



食品饮料  
Food & Drink

2011年2月16日

发行概况

询价区间(元)	36.6元-42.7元
发行股数(万股)	5000
发行后总股本(万股)	20000
发行方式	网下收购+网上申购
主承销商	国元证券
行业	食品饮料
大股东	合肥华泰集团股份有限公司
公司网址	http://www.qiaqiafood.com

行业一年期收益率比较



相关报告

黄黎明  
+86 755 21515595  
Huangliming@jyzq.cn

执业证书编号:  
黄黎明: S0340208070036

洽洽食品(002557)

——坚果炒货第一品牌

评级: 无

赢利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	2,144	2,715	3,226	4,117
主营收入增长率(%)	30.0%	26.6%	18.8%	27.6%
归母公司净利(百万元)	162	196	252	320
净利润增长率(%)	50.1%	23.1%	30.1%	27.3%
每股收益(元)	0.76	0.94	1.22	1.55
每股净资产(元)	2.63	12.03	12.89	13.97
PE	——	——	——	——
PB	——	——	——	——

资料来源: 金元证券研究所

- **坚果炒货: 广阔的空间有待开发。**坚果炒货是典型的快速消费品, 2009年行业销售额达到322亿元, 预计未来增速约10%, 广大乡镇市场的开发和产品的不断细分所带来的市场空间会超出预期。
- **洽洽食品: 专注炒货行业的绝对龙头。**公司坚果炒货行业内唯一一家销售规模超过十亿元的企业, 品牌价值连续多年居行业之首。其中, 葵花籽类是公司的传统优势产品, 2010年在收入的比重约77%。
- **竞争优势分析。**  
**持续创新成就第一品牌。**作为完全竞争的传统行业, 持续创新是公司脱颖而出的原动力。产品和营销创新方面, 洽洽不断细分市场, 开发出洽洽小而香、洽洽怪U味、“喀吱脆”薯片等新产品。  
**深耕渠道。**经过十年的开拓, 目前, 在全国21个片区, 有117家办事处、1100家专业经销商及4家大型零售商。未来将进一步下沉至乡镇。
- **募投项目。**四个项目为哈尔滨食品加工基地、内蒙原料基地、总部工艺提升项目和产供销信息平台建设等, 达产后预计将提高收入和利润50%以上。预计本次超募资金较多, 除补充流动资金外, 公司正计划建设华南基地, 另外, 整合想象空间也较大。
- **盈利预测及投资建议。**预计2010~2012年的每股收益分别为0.94元、1.22元和1.55元。

我国休闲食品正处于快速发展的黄金时期, 我们认为给予11年30X-35X的PE区间, 即询价区间为36.6元-42.7元。

**风险提示:** 市场竞争激烈、新产品推广不足以及原材料波动等等。

## 公司及行业背景

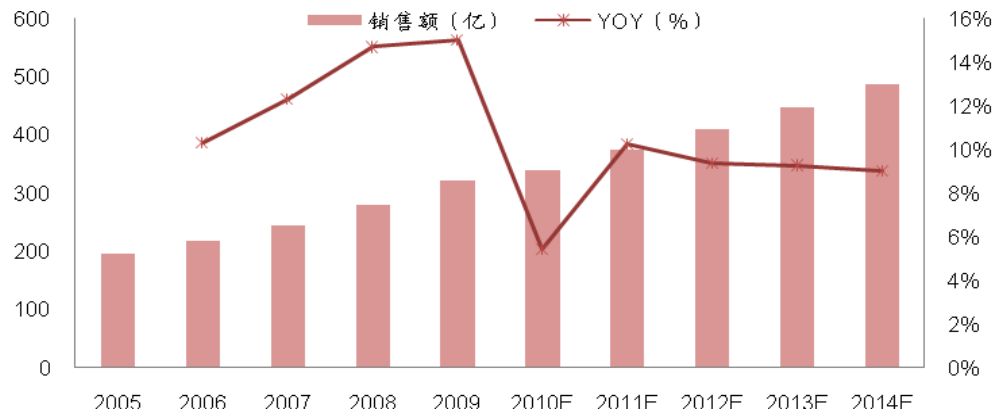
## ■ 坚果炒货：广阔的市场空间有待开发

休闲食品是典型的快速消费品，是在人们闲暇、休息时所吃的食品，坚果炒货类是其中一个重要分支。我国坚果炒货历史数千年，但直到上世纪90年代，才由传统手工转向工业化生产。

目前，2005-2009年坚果炒货行业销售额年复合平均增长率为13.06%，2009年达到322亿元，在整个休闲食品中占据重要位置，公司保守预计行业整体增速未来约10%，我们认为，广大乡镇市场的开发和产品的不断细分所带来的市场空间会超出预期。

另外，由于目前行业集中度较低（最大的洽洽食品也仅有约6%的份额），加上消费者食品安全意识的不断增强，未来行业必然向优势品牌企业集中，优势企业将获得更快发展。

图 1：我国坚果炒货行业销售额及增速（亿元，%）



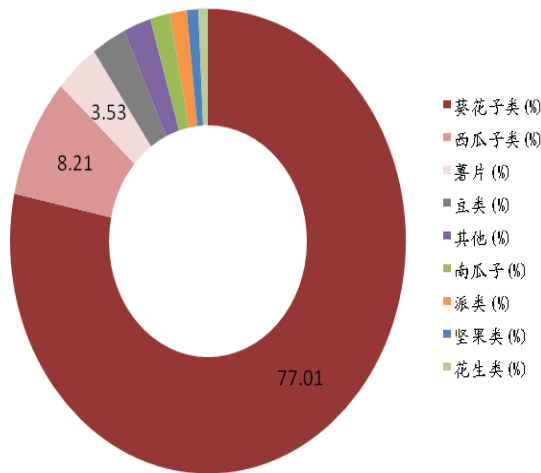
资料来源：公司公告

## ■ 洽洽食品：专注于坚果炒货行业的绝对龙头

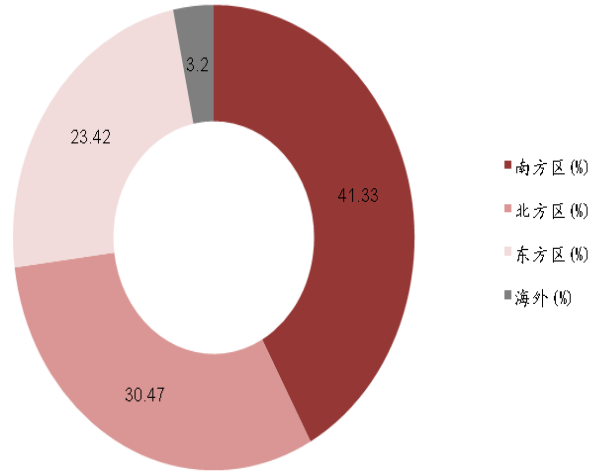
洽洽专业从事坚果炒货食品，主要产品有葵花子类、西瓜子类、豆类、南瓜子类、花生类等传统炒货产品和以开心果、核桃、杏仁等为代表的高档坚果产品。是行业内唯一一家销售规模超过十亿元的企业，龙头地位突出，品牌价值连续多年居行业之首。

葵花籽类是公司的传统优势产品，2010年在收入的比重约77%，其次是西瓜仔类。销售区域主要在经济发达区域，未来市场将进一步下沉，另外，海外市场去年也有6871万元的收入，在东南亚地区已有较高的知名度。

图 2: 公司产品结构-分产品 (%)



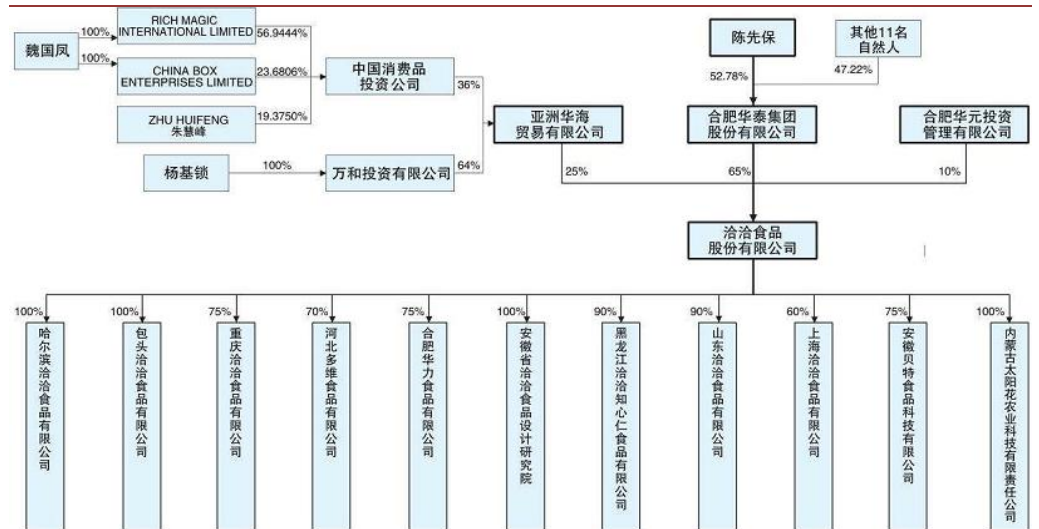
公司产品结构-分地区 (%)



资料来源: 公司公告

洽洽食品成立于 2001 年, 公司的实际控制人陈先保, 也是公司的创始人。发行前公司的三家法人股东为华泰集团、亚洲华海和合肥华元, 其中, 合肥华元持有人为公司核心管理、营销和技术人员。

图 3: 洽洽食品股权结构



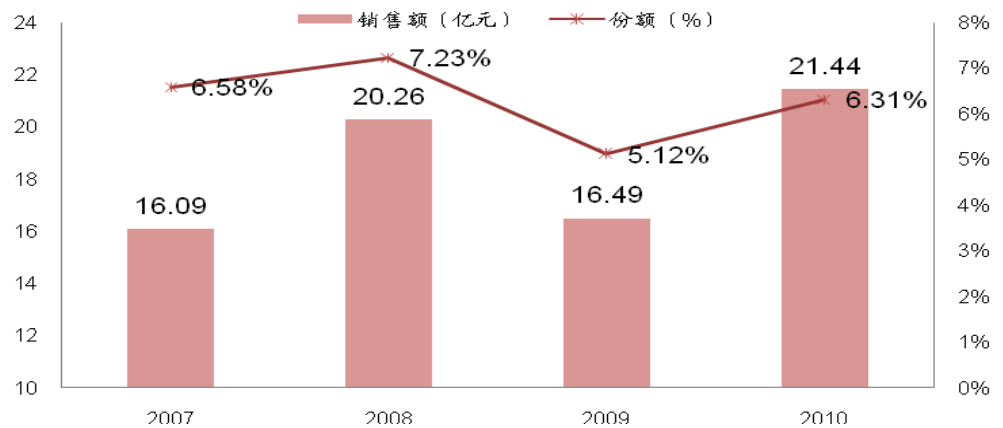
资料来源: 公司公告

### 公司竞争优势分析

#### ■ 持续创新成就坚果炒货第一品牌,

2007 年以来, 洽洽食品销售额均居行业首位, 远远高于主要竞争对手真心、正林、徽记、阿明、天喔、大好大等, 品牌知名度高达 96%, 是名副其实的行业第一品牌。炒货行业进入门槛较低, 竞争完全且分散, 洽洽食品能脱颖而出, 主要来自于公司持续的创新能力和创新机制。

图 4: 洽洽食品市场份额



资料来源: 公司公告

工艺创新方面, 洽洽率先将坚果炒货的加工方法“改炒为煮”, 开发并建成了我国第一条坚果炒货机械化流水线, 并不断实行技术创新, 目前, 公司拥有 50 项专利。

产品和营销创新方面, 洽洽通过对不同目标消费群的合理定位与消费需求分析, 从包装、外观设计、口味等多方面充分满足消费者的需求, 洽洽小而香、洽洽怪 U 味等就是这些创新的杰作, 2010 年 7 月, 全新推出的“喀吱脆”薯片, 宣传“非油炸、不添加”的健康理念, 差异化的定位迎合了现代都市人的需求, 当年销售额就达 7587 万元。

#### ■ 深耕渠道, 打造先进供应链

做快消品, 渠道和品牌是两大不可或缺的重要基础。

经过十年的开拓, 公司已经建立了覆盖国内大中型城市的全国性销售网络, 包括专业经销商、直供的大零售商等多种渠道, 终端掌控能力强, 市场反应速度快。目前, 在全国 21 个片区, 有 117 家办事处、1100 家专业经销商及 4 家大型零售商。

同时, 公司也拥有业内先进的销售管理系统 (DCMS), 提高了供应链各环节的效率, 主要产品类别可保证收到客户订单后 24-72 小时内出货, 再通过渠道网络, 可以在一个月内将新产品铺向全国。

另外, 国内中小型城市及广大农村市场将是行业下一轮的增长点, 为此公司正在大力推进“渠道精耕”的发展战略, 逐步将销售网络延伸到全国主要县乡(镇), 进而建立全国销售网络。

## 募投项目

公司本次 IPO 发行 5000 万股，发行后股本为 20000 股。募投项目如下表，合计投资总额 5.2 亿元。

表 1: 洽洽食品 IPO 募投项目

投资项目	投资额 (万元)	建设期 (年)	达产后(万元)		备注
			收入	税后利润	
哈尔滨食品加工项目	27,539.50	2	112,259.40	6,357.70	形成年产36,000吨香瓜子、9,000吨原味瓜子、9,000吨茶瓜子、9,000吨油炸产品、9,000吨多味瓜子、7,200吨脆皮花生的生产规模。
内蒙古原料基地项目	9,262.07	1	---	---	原料储存能力2.5万吨/年、选料能力2.7万吨/年、烘干能力3万吨/年。
生产工艺提升及自动化项目	12,204.60	1.5	27,604.5	1,687.20	葵花子类产品将全部实现全自动化包装，西瓜子小而香、茶瓜子、油炸类产品的产能将分别新增0.45万吨/年、0.48万吨/年、0.54万吨/年。
供产销全流程业务信息平台建设项目	2,998.73	2	---	---	---
合计	52,004.90	---	139863.9	8,044.90	---

资料来源：公司公告

东北是葵花籽类产品的重要原料基地，哈尔滨建厂不仅能有效减少物流成本，也能更快更好的辐射北方市场，预计提高公司收入和利润约 50%。

上游原料也是坚果炒货行业的重要环节，关乎公司成本波动和产品质量，而内蒙古是我国最大的葵花籽基地（约 30%），布局内蒙是也符合公司的长远战略。

预计本次超募资金较多，除补充流动资金外，公司正计划建设华南基地，另外，行业集中度的提高是必然趋势，借助资本市场，公司的整合想象空间大。

## 盈利预测及投资建议

## ■ 盈利预测假设

我们对公司未来各业务假设如下。

作为龙头企业企业，葵花籽类销售额基本保持行业均值 2-3 倍的增速，随着两年后哈尔滨基地的投产，增速有所提高。

薯片去年取得良好开端，初步预计未来是另一个主要产品；随着工艺、设备的提升以及产品结构的升级，整体毛利率保持平稳或略升。

子公司所得税率优惠到 2013 年截止，税率在过渡期内逐步提高。

表 2: 主要盈利预测假设

产品分类	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>葵花籽类</b>						
销售收入(百万)	1439.53	1212.98	1651.15	2070.54	2504.32	3304.45
YOY (%)		-15.74%	36.12%	25.40%	20.95%	31.95%
销售成本(百万)	1079.22	856.85	1181.56	1474.59	1774.82	2330.33
销售量(万吨)	10.3150	7.8392	10.7069	12.85	15.16	19.71
毛利率 (%)	25.03%	29.36%	28.44%	28.78%	29.13%	29.48%
<b>西瓜子类</b>						
销售收入(百万)	188.96	150.43	176.15	202.22	222.44	240.24

请参阅文末免责声明

YOY (%)		-20.39%	17.10%	14.80%	10.00%	8.00%
销售成本 (百万)	134.24	93.75	103.58	118.33	131.46	143.40
销售量 (万吨)	0.8811	0.6092	0.7150	0.80	0.88	0.95
毛利率 (%)	28.96%	37.68%	41.20%	41.49%	40.90%	40.31%
<b>薯片</b>						
销售收入 (百万)	0.00	0.00	75.87	189.68	231.41	277.69
YOY (%)		#DIV/0!	#DIV/0!	150.00%	22.00%	20.00%
销售成本 (百万)	0.00	0.00	64.38	153.64	185.13	216.60
毛利率 (%)	0.00%	0.00%	15.15%	19.00%	20.00%	22.00%
<b>其它</b>						
销售收入 (百万)	397.21	285.94	240.65	252.68	267.84	294.63
YOY (%)		-28.01%	-15.84%	5.00%	6.00%	10.00%
销售成本 (百万)	330.87	237.18	208.01	217.31	227.67	247.49
毛利率 (%)	16.70%	17.05%	13.56%	14.00%	15.00%	16.00%

资料来源: 金元证券研究所

### ■ 盈利预测及估值

根据以上假设, 预计 2010~2012 年的每股收益分别为 0.94 元、1.22 元和 1.55 元。

我国休闲食品正处于快速发展是的黄金时期, 目前上市类似公司有三全食品、黑牛食品、涪陵榨菜、双塔食品和金字火腿, 11 年的动态市盈率在 40X-45X, 考虑到一级市场的折价, 我们认为给予 30X-35X 的 PE 区间, 即询价区间为 36.6 元-42.7 元。

**风险提示:** 市场竞争激烈、新产品推广不足以及原材料波动等等。

### 附表: 盈利预测表

利润表:					现金流量表:				
科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2,144	2,715	3,226	4,117	净利润	162	196	252	320
营业成本	1,558	1,964	2,319	2,938	折旧与摊销	42	20	31	36
营业税金及附加	3	3	3	4	财务支出	1	6	5	5
销售费用	282	367	419	535	投资损失	0	0	0	0
管理费用	107	136	168	226	净营运资本变动	-102	1	-31	-53
财务费用	2	4	-5	-7	经营性现金流	103	223	257	307
资产减值损失	0	0	0	0	资本支出	-84	-214	-94	-74
其他经营收益	0	0	0	0	其它投资	3	0	0	0
营业利润	193	242	321	420	投资性现金流	-81	-214	-94	-74
利润总额	199	248	327	426	股权融资	0	1,750	0	0
减: 所得税	37	52	75	107	债券融资	290	-70	0	0
净利润	162	196	252	320	股利分配及其它	-3	-62	-78	-98
少数股东损益	10	9	8	9	筹资性现金流	287	1,618	-78	-98
归母公司净利润	152	187	244	310	货币资金变动	309	1,626	85	136
<b>资产负债表:</b>					<b>主要财务比率:</b>				
科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E

货币资金	192	1,818	1,903	2,039	<b>成长能力 (YOY)</b>				
应收账款	42	60	71	91	营业收入	30.0%	26.6%	18.8%	27.6%
预付账款	46	59	70	88	营业利润	56%	25.4%	32.6%	30.8%
存货	531	589	696	881	归母公司净利润	50.1%	23.1%	30.1%	27.3%
其它	5	17	20	26	<b>盈利能力</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>816</b>	<b>2,543</b>	<b>2,760</b>	<b>3,125</b>	销售毛利率	27.3%	27.7%	28.1%	28.6%
长期股权投资	0	0	0	0	销售净利率	7.1%	6.9%	7.6%	7.5%
固定资产合计	248	273	440	502	ROE	28.2%	8.0%	9.5%	11.1%
长期待摊费用	3	3	3	3	ROIC	22.4%	26.2%	9.6%	11.5%
其它	155	295	191	167	<b>偿债能力</b>				
<b>非流动资产合计</b>	<b>406</b>	<b>571</b>	<b>634</b>	<b>672</b>	资产负债率	53.0%	20.9%	22.1%	24.4%
<b>资产总计</b>	<b>1,222</b>	<b>3,114</b>	<b>3,394</b>	<b>3,797</b>	流动比率	1.32	3.91	3.67	3.37
短期借款	170	100	100	100	速动比率	0.46	3.00	2.75	2.42
应付账款	238	295	348	441	<b>营运能力 (次)</b>				
预收款项	100	81	97	124	资产周转率	1.96	1.25	0.99	1.15
其它	110	174	207	264	存货周转率	3.68	3.51	3.61	3.73
<b>流动负债合计</b>	<b>618</b>	<b>650</b>	<b>752</b>	<b>928</b>	应收账款周转率	54.56	53.57	49.36	50.97
长期借款	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其它	29	30	0	0	每股收益	0.76	0.94	1.22	1.55
<b>非流动负债合计</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金流	0.52	1.11	1.28	1.54
<b>负债合计</b>	<b>648</b>	<b>650</b>	<b>752</b>	<b>928</b>	每股净资产	2.63	12.03	12.89	13.97
实收资本	150	200	200	200	每股股利	0.00	0.28	0.37	0.47
资本公积	57	1,757	1,757	1,757	<b>估值指标 (倍)</b>				
留存收益及其它	367	507	685	912	PE	—	—	—	—
<b>所有者权益合计</b>	<b>574</b>	<b>2,464</b>	<b>2,642</b>	<b>2,869</b>	PB	—	—	—	—
<b>负债和权益总计</b>	<b>1,222</b>	<b>3,114</b>	<b>3,394</b>	<b>3,797</b>	EV/EBITDA	—	—	—	—

资料来源: 金元证券研究所

**金元证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票投资评级标准:**

**买入:** 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

**增持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

**中性:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

**减持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.