

休闲食品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 51.50

当前股价: 37.01元

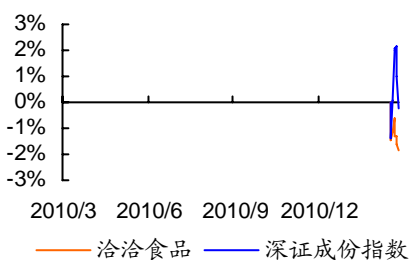
评级调整: 首次

基本资料

| | |
|-----------|----------|
| 深证成份指数 | 12848.02 |
| 总股本(百万) | 200 |
| 流通股本(百万) | 40 |
| 流通市值(亿) | 15 |
| EPS (TTM) | |
| 每股净资产(元) | 2.87 |
| 资产负债率 | 53.0% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|------|------|-------|
| 洽洽食品 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 深证成份指数 | 4.52 | 3.11 | 11.42 |



相关报告

洽洽食品

002557

强烈推荐

洽洽食品调研简报: 稳居炒货龙头, 打造休闲食品新贵

2011年3月11日, 我们到洽洽食品进行了拜访, 与公司高管进行了较为充分的交流。我们对交流内容进行了整理, 以便投资者更好的了解目前公司的经营情况。我们看好公司的发展战略和营销能力, 将在近期推出详细的报告。

- **绝对的行业龙头, 收入规模和盈利能力远超竞争对手。**在炒货行业, 从规模来看, 超过10个亿的销售额只有洽洽一家(21.44亿), 公司的收入规模超过了市场上第二至第五名四家收入总和, 处于绝对的龙头地位。从盈利能力来看, 公司的毛利率处于行业较高水平, 因为产品价格比同类品牌高5%-10%, 净利率超过7%, 远高于行业其他企业的水平。
- **公司目标是十二五期间每年增长30%以上, 渠道上重点是县乡市场, 产品上重点是薯片产品。**目前葵花子市场份额第一, 小片西瓜子市场份额也是第一, 但像花生、蚕豆、开心果、南瓜子、杏仁、核桃仁等还不是第一, 任何一个品类做到第一都是15-20亿的收入规模, 传统炒货空间很大。炒货行业自然增长速度约10%-12%, 优势企业的增速要远高于行业增速。未来公司仍将以自主研发为主, 开发更多休闲食品, 同时也可能通过合资、兼并等方式借助资本市场加快发展。公司有信心用业绩给予投资者回报。
- **管理架构改革改善, 实施产品经理人制度, 从原料、生产工艺、包装、营销策划都由其负责。**过去公司也推广过很多新产品, 但产品从开发到销售由不同的人负责, 新产品由研发部门开发出来之后, 先拿到市场卖, 如果效果不好慢慢就退回来了。2009年下半年开始公司实施产品人制度, 每个产品人相应对各个产品负责, 从原料、生产工艺、包装、营销策划都由其负责, 产品销售的好坏都由产品人自己负责, 目前有10个产品人, 每一个新产品都是所有领导一起讨论, 研发销售等各部门都大力在推广, 一个产品人可以调动各个环节的资源。
- **2009年公司收入规模出现下降为公司将来制定策略提供了宝贵的经验。**2009年公司对产品进行了提价, 提价幅度20%, 行业内除了真心其他企业都没有提价, 提价幅度太大而且时间不合适, 加上促销没有跟上, 导致了09年收入规模出现下滑。通常公司都是在上半年提价, 09年由于原材料价格上涨幅度较大, 公司为了保持6%以上的净利率, 10月份策划提价, 与经销商谈判拖延了提价的进度, 直到12月才能真正切换过来, 紧接着2010年1月份是春节旺季, 影响了春节销售; 根据公司经验, 一般提价8%-10%消费者不会有太大的反应, 但是这次一下提了20%, 消费者接受需要一个过程, 而且促销方案没有积极跟上, 因此这对公司未来的策略制定提供了宝贵的经验。未来公司将吸取历史经验, 避免类似情况发生。

主要财务指标

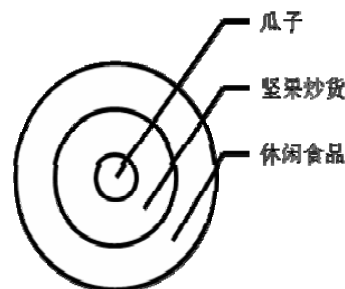
| 单位: 百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2144 | 2986 | 3912 | 4975 |
| 同比(%) | 30% | 39% | 31% | 27% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 152 | 208 | 294 | 383 |
| 同比(%) | 50% | 37% | 42% | 30% |
| 毛利率(%) | 27.3% | 28.1% | 28.9% | 29.5% |
| ROE(%) | 29.0% | 7.9% | 10.1% | 11.6% |
| 每股收益(元) | 0.76 | 1.04 | 1.47 | 1.92 |
| P/E | 49.44 | 36.22 | 25.54 | 19.62 |
| P/B | 14.31 | 2.86 | 2.57 | 2.27 |
| EV/EBITDA | 39 | 25 | 18 | 13 |

资料来源: 中投证券研究所

未来公司将逐步提高产品附加值，并加大营销费用的投入力度。公司已经是炒货行业的领先者，未来要学习其他成功的休闲食品企业发展战略，一是提高产品毛利率，例如旺旺等企业毛利率超过 45% 多，而公司而公司毛利率仅 28%；二是加大营销费用投入力度，例如旺旺等企业营销费用和管理费用占收入 40% 左右，而公司还不足 20%。因此，公司未来将通过加大对上游原材料的掌控力度来控制成本，并且不断推出盈利水平较高的新产品逐步提高公司的毛利率水平；过去公司为了追求利润，会控制费用的投入，但未来会加大费用投入吸引更多高端人才加入公司，并加大广告、销售渠道的投入力度。

实现从炒货向休闲食品的成功过渡，落实差异化战略，以非油炸薯片快速切入薯片市场。洽洽的发展思路是从瓜子到炒货，再到休闲食品；洽洽的定位就是迎合年轻人的休闲食品，传播快乐的味道。薯片行业近几年成长很快，但主要是外资品牌，中国市场空间很大，应该有自己的民族品牌，并且应该超过外资品牌，例如在日本、新加坡本国的品牌消费都超过了外资品牌。公司有决心做大做强国有品牌薯片。公司产品相对同行在质量上有优势，公司的产品原材料有一部分是新鲜马铃薯做成土豆泥再加工；而且公司产品是非油炸的，含油量只有油炸的一半，所以更健康；公司产品的口感更脆，更受年轻人的喜爱。去年从 7 月开始销售，在缺货的情况下卖了 7 千多万。公司薯片系列产品的规划是先通过差异化策略，以非油炸薯片来切入薯片市场，未来像乐事那种油炸薯片也会做，但不会作为主打产品，可能价格和外资相差不大，或略低一点。公司的生产设备都是兼容的，如果市场需求增长很快的话，产能应该也能跟上。公司也有 OEM，但因为品质控制程序较为严格，所以目前只留了一家做。

图 1 公司产品定位不断向外延伸



资料来源：公司公告、中投证券研究所

薯片行业市场空间巨大。目前中国薯片行业收入 200 多亿，其中油炸薯片占 150 多亿，非油炸薯片占 50 多亿。公司的这种薯片产品与乐事、可比克、上好佳等品牌的产品不同，卖点是而非油炸薯片，走差异化路线，更健康。薯片行业的成长性很高，公司的目标是做成非油炸薯片行业龙头。目前行业内的薯片多是外资的品牌，公司领导立志要做大做强中国的薯片产品。虽然目前非油炸薯片市场相对油炸薯片市场较小，但是未来发展空间不一定小，就像最初香瓜子的销售额大于原味瓜子，但是后来原味瓜子推广出来后受到消费者认可，销售额逐步和香瓜子持平，未来很有可能赶超最初流行的香瓜子。

2011 年主打产品薯片将有较大的增长，并推出了新品脆脆熊和薯乐脆。2010 年 7 月开始推广薯片，实现销售收入 7587 千万，市场反应良好，甚至出现断货。2011 年公司在组织架构、销售团队方面成立了专门的事业部负责薯片产品，目前有 165 个销售人员，2011 年要配到 300-400 人。近期又推出了两个新产品：脆脆熊和薯乐脆，用新鲜马铃薯制作，毛利率较高（大于 40%），脆脆熊主要为儿童开发，是小熊形状的薯片，包装也很卡通。现在有 4 条新薯片生产线在安装，5 月能够形成产量，产能将实现翻番。而且由于公司已经具备品牌和渠道优势，新产品能够顺利的借助原先的渠道迅速的铺开，最早在广州深圳铺货，目前已经覆盖到北京、上海，今年计划在公司覆盖到的所有城市

全面铺开。预计今年营销费用投入会有所提高，今年所花费的大量营销费用会逐步拉动对产品的需求，2011 年对收入也会有很大贡献，但对利润有明显贡献需要等到 2012 年。去年公司已经在非诚勿扰、快乐大本营等热门电视节目投放薯片广告，今年广告投入主要是薯片产品。对于薯片产品给经销商的利润空间也会比瓜子略高一点。目前薯片产品 2011 年毛利率大约 20%，未来计划把薯片系列产品毛利率提高到 30%。

公司在城市拥有健全的销售网络，未来重点是县乡。县乡市场目前贡献公司收入的 10%左右，2011 年要突破县乡，收入占比计划提高到 30%。目前公司在 234 个 A 级城市拥有 1000 多个独家一级经销商，不能销售其他公司同类的产品，还有四个长期合作的大型商超，2011 年会在增加 1-2 个。经销商会铺货铺到一些公司覆盖不到的小商场和零售店，目前从收入结果来看，经销商销售的产品 80%在零售店，20%是来自公司覆盖不到的商超。在县乡镇的销售仍是通过代理商铺开。过去由于收入水平的问题，公司选择了先城市后农村的战略，现在公司会先在 1000 多个县乡中选择收入水平较高，经济实力最强的 1/3 先铺开，计划找 160 个经销商，每个县平均 2-3 个销售业务员与总代理一起下沉，根据县乡的销售效果，销售人员将从 2010 年的接近 1000 人提升至 2011 年的 1500-1800 人左右。产品在县乡的价格和城市一样，可能费用会更高一些，主要还是通过经销商推广，给予其支持，达到一定的量给予奖励，掌握下游后公司在选择经销商上更有主动权。县级经销商目标一年贡献 100 万的利润。

公司和经销商合作的策略使得公司占据优势地位，市场掌控能力更强。公司产品的毛利率中 8-10 个点给经销商，开拓市场的费用公司承担 60%，经销商承担 40%，公司有专门的稽核部去检查，如果做了，才给报销 60%，没有做的话不会出钱。一级经销商实际上只是起到运输配送的作用，公司会通过一级经销商和二级经销商建立联系，一个季度对一级经销商考核一次，如果一级做的不好，利润下滑，会从二级经销商选一个出来替代一级经销商。对于合作的商超，返点在 25%-30%左右。除了稽核部，公司还有销售管理部，到年底 12 月份，为防止销售人员冲业绩让经销商压货，有规定 12 月给经销商发货不得高于上一个月的销售量的 120%，即使销售了也不算销售人员业绩。稽核部会去检查市场和经销商的库存，并且要求经销商每个月出报告汇报情况。

拥有完善的考核和监督体系。业务员的工资分 3 部分，第一部分是基本公司，占收入的 30%；第二部分是绩效工资，由其业绩决定，占收入 40%；第三部分是根据公司对他的考核，包括上架率、铺货率、执行力、货架上产品的货龄来决定，占收入的 30%。除此之外，在年底还有绩效奖金，根据超额完成的任务量给其激励。原来公司只对业务员的总体销售额有要求，从今年开始，除了规定产品总的销售额，还规定各个品项的销售额，而且建立了 dcms 系统。

预计 2011 年原材料价格上涨增速将放缓。预计 2011 年葵花子价格涨幅大约 10%左右；马铃薯价格自年初以来略微下降。公司转嫁成本的能力较强，净利润保持在 6%以上，3 月份已经提了一次价，提了 6%。

超募资金计划用于基地建设。一是内蒙、新疆或黑龙江建设原料基地；二是建工厂，在哈尔滨目前有一个，但南方市场需求很大，都从合肥送过去，因此计划在长沙建了一个厂，因为两广两湖市场空间很大，贡献公司收入大约 6-7 亿，公司按接近市场建厂的原则在长沙新建分厂；三是更新研发设备，升级研发中心。

我们看好公司的休闲食品的发展战略、差异化的产品结构、强大的销售网络和完善的激励机制，2011 至 2012 年 EPS 分别为 1.04, 1.47, 1.92，给予公司强烈推荐评级，近期会推出更加详细的报告。

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 流动资产 | 816 | 3151 | 3604 | 4199 | 营业收入 | 2144 | 2986 | 3912 | 4975 |
| 现金 | 192 | 2276 | 2470 | 2768 | 营业成本 | 1558 | 2147 | 2780 | 3506 |
| 应收账款 | 42 | 74 | 97 | 123 | 营业税金及附加 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 其它应收款 | 3 | 4 | 5 | 6 | 营业费用 | 282 | 418 | 548 | 697 |
| 预付账款 | 46 | 64 | 83 | 105 | 管理费用 | 107 | 149 | 196 | 249 |
| 存货 | 531 | 730 | 945 | 1192 | 财务费用 | 2 | -3 | -13 | -16 |
| 其他 | 2 | 3 | 4 | 5 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 406 | 408 | 399 | 396 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 248 | 258 | 260 | 257 | 营业利润 | 193 | 271 | 397 | 534 |
| 无形资产 | 89 | 89 | 89 | 89 | 营业外收入 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 其他 | 69 | 61 | 50 | 51 | 营业外支出 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 资产总计 | 1222 | 3558 | 4003 | 4596 | 利润总额 | 199 | 277 | 403 | 540 |
| 流动负债 | 618 | 833 | 963 | 1145 | 所得税 | 37 | 55 | 89 | 130 |
| 短期借款 | 170 | 200 | 200 | 200 | 净利润 | 162 | 221 | 315 | 410 |
| 应付账款 | 238 | 322 | 417 | 526 | 少数股东损益 | 10 | 14 | 20 | 27 |
| 其他 | 211 | 311 | 346 | 420 | 归属母公司净利润 | 152 | 208 | 294 | 383 |
| 非流动负债 | 30 | 30 | 30 | 30 | EBITDA | 195 | 302 | 423 | 562 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 1.01 | 1.04 | 1.47 | 1.92 |
| 其他 | 30 | 30 | 30 | 30 | | | | | |
| 负债合计 | 648 | 863 | 993 | 1175 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 48 | 62 | 82 | 109 | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 股本 | 150 | 200 | 200 | 200 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 57 | 1907 | 1907 | 1907 | 营业收入 | 30.0% | 39.3% | 31.0% | 27.2% |
| 留存收益 | 318 | 526 | 820 | 1204 | 营业利润 | 56.2% | 40.3% | 46.7% | 34.4% |
| 归属母公司股东权益 | 525 | 2633 | 2927 | 3311 | 归属于母公司净利润 | 50.1% | 36.5% | 41.8% | 30.2% |
| 负债和股东权益 | 1222 | 3558 | 4003 | 4596 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 27.3% | 28.1% | 28.9% | 29.5% |
| | | | | | 净利率 | 7.1% | 7.0% | 7.5% | 7.7% |
| | | | | | ROE | 29.0% | 7.9% | 10.1% | 11.6% |
| | | | | | ROIC | 28.0% | 33.6% | 39.0% | 44.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 53.0% | 24.3% | 24.8% | 25.6% |
| | | | | | 净负债比率 | 26.23 | 23.17% | 20.14 | 17.01% |
| | | | | | 流动比率 | 1.32 | 3.78 | 3.74 | 3.67 |
| | | | | | 速动比率 | 0.46 | 2.91 | 2.76 | 2.63 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.96 | 1.25 | 1.03 | 1.16 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 52 | 49 | 44 | 43 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 7.96 | 7.67 | 7.52 | 7.44 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.76 | 1.04 | 1.47 | 1.92 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.52 | 0.96 | 1.10 | 1.61 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 2.63 | 13.17 | 14.64 | 16.55 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 49.44 | 36.22 | 25.54 | 19.62 |
| | | | | | P/B | 14.31 | 2.86 | 2.57 | 2.27 |
| | | | | | EV/EBITDA | 39 | 25 | 18 | 13 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434