调整，瓜子龙头在蓝袋瓜子和小黄袋的推动下业务增长焕发新机。

表 6: 2015 年起，洽洽相继推出风味化瓜子



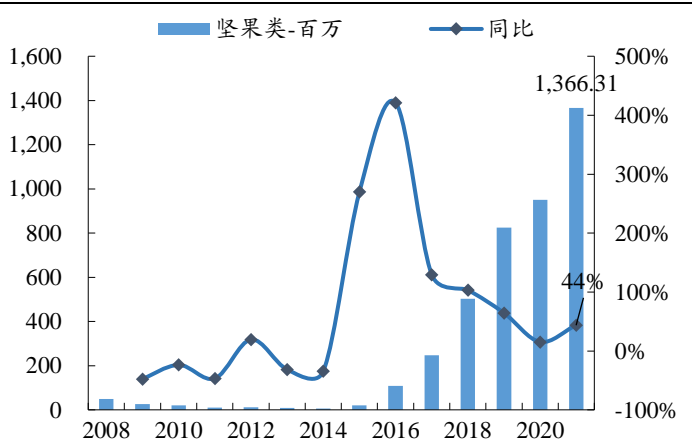
数据来源：公司公告，公司官方公众号，信达证券研发中心

图 17: 葵花籽业务在小蓝袋的推动下提速发展



资料来源:公司公告,信达证券研发中心

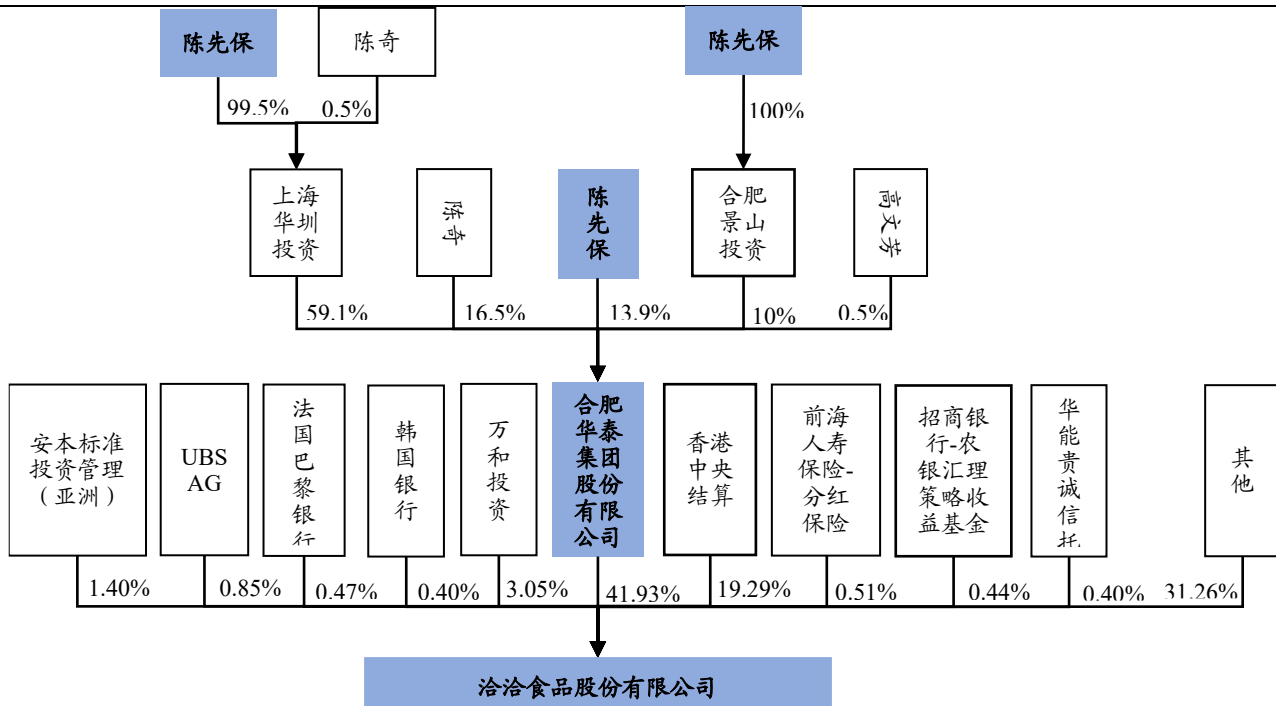
图 18: 每日坚果接棒瓜子高增长



资料来源:公司公告,信达证券研发中心

2.2. 民营企业，激励到位

民营家族企业，股权结构稳定。公司实际控制人为创始人陈先保先生，通过合肥华泰持股上市主体约 42% 的股份。家族式管理企业，陈奇与创始人系父女关系，股权结构稳定。实控人于 1959 年出生，90 年代中期下海创业，先后创办维多利棒棒冰儿童冷饮厂和“洽洽”瓜子厂，棒棒冰期间别出心裁推出双截棍形状，迅速打开市场，畅销多个省市。棒棒冰业绩突破千万后，陈先保先生另辟蹊径，瞄准炒瓜子赛道，此后深耕坚果炒货行业超二十年，成功将“洽洽”打造成瓜子行业龙头，行业经验丰富，管理能力突出。2013 年辞去公司总经理一职退居二线，于 2015 年公司多元化战略失败后重新回归，对管理组织、激励机制等方面进行变革，产品上聚焦坚果炒货主业。改革后主业瓜子复苏明显，并成功打造每日坚果第二增长曲线。

图 19: 股权结构稳定, 陈先保先生为实控人


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 更新至 2021 年年报, 陈奇与陈先保系父女关系

相继推出多期员工持股计划, 内部激励政策到位。2015 年公司创始人重新回归之后, 公司相继推出多期员工持股计划, 参加对象包括公司董事长、副总经理、董秘、财务总监等在内的多名高管, 以及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、其他骨干员工等。我们认为, 多期员工持股计划完善了公司长效激励机制, 深度绑定员工与公司之间的利益, 激发了内部人员的积极性, 利于内部管理效率的提升。

表 7: 多期股权激励计划完善内部激励政策

	第一期	第二期	第三期	第四期	第五期	第六期
授予时间	2015.08	2017.05	2018.08	2020.01	2021.01	2021.06
参与人数	参与员工不超过 500 人	董监高、核心管理人员, 不超过 12 人	董监高、核心管理人员, 不超过 100 人	包括副总经理王斌、财务总监李小璐、职工代表监事徐俊在内的 57 名核心员工	包括副总经理王斌、财务总监李小璐、职工代表监事徐俊在内的 43 名核心员工	董监高、核心管理人员, 总人数不超过 213 人
规模	1.5 亿元 (设置劣后级 5000 万)	1.5 亿元	733.63 万元	325.42 万元	444.66 万元	3060 万元
持股比例	2%	2.15%	0.08%	0.026%	0.018%	0.16%
成交均价	14.69 元	13.41 元	17.99 元	以 23.48 元/股过户 116580 股, 以 30.62 元/股过户 16880 股	48.36 元	37.92 元

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3. 瓜子和每日坚果双轮驱动

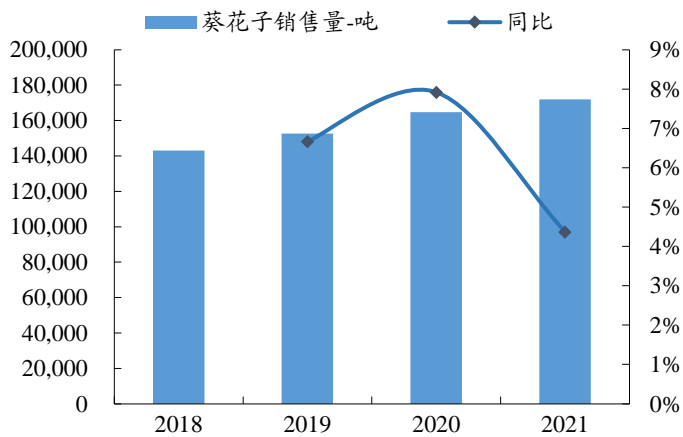
3.1. 全产业链布局, 产品品牌高势能

布局上游产业链, 原料掌控力强。洽洽约 50% 的葵花籽原料采用“公司+农业订单+种植户”的采购模式, 原料采购的掌控能力相对强, 其次, 洽洽目前瓜子业务年销量约 17 万吨, 原

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

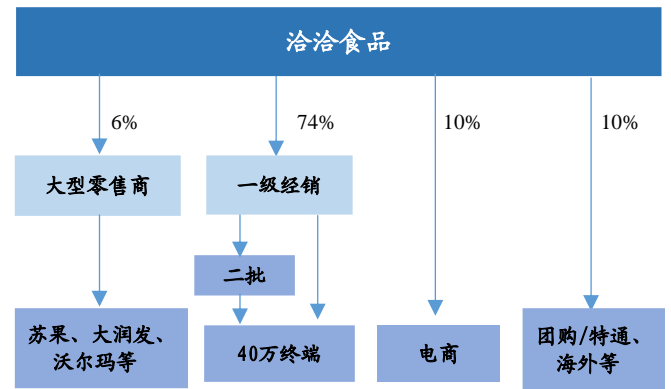
料采购量约占国内葵花籽供给总量的 15-20%，规模效应下原料采购具备更高的溢价能力，布局上游产业链叠加大规模采购双重保障公司成本优势。坚果原料端，目前国内树坚果原料采购主要依托于海外，洽洽在 2013 年开始布局上游原材料产业，参股公司坚果派农业进行了碧根果（在广西种植约 3000 亩，目前逐步丰产）和夏威夷果（安徽长丰等地种植了约 10000 亩，目前逐步挂果）树坚果的种植，完全丰产后有望替代公司 10-20%坚果的供应量。

图 20: 洽洽瓜子销量约 17 万吨，占比国内葵花籽供给量高



资料来源:公司公告,信达证券研发中心

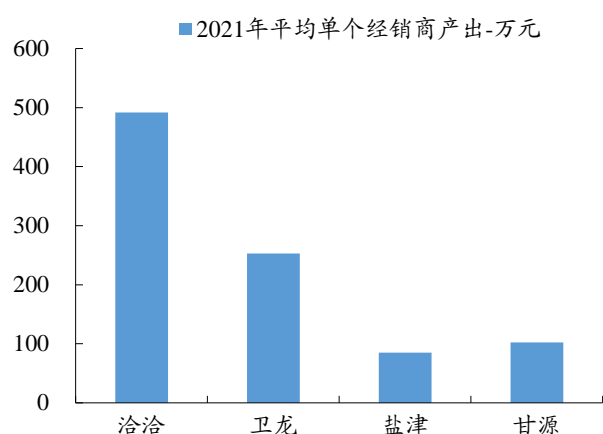
图 21: 渠道深耕多年势能强劲



资料来源:公司公告,信达证券研发中心

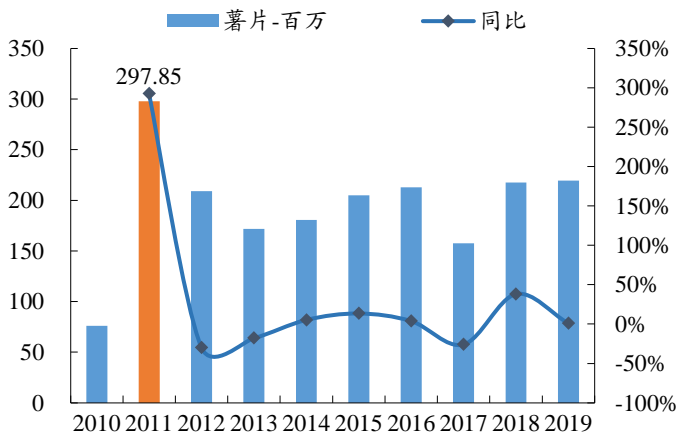
渠道积淀深厚，纵深力强。公司建立了以经销商渠道为主的全国销售性网络，渠道纵深力强。整体下游渠道可以划分为直营大型零售商（苏果、大润发、沃尔玛等）、经销商、电商、特渠等，目前洽洽约覆盖有 50 万终端，终端覆盖面广。经销商端，截止到 2021 年，公司有 1000 多个经销商，其中国内 980 多个、国外有 50 多个。与同行业的甘源、盐津等对比，洽洽单个经销商产出高，经销商体系质量优，其次，洽洽深耕线下经销渠道多年，在经销商管理、价盘、串货等渠道管控方面能力强，依托强大的渠道底盘，新品赋能能力强。从 2010 年公司推出薯片品类，2011 年薯片体量就接近 3 亿元，洽洽在渠道力上的赋能可见一斑。

图 22: 洽洽单个经销商产出高



资料来源:公司公告,信达证券研发中心 注:盐津因为 2021 年新招了较多流通渠道的经销商,单个经销商产出有所降低

图 23: 薯片推出第二年体量基本达到 3 亿元验证洽洽强渠道力

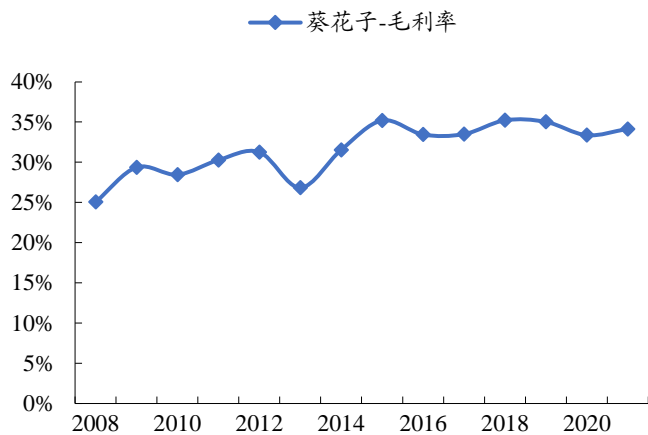


资料来源:公司公告,信达证券研发中心

洽洽深入消费者心智，品牌高势能。洽洽迄今发展二十余年，初期凭借红色牛皮纸袋包装掀起红海突围战，叠加放置文化卡票，传统概念加持下瓜子消费独居韵味，品牌营销的基

因深植洽洽公司内部，包括 2017 年推出的每日坚果品类，明黄色的包装率先抢占消费者心智，上述均表明洽洽具备强品牌营销能力。同时，经过二十余年品牌的运营，叠加终端渠道的高铺市面，洽洽具备强品牌知名度和美誉度，瓜子=洽洽深植消费者心智，在 2021 年第十五届中国品牌价值 500 强评选中，洽洽品牌价值达 262.91 亿元。作为瓜子龙头企业，洽洽具备较强的主动提价能力，终端溢价能力强，主业瓜子毛利率持续保持向上趋势，盈利能力有保障。每日坚果端，针对产品核心痛点进行品牌营销，突出“掌握关键保鲜技术”口号，强调差异化竞争，进一步强化品牌势能。“洽洽”品牌高势能辐射下，产品推新和放量成功率有望提升，第二曲线坚果的培育成功可见一斑。

图 24: 洽洽葵花子毛利率保持向上趋势



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 25: 每日坚果小黄袋营销突出掌握关键保鲜技术



资料来源:公司官网, 信达证券研发中心

表 8: 洽洽品牌具备强提价能力

时间	提价情况
2013 年 7 月	葵花子类产品 6%-8%
2018 年 7 月	香瓜子、原香瓜子、小而香西瓜子等八个品类 6%-14.5% 不等
2021 年 10 月	对公司葵花子系列产品以及南瓜子、小而香西瓜子产品进行出厂价格调整, 各品类提价幅度为 8%-18% 不等, 其中葵花子 8%、南瓜子 10%、西瓜子 18%

资料来源:公司公告, 中国商报, 信达证券研发中心

3.2. 包装化率提升下, 瓜子空间仍可期

瓜子包装化率提升, 龙头洽洽有望受益于此, 打开成长天花板。目前国内预包装瓜子销量占比约为 50%, 随着居民人均消费水平的提升, 瓜子的包装化率仍有望持续提升, 洽洽作为包装瓜子的行业龙头, 瓜子业务的体量在包装化率提升下有望持续进一步增加。对于市场担忧的洽洽在瓜子品类市场占有率高, 成长空间受限, 我们认为随着包装化率的提升, 包装瓜子市场规模仍有提升空间, 其次目前洽洽在终端的渗透率仍有提升空间, 随着公司持续推进渠道深耕, 瓜子业务后续增长仍有空间支撑。

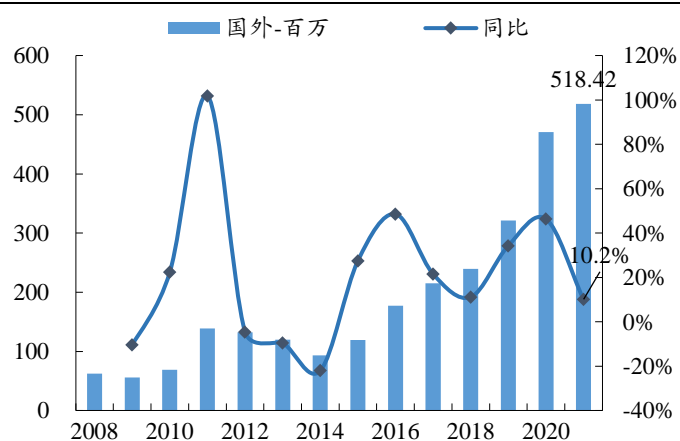
表 9: 包装化率提升对于洽洽的体量提升的敏感性测算

假设现在 50% 的包装化率，包装化率提升幅度-单位（/年）	现在约 90 万吨的葵花籽，假设包装瓜子 3.5 万元/吨，包装瓜子的市场体量提升-亿元	假设洽洽按照当前市占率获取新提升的市场空间，洽洽对应增量-亿元/年
2%	6.30	3.10
3%	9.45	4.73
4%	12.60	6.30
5%	15.75	7.88

资料来源：Wind，信达证券研发中心

渠道精耕，预计进一步提升终端渗透率。公司目前在国内覆盖有约 50 万终端，而根据沙利文的数据，全国的零售终端超过 300 万家，卫龙目前终端覆盖 69 万终端，对标之下，瓜子终端仍有空白渠道。公司计划未来 3-5 年实现百万终端，对于弱势市场和县乡市场以及特渠等进行深耕。并于 2021 年搭建了渠道精耕信息系统，目前上线运营的有近 12 万个终端，其中约 7~8 万家为 2021 年新增终端。渠道精耕战略下，市场铺货率、门店跃活率以及月人均产出均呈现逐渐提升，同时近年公司也在便利店、校园店、社区店等渠道加大了布局，终端渗透率预计进一步提升。

泰国工厂投产降低销售半径，逐步打开国际化销售新进程。公司重视海外市场开拓，采用国外经销的模式，聚焦海外华人、华侨等目标消费群体，并对当地瓜子消费市场进行培育，目前产品已出口到亚、欧、美等 40 多个国家和地区。2017 年，公司设立泰国子公司和美国子公司，并于当年获得便利店 7-Eleven 泰国瓜子销售名额，目前 7-Eleven 在泰国约有万余家门店，公司产品有望借助 7-Eleven 的门店打开泰国瓜子市场。2019 年，公司泰国工厂顺利投产，泰国地处东南亚中心，有效降低了海外市场销售半径，将持续打开国际化销售新篇章。2021 年，公司海外营收达到 5.18 亿元，受到海外疫情的影响，21 年增速有所放缓。

图 26: 海外收入持续快速增长


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 27: 洽洽产品已出口到亚、欧、美等 40 多个国家和地区


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

可转债募集产能，建成后瓜子产能提升 30% 以上，坚果产能提升约 1 倍多。公司于 2020 年公开发行可转债募集资金加码产能，募集资金约 13.4 亿元，主要用于扩建瓜子和坚果产能，建成后预计增加瓜子（包括原香瓜子、香瓜子、山核桃/焦糖瓜子）产能 7.8 万吨，坚果（包括每日坚果、壳坚果、风味果仁）产能 2.28 万吨。可转债募投项目投产后，将提升瓜子产能 30% 以上，提升坚果产能 1 倍多，为后续渠道扩张和深耕奠定坚实的产能基础。

表 10: 洽洽发行可转化债券募集产能

项目名称	建设产能情况	募集资金拟投入金额-亿元
滁州洽洽坚果休闲食品项目	项目建成后年可生产原香瓜子 12,000 吨、香瓜子 30,000 吨、山核桃/焦糖瓜子 18,000 吨、坚果 6,000 吨。	4.9
合肥洽洽工业园坚果柔性工厂建设项目	本项目为合肥洽洽工业园坚果柔性工厂建设项目，项目建成后形成年产 9,000 吨每日坚果、2,400 吨壳坚果、2,400 吨风味果仁的生产规模。	2.6
长沙洽洽食品二期扩建项目	项目建成后将形成年产 9,000 吨香瓜子、9,000 吨山核桃/焦糖瓜子、3,000 吨坚果类的生产规模。	1.7
洽洽坚果研发和检测中心项目	/	1.4
补充流动资金项目	/	2.8
合计	瓜子产能 7.8 万吨，坚果产能 2.28 万吨	13.4

资料来源：可转债募集说明书，信达证券研发中心

表 11: 可转债募集产能后，建成后瓜子产能提升 30%以上，坚果产能提升约 1 倍多

产品	2018	2019	2020	2021	募投项目投产增加产能
葵花子 产能-吨	176130.0	186390.0	203752.5	241360.0	78000
销售量-吨	143105.95	152645.15	164732.8	171928.9	
坚果 产能-吨	6000.0	9000.0	12397.5	17670.0	22800
产量-吨	5782.12	9154.45	10856.33	16592.01	

资料来源：可转债募集说明书，信达证券研发中心

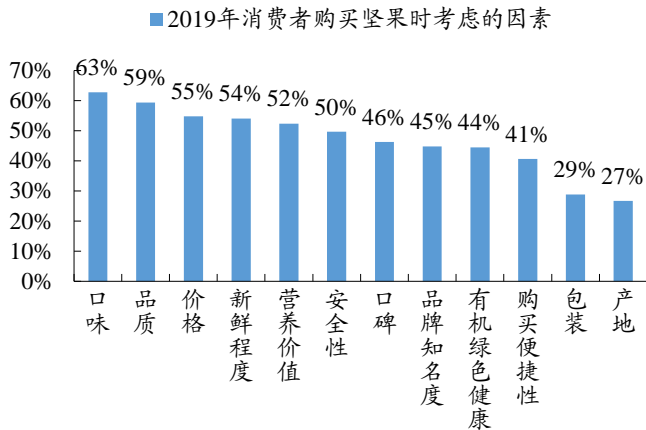
3.3. 树坚果大赛道，洽洽大有可为

成功打造第二品类每日坚果，每日坚果市占率跃居首位。公司在树坚果赛道依托线下渠道优势，弯道超车，目前在每日坚果品类中市占率居首位。回顾每日坚果品类的成功，1) 产品策略端，洽洽携手顶尖战略咨询公司华与华突出产品“掌握关键保鲜技术”切中行业消费痛点。坚果加工的技术门槛低，难点主要在于平衡蜜饯水分和产品新鲜度（水分高口感好但是容易滋生微生物影响产品品质，水分低则口感差），营销上突出保鲜技术和选用冲击性的黄色包装打造产品差异化竞争优势。2) 营销推广端，与分众合作聚焦电梯媒体，老牌企业焕新机，品牌认知度高。3) 渠道端，采用“贴奶”战术，销售终端和奶制品等联合促销、品尝试吃等等，坚果和奶制品兼具健康送礼属性，“贴奶”战术对于传达品牌健康理念及促进动销具备切实意义。上述组合拳下，每日坚果 2021 年实现营收 13.66 亿元，与瓜子双轮驱动推动公司业绩增长。

树坚果赛道空间广阔，格局未定，洽洽大有可为。展望后续，树坚果赛道市场规模约 700-800 亿元，细分品类每日坚果具备营养健康的特点，预计整个品类市场规模仍有一定的提升空间，洽洽目前基本在细分品类确立了龙头地位，后续终端渗透率提高下市场占有率有望进一步提升。产品营销端，公司突出“掌握关键保鲜技术”，强调“新鲜”概念，根据艾瑞咨询的调研，消费者购买坚果核心关注口味、品质等，产品营销精准定位。赛道竞争格局来看，三只松鼠在绝对体量上最大，2021 年坚果品类体量达 50.58 亿元，但其主要为单品坚果，混合坚果（每日坚果）体量约为 10 亿元，与洽洽体量相当，但两者在渠道端存在差异，三只松鼠主要在线上渠道销售，洽洽在线下渠道具备核心优势。品类延伸端，公司也在尝试推出蜂蜜黄油味的巴旦木等产品，有望持续打开品类空间。随着树坚果行业的持续

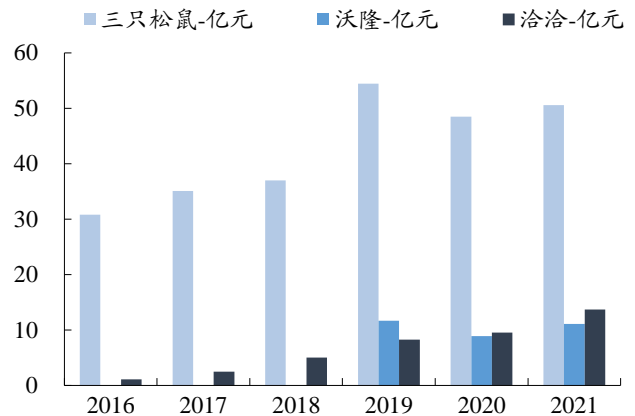
发展及依托线下深耕多年的渠道优势，坚果品类有望成为公司业绩增长强有力的驱动。对于市场担忧公司坚果品类可能像之前培育的薯片、果冻等品类一样规模难以做大，我们认为薯片等品类的失败主要为上述品类发展阶段成熟，市场竞争格局明确，乐事等休食巨头竞争优势显著，洽洽在品牌和渠道上均不具备相对优势，但是对于坚果品类而言，目前市场格局未定，洽洽目前在品牌和线下渠道均具备一定先发优势，看好其在坚果品类的持续发展。

图 28: 洽洽突出“新鲜”产品概念定位精准



资料来源:艾瑞咨询, 信达证券研发中心

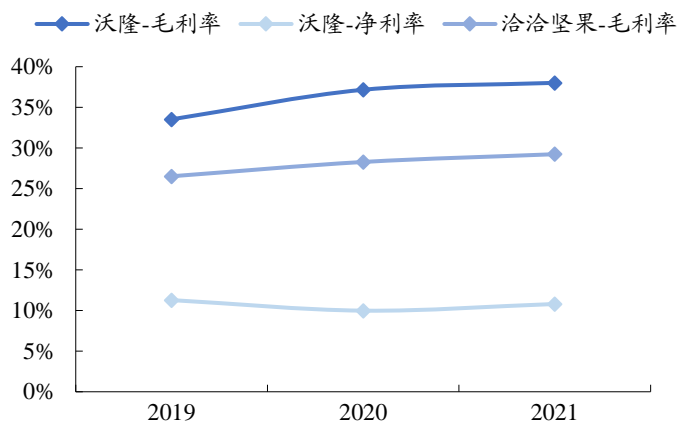
图 29: 树坚果行业格局未定, 目前玩家体量均相对小



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

规模效应下, 坚果品类盈利能力预计持续提升。洽洽每日坚果于 2017 年推出, 距今不过 4-5 年时间, 2021 年体量为 13.66 亿元, 且行业当前处于玩家抢占市场份额的阶段, 规模效应尚不明显。对比之下, 洽洽的毛利率水平远远低于竞争对手沃隆, 净利率水平约为 3-5%。展望后续, 随着坚果品类的进一步提升, 及对上游原材料掌控力进一步增强, 坚果品类的盈利预计逐步提升。

图 30: 对标沃隆, 洽洽坚果盈利能力有望持续提升



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

4. 估值与投资评级

收入端: 我们预计公司 21-23 年实现营业收入分别为 70.35、80.42、91.85 亿元, 同比增长 18%、14%、14%。考虑到提价影响及瓜子深耕渠道渗透率仍有望提升, 假设 22-24 年葵花子业务同比增长 14%、9%、9%。每日坚果目前终端持续快速铺货当中, 后续坚果品类可能也会增加单品坚果和风味化坚果, 我们预计 22-24 年同比增长 35%、29%、26%。薯片等

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20

其他休闲食品并非公司核心聚焦业务，主要为部分渠道渗透率持续提升，我们预计 22-24 年同比增长 5%、8%、8%。

表 12: 分品类盈利预测

单位--百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,289.30	5,985.03	7,035.00	8,042.40	9,184.59
同比	9%	13%	18%	14%	14%
葵花子类	3,725.10	3,943.47	4,477.95	4,889.55	5,351.55
同比	13%	6%	14%	9%	9%
坚果类	950.01	1,366.31	1,848.04	2,387.13	3,006.05
同比	15%	44%	35%	29%	26%
其他主营业务	531.20	538.64	565.57	610.82	659.68
同比		1.40%	5.00%	8.00%	8.00%
其他业务	82.98	136.60	143.43	154.91	167.30
同比	56%	65%	5%	8%	8%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

成本费用端: 考虑到去年年末公司对瓜子品类进行提价, 预计 22-24 年毛利率分别为 35.6%、35.8%、36%。坚果品类相比沃隆等盈利能力提升空间大, 规模效应之下, 预计 22-24 年毛利率为 30%、31%、32%。费用率端, 考虑到瓜子端体量较大, 而坚果品类仍处于快速放量的阶段, 预计整体的费用率保持相对平稳, 假设 22-24 年销售费用率为 9.3%、9.2%、9.2%, 管理费用率为 4.5%、4.4%、4.4%, 研发费用率为 0.7%、0.7%、0.7%。预计 22-24 年实现归母净利润 11.17、13.33、15.58 亿元, 对应归母净利率为 15.88%、16.58%、16.96%。

投资评级: 选取同行业 7 家休闲食品上市公司进行对比, 公司的市盈率水平低于行业平均, 考虑到短期公司瓜子提价业绩有保障, 中长期坚果品类有往持续快速放量, 在规模效应下, 盈利能力亦有望提升, 给予 2023 年 25XPE, 对应市值 333 亿元, 给予“买入”评级

表 13: 可比公司估值对比

2022/8/1	总市值 亿元	EPS			CAGR 2021-23	PE			PEG 23E	PS		
		21A	22E	23E		21A	22E	23E		21A	22E	23E
绝味食品	328.2	1.60	1.41	2.02	12%	33	38	26	2.1	5.0	4.4	3.7
煌上煌	56.9	0.28	0.42	0.50	34%	40	26	22	0.7	2.4	2.1	1.8
良品铺子	96.5	0.70	0.87	1.11	26%	34	28	22	0.8	1.0	0.9	0.8
三只松鼠	83.6	1.03	0.92	1.19	7%	20	23	18	2.3	0.9	0.8	0.7
甘源食品	56.1	1.65	2.01	2.65	27%	36	30	23	0.8	4.3	3.5	2.7
盐津铺子	116.9	1.17	2.29	3.24	66%	78	40	28	0.4	5.1	4.2	3.5
劲仔食品	35.1	0.21	0.27	0.34	27%	41	32	26	0.9	3.2	2.6	2.1
平均					29%	40	31	23	0.8	3.1	2.6	2.2
洽洽食品	250.3	1.84	2.20	2.62	19%	33	22	19	1.0	4.2	3.6	3.1

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 甘源食品以外的公司 EPS 和 PE 均采用 Wind 一致预测, 更新于 2022 年 8 月 1 日

市场担忧瓜子业务瓶颈明显及每日坚果品类难以做大, 我们认为洽洽瓜子龙头地位稳固, 打造强渠道和品牌力, 2015 年推出风味化瓜子, 瓜子业务重新焕发新机, 展望后续, 瓜子包装化率提升抬升天花板, 百万终端计划下渠道深耕和下沉, 终端渗透率仍有提升空间, 盈利能力在风味化和高端瓜子占比增加下亦有望提升。第二曲线端, 薯片等品类失败更多是由于品类竞争格局稳固, 洽洽要突破难度大, 而坚果品类 700-800 亿市场体量,

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 21

赛道大，格局未定，洽洽 2017 年推出每日坚果在终端掀起黄色风暴，依托线下渠道优势及品牌知名度，每日坚果品类弯道超车，市占率当前处首位，洽洽在其中大有可为，预计打开长期发展空间。我们预计公司 22-24 年 EPS 为 2.20、2.62、3.07 元，给予“买入”评级。

5. 风险因素

原材料价格波动风险。公司葵花子品类主要原材料为食葵，约有 50%的原料采用农业订单形式，产地主要为新疆、内蒙古等地，但仍需要向外采购部分原料，因而食葵价格上涨将侵蚀公司的盈利能力。坚果品类夏威夷果、巴旦木等原材料主要为国外进口，目前坚果原料基本为对外采购，并且坚果品类当前处于抢占市场份额的阶段，终端提价传导能力较弱，因而树坚果等原材料价格将对公司的盈利能力产生不利影响。

瓜子消费习惯的迁移。瓜子消费量自 2016 年达到销售高峰，近年消费量有逐步下滑的趋势，若瓜子行业消费量进一步下滑，或者消费者进行了消费品类的迁移，作为瓜子龙头的洽洽将受到不利影响。

坚果行业竞争加剧。树坚果行业目前主要分为单品坚果、每日坚果、口味型坚果，洽洽目前主要聚焦每日坚果，如果单品坚果、口味型坚果参与品牌增加，对于每日坚果赛道份额形成侵蚀，将对洽洽坚果品类发展造成不利影响。

渠道变革。洽洽线下经销起家，目前零售渠道变革较快，零食店、便利店、社区团购等新兴渠道发展较快，商超等传统渠道人流量下滑明显，短期渠道变革将对公司已有的渠道体系造成影响。

附:公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	5,091	5,853	6,991	8,377	10,044	
货币资金	1,267	1,746	2,293	3,133	4,268	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	218	320	376	430	491	
预付账款	32	56	65	74	84	
存货	1,687	1,462	1,690	1,922	2,183	
其他	1,887	2,268	2,568	2,818	3,019	
非流动资产	1,888	2,220	2,407	2,563	2,688	
长期股权投资	26	142	142	142	142	
固定资产(合计)	1,117	1,325	1,462	1,568	1,643	
无形资产	274	274	275	275	275	
其他	471	479	529	579	629	
资产总计	6,979	8,072	9,398	10,940	12,732	
流动负债	1,456	1,924	2,133	2,342	2,578	
短期借款	88	288	300	300	300	
应付票据	79	71	82	93	106	
应付账款	506	700	809	920	1,045	
其他	783	865	941	1,029	1,127	
非流动负债	1,315	1,352	1,352	1,352	1,352	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	1,315	1,352	1,352	1,352	1,352	
负债合计	2,771	3,276	3,485	3,695	3,930	
少数股东权益	1	2	3	4	6	
归属母公司股东权益	4,207	4,794	5,910	7,241	8,797	
负债和股东权益	6,979	8,072	9,398	10,940	12,732	

重要财务指标

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	5,289	5,985	7,035	8,042	9,185	
同比(%)	9.3%	13.2%	17.5%	14.3%	14.2%	
归属母公司净利润	805	929	1,116	1,330	1,556	
同比(%)	30.7%	15.3%	20.2%	19.2%	16.9%	
毛利率(%)	31.9%	32.0%	33.1%	33.4%	33.8%	
ROE%	19.1%	19.4%	18.9%	18.4%	17.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.60	1.84	2.20	2.62	3.07	
P/E	33.72	33.37	22.43	18.81	16.08	
P/B	6.49	6.49	4.23	3.46	2.84	
EV/EBITDA	27.69	28.24	15.72	13.05	10.77	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	5,289	5,985	7,035	8,042	9,185	
营业成本	3,603	4,073	4,706	5,354	6,079	
营业税金及附加	46	53	62	71	81	
销售费用	516	604	654	740	845	
管理费用	243	266	317	354	404	
研发费用	36	45	49	56	64	
财务费用	-25	-31	-39	-56	-81	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	42	34	41	47	53	
其他	11	19	11	12	14	
营业利润	923	1,028	1,336	1,582	1,858	
营业外收支	74	99	114	126	139	
利润总额	997	1,127	1,451	1,707	1,997	
所得税	192	197	334	376	439	
净利润	805	930	1,117	1,332	1,557	
少数股东损益	0	1	1	1	2	
归属母公司净利润	805	929	1,116	1,330	1,556	
EBITDA	988	1,095	1,546	1,797	2,072	
EPS(当年)(元)	1.60	1.84	2.20	2.62	3.07	

现金流量表

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金	597	1,345	1,014	1,232	1,438	
净利润	805	930	1,117	1,332	1,557	
折旧摊销	136	147	135	147	157	
财务费用	-26	-31	12	12	12	
投资损失	-42	-34	-41	-47	-53	
营运资金变动	-287	337	-95	-86	-97	
其它	11	-3	-114	-126	-139	
投资活动现金流	-178	-596	-467	-380	-291	
资本支出	-207	-173	-158	-127	-94	
长期投资	-70	-527	-350	-300	-250	
其他	99	104	41	47	53	
筹资活动现金流	517	-223	0	-12	-12	
吸收投资	1,340	0	0	0	0	
借款	639	465	12	0	0	
支付利息或股息	-387	-462	-12	-12	-12	
现金流净增加额	933	532	546	840	1,135	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。