

新股报告

炒货行业专家、休闲食品新贵

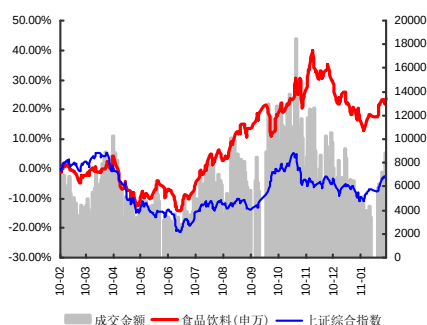
食品饮料

2011年2月21日

投资建议:

申购

所在行业最近52周走势:



发行相关数据:

发行数量: 5000 万股
 网上发行数量: 4000 万股
 网上申购简称: 洽洽食品
 网上申购代码: 002557
 申购价格: 40.00 元

报告作者:

国联证券研究所食品饮料研究组

组长: 周纪庚

执业证书编号: S0590210100011

联系人:

周纪庚

电话: 021-38991500-895

Email: zhoujg@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

洽洽食品 (002557.SZ) 新股报告

摘要:

- **“洽洽”是国内炒货业第一品牌。**我国炒货业唯一年销售额超20亿元的企业, 2006-2008年连续位居“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首; 坚果炒货系列产品是公司营业收入和利润的主要来源, 10年葵花子和西瓜子销售收入占比分别为78.2%和8.4%, 毛利率分别为28.5%和41.2%。
- **坚果炒货行业未来增长稳健。**2005-2009年, 我国坚果炒货行业销售收入从197亿元提升到322亿元, 年均复合增长率为13%; 但目前行业集中度不高, 市场竞争激烈; 未来行业市场需求将持续增长, 市场份额继续向优势品牌集中, 消费需求逐步向多样化方向发展。
- **公司多方面优势保证其行业领先地位。**公司作为“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首, 品牌优势突出; 并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; 成本控制能力和技术优势突出。
- **募投项目分析。**公司此次募集资金将全部用于对上游原材料基地的建设、中游的技术升级以及加工产能的扩张、下游的销售流程的信息化建设, 将全面提升公司的综合竞争能力。
- **建议投资者申购。**预计公司11年-13年的EPS分别为0.97元、1.22元和1.58元, 对应公司40元的发行价, 未来三年的动态PE分别为41.2倍、32.7倍和25.3倍, 参考A股中可比公司的平均PE、坚果炒货行业的成长空间以及近期市场的表现, 建议投资者申购。

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,144	2,448	2,756	3,267
YOY	30.0%	14.2%	12.6%	18.6%
归属母公司净利润	152	194	245	317
EPS(元)	1.01	0.97	1.22	1.58
P/E	39.4	41.3	32.7	25.3
P/B	11.4	3.1	2.9	2.8

数据来源: 国联证券研究所

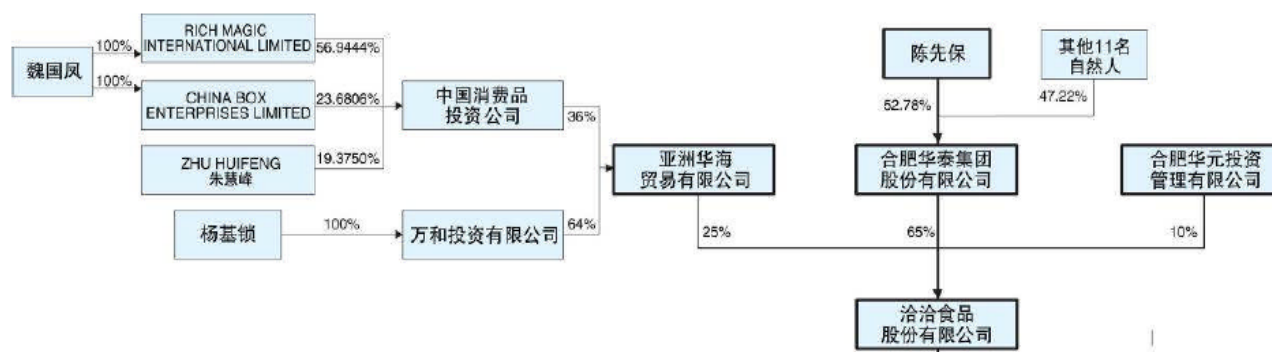
一、“洽洽”是国内炒货业第一品牌

1、公司简介及股权结构

公司主要从事坚果炒货类产品的生产和销售，产品主要包括葵花子类、西瓜子类、南瓜子类、豆类等传统炒货和无花果、杏仁、核桃等高档坚果。

“洽洽”瓜子是我国炒货业家喻户晓的代表品牌。2002年，“洽洽”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”。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“全国坚果炒货食品十大著名品牌”之首。

图表1: 公司发行前的股权结构



资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

2001年，公司前身安徽洽洽食品有限公司由合肥华泰集团（75%）与亚洲华泰贸易（25%）共同出资成立。2008年，合肥华元受让了华泰集团持有的洽洽食品10%股权，公司控股股东变更为华泰集团（65%）、亚洲华海（25%）与合肥华元（10%）。

图表2: 公司发行后的股权结构

股东名称	发行前股权结构		发行后股权结构	
	持股数量（万股）	所占比例	持股数量（万股）	所占比例
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%
社会公众股	-	-	5,000	25.00%
合计	15,000	100.00%	20,000	100.00%

资料来源：公司招股说明书

公司上市前已完成对高管的股权激励。陈先保先生通过华泰集团间接持

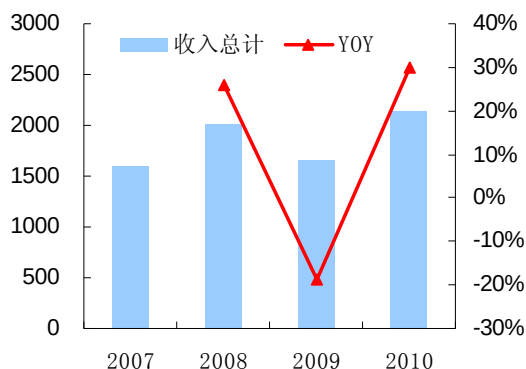
有公司5146万股，占发行前股本的34.31%，是公司的实际控制人。本次公司发行5000万股，发行后陈先保先生持股25.73%，仍然是公司第一大股东。此外，目前公司核心高管均持有股份，良好的股权结构和激励机制有利于公司管理团队的稳定，并且能激励各方人员的积极性，为公司未来长远发展奠定了基础。

“洽洽”是国内炒货业第一品牌。公司是我国炒货业唯一年销售额超20亿元的企业。根据中国食品工业协会坚果炒货专业委员会的统计资料，本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。

2、坚果炒货是公司收入和利润的主要来源

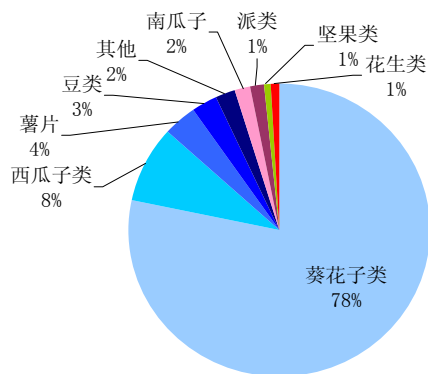
营业收入、毛利率稳中有升：2007-2010年，公司营业收入分别为16.09亿、20.26亿、16.49亿、21.43亿元，年复合增长率为10%，2009年，受原材料歉收以及季节性因素的影响，营业收入略有下降，但公司提高了产品售价，加强了成本管理，使毛利率增长了4个百分点，维持在28%的水平；公司净利润分别为1.05亿、1.14亿、1.07亿、1.62亿元，年复合增长率15%。

图表3: 公司近几年主营业收入及增长率



资料来源: Wind 国联证券研究所

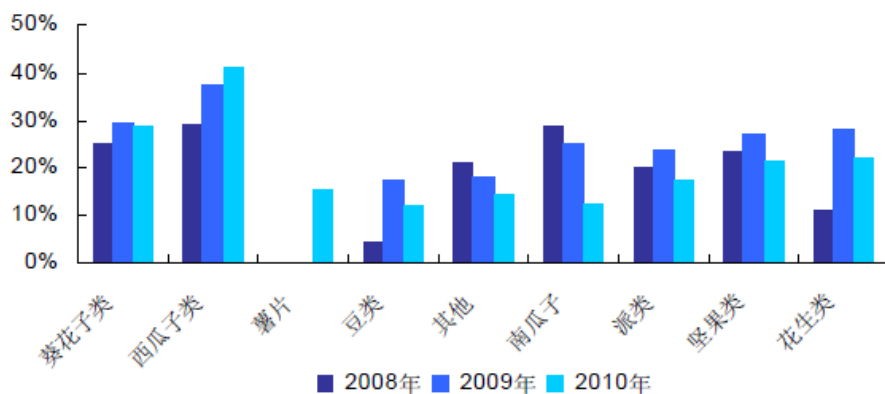
图表4: 公司各主营业收入构成情况



资料来源: Wind 国联证券研究所

坚果炒货产品是公司营业收入和利润的主要来源。08、09、10 年，葵花子产品的合计销售收入分别占公司当期营业收入的71.1%、73.5%和77.0%，成为公司第一大支柱产品，西瓜籽和薯片产销量次之。西瓜子的毛利率为各产品线最高，为41.2%，而新品喀吱脆2010年一经推出就取得了9000 万（税前）的销售业绩。

图表5: 公司各业务品类2008~2010年的毛利率情况



资料来源：招股说明书 国联证券研究所

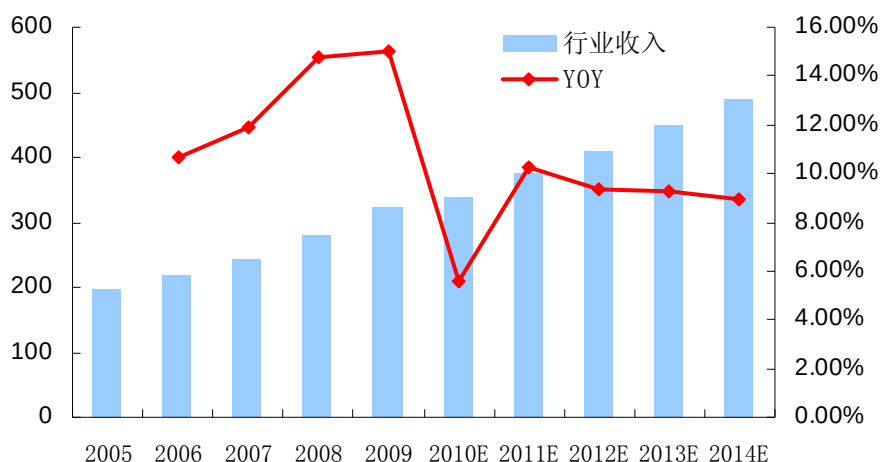
二、坚果炒货行业未来增长稳健

1、坚果炒货行业规模不断扩大

坚果炒货食品是以果蔬籽、果仁、坚果等为主要原料，添加或不添加辅料，经炒制、烘烤（包括蒸煮后烘炒）、油炸、水煮、蒸煮、高温灭菌或其他加工工艺制成的制品，是休闲食品行业的传统子行业。目前，我国坚果炒货行业已经具有相当规模，在整个休闲食品工业中占据重要位置。

2005-2009 年，我国坚果炒货行业销售收入从197 亿元提升到322 亿元，年均复合增长率为13%，每年均保持2 位数的高速增长。根据中国市场调查研究中心的谨慎预测，到2014 年，坚果炒货行业销售收入将增加至488 亿元。

图表6：我国坚果炒货行业收入及未来发展预测



资料来源：招股说明书 国联证券研究所

2、行业集中度不高、洽洽龙头地位明显

我国坚果炒货行业历史悠久，已经有数千年的历史，截止2009 年底已经有500 家生产企业，但其中规模较大的企业仅50 家左右。目前，该行业已形成3 级梯队模式：10 亿元销售收入以上的企业，1-10 亿元销售收入的企业，1 亿元以下销售收入的企业。恰恰食品是行业内唯一一家营业收入超过10 亿元的厂商，有另外五家介于1 亿元到10 亿元区间，其余厂商的收入都不足1 亿元。行业集中度非常低，基本上属于完全竞争市场。

3、行业发展的有利因素

（1）市场需求将持续增长

坚果炒货食品是受到我国各族人民喜爱的传统食品，将成为21 世纪最具潜力的营养休闲食品之一。在以往很长一段时期内，受消费观念和销售水平的影响，坚果炒货类产品的消费主要集中在节假日，特别是春节假期期间。但随着消费观念的改变、消费水平的提高以及市场推广的深入，坚果炒货类产品已开始由偶发性消费发展为常规性消费，并已经成为人们日常休闲的必备食品。

由于营养保健知识的普及，人们对营养休闲食品需求不断增长。坚果炒货食品具有美味可口、营养健康、食用方便的特点，完全符合现代消费需求，因此其市场需求将持续增长，市场前景广阔。

（2）市场份额继续向优势品牌集中

在消费升级和食品安全意识增强的背景下，消费者对优质名牌产品的消费意识普遍增强，信任度和依赖度进一步提高。未来，坚果炒货行业将进行整合与重组，市场竞争优胜劣汰，市场销售将继续向优势品牌企业集中，这为品牌企业的发展提供了广阔的发展机遇和成长空间。

（3）消费需求逐步向多样化方向发展

在过去很长一段时期内，坚果炒货食品主要是以葵花子类产品为主。伴随人们生活水平的提高和营养知识的普及，市场消费呈现多样化的发展态势，人们对多种坚果炒货食品均表现出极大的消费热情，形成了传统坚果炒货与高档坚果共同发展，大众产品与高端产品共存，产品线不断细分、延伸的局面；同时，市场消费也向高端化发展，迫切需要根据不同人群进行市场细分，开发不同类型、口味的细分产品，如针对情侣、家庭、旅游、聚会、办公等需求，开发礼品化、小包装、高品质、口味变革与创新的高附加值产品。这为坚果炒货生产企业扩大销售规模、培育更多主导产品、开发新产品提供了广阔的市场空间。--

三、公司在行业中的竞争优势突出

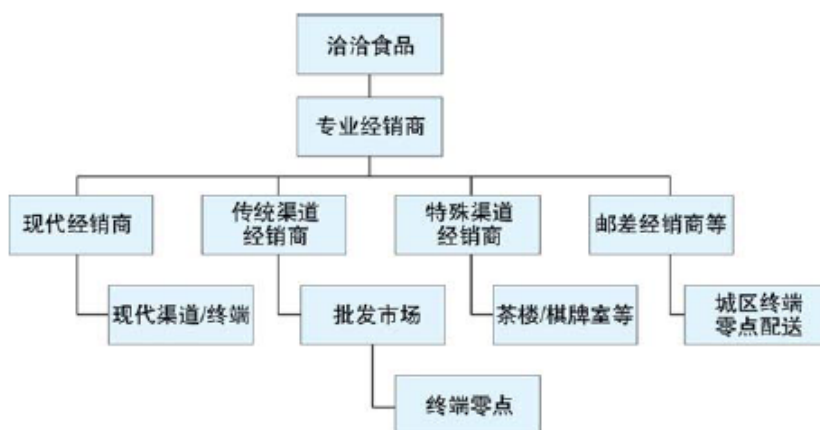
1、品牌优势

公司自成立以来就高度重视品牌发展战略，坚持生产一流产品、塑造一流品牌的发展方针，凭借优质的产品和服务，产品深得广大消费者认可，在市场上树立了良好的声誉，成功塑造了国内坚果炒货领域一流的“洽洽”品牌，在国内市场取得绝对的领先地位。2002年，“洽洽”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”。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。

2、完善的营销网络优势

经过近十年的市场开拓，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。目前，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。特别是通过良好的激励机制，造就了一支责任心强、执行力强、忠诚度高的优秀销售管理团队，保证了公司销售业绩的稳步发展。

图表7：国内三大石油公司资本性支出逐年递增



资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

国内中小型城市及广大农村市场将是公司下一轮的经济增长点，为此本公司正在大力推进“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），进而建立全国中心城市、地市级城市和县乡（镇）全覆盖的销售网络。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。

3、成本控制优势

公司制定了一整套严格的成本费用控制体系，并得到有效的落实，企业盈利水平良好。在采购成本控制方面，对原料主要采取集中采购的方式，首先进行种植资源调查，然后进行具体分析和预测，再制订原料价格预算控制及考核激励措施；同时，对辅料及包装材料采购实行严格的招投标制度，从源头上控制采购成本。在生产环节，利用ERP系统中的生产制造模块与生产成本的三级核算方法，将成本指标层层分解，责任到人，严格控制上下道工序的生产成本；同时，积极推进作业标准化工作，通过多种管理手段提高公司内部生产效率，减少不必要的流程；此外，充分依靠先进的科学技术，不断提高生产设备的机械化、自动化水平，降低生产成本。在各项费用管理方面，建立了严格的预算管理和费用报销审批制度，将各项成本费用控制在较低水平。

4、技术优势

公司拥有科学、高效的研发组织体系，成立了安徽省洽洽食品设计研究院，专门负责技术研发工作，并以洽洽设计院为主体成功建设了“安徽省企业技术中心”、“安徽省休闲食品工程技术研究中心”、“合肥市坚果炒货工程技术研究中心”，目前正在积极申报“国家级企业技术中心”。洽洽设计院汇集了产品研发、工艺与设备设计、包装材料的研究、标准化研究等方面的专业研发人员，并配置了先进的研发设备，技术研发软硬条件在行业内均处于领先地位。

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。公司拥有专利52项，其中发明专利6项，实用新型9项；牵头起草了国家标准1项、行业标准5项，荣获了安徽省科技进步奖2项、合肥市科技进步一等奖1项。

四、募投项目全面提升公司综合竞争力

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股5000万股，募投资金将全部用于哈尔滨洽洽食品加工项目、内蒙古原料基地建设项目、食品生产工艺提升及自动化项目、供产销全流程业务信息平台建设项目。项目完全达产后，预计每年可增加销售收入近14亿元，利润总额近8000万元。

图表8: 公司募投项目情况

	项目投资总额 (万元)	建设期 (年)	预计年收 入(万元)	预计年利 润(万元)
哈尔滨洽洽食品加工项目	27,540	2	112,259	6,358
洽洽食品内蒙古原料基地建设项目	9,262	1	—	—
洽洽食品食品生产工艺提升及自动化项目	12,205	1.5	27,605	1,687
洽洽食品供产销全流程业务信息平台建设项目	2,999	2	—	—
合计	52,005	—	—	—

资料来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

(1) 哈尔滨洽洽食品加工项目

东北是葵花籽、南瓜子、花生等农产品的重要产区,是公司除内蒙古之外的另一主要原料产区。为了降低运输成本,公司计划增加扩大哈尔滨洽洽的食品加工产能,将新增36000吨香瓜子、9000吨原味瓜子、9000吨茶瓜子、9000吨油炸产品、9000吨多味瓜子、7200吨脆皮花生产能。

(2) 洽洽食品内蒙古原料基地建设项目

2008年,内蒙古的葵花籽产量占全国总产量的42%,是我国第一大产区。为了加强公司原料供应和产品的保鲜,公司计划在内蒙古建设原料仓库和风选、手选及烘干车间,形成原料储存能力2.5万吨/年、选料能力2.7万吨/年、烘干能力3万吨/年。

(3) 洽洽食品生产工艺提升及自动化项目

为了提升生产效率,公司旨在通过该项目实现葵花子产品全自动化包装,届时将新增西瓜子小而香、茶瓜子、油炸类食品的产能0.45万吨/年、0.48万吨/年、0.54万吨/年。

(4) 洽洽食品供产销全流程业务信息平台建设项目

通过该项目,公司将把ERP系统功能延伸至供应链前端和销售终端,形成供产销全流程业务信息平台。

公司此次的募投项目将全面提升公司的综合实力,从上游的原料基地建设、到中游的技术升级以及产能的扩张,到下游的销售流程的信息化建设。对于超募资金,公司将根据超募资金的多少、按照先后顺序优先投资建设长沙食品加工项目(类似于哈尔滨的全品项综合休闲食品加工基地)、内蒙古大型原料仓储基地(靠近葵花籽种植区)、新疆原料基地(计划与新疆建设兵团合作建设)和大型食品设计研究院,如果仍有超募资金,将会补充公司发展的流动资金。

五、盈利预测及估值

假设条件:

- 1、公司募投项目顺利达产，释放产能；
- 2、公司未来三年收入增长率分别为14.2%，12.6%和18.6%；公司综合毛利率保持稳定增长；
- 3、三项费用率保持稳定；
- 4、公司经营稳健，不发生影响重大的食品安全等事件。

根据以上假设条件，我们预测公司2011-2013年分别实现主营收入2448.0百万元、2756.0百万元和3267.0百万元，实现净利润194.0百万元、245.0百万元和317.0百万元，按发行后股本计算分别实现每股收益0.97元、1.22元和1.58元。

图表 9：公司利润表预测

(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,144	2,448	2,756	3,267
营业成本	1,558	1,745	1,956	2,298
营业税金及附加	3	2	3	3
销售费用	282	343	372	425
管理费用	103	122	138	163
EBIT	199	232	283	374
财务费用	2	1	-6	-6
资产减值损失	0	0	0	0
投资净收益	0	12	15	17
营业利润	193	243	304	397
营业外净收入	6	3	6	5
利润总额	199	246	310	402
所得税	37	47	59	76
净利润	162	199	251	325
少数股东损益	-10	-5	-7	-9
归属母公司净利润	152	194	245	317
EPS (发行后)	0.76	0.97	1.22	1.58

资料来源： 国联证券研究所

根据公司40元的发行价，对应我们的营业预测，公司11年的动态估值水平为41.2倍，低于行业内可比公司11年动态PE的均值，考虑市场近期的表现以及新股上市首日的表现，建议投资者“申购”。

六、风险因素

(1) 欠收导致原料供应不足: 如果遭遇极端自然灾害天气，导致葵花籽、西瓜子、马铃薯等农产品欠收，有可能导致公司原材料供应不足；

(2) 原料价格大幅上涨风险: 葵花籽、西瓜子、薯粉等主要原材料价格

大幅上涨会对公司生产成本构成一定压力；

（3）薯片等新品推广不顺利：公司主打新品薯片类产品可能存在的推广不顺利会影响到公司业绩；

（4）食品质量安全控制风险：如果行业内出现大规模的食品安全问题，可能会影响到公司的形象和市场声誉。

附表：盈利预测表

财务报表预测与财务指标					单位: 百万	更新日期: 11-02-19			
利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,144	2,448	2,756	3,267	现金	192	1,683	1,537	1,525
营业成本	1,558	1,745	1,956	2,298	应收款项净额	47	53	60	71
营业税金及附加	3	2	3	3	存货	531	599	665	780
销售费用	282	343	372	425	其他流动资产	46	52	59	70
管理费用	103	122	138	163	流动资产总额	816	2,388	2,321	2,445
EBIT	199	232	283	374	固定资产	248	643	866	1,029
财务费用	2	1	-6	-6	无形资产	89	85	82	78
资产减值损失	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0
投资净收益	0	12	15	17	其他长期资产	23	23	23	23
营业利润	193	243	304	397	资产总额	1,222	3,212	3,394	3,653
营业外净收入	6	3	6	5	短期借款	170	0	0	0
利润总额	199	246	310	402	应付款项	276	311	346	405
所得税	37	47	59	76	其他流动负债	172	197	218	255
净利润	162	199	251	325	流动负债	618	508	564	661
少数股东损益	-10	-5	-7	-9	长期借款	0	0	0	0
归属母公司净利润	152	194	245	317	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	30	30	30	31
主要财务比率	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	648	538	595	691
成长能力					少数股东权益	48	51	55	59
营业收入	30.0%	14.2%	12.6%	18.6%	股东权益	525	2,622	2,745	2,903
营业利润	56.2%	25.8%	25.3%	30.4%	负债和股东权益	1,222	3,212	3,394	3,653
净利润	50.1%	27.4%	26.2%	29.5%					
获利能力					现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	27.3%	28.7%	29.0%	29.7%	税后利润	152	194	245	317
净利率(%)	7.5%	8.1%	9.1%	10.0%	加: 少数股东损益	9	3	3	4
ROE(%)	28.9%	7.4%	8.9%	10.9%	公允价值变动	0	0	0	0
ROA(%)	12.4%	6.0%	7.2%	8.7%	折旧和摊销	35	32	51	65
偿债能力					营运资金的变动	-146	-20	-23	-40
流动比率	1.32	4.70	4.11	3.70	经营活动现金流	51	208	276	346
速动比率	0.46	3.52	2.93	2.52	短期投资	0	0	0	0
资产负债率%	53.0%	16.8%	17.5%	18.9%	长期股权投资	0	0	0	0
营运能力					固定资产投资	-72	-450	-300	-200
总资产周转率	175.4%	76.2%	81.2%	89.4%	投资活动现金流	-72	-450	-300	-200
应收账款周转天数	7.94	7.94	7.94	7.94	股权融资	-12	2,000	0	0
存货周转天数	127.10	127.10	127.10	127.10	负债净变化	0	0	0	0
每股收益	1.01	0.97	1.22	1.58	支付股利、利息	-3	-97	-122	-158
每股净资产	3.50	13.11	13.72	14.51	其它融资现金流	5	-170	0	0
P/E	39.4	41.3	32.7	25.3	融资活动现金流	-14	1,733	-122	-158
P/B	11.4	3.1	2.9	2.8	现金净变动额	-35	1,491	-147	-12

数据来源：国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。