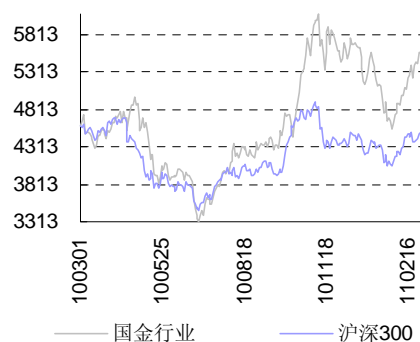


休闲的洽洽，快乐的味道；

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	40.00
发行A股数量(百万股)	50.00
总股本(百万股)	200.00
国金食品指数	5573.57
沪深300指数	3254.89
中小板指数	7413.34



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.676	1.014	0.988	1.279	1.577
每股净资产(元)	2.50	3.50	13.42	14.57	16.15
每股经营性现金流(元)	1.91	0.69	2.66	1.64	2.00
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	115.21	115.21	115.21	115.21	115.21
净利润增长率(%)	-2.64%	50.08%	29.87%	29.45%	23.35%
净资产收益率(%)	27.07%	28.95%	7.36%	8.77%	9.77%
总股本(百万股)	150.00	150.00	200.00	200.00	200.00

来源：公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- **公司概况：**洽洽食品是以生产经营炒货产品为主营业务的企业，其中葵花子占收入比重达 75%以上，是公司的支柱产品；公司目前处于国内炒货业龙头地位，但市场占有率只有 5%，不过这不妨碍公司在行业处于明显的领先地位，公司的年销售收入与行业内第 2-6 名厂商销售收入之和相差不多。
- **竞争优势：**公司的产品创新是公司的竞争优势之一，公司首推“煮”制机械流水线生产瓜子，引领炒货行业变革；除此之外，目前公司更为突出的优势在于品牌与渠道，品牌方面，公司是瓜子行业中无可争议的第一品牌，拥有着良好的美誉度、认知度、联想度；渠道方面，公司通路已经遍布全国，正在向县乡级市场渗透，而且，公司 KA 进驻战略也在稳步推进。
- **成长性：**公司的成长性面临着一定的瓶颈。从行业角度来看，生产过多的受制于上游原材料；需求方面，没有显著的需求推动力存在。从公司间竞争角度来看，炒货行业的低门槛与可观的利润率使得同行间的竞争还将更加激烈，公司的压力会持续存在。公司的机会在于新品开发，在“洽洽”品牌内涵向“休闲食品”转移并不生硬的基础上，休闲食品新品创新开发能力将打开公司成长空间。
- **募投项目。**公司的募集资金主要用于产能的扩张，但从短期来看，公司的产能利用存在一定的风险，公司募集其余资金用于技术工艺提升、管理水平提升，将提升公司的费用控制能力，优化公司的盈利能力。

估值和投资建议

- 我们预计：2011-2013 年公司收入为 27.57、33.45、40.26 亿元，同比增长 28.6%、21.3%、20.3%，净利润为 2.09、2.70、3.32 亿元，同比增长 29.87%、29.45%、23.35%。全面摊薄后对应 EPS 为 0.988、1.279、1.577 元。
- 近期发行的中小板公司平均发行市盈率（10PE）为 43.73 倍左右，同时参考可比公司市盈率、近期上市的中小板首发市盈率及 WACC 估值，并综合考虑了公司的未来的成长性，合理价格区间为 30-39.5 元，对应 11PE 为 30-40 倍。

风险

- 食品安全风险，业绩季节波动风险，新品推广不大预期，原材料成本压力。

陈钢

分析师 SAC 执业编号：S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

投资逻辑: 炒货业务稳定增长可期, 超预期取决其他休闲食品业务

- **洽洽食品凭借持续锐意创意, 在炒货红海中奠定龙头地位。**洽洽从诞生伊始, 就凭借其持续的“微创新”领跑整个炒货行业: 改炒为煮的产品创新实现传统炒货行业的标准化工业化、百煮入味香不脏手不上火的消费诉求实现洽洽的产品差异化、文化卡片首创文化营销打造客户粘性、凉茶瓜子平滑行业淡旺季、“小而香”西瓜子和“好南仁”南瓜子尝试延伸瓜子产品线、高端产品“葵珍”意图打造瓜子中的特仑苏。一系列的创新让洽洽以绝对优势领跑炒货行业。
- **09 年出现下滑, 外因是经济危机和成本上涨, 内因是管理交接, 但我们认为这仅仅是洽洽“成长中的烦恼”, 不改公司长期稳定增长趋势。**08 年为了应对瓜子原材料出现的较大幅度上涨, 公司选择在旺季 10 月提价, 且提价幅度一次性超过 15%, 造成了终端和经销商的抗性, 致使铺货不顺, 终致 09 年的下滑。09 年下半年来, 公司在管理团队上有所调整, 更加聚焦主业经营, 从 10 年的经营情况来看, 我们认为公司已经摆脱 09 年“成长中的烦恼”, 再次回到稳定的增长轨道来。
- **炒货主业和其他休闲食品业务将是洽洽未来成长的两架马车。**
 - 炒货主业主要看渠道的下沉和小品类的成长: 洽洽目前县乡市场仅贡献其收入的 10%, 县乡市场空间潜力巨大。公司今年重点布局“千县万乡工程”, 渠道下沉值得期待。对于县乡市场, 我们认为关键看公司如何改散装消费为袋装消费, 借营销引导消费习惯的改变。公司这几年积极延伸炒货产品线, 西瓜子南瓜子豆类和高级坚果都是公司拓展方向, 可惜效果并不显著。**我们认为小品类(西瓜子、南瓜子、豆类、花生和其他坚果)的成长, 原材料稳定度是很重要。**在小品类销售规模还没做大的时候, 原材料的剧烈波动将是增长最大的敌人。从这四年的情况来看, 葵瓜子和西瓜子成本除了 08 年外都保持较平稳的价格走势, 南瓜子和蚕豆则承受着价格不断攀升甚至暴涨的压力。我们认为这几年西瓜子实现平稳增长, 豆类和南瓜子则出现波动或者下滑跟原材料的走势是有密切关系的。
 - 其他休闲食品将是公司增长的第二极。凭借炒货业务奠定的品牌和渠道优势, 洽洽欲打造休闲食品王国, 我们的看法是强手环伺、突破点的选择很重要。洽洽目前对“喀吱脆”薯片寄予厚望, 希望将薯片业务打造成一个品类, 目前传统薯片厂商有乐事、品客, 非油炸厂商有好丽友、达利, 国内还有“乐吧”和“泡吧”同样以脆和非油炸为主打。非油炸行业呈现出快速的同质化竞争日趋激烈, 同时作为一种流行性消费非油炸薯片的持续稳定性也值得怀疑。因此我们认为 11 年随着铺货的深入, 洽洽薯片业务仍能够实现较高速增长, 但 10 亿或许将是较大的瓶颈。
- **投资建议及估值**
 - 我们预计: 2011-2013 年公司收入为 27.57、33.45、40.26 亿元, 同比增长 28.6%、21.3%、20.3%, 净利润为 2.09、2.70、3.32 亿元, 同比增长 29.87%、29.45%、23.35%。全面摊薄后对应 EPS 为 0.988、1.279、1.577 元。
 - 考虑到近期发行的中小板公司平均发行市盈率(10PE)为 43.73 倍左右。公司 11-13 年摊薄后 EPS 分别为 0.988、1.279、1.577 元, 同比增长 29.87%、29.45%、23.35%。参考可比公司市盈率、近期上市的中小板首发市盈率及 WACC 估值, 并综合考虑了公司的未来的成长性, 合理价格区间为 30-39.5 元, 对应 11PE 为 30-40 倍。

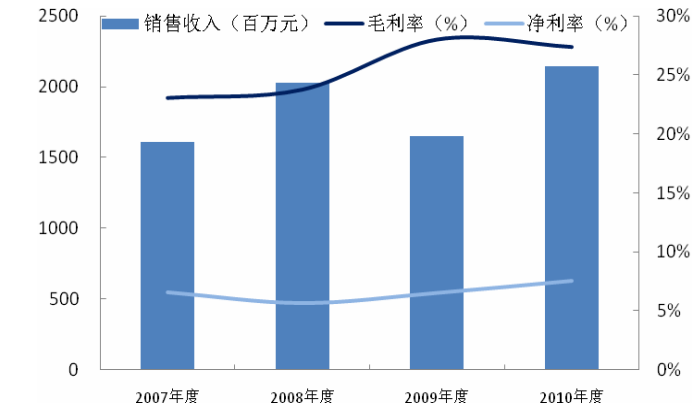
公司概况: 瓜子行业龙头

- **洽洽食品的主营业务是炒货食品的生产与销售。**主要产品包括葵花子, 西瓜子、豆类等。近三年来看, 公司的销售收入规模达到 20 亿元, 毛利率水平达到 29%左右, 净利率水平维持在 7%左右。

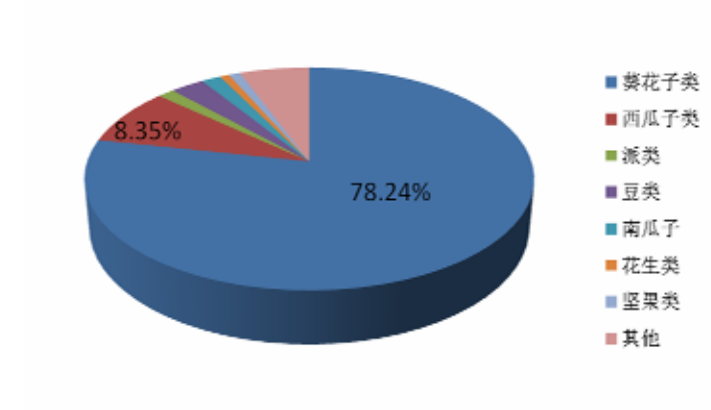
- **葵花子仍然是洽洽食品的绝对支柱产品。**公司的产品品类共 9 大类，尽管公司在不断的开拓新的产品，但是，不论是从收入占比还是从毛利率水平来看，目前葵花子仍然是公司绝对的支柱产品。公司的葵花子收入占比达到了 75% 以上，并在近三年来呈上升态势；而葵花子产品的毛利率达到 30% 左右，次于西瓜子产品排在各产品系列第二。

图表1：公司销售规模已达 20 亿元

图表2：葵瓜子仍然是公司绝对支柱产品



来源：公司资料，国金证券研究所

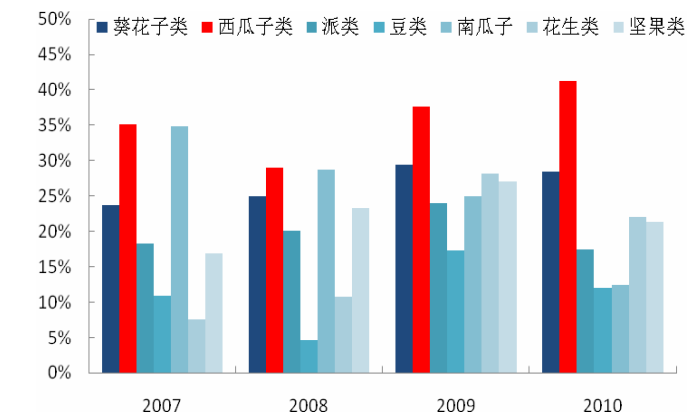


来源：公司资料，国金证券研究所

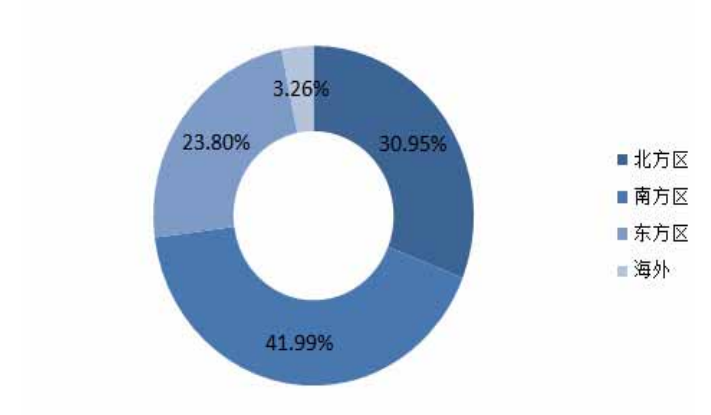
- **公司产品销售格局全面，区域性特征弱。**公司已经成长为产品布局全面的企业，除了西部地区这外，公司的销售收入在东部、南部、北部分布较为平均，南部占比略大，并且还有 3% 左右的产品远销海外，公司是一家产品销售地域结构均衡的企业。
- **公司处于行业领军地位。**公司身处坚果炒货行业，根据 2007-2009 年中国食品工业协会的数据显示，公司是坚果炒货行业中唯一一家收入规模过 10 亿元的企业，处于龙头地位，但是坚果炒货行业仍然是高度竞争化的行业，公司作为龙头企业的市场占有率只有 5% 左右。
- **发行概况：**公司发行前股本为 15000 万股，实际控制人为陈先保先生，此次 IPO 拟发行股本 5000 万股，占发行后股本的 25%，公司有 11 家子公司与 4 家分公司，主要生产基地主要分布在北方，主要包括黑龙江洽洽、包头洽洽、哈尔滨洽洽、山东洽洽，此外在重庆、上海（委外加工）拥有生产基地。

图表3：西瓜子与葵瓜子盈利能力最强

图表4：公司不仅是地方强势企业

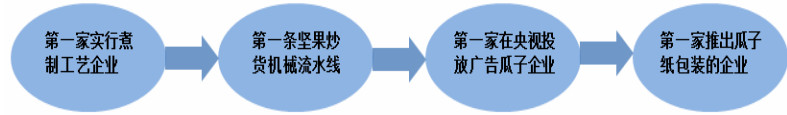


来源：国金证券研究所



来源：国金证券研究所

图表8: 公司的产品微创新取得先发优势



来源: 国金证券研究所

品牌力: 公司的主要竞争优势所在

- **第一瓜子品牌。**在瓜子行业当中，洽洽品牌的地位优势非常明显，不管是美誉度、联想度，认知度，洽洽都处于行业中的领先地位。2002 被认定为“中国驰名商标”，2006-2008 年，连续被中国食品工业协会评为“全国著名坚果炒货食品十大著名品牌”之首。而根据我们的草根调研，消费者对“瓜子---洽洽”、“洽洽---好吃的瓜子”的提及率也很高，几乎所有人都知道“洽洽做瓜子”，另外，公司的瓜子频繁遭到不法厂商假冒生产，也从侧面反映公司品牌的影响力，综合来看公司的瓜子品牌优势非常显著。

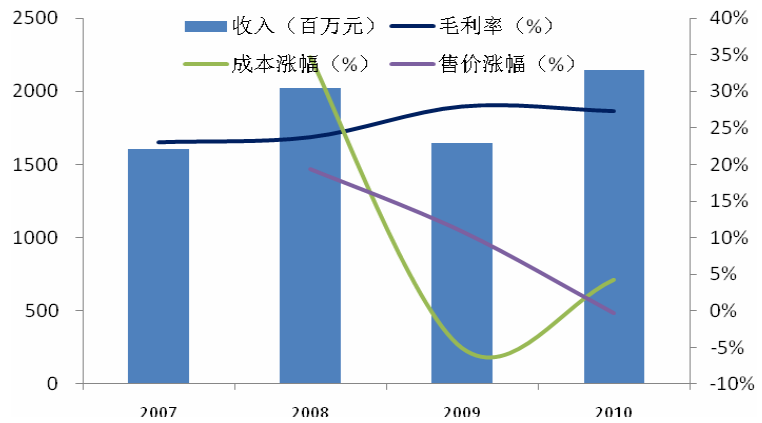
图表9: 公司的产品微创新取得先发优势

洽洽品牌价值	18.22亿
品牌价值	中国最有价值商标排名 88位
来源	2006年中国品牌研究院
中国驰名商标	认定时间 2002
商标	认定单位 工商行政管理总局
坚果炒货	认定时间 2006-2008
食品十大品牌	认定单位 中国食品工业协会
	排名 第1位

来源: 国金证券研究所

- **公司其余产品品牌认知度较低。**公司有 9 大类产品，除葵花子之外，还有包括西瓜子、豆类、南瓜子、花生、开心果等系列的产品，但是到目前为止，对于上述产品的洽洽品牌认知度还比较低。
- **公司的品牌地位带来较强的下游定价能力。**由于公司采购原材料占比较小，且目前公司对上游的涉足还处在初步阶段，公司对上游原材料，主要是葵花子、西瓜子农副产品的议价能力不强，但是公司已经具备一定的向下传导价格的能力，在 2008 年成本大幅上升的情况下，通过提价实现毛利率稳定，收入迅速增长，提价能力初显，但在 2009 年原材料价格下滑的情况下，公司仍然采取提价策略，造成收入下滑，考虑到 2009 年金融危机与经济衰退的影响，我们认为收入下滑归因于提价的成分有所夸大，在 2010 年，在主要原材料基本稳定，公司的价格略微下调后，公司成功实现毛利率保持高位，收入重新快速恢复的局面。因此，公司已具备一定的向下游传导价格的能力。

图表10: 成本波动背景下公司的调价对收入影响不大

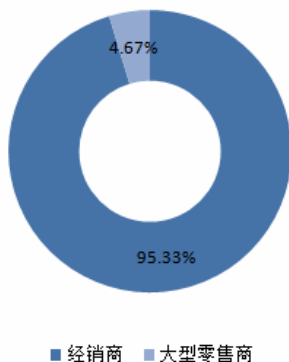


来源: 国金证券研究所

渠道力: 公司的主要竞争优势之二

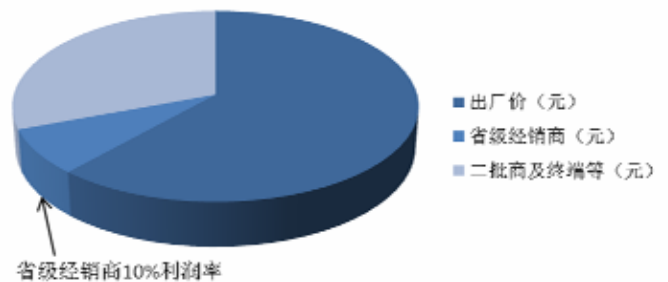
- **平衡覆盖全国, 稳步放眼海外。**从覆盖区域来看, 除了西部外, 公司的并没有明显的覆盖盲区, 且销售分布均匀, 东部、南部、北部的销售收入占比比较平均。公司每年还有 3%左右的产品销往海外, 因此公司没有明显的渠道短板。
- **城市市场渠道铺货率高, 县乡级市场有待下沉。**公司在城市市场尤其是一、二线城市的铺货率很高, 有瓜子的地方基本上就有洽洽, 洽洽在单店的瓜子铺货率也往往是最高的, 经常在一半以上, 公司的城市渠道做的非常出色。县乡级市场是新兴市场, 目前在很多地方都仍然是以传统手工散装产品为主导, 公司的产品下沉并不充分。但是, 从横向比较来看, 不管是城市, 还是农村, 洽洽在瓜子品牌的渠道都具有一定优势。
- **合理让渡利润, 建立稳定经销商体系。**公司目前分设 21 个片区, 117 个办事处, 拥有 1100 多个专业经销商以及 4 家大型 KA 客户。公司仍然依托传统经销商作为开拓市场的主要伙伴, 渠道扁平化做的尚不够充分。公司在与经销商的关系维护方面, 采用最为直接的合理让渡可观利润的方式来维护住经销商伙伴, 包括, 两元现金随箱赠、省级经销商利润保证等。

图表11: 经销商仍然是主要的渠道



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表12: 公司保障经销商的利润空间

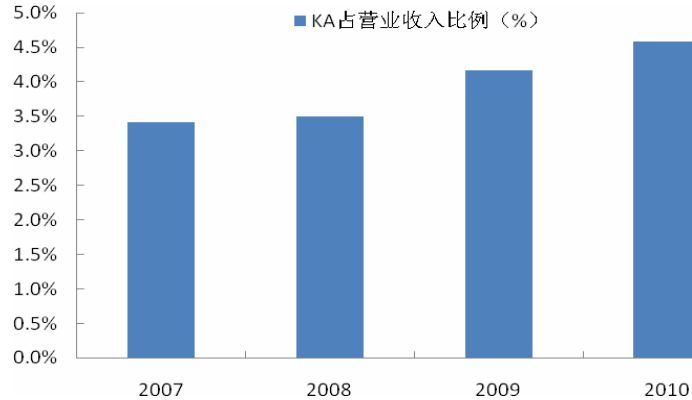


来源: 公司资料, 国金证券研究所

- **触角伸至 KA, 与时俱进巩固品牌地位。**洽洽的瓜子品牌具有优秀的表现, 但一直以来, 对商超的进驻尚不够充分, 其中的原因: 一是瓜子行业总体规模较小, KA 在进店时设置的门槛相对较高, 二是瓜子集中于 KA 购买消费的比例并不高, 更多的是即兴的随机消费, 因此, 攻占 C、D 类

店、夫妻店对商家更有吸引力一些。不过，长期不进驻商超，对产品的品牌会产生消极的影响，因此，公司近年来加大力度进驻 KA，目前已经进驻了 4 家 KA，贡献销售收入比重也在逐步增加。随着 KA 铺货情况的持续改善，洽洽作为瓜子第一品牌的地位将得到巩固。

图表13: KA 收入占比逐步提高



来源：国金证券研究所

成长性：成长性面临障碍，机会来自需求结构转变

行业：供需两端的制约

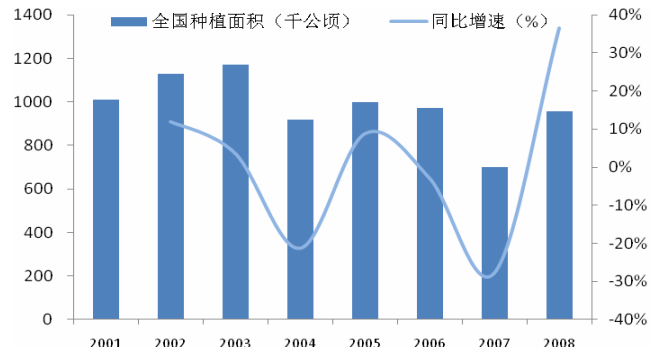
- 食葵种子依赖进口，原材料受制。我国的葵花质量不高，多为油葵品种，美葵在产量、产品质量、抗病性方面具有优势，因此逐步占领食葵市场。美葵进入我国的时间为 10 年左右，但目前以“美葵”为主的进口杂交品种已经占到了内蒙古食葵面积的 60%-70%，全国的 50% 以上。食葵过度依赖进口，使得我国葵花子的生产受到限制，而葵花子原材料占最终产品成本的 70% 以上。

图表14: 美葵与国葵比较

品种	优势	2000年食葵占比	2009年食葵占比	趋势
美葵	产量高、个大匀称、整齐一致、收购价比“国葵”高 0.5-1元）、品种丰富、抗病性好	几乎没有	50%以上	仍将上升
国葵	皮薄、仁大	基本都是	不到一半	逐步通过杂交化获取更优品种

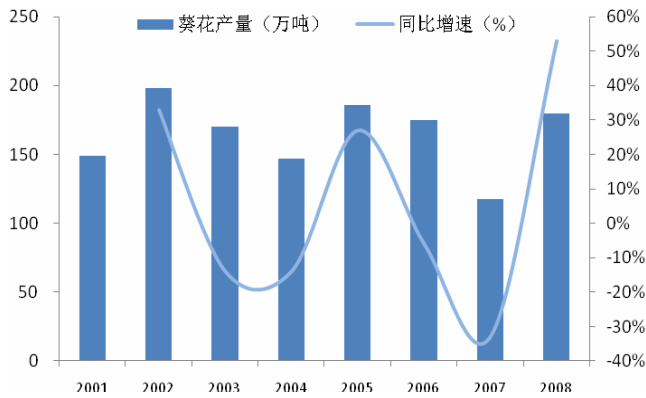
来源：公司资料，国金证券研究所

图表15: 葵花种植面积波动较大



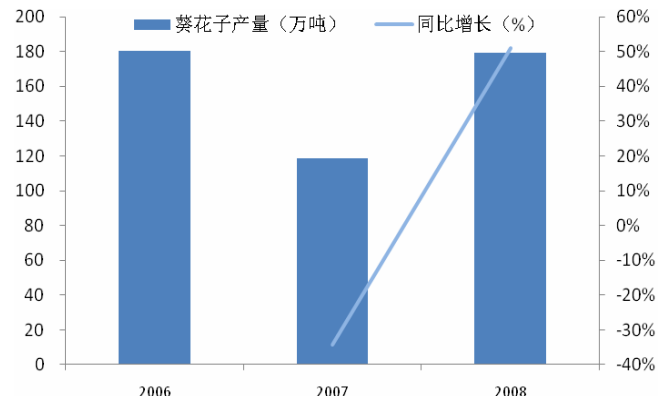
来源：公司资料，国金证券研究所

图表16: 葵花产量波动性增加公司风险



来源: 公司资料, 国金证券研究所

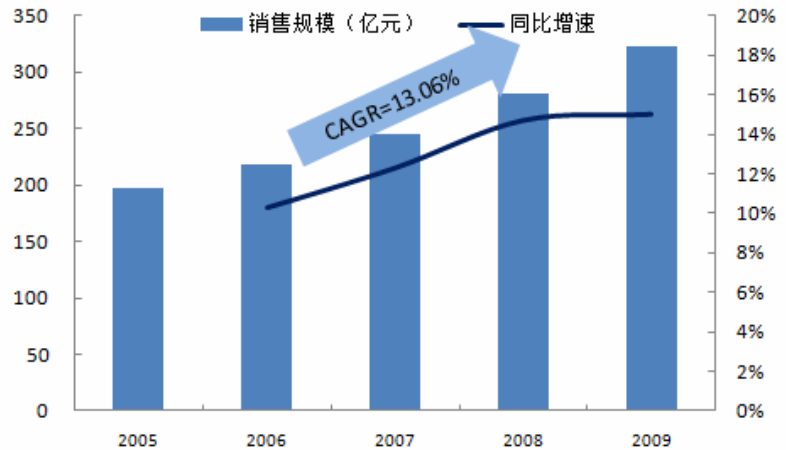
图表17: 葵花子产量存在波动性



来源: 公司资料, 国金证券研究所

- **袋装瓜子需求存在瓶颈。**瓜子是传统休闲食品, 一般主要为女性顾客购买, 主要需求来自于家庭待客储备以及娱乐休闲活动消费。在过去的十年内, 随着人们生活水平提高, 对瓜子等休闲食品的消费量逐渐加大, 但是我们认为, 瓜子行业已步入成熟期, 市场容量瓶颈即将逐步显现, 市场需求将会保持平稳。
- **需求动力不足。**瓜子并没有明显的健康概念、时尚概念在内, 因此人们主动增加人均消费的动力不强, 这就导致了瓜子的人均消费失去了像牛奶、核桃等产品的需求拉动力; 另外: 瓜子的价格相对于目前收入水平来说并不高, 这也是市场对瓜子的价格不是很敏感的原因之一, 这意味着, 瓜子产品早已不是“想吃但买不起”的阶段, 因此, 它也不像汽车一样, 随着人们收入水平的提升会明显的提升消费动机。

图表18: 炒货行业温和发展



来源: 国金证券研究所

- **散装瓜子市场仍处于相对强势状态压制袋装瓜子市场。**目前瓜子消费仍处于散装瓜子强势的格局, 用于家庭储备待客的瓜子消费绝大部分来自于散装瓜子, 这一点在县乡级市场尤为明显, 我们认为, 瓜子传统的消费习惯短时期很难改变, 在县乡级市场仍将保持散装瓜子压制袋装瓜子市场的格局, 袋装瓜子企业想要深耕县乡级市场面临着较大的阻力。
- **行业内公司发力开拓新领域反映袋装瓜子成长瓶颈。**不管是洽洽, 还是真心、大好大等行业领导企业, 近年来都大力开拓新领域, 从传统

炒货向休闲食品转型成为行业的趋势所在，我们认为，正是袋装瓜子市场的瓶颈才促进各大厂商集体通过开发新品种来寻找出路。

图表19: 散装瓜子仍是县乡级市场主要销售方式



来源：公司资料，国金证券研究所

图表20: 各大炒货厂商涉足休闲食品行业

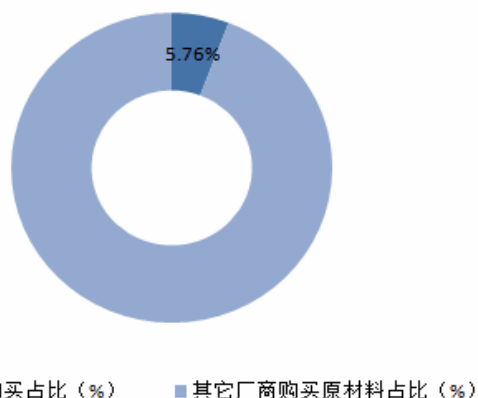
品牌	传统炒货	新兴休闲食品
洽洽	各类瓜子、花生、豆类	派类、高档坚果、薯片等
真心	各类瓜子、豆类	奶茶、肉制品等
大好大	各类瓜子、花生	奶茶、核桃、豆奶麦片等
徽记	各类瓜子、花生、豆类	豆制品、米饼、酥类、高档坚果
阿明	各类瓜子、花生、豆类	高档坚果、肉制品

来源：公司资料，国金证券研究所

公司：面临的竞争将愈演愈烈

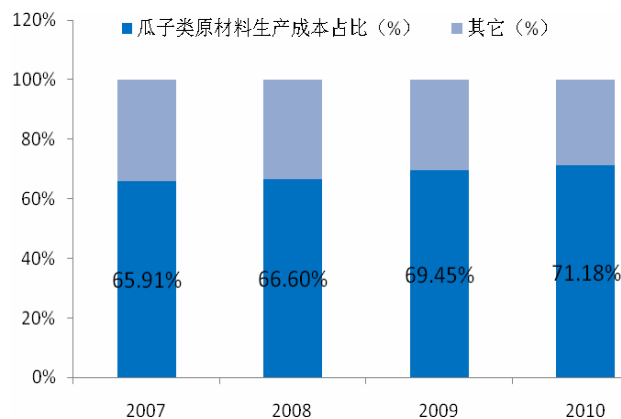
- **瓜子行业门槛并不高。**瓜子行业门槛并不高，一方面它是一种原材料成本占比高的行业，占比达 80%以上，相对而言，技术设备投入较低，因此，新进入竞争者在技术设备上容易复制，只要有一定的原材料供应渠道即可参与竞争。另一方面在许多地方尤其是农村市场，瓜子手工作坊生产散卖的现象还普遍存在，瓜子在安全、质量方面并不像奶粉、肉制品等要求高，因此，对包装、品牌等的要求也相应的相对较低，这使得手工作坊产品仍然有相当的生存空间，进一步降低了市场进入者的门槛。
- **瓜子行业的盈利能力不低。**根据洽洽披露的信息，公司的净利率水平达到 7%左右，在快消品当中属于盈利能力较强的公司，而由于大量的手工作坊生产者的存在，行业的利润率水平更高，达到 12%左右。较高的赢利能力构成了未来加剧竞争的另一推动力。

图表21: 公司的原材料购买比较小，议价能力有限



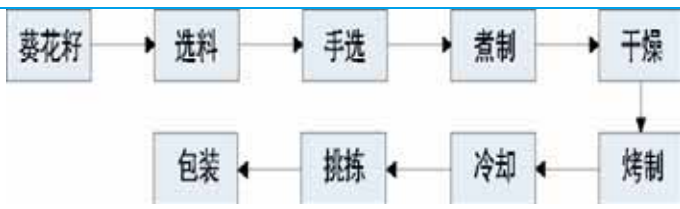
来源：公司资料，国金证券研究所

图表22: 瓜子生产原材料控制至关重要



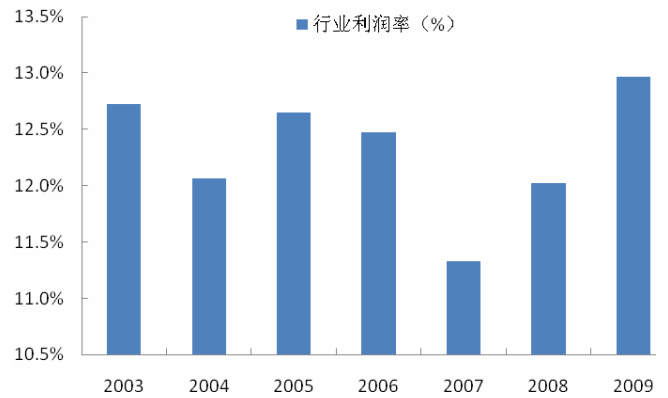
来源：公司资料，国金证券研究所

图表23: 瓜子制作工艺较为简单



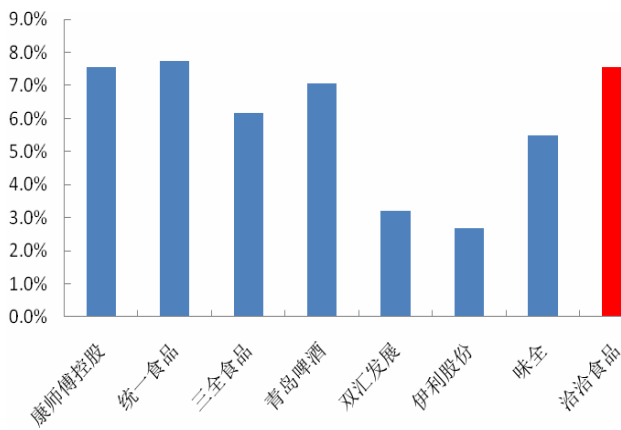
来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表24: 瓜子行业利润率水平较高



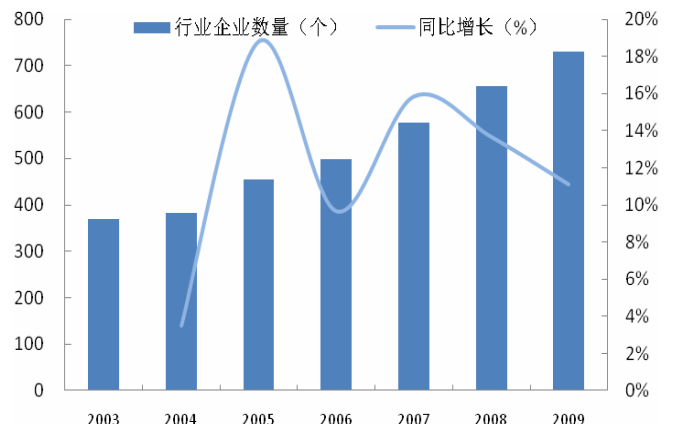
来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表25: 公司净利率水平处于快消品较高位置



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表26: 瓜子行业厂商逐渐增加竞争加剧

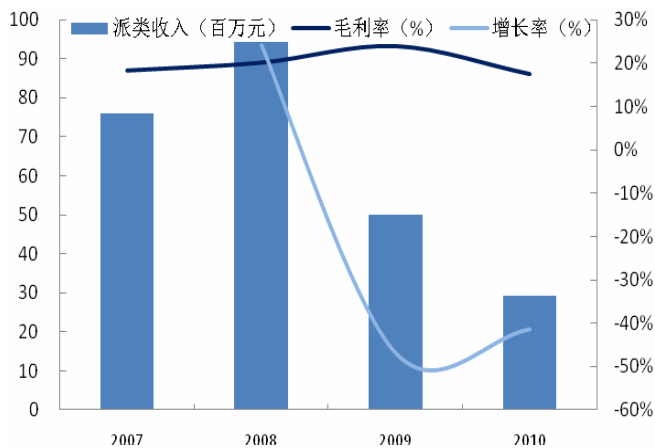


来源: 公司资料, 国金证券研究所

机会: 新品的表现值得关注

- **依托“洽洽”品牌优势有望实现转型。**公司致力于炒货产品向休闲食品转型, 涉足高档坚果类、烘培类、膨化食品等。我们认为, 公司瓜子品牌的优势已经非常明确, 在横向拓展进入更加全面的休闲食品行业时, 洽洽的品牌内涵转移并不生硬, 公司完全可以在开发新休闲食品品项时继续依托洽洽的品牌优势, 公司转型的障碍将主要来自于是否能有开发新品的能力。正如娃哈哈、旺旺等集团一样, 在将产品创新放在与品牌内涵相近的创新产品时, 市场往往能够充分享受品牌带来的“福利”, 如娃哈哈营养快线、旺旺小馒头等, 如果将产品创新放在与品牌内涵大相径庭的领域, 则往往面临较大的风险, 如娃哈哈童装、方便面等。
- **公司的新品表现参差。**公司前几年推出派类产品, 但是近年来收入呈萎缩态势, 主要是因为派类产品已进入成熟期, 而公司薯片系列却表现优异, 于 2010 年推出的非油炸薯片, 实现收入 7587 万元, 收入占比达到 3.6%。

图表27: 派产品表现平淡



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表28: 非油炸薯片表现抢眼



收入 (百万元)	75.87
收入占比 (%)	3.60%
毛利率 (%)	15.15%

来源: 公司资料, 国金证券研究所

- **短期关注薯片, 长期看持续创新。**公司的非油炸薯片产品有望成为公司业务的亮点, 公司于 2010 年推出此产品以来, 通过洽洽瓜子赠品等形式进行推广, 利用小包装、非油炸、形状、厚度等成功与传统薯片实现差异化, 目前市场上此款产品相对较少, 有可比克、泡吧等同类产品, 我们认为, 洽洽先知先觉, 抢滩非油炸薯片市场, 有望凭借“洽洽”品牌优势, 成为非油炸薯片市场的强势品牌。同时以此为契机实现的品牌内涵的扩展, 将为洽洽继续向休闲食品转型奠定基调, 公司如若保持持续创新开发新品的能力, 公司的成长空间将会逐渐打开。

图表29: 小包装非油炸薯片或将成为公司转型契机



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表30: 品牌诉求快乐的味道向休闲食品转型



来源: 公司资料, 国金证券研究所

募投项目: 扩产+工艺升级+管理升级

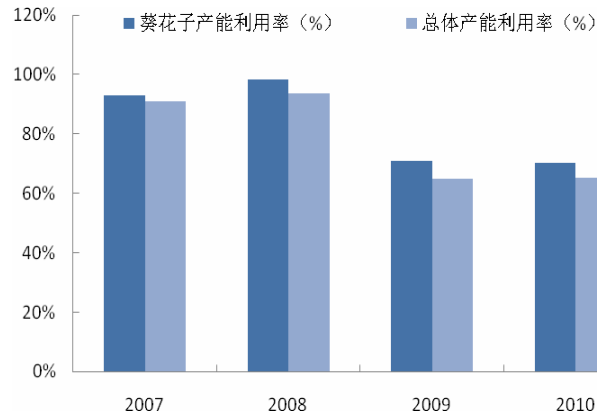
- **公司此次 IPO 募集的资金主要用于产能扩张。**公司计划投资 27539.5 万元分投资期两年用于建设年产 36000 吨香瓜子、9000 吨原味瓜子、9000 吨油炸产品, 9000 吨多味瓜子、7200 吨脆皮花生的产能。瓜子产能扩张达 23.88 万吨, 扩产幅度达到 35.84%, 花生产能扩张 267%。
- **募投项目意在销地产。**公司的原材料主要来自黑龙江、内蒙古、甘肃等地, 由于产能主要集中在合肥, 因此有些原材料需要运至合肥生产再运回原料地附近市场销售。此次扩产产能设在黑龙江省双城市, 扩产的幅度较大, 可以在很大程度上实现销地产, 降低生产与销售中的运输费用, 提高生产效率。

- **公司的产能恐闲置。**此次募投项目将使公司的拳头产品瓜子在未来两年内扩产 35.84%，但公司近年来瓜子产能利用率一直不高，尤其是近两年仅在 70%左右，因此，公司此次 IPO 资金募投项目实现产能转移的同时，可能使其它基地产能闲置率上升。
- 公司的其余资金用于工艺升级与管理能力升级。将总共投资 24465.4 万元用于原材料管理（包括储存、选料与烘干）、生产线自动化升级、产销信息平台建设，募投项目都将在未来两年内建设完成。我们认为以上项目皆是公司发展向管理现代化、规范化迈进的必要步骤，对成本的控制将产生一定的积极影响。

图表31: 公司的 IPO 募投项目

募投项目(万元)	总投资	第1年	第2年	备注
哈尔滨洽洽食品有限公司食品加工项目	27,539.5	16,362.70	11,176.80	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
洽洽食品股份有限公司内蒙古原料基地建设	9262.07	9262.07	--	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
洽洽食品股份有限公司食品生产工艺提升及自动化项目	12,204.6	10485.4	1719.2	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。
洽洽食品股份有限公司供产销全流程业务信息平台建设	2998.73	2998.73	--	供产销全流程业务信息平台

图表32: 公司的产能存在闲置较高的可能



来源: 公司资料, 国金证券研究所

来源: 公司资料, 国金证券研究所

盈利预测、股票估值和定价

- 本公司为大众食品企业，以沪深两市食品农业行业中的相关企业为参考（黑牛食品、双塔食品、金字火腿、佳隆股份、涪陵榨菜）。可比企业 10 和 11 年平均 PE 为 60.32 倍和 46.05 倍。

图表33: 可比食品上市公司平均 11 年 PE 为 46.05 倍

代码	证券简称	收盘价 2010-2-14	一致预期EPS		市盈率	
			2010E	2011E	2010E	2011E
002387.sz	黑牛食品	38.00	0.66	0.97	57.58	39.18
002481.sz	双塔食品	64.00	1.19	1.57	53.78	40.76
002515.sz	金字火腿	48.00	0.66	0.86	72.73	55.81
002495.sz	佳隆股份	29.00	0.64	0.79	45.31	36.71
002507.sz	涪陵榨菜	26.00	0.36	0.45	72.22	57.78
平均值					60.32	46.05

来源: 国金证券研究所

- 我们预计：2011-2013 年公司收入为 27.57、33.45、40.26 亿元，同比增长 28.6%、21.3%、20.3%，净利润为 2.09、2.70、3.32 亿元，同比增长 29.87%、29.45%、23.35%。全面摊薄后对应 EPS 为 0.988、1.279、1.577 元。
- 考虑到近期发行的中小板公司平均发行市盈率（10PE）为 43.73 倍左右。公司 11-13 年摊薄后 EPS 分别为 0.988、1.279、1.577 元，同比增长 29.87%、29.45%、23.35%。参考可比公司市盈率、近期上市的中小板首发市盈率及 WACC 估值，并综合考虑了公司的未来的成长性，合理价格区间为 30-39.5 元，对应 11PE 为 30-40 倍。

图表34: 近期中小板发行平均11年PE为32.6倍

代码	证券简称	发行价格	一致预期EPS		发行市盈率	
			2010E	2011E	2010E	2011E
002545.SZ	东方铁塔	39.49	1.25	1.63	31.60	24.26
002544.SZ	杰赛科技	28.00	0.73	0.98	38.17	28.71
002543.SZ	万和电气	30.00	0.89	1.14	33.74	26.29
002542.SZ	中化岩土	37.00	0.65	1.06	56.78	35.06
002541.SZ	鸿路钢构	41.00	1.12	1.65	36.70	24.78
002540.SZ	亚太科技	40.00	0.84	1.06	47.84	37.76
002539.SZ	新都化工	33.88	0.85	1.15	40.03	29.37
002538.SZ	司尔特	26.00	0.59	0.74	44.37	35.11
002537.SZ	海立美达	40.00	0.94	1.31	42.39	30.43
002536.SZ	西泵股份	36.00	0.93	1.23	38.67	29.36
002535.SZ	林州重机	25.00	0.48	0.80	52.47	31.09
002534.SZ	杭锅股份	26.00	0.75	0.86	34.87	30.18
002533.SZ	金杯电工	33.80	0.81	1.13	41.97	29.95
002532.SZ	新界泵业	32.88	0.72	0.99	45.93	33.17
002531.SZ	天顺风能	24.90	0.47	0.70	53.04	35.47
002530.SZ	丰东股份	12.00	0.24	0.32	50.74	37.24
002529.SZ	海源机械	18.00	0.44	0.60	40.71	29.90
002528.SZ	英飞拓	53.80	0.78	1.26	68.62	42.81
002527.SZ	新时达	16.00	0.41	0.51	38.56	31.09
002526.SZ	山东矿机	20.00	0.45	0.71	44.14	28.01
002524.SZ	光正钢构	15.18	0.29	0.44	52.74	34.36
002523.SZ	天桥起重	19.50	0.44	0.58	43.97	33.65
002522.SZ	浙江众成	30.00	0.66	0.89	45.75	33.64
002521.SZ	齐峰股份	41.50	0.99	1.26	41.73	32.90
002520.SZ	日发数码	35.00	0.76	1.06	46.09	33.03
002519.SZ	银河电子	36.80	1.06	1.31	34.73	28.12
002518.SZ	科士达	32.50	0.67	0.91	48.27	35.56
002517.SZ	泰亚股份	20.00	0.46	0.63	43.90	31.89
002516.SZ	江苏旷达	20.10	0.51	0.67	39.53	29.90
002515.SZ	金字火腿	34.00	0.68	0.88	50.10	38.55
002514.SZ	宝馨科技	23.00	0.76	0.93	30.17	24.69
002513.SZ	蓝丰生化	43.20	1.12	1.35	38.74	31.94
002512.SZ	达华智能	26.00	0.41	0.54	63.02	47.97
002511.SZ	中顺洁柔	38.00	0.87	1.07	43.47	35.39
002510.SZ	天汽模	17.50	0.43	0.56	40.36	31.41
002509.SZ	天广消防	20.19	0.42	0.65	47.73	31.29
002508.SZ	老板电器	24.00	0.77	0.95	31.31	25.19
002507.SZ	涪陵榨菜	13.99	0.34	0.42	41.71	32.97
002506.SZ	超日太阳	36.00	0.78	1.18	46.04	30.44
002505.SZ	大康牧业	24.00	0.40	0.60	60.35	40.25
002504.SZ	东光微电	16.00	0.32	0.47	50.70	33.73
002503.SZ	搜于特	75.00	1.04	1.79	72.44	41.83
002502.SZ	骅威股份	29.00	0.58	0.80	50.14	36.34
002501.SZ	利源铝业	35.00	0.89	1.16	39.37	30.23
002500.SZ	山西证券	7.80	0.21	0.27	37.14	29.07
002499.SZ	科林环保	25.00	0.54	0.64	45.96	38.91
002498.SZ	汉缆股份	36.00	0.93	1.17	38.64	30.86
002497.SZ	维化集团	30.50	1.02	1.13	29.95	27.00
002496.SZ	辉丰股份	48.69	1.32	1.79	36.96	27.26
002495.SZ	佳隆股份	32.00	0.62	0.77	51.31	41.64
	平均值				44.47	32.60

来源: 国金证券研究所

图表35: WACC 估值

II、WACC											
每股价值	31.69										
企业值	4,971.57										
股票价值	4,753.10										
会计年度截止日: 12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV 合计
FCF	398.30	149.86	297.32	427.67	368.09	433.37	449.59	482.74	518.13	555.90	7,971.25
PV(FCF)	358.01	121.08	215.92	279.16	215.97	228.56	213.13	205.70	198.44	191.38	2,744.22

来源: 国金证券研究所

风险提示

食品安全风险

- 食品安全风险是食品类企业面对的最严重风险。一旦出现食品安全问题, 对公司的名誉度、产品销售都会产生负面影响。

原材料波动风险

- 原材料价格波动风险: 这几年原材料波动对公司业绩造成一定影响, 特别是提价带来的终端抗性曾造成 09 年的下滑, 因此存在原材料价格波动风险。

经营业绩季节波动风险

- 由于消费习惯原因, 二季度多为消费的淡季, 存在经营业绩的明显季节性波动风险。公司推出的凉茶瓜子等品类对于平滑业绩波动有一定帮助。

图表36: 销售分析

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
瓜子类						
平均售价 (万元/吨)	1.49	1.64	1.61	1.70	1.76	1.80
增长率 (YOY)	19.52%	10.27%	-1.55%	5.00%	3.68%	2.37%
销售数量 (吨)	114,386.79	85,969.88	115,364.10	133,026.20	153,409.11	176,935.25
增长率 (YOY)	5.10%	-24.84%	34.19%	15.00%	15.00%	12.00%
销售收入 (百万元)	1,700.40	1,409.24	1,861.68	2,257.22	2,698.86	3,186.51
增长率 (YOY)	25.61%	-17.12%	32.11%	21.25%	19.57%	18.07%
毛利率	25.62%	30.11%	29.36%	29.42%	29.54%	29.57%
销售成本 (百万元)	1,264.69	984.98	1,315.05	1,593.05	1,901.65	2,244.30
增长率 (YOY)	28.96%	-22.12%	33.51%	21.14%	19.37%	18.02%
毛利 (百万元)	435.71	424.26	546.63	664.18	797.20	942.21
增长率 (YOY)	16.81%	-2.63%	28.84%	21.50%	20.03%	18.19%
占总销售额比重	85.54%	89.56%	88.21%	81.88%	80.68%	79.14%
占主营业务利润比重	91.09%	92.09%	93.39%	84.71%	83.30%	81.43%
休闲食品 (豆/花生/坚果)						
平均售价 (元/吨)	1.11	1.26	1.36	1.43	1.51	1.53
增长率 (YOY)	3.49%	14.01%	7.98%	5.00%	5.00%	1.45%
销售数量 (吨)	15,714.70	6,637.93	7,050.28	8,012.67	9,109.89	10,361.24
增长率 (YOY)	62.26%	-57.76%	6.21%	10.00%	12.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	173.85	83.72	96.02	114.91	137.55	158.72
增长率 (YOY)	67.92%	-51.84%	14.68%	19.67%	19.71%	15.39%
毛利率	11.29%	22.60%	15.69%	14.99%	14.95%	15.47%
销售成本 (百万元)	154.22	64.80	80.95	97.68	116.99	134.17
增长率 (YOY)	69.67%	-57.98%	24.92%	20.66%	19.77%	14.68%
毛利 (百万元)	19.63	18.92	15.07	17.23	20.56	24.55
增长率 (YOY)	55.38%	-3.59%	-20.38%	14.34%	19.36%	19.40%
占总销售额比重	8.75%	5.32%	4.55%	4.17%	4.11%	3.94%
占主营业务利润比重	4.10%	4.11%	2.57%	2.20%	2.15%	2.12%
薯片类						
销售收入 (百万元)			75.87	300.00	420.00	588.00
增长率 (YOY)			N/A	295.40%	40.00%	40.00%
毛利率			15.15%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)			64.38	210.00	294.00	411.60
增长率 (YOY)			N/A	226.20%	40.00%	40.00%
毛利 (百万元)			11.49	90.00	126.00	176.40
增长率 (YOY)			N/A	682.98%	40.00%	40.00%
占总销售额比重			3.60%	10.88%	12.56%	14.60%
占主营业务利润比重			1.96%	11.48%	13.17%	15.24%
其它(包括派类)						
销售收入 (百万元)	113.58	80.57	76.83	84.52	88.74	93.18
增长率 (YOY)	40.07%	-29.07%	-4.63%	15.00%	5.00%	5.00%
毛利率	20.26%	21.74%	15.75%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	90.57	63.05	64.73	71.84	75.43	79.20
增长率 (YOY)	27.22%	-30.39%	2.66%	10.98%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	23.01	17.51	12.10	12.68	13.31	13.98
增长率 (YOY)	132.56%	-23.88%	-30.90%	4.76%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	5.71%	5.12%	3.64%	3.07%	2.65%	2.31%
占主营业务利润比重	4.81%	3.80%	2.07%	1.62%	1.39%	1.21%
销售总收入 (百万元)	1987.83	1573.53	2110.40	2756.64	3345.15	4026.41
销售总成本 (百万元)	1509.49	1112.83	1525.11	1972.56	2388.07	2869.27
毛利 (百万元)	478.34	460.70	585.29	784.08	957.08	1157.14
平均毛利率	24.06%	29.28%	27.73%	28.44%	28.61%	28.74%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,026	1,649	2,144	2,757	3,345	4,026
增长率		-18.6%	30.0%	28.6%	21.3%	20.4%
主营业务成本	-1,544	-1,188	-1,558	-1,973	-2,388	-2,869
%销售收入	76.2%	72.0%	72.7%	71.6%	71.4%	71.3%
毛利	481	462	586	784	957	1,157
%销售收入	23.8%	28.0%	27.3%	28.4%	28.6%	28.7%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-4	-5	-6
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-246	-249	-282	-400	-485	-564
%销售收入	12.2%	15.1%	13.2%	14.5%	14.5%	14.0%
管理费用	-78	-77	-107	-124	-151	-181
%销售收入	3.9%	4.7%	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	155	134	195	256	316	406
%销售收入	7.6%	8.1%	9.1%	9.3%	9.5%	10.1%
财务费用	-17	-12	-2	0	24	26
%销售收入	0.8%	0.8%	0.1%	0.0%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	136	124	193	256	341	432
营业利润率	6.7%	7.5%	9.0%	9.3%	10.2%	10.7%
营业外收支	-2	9	6	5	5	5
税前利润	135	133	199	261	346	437
利润率	6.7%	8.0%	9.3%	9.5%	10.3%	10.9%
所得税	-21	-25	-37	-52	-76	-105
所得税率	15.6%	19.2%	18.8%	20.0%	22.0%	24.0%
净利润	114	107	162	209	270	332
少数股东损益	10	6	10	12	14	17
归属于母公司的净利润	104	101	152	198	256	315
净利率	5.1%	6.1%	7.1%	7.2%	7.6%	7.8%

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	114	107	162	209	270	332
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	27	31	38	32	42	50
非经营收益	18	4	-4	17	-5	-5
营运资金变动	-8	145	-93	274	21	24
经营活动现金净流	151	286	103	531	328	401
资本开支	-124	-77	-83	-155	-154	-80
投资	-13	0	0	-1	0	0
其他	2	28	2	0	0	0
投资活动现金净流	-135	-50	-81	-156	-154	-80
股权募资	0	0	0	1,961	-26	0
债权募资	-48	-33	-14	-200	1	2
其他	-111	-199	-20	-3	0	0
筹资活动现金净流	-158	-232	-34	1,758	-25	2
现金净流量	-142	5	-12	2,134	149	323

来源：公司年报、国金证券研究所

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	200	227	192	2,326	2,475	2,797
应收款项	80	39	47	82	99	119
存货	460	314	531	432	523	629
其他流动资产	114	26	46	101	121	145
流动资产	853	606	816	2,941	3,219	3,691
%总资产	75.1%	63.0%	66.7%	85.1%	83.6%	84.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	217	254	295	416	526	554
%总资产	19.1%	26.4%	24.1%	12.0%	13.7%	12.7%
无形资产	62	92	92	97	105	113
非流动资产	282	356	406	516	633	669
%总资产	24.9%	37.0%	33.3%	14.9%	16.4%	15.3%
资产总计	1,135	962	1,222	3,456	3,852	4,360
短期借款	217	184	170	0	0	0
应付款项	507	258	403	651	788	947
其他流动负债	49	78	45	62	75	90
流动负债	773	519	618	713	863	1,037
长期贷款	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	3	29	30	0	0	0
负债	776	549	648	713	864	1,040
普通股股东权益	311	374	525	2,684	2,914	3,229
少数股东权益	48	39	48	60	74	90
负债股东权益合计	1,135	962	1,222	3,456	3,852	4,360

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.694	0.676	1.014	0.988	1.279	1.577
每股净资产	2.076	2.496	3.503	13.420	14.570	16.147
每股经营现金净流	1.007	1.909	0.687	2.657	1.638	2.004
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	33.43%	27.07%	28.95%	7.36%	8.77%	9.77%
总资产收益率	9.17%	10.53%	12.45%	5.71%	6.64%	7.23%
投入资本收益率	22.68%	18.13%	21.31%	7.47%	8.26%	9.29%
增长率						
主营业务收入增长率	25.92%	-18.58%	29.98%	28.59%	21.35%	20.37%
EBIT增长率	21.49%	-13.46%	45.62%	31.30%	23.54%	28.35%
净利润增长率	8.48%	-2.64%	50.08%	29.87%	29.45%	23.35%
总资产增长率	-5.96%	-15.21%	26.97%	182.86%	11.44%	13.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.6	9.6	6.7	3.5	3.5	3.5
存货周转天数	119.4	118.9	99.1	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	60.2	64.5	45.9	36.0	36.0	36.0
固定资产周转天数	37.7	55.5	42.3	42.2	41.3	34.6
偿债能力						
净负债/股东权益	4.85%	-10.45%	-3.85%	-84.76%	-82.79%	-84.17%
EBIT利息保障倍数	9.0	10.7	107.8	-598.0	-13.1	-15.8
资产负债率	68.37%	57.02%	53.04%	20.62%	22.43%	23.85%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室