

合理价格区间:

45.2-51.2 元

具有品牌和渠道优势的炒货行业领军转型者

——洽洽食品 (002557)

市场数据

上证综合指数	2,899.79
深证成分指数	12,613.11
农林牧渔指数(申万)	2,463.35

相对股价表现



农林牧渔行业研究小组

联系: 徐伟民

8621-68761616-8686

Xuwu@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

<http://www.tebon.com.cn>

投资要点:

公司是具有品牌和渠道优势的炒货行业领军者。公司是行业内唯一一家销售规模超过十亿元的大型企业, 远超同行业其他企业, 综合市场占有率位居行业首位。公司拥有品牌和渠道双优势, 对企业未来发展极为有利。凭借优质的炒货类产品, 公司成功塑造了国内坚果炒货领域一流的“洽洽”品牌。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。同时, 公司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

转型给带来巨大想象空间。从而 2010 年开始公司谋求转型, 由炒货行业向休闲食品行业进发。“喀吱脆”正是基于此战略公司于 2010 年年中推出的薯片类品牌, 产品采用烘焙工艺制作, 原料主要为薯粉(马铃薯), 终端零售 2 元/袋, 2010 年推出半年实现销售收入 9000 多万(税前)。这给企业未来发展提供了巨大的想象空间。

IPO 概况: 公司本次拟发行 5,000 万股, 发行后总股本为 2 亿股。募集资金用于哈尔滨洽洽食品有限公司食品加工项目、洽洽食品股份有限公司内蒙古原料基地建设项目、洽洽食品股份有限公司食品生产工艺提升及自动化项目、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。

2011-2013 年 EPS 估计为 1.02/1.19/1.62 元, 合理区间 45.2-51.2 元。预计 2010-2012 年公司 EPS1.02/1.19/1.62 元。公司亮点在于: ①品牌优势; ②渠道优势。我们认为给予公司 2011 年动态市盈率 38-43 倍较为合理, 对应 2011 年合理价格为 45.2-51.2 元。

盈利预测:

单位: 百万元, 元

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,026	1,649	2,144	2,820	3,343	4,048
YOY		-19%	30%	32%	19%	21%
净利润	104	101	152	205	238	325
YOY		-3%	50%	35%	16%	36%
摊薄后每股收益	0.52	0.51	0.76	1.02	1.19	1.62

一、公司业务简介

公司专业从事坚果炒货食品的生产和销售，产品种类齐全，品质优良，目前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。凭借优质的炒货类产品，公司成功塑造了国内坚果炒货领域一流的“洽洽”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”，2006-2008 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。

公司作为坚果炒货行业的领军企业，综合实力强，规模优势明显，是行业内唯一一家销售规模超过十亿元的大型企业，远超同行业其他企业，综合市场占有率位居行业首位。公司先后荣获了“中国农产品加工企业 50 强”、“中国食品工业百强企业”、“中国食品工业质量效益先进企业奖”等称号。

公司引领国内坚果炒货行业的技术发展和工艺创新，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，创新性的对主要产品大规模使用了纸塑包装。同时，公司拥有多项专利技术，掌握了坚果炒货生产的关键工艺和技术，为公司业务的不断发展奠定了坚实的基础。

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。公司拥有一支专业化的营销队伍，无论在营销人员的数量还是在专业能力方面，均位居行业之首，并建立了一整套完善和行之有效的营销管理体系和营销模式，保证了公司销售业绩的稳定和发展。

公司为确保食品安全，已建立了以 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，形成了供方管理、入厂检测、在线检测、产品出厂检测、市场售中检测的全流程质量监控体系，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。公司自成立以来在历次国家级市场抽检中，产品质量均抽查合格并得到了良好评价，被中国食品工业协会授予最高级别的企业信用等级 AAA 级、企业食品安全信用等级 A 级，荣获了“全国食品安全示范单位”、“全国质量管理先进单位”等称号。

公司 2008 年、2009 年、2010 年营业收入分别为 202,570.04 万元、164,934.56 万元、214,382.03 万元，实现净利润分别为 11,385.68 万元、10,720.60 万元、16,172.26 万元。2009 年较 2008 年营业收入下降了 18.58%，净利润下降了 5.84%；2010 年较 2009 年营业收入增长了 29.98%，净利润增长了 50.85%。

图 1 葵花子



图 2 茶瓜子



图 3 新产品-喀吱脆



图 4 西瓜子



资料来源：招股说明书，德邦证券

二、公司治理

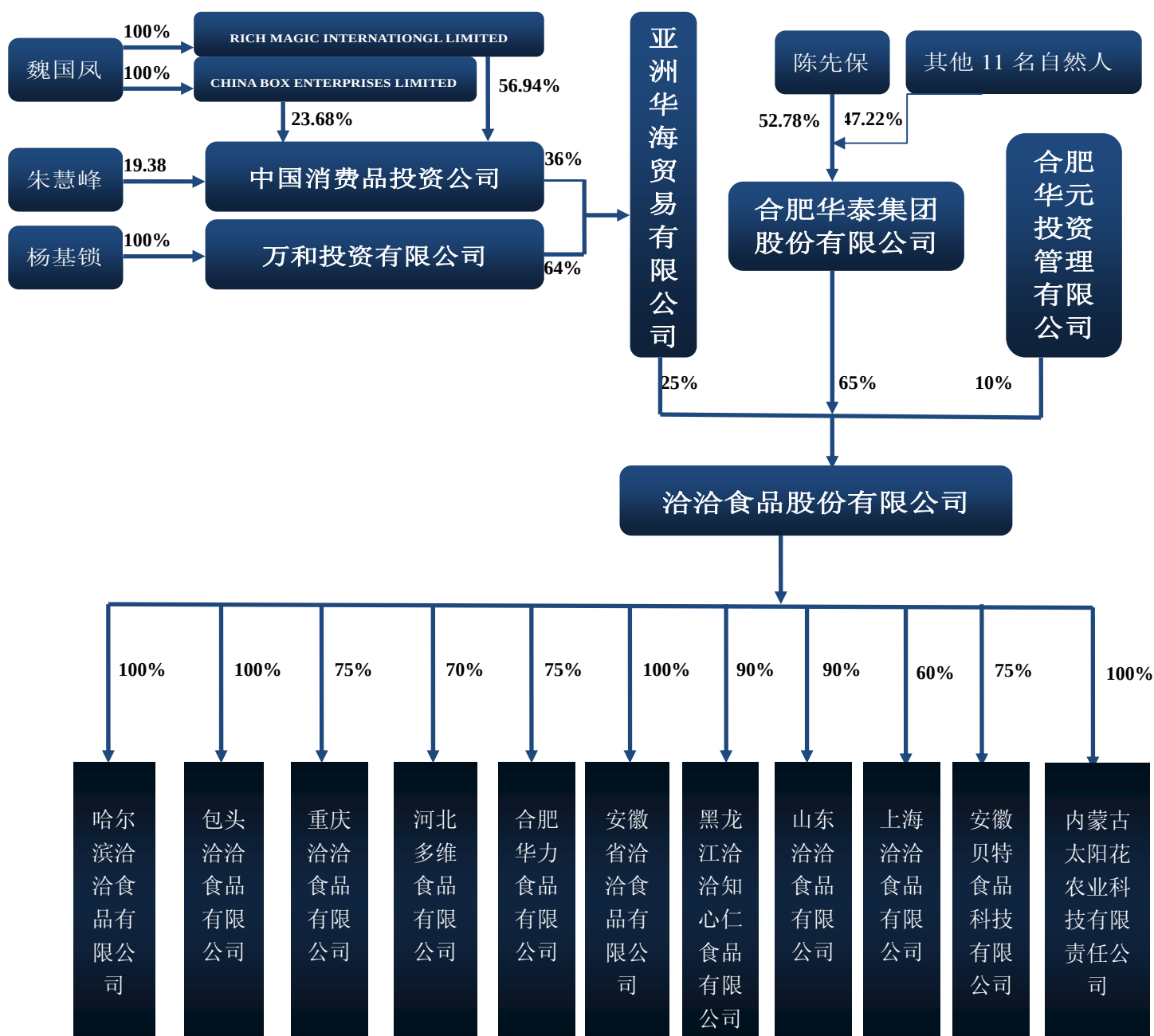
公司前身为安徽洽洽食品有限公司，成立于 2001 年 8 月 9 日，整体变更为股份公司之前注册资本为 6,648.09 万元。2008 年 4 月 24 日，经安洽公司董事会决议通过，由华泰集团、亚洲华海、合肥华元作为发起人，以安洽公司截至 2008 年 3 月 31 日经审计的净资产 205,617,681.22 元按 1: 0.72951 的比例折成 150,000,000 股，整体变更设立股份有限公司。

公司的管理人员通过各种途径间接持有公司大部分股份，公司高层持股有利于公司保

持核心竞争优势。

公司本次发行前总股本为 15,000 万股，本次拟发行 5,000 万股，发行后总股本为 20,000 万股。公司股权结构相对集中，股东主要为华泰集团（持股 65%）、亚洲华海（持股 25%）和合肥华元（持股 10%）。其中，华泰集团的股东为陈先保、陈东斌、陈冬梅等 12 名自然人；合肥华元的股东为陈东斌、陈冬梅等 34 名自然人。从持股比例来看，华泰集团为公司控股股东。陈先保先生持有华泰集团 9500 万股，持股比例达到 52.78%，为公司的实际控制人。公司目前拥有 4 个全资子公司和 7 个控股子公司。

图 5、发行前发行人股权结构及控制关系



资料来源：公司招股说明书，德邦证券

表格 1 发行前后股权对比

序号	股东名称	发行前		发行后	
		所持股份 (万股)	出资比例 (%)	所持股份 (万股)	出资比例 (%)
1	华泰集团	9750	65	9750	48.75
2	亚洲华海	3750	25	3750	18.75
3	合肥华元	1500	10	1500	7.5
4	社会公众股			5000	25
合计		15,000.00	100	20,000.00	100

资料来源：公司招股书、德邦证券

表格 2 发行前后公司主要管理层持股情况变动

姓名	在发行人中担任的职务		发行前间接持有股权比例 (%)	发行后间接持有股权比例 (%)
陈先保	董事长	通过华泰集团间接持股	34.31%	25.73%
		通过华泰集团间接持股	6.86%	5.15%
陈东斌	董事、总经理	通过合肥华元间接持股	2.47%	1.85%
		通过华泰集团间接持股	5.42%	4.06%
陈冬梅	董事、副总经理、财务总监	通过合肥华元间接持股	1.33%	1.00%
		通过华泰集团间接持股	2.17%	1.63%
宣礼凤	董事	通过合肥华元间接持股	0.67%	0.50%
李振武	董事、董事会秘书	通过合肥华元间接持股	0.53%	0.40%
杨基锁	董事	通过亚洲华海间接持股	16.00%	12.00%
项良宝	监事会主席	通过合肥华元间接持股	0.03%	0.03%
祖平	监事	通过合肥华元间接持股	0.10%	0.08%
张世所	监事	通过合肥华元间接持股	0.07%	0.05%
高怡杰	副总经理	通过合肥华元间接持股	0.07%	0.05%
宋宗庆	研究院院长	通过合肥华元间接持股	0.17%	0.13%
查罕东	技术质量总部总经理	通过合肥华元间接持股	0.30%	0.23%
胡安平	技术质量总部副总工程师	通过合肥华元间接持股	0.60%	0.45%
	合计		71.10%	53.31%

资料来源：公司招股书、德邦证券

三、葵花籽仍是收入及利润来源，费用主要来自于销售费用

公司主营业务收入按产品类别核算的结构较为稳定，主要来源于葵花子与西瓜子类的生产销售，以上两者收入合计占到公司主营业务收入的 80%以上。

公司 2009 年收入下降主要是由于销售量下降所导致的，销售量下降主要受两个因素

的影响，一是由于公司 2008 年 9 月起对主要产品进行了提价，营销手段和措施没有及时跟进，导致产品销售受到了提价的影响；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。

图 6、2009 年公司收入和利润都出现下降（百万元）

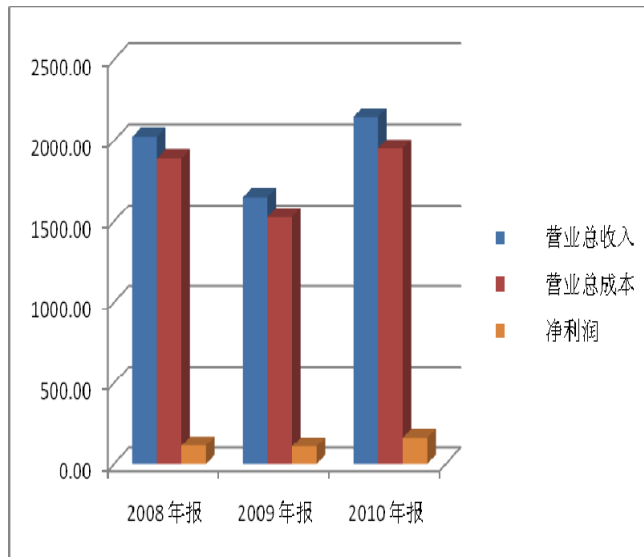
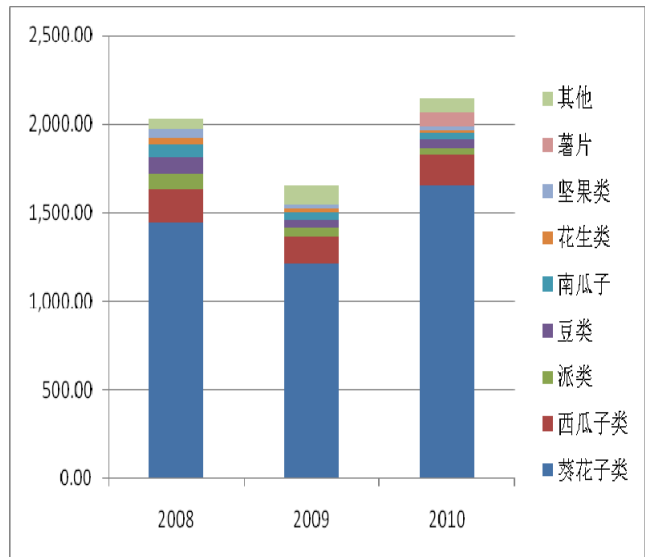


图 7、公司 2010 年营业收入恢复增长（百万元）



资料来源：公司招股说明书，德邦证券

报告期内，公司利润的主要来源是葵花子和西瓜子类的销售，这两项收入产生的毛利在总毛利中所占的比重 2008 年、2009 年、2010 年分别为 86.23%、89.44%、92.50%。

报告期内，公司显示出了较强的盈利能力。公司 2008 年、2009 年、2010 年毛利率分别为 23.76%、27.98%、27.35%，毛利率总体保持稳中有升的态势。葵花子的销售收入占主营业务收入的比重较大，其价格波动对公司主营业务收入及毛利的影响相对要大于西瓜子类、派类、豆类、南瓜子及其他产品。2009 年，由于受到金融危机的影响，公司的营业收入有一定幅度的下降，但由于公司提高了主要产品的销售单价，同时加强了生产成本的管理，故毛利率得到了较大提升，对公司盈利未造成过多影响；2010 年公司的毛利率水平与 2009 年相比也基本持平。

公司各项费用主要来源于销售费用，2010 年公司总费用约占营业总收入的 18.21%，其中销售费用占营业总收入的 13.16%。公司销售费用主要项目为广告促销费、运费、工资及附加，2008-2010 年此三项费用合计占销售费用总额比例分别为 88.89%、88.46%、87.83%。公司属于快速消费品行业，通过广泛的促销宣传可以有效应对市场变化，提高终端产品的竞争力，培养消费者忠诚度，塑造品牌形象。公司销售策略主要有产品推广、品牌宣传、销售渠道精耕等，广告促销方式主要有媒体传播、卖场特陈、促销搭赠等。

自 2008 年起，公司加大了宣传投入，加强了广告促销力度，通过多渠道的促销宣传，塑造了公司行业内龙头企业的形象，进一步提高了公司产品在消费者心目中的地位，从而为公司进一步拓展市场奠定了良好的基础。

图 8、广告促销是公司销售费用的主要来源(百万元)

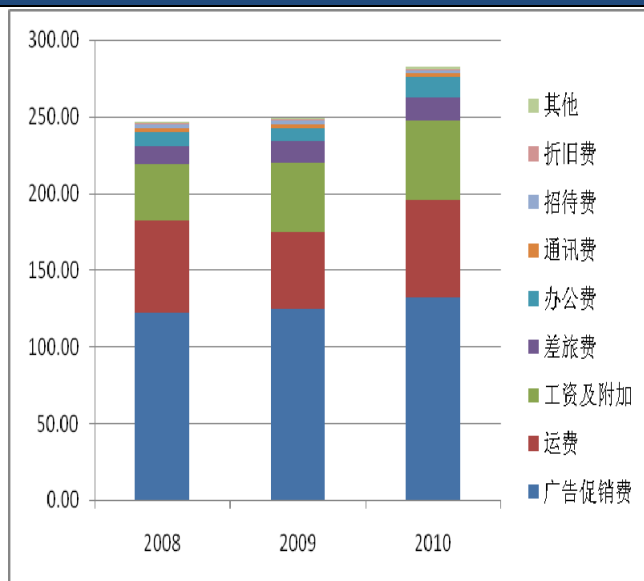
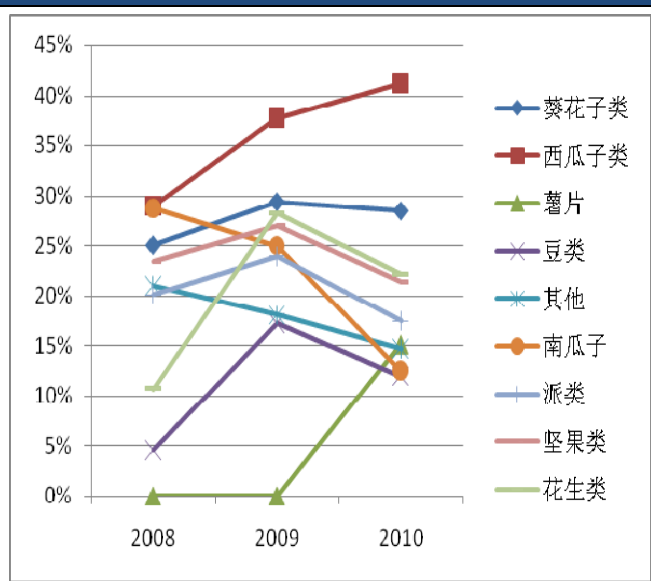


图 9、葵花籽产品毛利率较为稳定



资料来源：公司招股说明书，德邦证券

四、公司在瓜子行业内处于领军地位

“中国炒货看安徽，安徽炒货看合肥”，合肥市于 2006 年被中国食品工业协会认定为“中国炒货之都”。目前，安徽专业从事生产加工炒货的企业有几十家。其中，傻子、真心、国泰、小刘、陶永祥、史义兴、老奶奶等都具有一定知名度，傻子、真心等品牌均推行全国化运作的策略，在强势品牌带动下，徽派炒货已形成了较强的产业集群效应。洽洽则是安徽炒货行业内龙头。

坚果炒货行业虽属于完全竞争行业，但洽洽食品作为我国现代炒货行业的领军企业，一直专注于坚果炒货行业，产品品类齐全，营销网络覆盖全国，市场竞争地位绝对领先，2009 年市场占有率约为 5%，是业内唯一收入超 10 亿企业。我国坚果炒货行业 09 年行业销售规模为 322 亿元，05-09 年行业收入复合增长率为 13%，稳定增长。截止 2009 年末，国内共有规模不等的生产企业近 500 家，行业集中度不高。按照销售收入超 10 亿元、1-10 亿元、1 亿元以下划分，行业企业可以分为三大梯队。目前行业内近三年销售收入超 10 亿元的企业只有洽洽一家，销售收入在 1-10 亿元的企业主要有真心（安徽合肥）、正林（甘肃兰州）、徽记（四川成都）、阿明（上海）、天喔（上海）、大好大（浙江温州）等，这些公司构成了公司目前主要竞争对手。

1、安徽真心食品有限公司

安徽真心食品有限公司成立于 2000 年 9 月，主要从事食品炒货的加工与销售。公司成立以来，已陆续建立安徽、内蒙古、黑龙江三座生产基地，同时在北京、重庆、合肥、广东建立了四个分装厂。

2、四川徽记食品产业有限公司

四川徽记食品产业有限公司始建于 2001 年 5 月，主要产品有“徽记”牌煮瓜子、生瓜子，“徽记”牌花生、怪味胡豆，“好巴食”牌蛋蓉酥、南瓜酥、胡萝卜酥等。

3、兰州正林农垦食品有限公司

兰州正林农垦食品有限公司位于兰州市城关区盐场路 211 号，占地 70 余亩，总资产近 1.8 亿人民币，营业总额近 5 亿元。该公司主要产品是西瓜子，是中国市场上成立较早的品牌瓜子生产企业。

4、上海三明食品有限公司

上海三明食品有限公司是国内专业生产、销售“阿明”品牌休闲食品的企业，主要产品从原有的香瓜子、西瓜子、白瓜子、桃仁、花生果、坚果类等传统炒货类食品，发展到现今鸭肫肝、牛肉干、牛肉丝、鱼片、蜜饯、糖果等各类中高档的休闲食品。

五、公司转型战略明晰，切合了行业发展方向

21 世纪将迎来营养休闲食品大发展，休闲食品是未来坚果炒货行业发展的主要方向：第一，伴随人们对品质要求的提高，市场消费呈现多样化的发展态势，人们对坚果炒货食品提出了更多的要求，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，这为营养休闲食品了广阔的市场空间。第二，未来一段时期，我国国民经济将继续快速增长，消费水平将逐步提高，在大城市消费量平稳增长的前提下，营养休闲食品的消费区域将逐步延伸到中小城市及农村，我国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。

公司将未来业务发展点位为休闲食品，紧抓消费升级转型，为企业未来增长发展提供了巨大想象空间。“喀吱脆”是基于此战略公司于 2010 年年中推出的薯片类品牌，产品采用烘焙工艺制作，原料主要为薯粉（马铃薯），终端零售 2 元/袋，2010 年推出半年实现销售收入 9000 多万（税前）。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。基于薯片类产品良好的销售势头，公司管理层提出了 2011 年 5 个亿（税前）的销售目标，希望一举把薯片类收入占比提高到 20%以上。

当然，公司进军休闲食品新领域机遇与挑战并存，但我们认为机遇大于挑战。公司面临的挑战在于，休闲食品领域强敌林立，例如乐事，百事和达利园等都是这一领域的强势品牌，公司在这一细分市场并无太多优势。

但公司以下措施使得公司具有了相当的领先优势。

首先，公司进入休闲食品时实行了产品差异化定位，站的了先机。传统薯片市场是一个相对成熟的市场，产品以油炸类的为主，含热量较高，入口酥香；非油炸的烘焙薯片是

近两年在国内刚刚兴起的新型休闲类薯片食品，口感偏脆，产品定位区别于传统薯片与烘焙类饼干食品。福建海新集团推出的“泡吧小脆”是这一细分市场中的代表性品牌，“咯吱脆”、“乐吧”等一系列品牌无论从形象、口感、价格定位上都与“泡吧小脆”类似。我们认为，烘焙类薯片才刚刚在国内兴起，公司通过积极学习与创新并及时推出新品，“咯吱脆”，使得公司占得的先机。

标准化全员推广：公司非常重视“咯吱脆”这一新品的开拓，制定了非常详细的营销计划，对超市促销员形象、促销活动流程、卖场内主要促销区域、促销员标准话术、突发情况预案等方面做了标准化的安排。公司精细化深耕市场，并计划于 2011 年全员主推这一产品，配合业务人员优秀的执行力，薯片有望成为公司业绩增长的爆发点。

六、品牌和渠道优势是公司最大优势

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。其中，品牌和渠道是公司最大的优势。

品牌优势

本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。

为抓住坚果炒货产品向休闲食品发展的趋势，本公司不断加大品牌营销力度，开展一系列品牌形象营销活动，采用与消费者互动的方式进行品牌宣传，不断丰富公司品牌内涵，巩固公司一流的品牌地位，提升消费者对公司品牌的认知度和忠诚度。公司先后在中央电视台、《榜上有名》、《欢乐总动员》等知名栏目投放广告，“洽洽，快乐的味道”等广告语获得了良好的推广效果。公司推出了文化卡片，在葵花子产品包装袋内放入了图文并茂的卡片，让消费者在品尝瓜子的同时，还可以了解历史人物和赏析诗词，更好地享受到休闲的乐趣，这一策略很好地诠释了洽洽品牌的文化内涵，使公司休闲食品品牌的形象更加突出。

本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、印度尼西亚、越南、美国、加拿大、澳大利亚、新西兰、中东等国家和地区，在国际市场上的品牌知名度不断提升。本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。

销售网络优势

经过近十年的市场开拓，本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，本公司将全国市场划分为 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。本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。公司手中现有 1100 多家经销商渠道，可以做到新品推出后 15 天内铺货至批发市场，30 天内铺货至卖场，并且通过不断的新品开发丰富经销商货架，降低单品货龄，降低新品铺货成本，享受共享渠道优势。

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。通过持续的渠道建设和维护，本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。依靠强大的销售网络，本公司不仅保持了业内排名第一的销售规模，而且更为进一步扩大市场份额、不断推出新产品提供了保障。

公司 08-10 年的广告及促销费用分别为 1.22 亿、1.24 亿、1.32 亿元。其中从广告投入数额来看，公司在 2010 年广告投放 6000 万左右，2011 年的营销计划中预计投放 1.2 亿打广告。从炒货行业中小企业众多，业内排名第二的企业销售规模甚至还不足公司的一半的行业特点来看，业内其他企业并不具备大规模做广告和促销推广的实力。公司未来计划通过持续广告推广不断强化品牌和产品，配合地面人员推行卖场试吃体验进行促销，用广告让消费者知道，通过体验式营销让消费者吃到见到，公司管理层通过“空中拉动+地面推广”的方式来做消费品的营销思路非常清晰。

于此同时，公司还在实行“深耕城乡”战略，推行城市渠道分级运作和“千县万乡”工程，从而改善公司在广大农村市场的覆盖盲点问题。

七、募集资金运用分析

优化产能布局，减少物流成本

公司成立之初，主要依托合肥建设生产基地，产品销售立足华东及周边地区。伴随近十年的发展，公司品牌已发展成行业龙头品牌，销售市场已拓展到全国各地，营业收入已由成立之初不足 100 万元发展为 2009 年的 16 亿元。为满足市场需求的快速增长，合肥生产基地的产能规模也相应不断扩张。目前，合肥生产基地产能占公司全部产能的 60%左右，其中占葵花子类产品 50%左右产能，占非葵花子类产品近 100%产能。

公司目前主要原料产区与生产中心在空间上远距离分隔的生产布局，不仅导致大量的原料需运回合肥生产，而产成品又将逆向运回原料产地及周边市场销售，“逆向物流问题”突出，而且降低了公司快速响应和服务市场的能力，增加了公司的物流成本。

为优化公司生产布局，解决原料运输和产成品销售的“逆向物流问题”，有效控制采购和销售供货环节的物流成本，提高公司快速响应和服务市场的能力，公司将优先选择在消费市场和原料采购市场较为集中的地方建厂。

表 3：募投项目情况

序号	项目名称	建设周期	投资总额
1	哈尔滨洽洽食品有限公司食品加工项目	2	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	1	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	1.5	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	2,998.73
	合计		52,004.9

资料来源：公司招股说明书, 德邦证券

建设综合工厂 解决原来多数工厂产品单一、产量小局面

目前除合肥生产基地外，公司还分别设立了包头洽洽、黑龙江洽洽、山东洽洽、重庆洽洽等生产型子公司，但上述子公司产能规模有限，且产品品种单一，大多只生产葵花子类产品，特别是黑龙江洽洽和山东洽洽目前采取租赁厂房和设备的方式生产，产能扩张的可能性较小，不仅销售峰值季节公司葵花子类产品生产压力极大，产能无法满足市场需要。

公司未来主要立足建设“综合厂”，具备生产各类产品的能力，最终形成生产基地辐射目标市场的产销供应模式。

哈尔滨洽洽食品有限公司食品项目将在黑龙江省双城市建设系列炒货食品生产基地，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。本项目建成投产后，产品主要在东北、华北以及周边地区销售，同时产品也向全国其他地区调运。

本项目建设期 2 年，预计总投资为 27,539.50 万元，其中：建设投资 23,848.30 万元，铺底流动资金 3,691.20 万元。项目预计生产期年平均收入 112,259.40 万元，年平均净利润 6,357.70 万元。

八、收入项目拆分与盈利预测

表 4：收入拆分及预测

产品	项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
葵花子类	销量(吨)	103150	78392	101214	118000	135600	165800
	平均单价(元/吨)	13955.7	15473.2	16313.4	16800	17300	17700
	单位成本(元/吨)	10462.0	10930.2	11672.5	12000	12350	12600
	营业收入(万元)	143,953.35	121,297.80	165,114.91	198,240	234,588	293,466
	营业成本(万元)	107,915.45	85,684.20	118,142.45	141,600	167,466	208,908
	毛利(万元)	36,037.90	35,613.60	46,972.46	56,640	67,122	84,558
	毛利率	25.03%	29.36%	28.45%	28.57%	28.61%	28.81%
西瓜子类	销量(吨)	8811	6092	6381	7300	8400	9700
	平均单价(元/吨)	21445.7	24693.8	27606.1	27900	28300	28600
	单位成本(元/吨)	15233.4	15387.6	16230.6	16500	16800	16900
	营业收入(万元)	18,895.77	15,043.48	17,615.43	20,367	23,772	27,742
	营业成本(万元)	13,422.17	9,374.10	10,356.77	12,045	14,112	16,393
	毛利(万元)	5,473.60	5,669.38	7,258.66	8,322	9,660	11,349
	毛利率	28.97%	37.69%	41.21%	40.86%	40.64%	40.91%
派类	销量(吨)	6693	3338	1956	1960	1960	1960
	平均单价(元/吨)	14083.7	14993.8	14994.1	15000	15000	15000
	单位成本(元/吨)	11253.3	11399.8	12381.5	12400	12420	12420
	营业收入(万元)	9,426.23	5,004.94	2,932.85	2,940	2,940	2,940
	营业成本(万元)	7,531.85	3,805.26	2,421.82	2,430	2,434	2,434
	毛利(万元)	1,894.38	1,199.68	511.03	510	506	506
	毛利率	20.10%	23.97%	17.42%	17.33%	17.20%	17.20%
豆类	销量(吨)	6785	2826	3908	4700	5400	6500
	平均单价(元/吨)	12799.8	14126.4	15242.3	15700	15900	16000
	单位成本(元/吨)	12209.4	11689.0	13411.9	13600	13800	13850
	营业收入(万元)	8,684.65	3,992.11	5,956.71	7,379	8,586	10,400
	营业成本(万元)	8,284.10	3,303.32	5,241.36	6,392	7,452	9,003
	毛利(万元)	400.55	688.79	715.35	987	1,134	1,398
	毛利率	4.61%	17.25%	12.01%	13.38%	13.21%	13.44%
南瓜子	销量(吨)	2426	1486	1053	1160	1280	1410
	平均单价(元/吨)	29640.4	30838.7	32642.3	33200	33500	33700
	单位成本(元/吨)	21127.0	23145.0	28575.4	28900	29200	29300
	营业收入(万元)	7,190.75	4,582.63	3,437.23	3,851	4,288	4,752
	营业成本(万元)	5,125.42	3,439.35	3,008.99	3,352	3,738	4,131
	毛利(万元)	2,065.33	1,143.28	428.24	499	550	620
	毛利率	28.72%	24.95%	12.46%	12.95%	12.84%	13.06%

花生类	销量(吨)	2145	987	867	953	1049	1154
	平均单价(元/吨)	17327.8	18132.8	19259.9	19600	19900	20000
	单位成本(元/吨)	15472.0	13023.8	15006.3	15200	15400	15550
	营业收入(万元)	3,716.81	1,789.71	1,669.83	1,868	2,088	2,308
	营业成本(万元)	3,318.75	1,285.45	1,301.05	1,449	1,615	1,794
	毛利(万元)	398.06	504.26	368.78	419	472	514
	毛利率	10.71%	28.18%	22.08%	22.45%	22.61%	22.25%
坚果类	营业收入(万元)	4,983.36	2,590.62	1,975.40	1950	1950	1950
	营业成本(万元)	3,819.11	1,891.35	1,552.91	1,560	1,560	1,560
	毛利(万元)	1,164.25	699.27	422.49	390	390	390
	毛利率	23.36%	26.99%	21.39%	20.00%	20.00%	20.00%
薯片	营业收入(万元)	0	0	7,587.20	36400	46800	51600
	营业成本(万元)	0	0	6,437.60	30910	39400	43280
	毛利(万元)	-	-	1,149.60	5490	7400	8320
	毛利率	-	-	15.15%	15.08%	15.81%	16.12%
其他	营业收入(万元)	5,719.10	10,633.27	8,092.47	9000	9300	9600
	营业成本(万元)	5,014.84	9,994.61	7,289.92	8090	8350	8630
	毛利(万元)	704.26	638.66	802.55	910	950	970
	毛利率	12.31%	6.01%	9.92%	10.11%	10.22%	10.10%

资料来源：德邦研究所

表5：盈利预测

单位：万元，元，万股

利润表	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	202,570	164,935	214,382	281,995	334,312	404,758
减：营业成本	154,432	118,778	155,753	207,828	246,127	296,134
营业税金及附加	187	174	258	303	369	412
营业费用	24,620	24,889	28,204	34,372	41,515	48,655
管理费用	7,848	7,695	10,655	12,384	14,761	17,026
财务费用	1,720	1,248	181	0	0	100
资产减值损失	117	-208	27	30	31	33
加：投资收益	2	0	0	0	0	0
营业利润	13,647	12,359	19,304	27,078	31,508	42,398
加：营业外收入	767	1,183	300	350	400	410
减：营业外支出	923	279	590	600	615	630
利润总额	13,491	13,263	19,904	26,828	31,293	42,178
减：所得税	2,105	2,542	3,732	5,178	6,040	8,140
少数股东损益	976	586	962	1,158	1,451	1,550
归属母公司股东净利润	10,410	10,135	15,210	20,492	23,803	32,488
全面摊薄每股收益	0.52	0.51	0.76	1.02	1.19	1.62
发行后总股本	20000	20000	20000	20000	20000	20000

资料来源：德邦研究所

九、相近公司估值水平

目前并无以瓜子炒货为主业的上市公司，我们选取上市公司中几家业务传统较为类似的几家公司作为可比公司，按 2 月 18 日的价格计算，其 2010 年的动态市盈率如下表所示。

表6：相近上市公司估值水平

代码	公司名称	收盘价	EPS			PE		
			2009	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
002481	双塔食品	62.00	0.95	0.86	1.1	65	72	56
002387	黑牛食品	37.77	0.67	0.69	1.03	56	55	37
002515	金字火腿	45.60	0.72	0.68	0.88	63	67	52
002495	佳隆股份	29.15	0.73	0.62	0.77	40	47	38
002507	涪陵榨菜	25.18	0.36	0.34	0.45	70	74	56
	平均					59	63	48

资料来源：德邦证券研究所

可以看到，2010 年类似公司的平均市盈率为 43 倍。同时考虑到公司的品牌和渠道优势，我们认为给予公司 2011 年动态市盈率 38-43 倍较为合理，对应 2011 年合理价格为 45.2-51.2 元。

十、风险提示

原料价格波动：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；

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；

食品质量安全风险：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。

投资评级

一、行业评级

推荐-Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性-In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避-Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入-Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持-Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性-Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\%+10\%$

减持-Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。