

消费品及服务 - 食品

2011 年 2 月 18 日

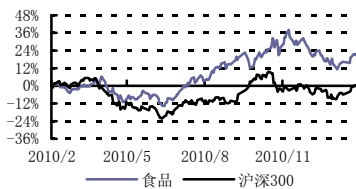
重要资料

总股本 (百万股)	200.00
流通股 (百万股)	50.00
募集资金总额	2000
行业 PE (X)	45.9
定价区间 PE (X)	53.5-58.8
第一大股东	华泰集团
公司网址	http://www.qiaqiafood.com

财务数据

	2008	2009	2010
营业收入 (百万)	2025.7	1649.3	2143.8
增长率%	25.9%	-18.6%	30.0%
净利润 (百万)	113.86	107.21	161.72
增长率%	16.8%	-5.8%	50.9%
毛利率%	23.8%	28.0%	27.3%
净利率%	5.1%	6.1%	7.1%
ROE	33.4%	27.1%	29.0%
ROA	9.2%	10.5%	12.4%
资产负债率	68.4%	57.0%	53.0%

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
食品	5.31%	-0.29%	18.76%
沪深 300	9.13%	4.57%	-0.17%

梁希民

执业证书号: S1030209090564  
0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 梁希民, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

炒货专家向休闲食品巨头迈进

—洽洽食品 (002557) 新股定价报告

询价区间: 40 元 定价区间: 53.5-58.8 元

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	2144	2653	3217	4045
净利润 (百万元)	152	204	273	331
每股收益 (元)	0.76	0.96	1.28	1.56
净利润增长率%	50.1%	25.9%	33.9%	21.6%
每股净资产 (元)	2.63	22.89	23.91	25.16
市盈率	73.83	58.67	43.81	36.04
市净率	21.37	2.45	2.35	2.23
PEG	1.47	2.27	1.29	1.67

资料来源: 世纪证券研究所

- **坚果炒货行业的龙头企业。**公司主要产品有葵花子类、西瓜子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。2006-2008 年, 洽洽品牌连续位居“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首。公司是行业内唯一一家销售规模超过十亿元的大型企业, 综合市场占有率位居行业首位。
- **预计未来五年, 坚果炒货行业年增长率达到 10%。**消费者对休闲食品的需求有所提高, 需求的多样化、差异化推动了坚果炒货行业的快速发展。在大城市消费量平稳增长的前提下, 坚果炒货的消费区域将逐步延伸到中小城市及农村。市场份额将向具有品牌和渠道优势的企业集中。
- **薯片业务快速增长可期。**公司近三年的净利润年均增长 20%, 葵花子类、西瓜子类传统炒货是公司收入和利润的主要来源。2010 年公司全新推出“喀吱脆”薯片, 采用差异化竞争策略, 选择“非油炸、不添加”为卖点, 当年即实现了较好收益, 随着公司的大力推广, 预计薯片将成为公司第二大收入来源。
- **募投项目。**本次募集资金将用于建设哈尔滨炒货生产基地、内蒙古原料基地等项目, 建设期为 1-2 年。项目完成后, 将优化公司的生产基地布局, 增强快速响应和服务市场的能力, 增强公司的核心竞争力。
- **投资评级。**预计公司 2011-2013 年, 实现每股收益 0.96 元、1.29 元、1.56 元。食品行业中较接近终端消费者的中小板可比公司 10 年和 11 年的平均估值水平为 59.0 倍和 45.9 倍。公司品牌知名度高、行业地位突出, 其合理估值区间应为 53.5 元-58.8 元, 对应 2011 年 PE 水平为 41.7-45.9 倍。
- **风险提示。**原材料价格波动风险; 产品多样化市场培育风险。

## 公司概况

公司前身为成立于2001年的安徽洽洽食品有限公司，2008年4月整体变更设立为股份有限公司。截至2010年12月31日，公司的总资产为12.2亿元，净资产为5.7亿元，资产负债率为62.1%。

公司发行前股本总额为15,000万股，本次拟向社会公开发行5,000万股，占发行后总股本的25.00%。控股股东华泰集团为陈先保、陈东斌、陈冬梅等12名自然人所持有。

Figure 1 本次发行前后公司的股本结构

股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	持股数量(万股)	所占比例	持股数量(万股)	所占比例
(一) 发行前股东				
华泰集团	9,750	65.00%	9,750	48.75%
亚洲华海	3,750	25.00%	3,750	18.75%
合肥华元	1,500	10.00%	1,500	7.50%
(二) 社会公众股	-	-	5,000	25.00%
合计	15,000	100.00%	20,000	100.00%

资料来源：公司招股意向书；世纪证券研究所

**坚果炒货行业的龙头企业。**公司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。2006-2008年，洽洽品牌连续位居中国食品工业协会坚果炒货专业委员会评选的“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首。公司是行业内唯一一家销售规模超过十亿元的大型企业，综合市场占有率位居行业首位。

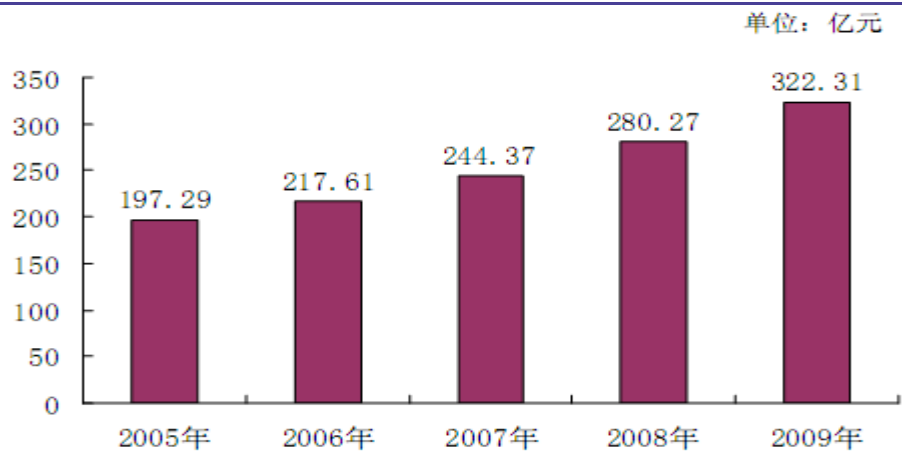
**引领国内坚果炒货行业的技术发展和工艺创新。**公司参与制订了国内多个炒货行业标准，率先将坚果炒货的加工方法“变炒为煮”，开发并建成了我国第一条坚果炒货机械化流水线，创新性地对主要产品大规模使用了纸塑包装。公司目前已经建立了覆盖国内大中型城市的全国性销售网络，终端掌控能力强，市场反应速度快，销售渠道稳定、通畅。

## 公司所处行业背景

坚果炒货食品由中国首创，据文字记载已有数千年历史。由于其特有的营养保健功能，价廉物美的特质，坚果炒货食品深受消费者的喜爱。

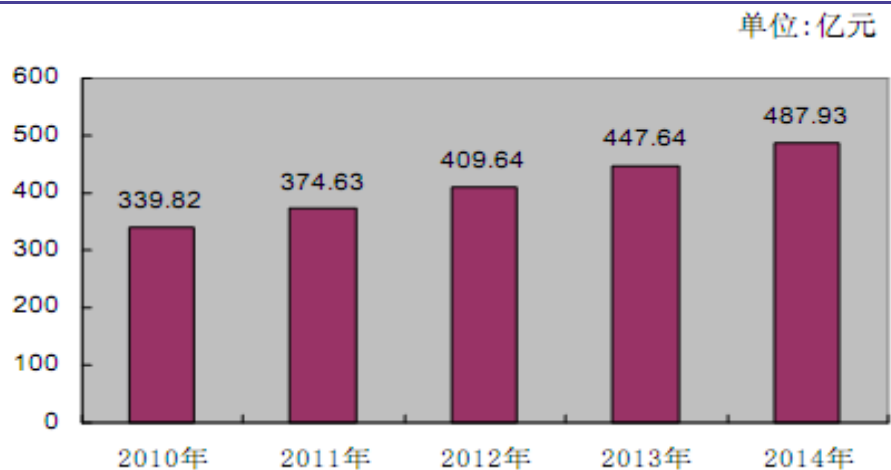
**预计未来五年，坚果炒货行业年增长率达到10%。**随着经济的快速发展，消费者可支配收入的增加，消费观念的转变，消费者对休闲食品的需求有所提高，需求的多样化、差异化推动了坚果炒货行业的快速发展。2005-2009年，我国坚果炒货行业销售收入从197亿元增长至322亿元，年均复合增长率为13.06%。根据中国市场调查研究中心预测，未来几年，坚果炒货行业将保持10%左右的增长速度。未来一段时期，在大城市消费量平稳增长的前提下，坚果炒货的消费区域将逐步延伸到中小城市及农村，促进坚果炒货产品的消费增长。广阔的消费市场和日益增长的消费能力必将进一步推动我国坚果炒货产业的持续快速发展。

Figure 2 2005-2009年全国坚果炒货行业销售规模情况



资料来源：中国食品工业协会坚果炒货专业委员会；公司招股意向书

Figure 3 2010-2014年全国坚果炒货行业销售收入预测



资料来源：中国市场调查研究中心；公司招股意向书

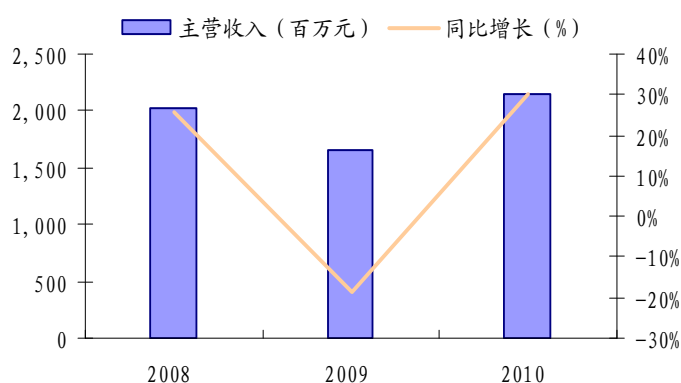
**市场份额向品牌企业集中。**我国坚果炒货行业属于完全竞争的市场，截至2009年末国内共有规模不等的生产企业近500家，并已形成了若干全国性品牌和区域品牌主导市场的销售局面。行业中销售规模较大、实力较强、市场认知程度较高的品牌企业主导行业竞争，市场份额逐步向这些品牌企业集中。根据中国食品工业协会坚果炒货专业委员会的统计资料，行业最近三年销售收入在10亿元以上的大型企业只有洽洽食品一家，销售收入在1-10亿元的企业主要有真心、正林、徽记、阿明、天喔、大好大等。

**快速消费品行业，营销渠道抢占市场。**坚果炒货食品领域的销售同时涉及传统通路和现代通路，渠道面广而杂，维护控制难度大，终端维护要求高。随着市场竞争的日趋激烈，行业内现有主要品牌企业均在努力构建覆盖全国的市场网络体系，在全国主要大中型城市建立了销售网络并配备销售队伍，并将销售网络延伸到全国主要县乡。国内中小型城市及广大农村市场将是行业下一轮的经济增长点。

### 公司主营业务分析

**近三年，净利润年均增长20%。**2008-2010年，公司各年营业收入分别为20.26亿、16.49亿和21.43亿元，实现净利润分别为1.07亿、1.62亿元。09年收入同比下降18.6%，主要原因在于：一、公司产品提价但营销手段没有相应跟进导致，导致产品销售受到影响；二是由于受金融危机扩散的影响，社会整体购买力下降，休闲食品市场尤其是高端产品受到了一定的冲击。2010年，公司的销售收入同比增长29.98%，净利润同比增长50.85%。

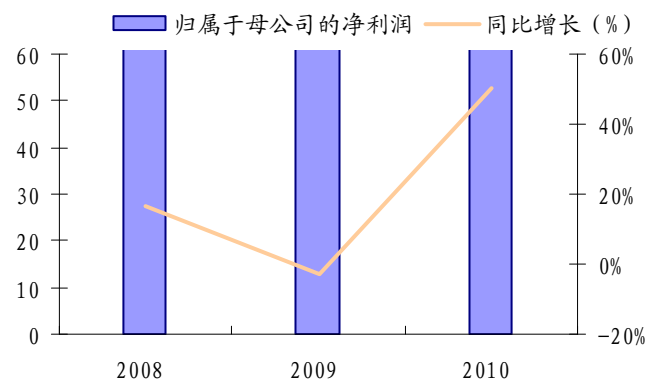
Figure 4 近年主营收入及变化



资料来源：公司招股意向书；世纪证券研究所

请参阅文后免责声明

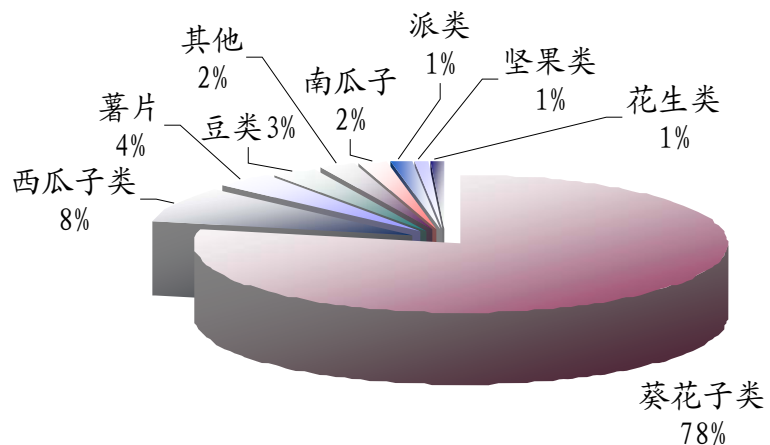
Figure 5 近年净利润及变化



资料来源：公司招股意向书；世纪证券研究所

葵花子类、西瓜子类传统炒货是公司收入和利润的主要来源。2010 年，葵花子和西瓜子类产品收入比重达到 77% 和 8.2%，毛利占比合计超过 92.5%。公司自成立以来，对坚果炒货行业的工艺路线、生产设备、包装材料、营销手段等进行全方位的革新，率先实现坚果炒货产品生产从传统手工业到现代工业方式的转变，是中国现代坚果炒货行业的领军企业，竞争优势明显。

Figure 6 公司收入结构

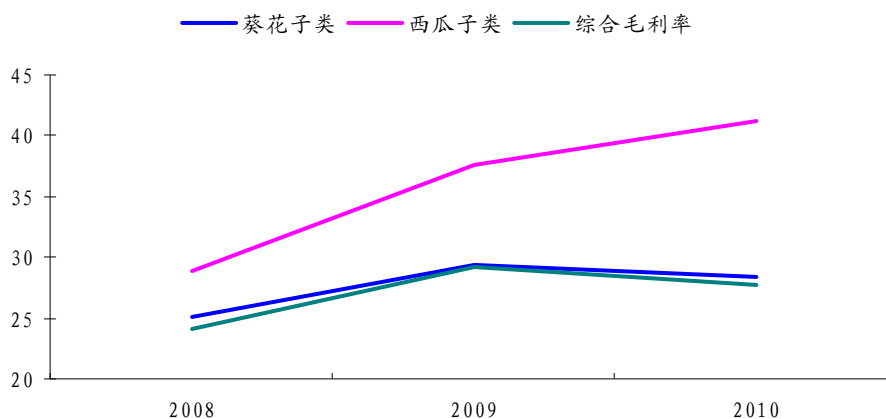


资料来源：公司招股意向书；世纪证券研究所

**薯片业务快速增长可期。**2010 年年中，公司全新推出“喀吱脆”薯片，采用差异化竞争策略，选择“非油炸、不添加”为卖点，当年即实现了 7500 多万销售收入，成为公司第三大收入来源。受制于 2010 年全球马铃薯减产以及我国对欧盟进口薯粉征收反倾销税造成薯粉进口成本大幅上升，2010 年喀吱脆的毛利率仅有 15%。随着马铃薯种植面积扩大，薯粉价格回落，预计 2011 年公司薯片业务的毛利率将一定程度回升。公司计划 2011 年全员主推薯片产品，精细化深耕市场，并扩大广告投放力度，薯片有望成为公司业绩增长的爆发点。

**公司综合毛利率保持上升态势。**近年主要原材料的价格有所波动，但是由于公司产品定价能力和成本费用控制能力较强，葵花子类、西瓜子类产品毛利率仍然稳步提升。2009 年公司的营业收入下降，但由于公司提高了产品售价，毛利率得到较大提升。预计未来几年，公司将加大对原材料供应市场的开发力度以及加强原材料的收储工作，进一步优化产品结构，大力开展高附加值产品，公司综合毛利率将稳步提升。

Figure 7 毛利率变化情况



资料来源：公司招股意向书；世纪证券研究所

## 公司竞争力分析

### 1、品牌及规模优势

我国坚果炒货行业企业众多，规模普遍偏小，较难形成规模效益。公司是业内唯一一家销售规模上十亿元的大型企业，综合市场占有率行业排名第一。2006年，“洽洽”商标在中国品牌研究院公布的中国100最具价值品牌排行榜上名列第88位，品牌价值18.22亿元。2006-2008年，洽洽品牌连续位居中国食品工业协会坚果炒货专业委员会评选的“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首。公司凭借规模化的生产和良好的成本控制，各项效益指标行业领先，具备较强的抗风险能力。

公司不断加大市场国际化发展的力度，产品出口到中国台湾、马来西亚、美国、澳大利亚、中东等国家和地区，在国际市场上的品牌知名度不断提升。公司是业内唯一一家在国际市场具有较强影响力的企业，2009年国际市场销售额突破5,000万元。

### 2、销售网络优势

公司将全国市场划为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。公司拥有一支经验丰富的专业化营销队伍，并建立了一整套完善、行之有效的营销管理体系和营销模式。目前，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）。为更高效的执行营销推广策略，公司大力推进大型零售商客户资源的拓展工作，并已与沃尔玛、苏果、麦德龙、乐购等四家知名零售商建立了长期稳定的合作关系。通过持续的渠道建设和维护，公司与

经销商建立了长期的战略合作关系，增强了对零售终端的掌控能力。

### 3、技术和质量优势

公司在引领行业技术创新、标准化、新产品开发等方面取得了较好的成果，创造了行业内多个第一，将坚果炒货制造方法“变炒为煮”，开发建成了我国第一条坚果炒货机械化流水线，参与制定了国内第一个地方标准。

公司建立了以 ISO9001 和 HACCP 质量保证体系为基础的先进质量管理体系和食品安全管理体系，制定并实施严密的质量控制措施，切实将严格的质量管理落实到原料采购、产品设计、生产加工、产品销售、售后服务等各个环节。

### 募集资金投向分析

本次 IPO 公开发行拟发行 5,000 万股，拟募集资金 5.2 亿元，将用于投资建设哈尔滨炒货生产基地、内蒙古原料基地、原产能工艺提升和自动化改造、供产销全流程业务信息平台等项目。其中，哈尔滨食品加工项目和业务信息平台建设的投资期为 2 年；内蒙古原料基地项目及生产工艺提升项目投资期分别为 1 年和 1.5 年。

Figure 8 募投项目

序号	项目名称	建设投资	流动资金	项目投资总额
1	哈尔滨洽洽食品有限公司食品加工项目	23,848.30	3,691.20	27,539.50
2	洽洽食品股份有限公司内蒙古原料基地建设项目	6,262.07	3,000.00	9,262.07
3	洽洽食品股份有限公司食品生产工艺提升及自动化项目	11,266.20	938.40	12,204.60
4	洽洽食品股份有限公司供产销全流程业务信息平台建设项目	2,998.73	-	2,998.73
合计		44,375.30	7,629.60	52,004.90

资料来源：公司招股意向书；世纪证券研究所

哈尔滨食品加工项目：项目定位于全品项综合休闲食品加工基地，建成

后将形成年产 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。东北地区公司葵花籽、南瓜籽原料主产区，新产能投产后将有效增强公司在东北、华北地区市场的快速反应能力。

内蒙古原料基地建设项目：项目建成后，将具备原料储存能力 2.5 万吨/年、选料能力 2.7 万吨/年、烘干能力 3 万吨/年。

食品工艺提升及自动化项目：项目建成后，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。

本次募集资金运用将全部围绕主业进行，将优化公司的生产基地布局，增强快速响应和服务市场的能力，建立优质原料供应的长效机制，提升生产自动化及信息化水平，从而不断增强公司的核心竞争力，确保公司能够抓住行业整合发展的机遇，不断提高公司产品的市场份额，巩固和提升公司行业龙头地位。

## 盈利预测

### 假设条件：

1、募投项目按计划投产。随着产能的逐步释放，以及公司加大营销力度，2011-2012 年，葵花子类产品的销售收入增长为 20%、20%、25%；西瓜子等产品按行业平均 10% 的速度增长。薯片 2011 年实现收入 2.5 亿，12-13 年年均增长 50%。

2、主要产品和综合毛利率稳中略升。

预计公司 2011-2013 年，实现每股收益 0.96 元、1.28 元、1.56 元。

Figure 9 主要产品收入预测

项目(单位:百万元、%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>					
葵花子类	1,213	1,651	1,981	2,378	2,972
西瓜子类	150	176	194	213	234
薯片	0	76	250	375	563

豆类	40	60	66	72	79
合计	1,574	2,110	2,653	3,217	4,045
<b>毛利率</b>					
葵花子类	29.4	28.4	28.5	28.5	28.5
西瓜子类	37.7	41.2	41.2	41.2	41.2
薯片	0.0	15.2	20.0	25.0	25.0
豆类	17.3	12.0	12.0	12.0	12.0
合计	29.3	27.7	27.48	27.89	27.84

资料来源：公司招股意向书；世纪证券研究所

Figure 10 业绩预测

项目(单位:百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>一、营业利润</b>					
<b>营业收入</b>	<b>1,649</b>	<b>2,144</b>	<b>2,653</b>	<b>3,217</b>	<b>4,045</b>
减: 营业成本	1,188	1,558	1,924	2,319	2,919
减: 营业税金及附加	2	3	3	4	5
减: 营业费用	249	282	366	437	552
减: 管理费用	77	107	129	158	198
减: 财务费用	12	2	-14	-31	-31
加: 投资净收益	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>124</b>	<b>193</b>	<b>245</b>	<b>330</b>	<b>402</b>
<b>二、利润总额</b>					
加: 营业外收入	12	12	11	12	11
减: 营业外支出	3	6	5	5	5
加: 其他	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>133</b>	<b>199</b>	<b>251</b>	<b>336</b>	<b>408</b>
<b>三、净利润</b>					
减: 所得税	25	37	47	63	77
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>107</b>	<b>162</b>	<b>204</b>	<b>273</b>	<b>331</b>
<b>四、归属于母公司所有者净利润</b>					
减: 少数股东损益	6	10	12	16	20
加: 其他	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>101</b>	<b>152</b>	<b>191</b>	<b>256</b>	<b>312</b>
<b>五、股利分配</b>					
总股本	150	150	200	200	200
EPS(摊薄、元)	0.51	0.76	0.96	1.28	1.56

资料来源：公司招股意向书；世纪证券研究所

### 估值及投资评级

公司的合理估值区间应为 53.5 元-58.8 元，对应 2011 年 PE 水平为 41.7-45.9 倍。我们选取食品行业中较接近终端消费者的中小板公司作为比较依据。同行业可比公司 10 年和 11 年的平均估值水平为 59.0 倍和 45.9 倍。公司品牌知名度高、行业地位突出，其合理估值区间应为 53.5 元-58.8 元，对应 2011 年 PE 水平为 41.7-45.9 倍。

Figure 11 估值比较

代码	公司	EPS		PE		股价
		2010	2011	2010	2011	
002387	黑牛食品	0.70	1.03	54.44	37.00	38.11
002216	三全食品	0.63	0.87	52.83	38.25	33.28
002515	金字股份	0.68	0.88	68.68	53.07	46.70
002507	涪陵榨菜	0.34	0.42	76.47	61.90	26.00
002481	双塔食品	0.85	1.08	72.94	57.41	62.00
002495	佳隆股份	0.69	0.85	42.52	34.52	29.34
平均		0.67	0.86	59.01	45.89	39.24
002515	洽洽食品	0.96	1.28			

资料来源：WIND 资讯；世纪证券研究所

### 风险因素分析

**原材料价格波动风险。**葵花籽、西瓜籽、南瓜籽等农副产品是公司生产产品的主要原材料，瓜子类原材料成本占公司生产成本的 70% 左右。原材料价格主要受当年的种植面积、气候条件以及市场供求等因素的影响。主要原材料价格发生波动而可能导致公司的经营风险。

**产品多样化市场培育风险。**公司为了进入高端市场，提高盈利能力，已着手开发开心果、山核桃、腰果、杏仁、美国山核桃等毛利较高的高档坚果产品，因为进入市场时间较短，产品尚处于市场培育期。如果产品不能适应消费者的消费习惯，营销网络的建设和产品的宣传效果没有达到预期，产品多样化的市场培育将会面临一定的风险。

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.