

洽洽食品（002557）：国内炒货行业龙头，再次腾飞指日可待

食品饮料

合理价：32.39-37.02 元

报告日期：2011 年 2 月 28 日

主要财务指标（单位：万元）

	2010A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,144	2,845	3,748	4,856
(+/-)	29.98%	32.73%	31.72%	29.55%
营业利润	193	263	341	437
(+/-)	56.19%	36.06%	29.72%	28.13%
归属于母公司 的净利润	162	193	248	315
(+/-)	50.08%	21.69%	28.59%	27.30%
每股收益（元）	0.76	0.93	1.19	1.51

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2011.2.21/2011.3.2
发行后总股本（万股）	20000
发行股数（万股）	5000
发行价格（元）	40
发行市盈率（倍）	54.14
发行动态市盈率（倍）	43.01
行业滚动市盈率（倍）	39.48
第一大股东	华泰集团
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	65%/48.75%
发行前每股净资产（元）	3.83
发行前资产负债率	62.11%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

证券分析师：仇彦英
执业证书编号：A0140511010003
021-58824282-816 qiuyy@txsec.com
联系人：天相食品组
010-66045408 wangsy@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 5000 万股，发行后总股本为 20000 万股。公司第一大股东持股华泰集团持股发行后总股本的 48.75%，实际控制人为陈先保先生。
- 公司专业从事坚果炒货食品的生产和销售，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。公司成功塑造了国内坚果炒货领域一流的“洽洽”品牌，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。
- 公司处于良好的市场大环境中。金融危机之后，国内经济快速复苏，国内居民整体消费水平持续稳步提升。保守估计，坚果炒货行业未来将保持年均10%的增长速度。
- 市场完全竞争，公司优势明显。1)、国内一流的品牌优势。公司成功的塑造了“洽洽”品牌，市场认知程度高。2)、营销网络覆盖全国，积极拓展海外业务。公司全国拥有117家办事处、1100家专业经销商以及4家大型零售商，且在持续加大海外拓展力度。3)、产品质量保障有力。4)、技术优势明显，创新优势领先于行业。公司在推动行业技术、产品创新等方面，开创了多个行业第一。5)、现代化管理方式、提升运营效率。
- 募股资金投向分析。本次募投项目将提升炒货产能79,200吨/年、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。这将极大的缓解公司产能瓶颈，增强原料存储以及筛选能力，有助于公司进一步提升市场占有率，增加对于成本的控制力，进而实现利润的提升。
- 公司面临的主要风险。经营风险、财务风险、税收政策变化导致公司盈利能力下降的风险、管理风险、市场竞争风险、募集资金投资项目的风险。
- 盈利预测及估值。我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.93、1.19、1.51元。公司2011年合理的估值水平为35-40倍，对应的合理价值区间在32.39-37.02元。

正文目录

1. 公司概况	3
1.1 公司基本情况	3
1.2 公司股本结构	3
1.3 公司主营业务构成状况及行业地位	4
2. 行业概况	5
2.1 坚果炒货行业稳定增长	5
2.2 市场完全竞争，品牌企业优势明显	6
2.3 原材料竞争将逐年加剧	7
3. 公司的核心竞争力	8
3.1 国内一流的品牌优势	8
3.2 营销网络覆盖全国，积极拓展海外业务	8
3.3 产品质量保障有力	9
3.4 技术优势明显，创新意识领先于行业	9
3.5 现代化管理方式，提升运营效率	10
4. 募集资金项目分析	10
5. 盈利预测与估值分析	12
5.1 盈利预测	12
5.2 估值—合理价位 32.39-37.02 元	13
6. 风险揭示	14

图表目录

图表 1 本次发行前股权结构及控制关系	3
图表 2 发行前后股本结构对比	4
图表 3 公司 2010 年销售收入按业务划分（左图）、按区域划分（右图）	4
图表 4 2005-2009 年全国坚果炒货行业销售规模情况	5
图表 5 2010-2014 年全国炒货行业销售收入预测	5
图表 6 2001-2008 年全国葵花子产量（左图）、种植面积（右图）	7
图表 7：公司原材料采购价格趋势（单位：元/吨）	8
图表 8 公司募集资金投向	11
图表 9 洽洽食品盈利预测（单位：万元）	12
图表 10 A 股可比食品上市公司样本	13

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

本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，由华泰集团、亚洲华海、合肥华元作为发起人，以净资产折股的方式，整体变更设立股份有限公司，注册资本变为15,000万元。

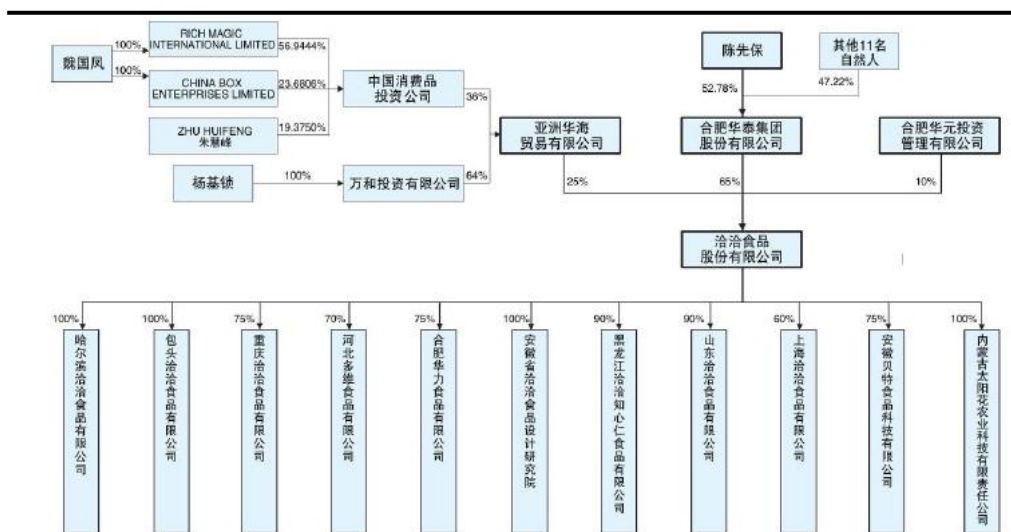
公司专业从事坚果炒货食品的生产和销售，目前主要产品有葵花子类、西瓜子类、豆类、南瓜子类、花生类等传统炒货产品和以开心果、核桃、杏仁等为代表的高档坚果产品。公司成功塑造了国内坚果炒货领域一流的“洽洽”品牌。作为坚果炒货行业的领军企业，综合实力强，规模优势明显，是行业内唯一一家销售规模超过十亿元的大型企业，远超同行业其他企业，综合市场占有率位居行业首位。

公司发行前股本为15000万股，此次发行5000万股，占发行后总股本的25%。股份公司的发起人华泰集团、亚洲华海、合肥华元分别持有发行前公司股份的65%、25%、10%。公司实际控制人为陈先保先生，其持有华泰集团52.78%的股份。

1.2 公司股本结构

本次公司拟发行5,000万股A股，发行价格为40.00元/股，其中网下向股票配售对象询价配售数量为1,000万股，为本次发行数量的20%；网上以资金申购方式发行数量为4,000万股，为本次发行数量的80%。本次发行后，公司总股本增至20,000万股，其中新发行股票占发行后总股本的25%，华泰集团持有本公司的比例将下降为48.75%。但陈先保先生仍然对本公司经营决策具有较大的影响力，其作为实际控制人的地位不变。

图表 1 本次发行前股权结构及控制关系



资料来源：招股说明书 天相投投资顾问有限公司

图表 2 发行前后股本结构对比

股东	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	股权性质	限售期
华泰集团	9,750	65%	9,750	48.75%	限售流通 A 股	36 个月
亚洲华海	3,750	25%	3,750	18.75%	限售流通 A 股	36 个月
合肥华元	1,500	10%	1,500	7.5%	限售流通 A 股	36 个月
本次发行股						
网下发行	——	——	1,000	5.00%	限售流通 A 股	3 个月
网上发行	——	——	4,000	20.00%	流通股	——
合计	15,000	100.00%	20,000	100.00%	——	——

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

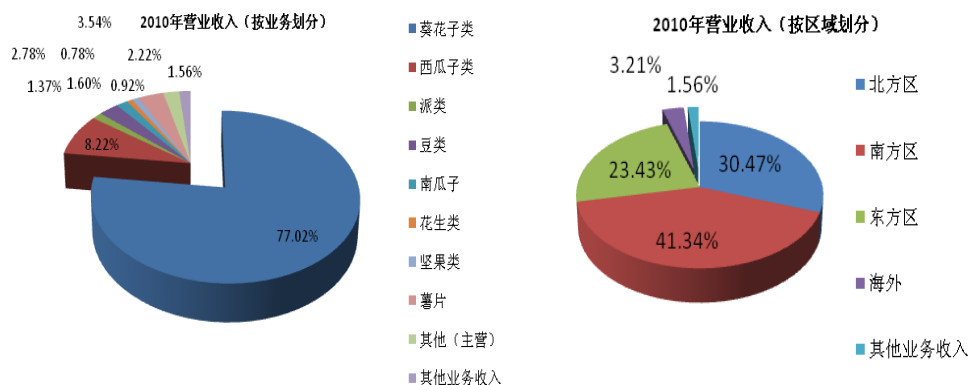
1.3 公司主营业务构成状况及行业地位

公司专业从事坚果炒货行业，营业收入在10亿元以上。近年来，公司销售收入与净利润实现稳步增长。公司2008年实现营业收入20.26亿元；2009年，由于受到金融危机影响，公司实现收入16.49亿元，同比下降18.58%；凭借着较高的知名度和完善的销售渠道，在金融危机之后，公司销售收入伴随经济复苏而迅速恢复，在2010年实现营业收入21.44亿元，同比增长29.98%。

公司产品包括葵花子类、西瓜子类、派类、豆类、南瓜子类、花生类、坚果类、薯片类以及其他产品。根据2010年数据，上述产品分别占到主营业务收入比重的78.24%、8.35%、1.39%、2.82%、1.63%、0.79%、0.94%、3.60%、2.25%。葵花子类产品占据营业收入的主要成分。

公司是目前国内炒货行业的龙头企业。公司的主打品牌“洽洽”市场认知程度高，市场占有率高。2009年炒货行业总收入在322.31亿元，公司约占总收入比重的5%。预计未来公司产品的市场占有率会稳步提升。

图表 3 公司 2010 年销售收入按业务划分（左图）、按区域划分（右图）



资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

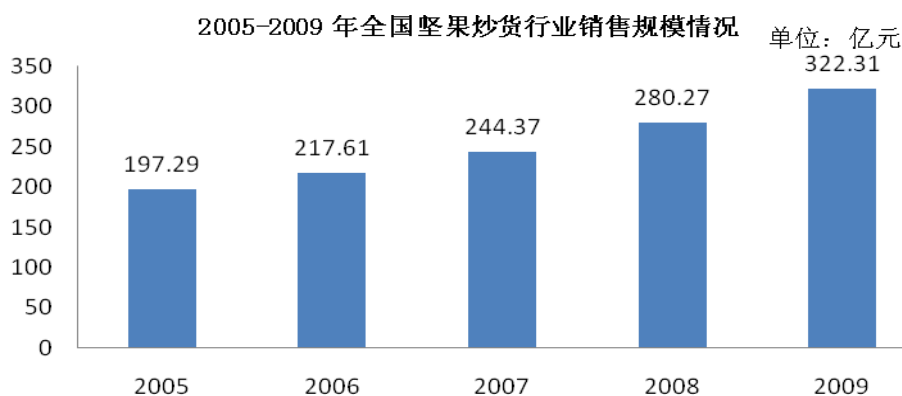
公司销售渠道健全且广泛，在全国拥有117家办事处、1100家专业经销商以及4家大型零售商。从销售区域上看北方区、南方区和东方区是公司的主要销售区域，近年来销售状况保持稳定。在努力保持现有主要销售区域竞争优势的同时，公司还积极开拓海外市场，尽管从2010年的数据来看，海外销售收入占比仅占3.21%，然而随着公司海外拓展力度的增加，海外销售的绝对额以及占比都有望进一步增长。

2. 行业概况

2.1 坚果炒货行业稳定增长

公司主要从事坚果炒货的加工以及销售，属于食品加工行业。追溯历史，坚果炒货食品由中国首创，主要是以果蔬籽、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，在中国已经有千年的历史。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。

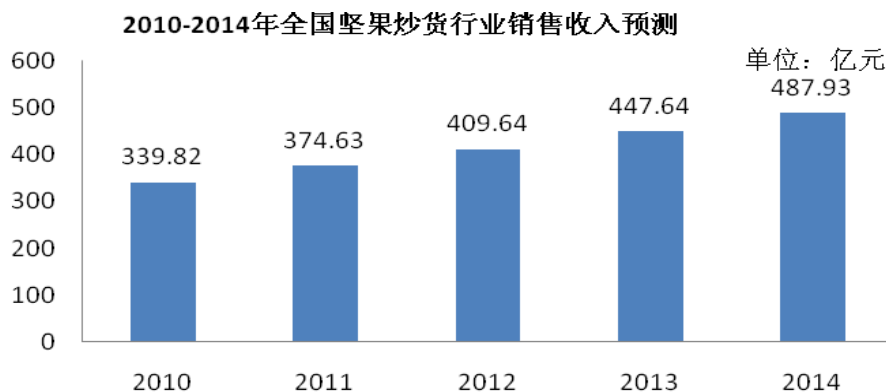
图表 4 2005-2009 年全国坚果炒货行业销售规模情况



来源：中国食品工业协会坚果炒货专业委员会

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

图表 5 2010-2014 年全国炒货行业销售收入预测



来源：中国市场调研研究中心

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司



近年来，随着我国国民经济持续快速增长、人民消费水平不断的提高，我国坚果炒货行业呈现持续快速增长的态势。据国家统计局数据显示，我国的人均国内生产总值由1990年的1,644元上升至2007年的18,934元。同期，我国城镇家庭人均可支配收入从1,510.16元增加至13,785.81元。经济持续高速增长为坚果炒货食品消费增长提供了坚强的物质保障。根据中国食品工业协会坚果炒货专业委员会出具的文件，2005-2009年坚果炒货行业销售收入分别为197亿元、218亿元、244亿元、280亿元、322亿元，年复合平均增长率为13.06%。

随着人们消费水平的提高和休闲意识的增强，未来对于炒货食品的消费需求将持续增长。保守估计，该行业未来将保持年均10%的增长速度。根据中国市场调研研究中心发布的《2009年中国坚果加工行业发展研究报告》，我国坚果炒货行业将在2014年达到487亿元的销售规模。

2.2 市场完全竞争，品牌企业优势明显

市场完全竞争，参与企业众多。由于炒货行业属于完全竞争行业，截止2009年末，国内共有生产企业近500家。目前国内市场上已经形成了全国性品牌以及区域品牌主导市场的销售局面，销售规模较大、实力较强、市场认知度较强、的企业共有50多家，市场份额有逐渐向这些品牌企业集中的趋势。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。

按照销售收入划分，本行业的销售收入可以划分为10亿元、1-10亿元、1亿元以下三大梯队企业。目前，本行业销售收入超过10亿元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，其余企业与公司相比差距更大。总体而言，目前该行业目前仍然是作坊式小企业数量众多，市场集中度有待于进一步提高，这为今后品牌企业的发展提供了良好的发展机遇和成长空间。

知名企业在品牌效应、销售渠道、产品质量上拥有明显的竞争优势。

首先是品牌效应。随着国内居民生活水平的提升，人们对于食品的消费要求也随之提升，人们更加注重产品的质量、口味、营养以及功能，而品牌产品正好能够满足人们对于上述多种特性的综合要求。品牌的建立是一个漫长的过程，而一个知名品牌的形成更是需要经过消费者的长期认同以及市场竞争的严格考验。而企业品牌形象一旦树立，消费者便会形成良好的忠诚度，轻易不会改变自己的选择取向。忠实的消费者还会通过向亲朋好友介绍的方式宣传自己所钟爱的品牌，那些经由亲友介绍而购买该品牌的消费者将有很大一部分会成为该产品的忠实消费者。良好的口碑口口相传，不但帮助企业巩固的市场地位，也使得新进入者处于竞争的不利地位。

第二是销售渠道。炒货加工行业属于快速消费品行业，营销渠道显得至关重要。随着竞争的激烈，行业内主要品牌企业都在努力构建覆盖全国的市场网络体系，在全国各主要大中型城市建立营销网络、配备销售队伍，并在这一基础上进一步将网络延伸到主要县乡。目前知名企业的影响网路一般比较健全，新进入者需要在渠道建设上投入大量资金，且要经历较长时间的渠道和销售队伍建设周期。在目前成本高企的背景之下，渠道建设的要求将新进入者和中小企业置于不利的竞争地位中。

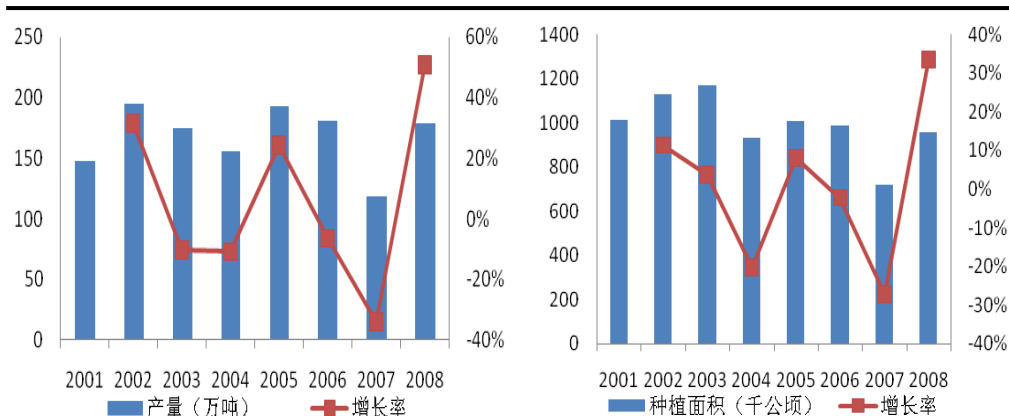
第三是产品质量。2003年以来，炒货加工行业一直在不断完善行业质量和安全质量管理体系。2007年以来，国家出台了一系列关于食品安全方面的政策法规，使得不符合相关标准要求的企业逐渐退出市场，行业集中度得到提高。2009年6月1日起《食品安全法》正式实施，对于食品安全提出了更高的要求。高标准的质量控制和严格的行业监管体系，提高了行业进入门槛，另一方面也巩固了知名企业的竞争优势。

2.3 原材料竞争将逐年加剧

坚果炒货行业受上游原材料供给影响较大，未来行业内原材料竞争将逐年加剧。坚果炒货类产品的主要原料为葵花籽、西瓜子、南瓜子等农副产品，涉及到的上游行业主要为农副产品种植业。农副产品的种植面积、产量、质量、价格对于坚果行业的生产和销售都有重要的影响。而农副产品种植本身受到气候条件、自然灾害、病虫害等影响较大，种植面积、产量、价格的波动性较强，不确定性较大。

坚果炒货行业中销量最大的是葵花子类产品，产品原料为葵花籽。葵花是北方种植的主要经济作物，产区集中在黑龙江、吉林、内蒙古、宁夏、甘肃以及新疆等地。受到前述各种因素的影响，根据国家农业部的统计数据显示，2001年至2008年我国葵花种植面积、产量均呈现明显的波动态势。

图表 6 2001-2008 年全国葵花子产量（左图）、种植面积（右图）



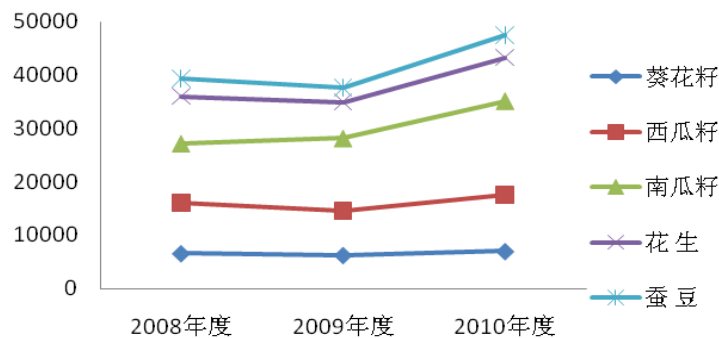
数据来源：国家农业部网站 招股说明书 天相投顾整理

鉴于原材料对于行业的重要影响，在主要产区除地方政府积极引导和鼓励农户种植上述农副产品之外，洽洽食品等食品加工类企业也在主动引导并积极投身种植基地的建设，以便确保优质原料品种得以推广，种植面积得以扩大，最终达到确保本行业原材料供给的目的。

金融危机之后，由于美国量化宽松货币政策、全球各地自然灾害频现以及局部地区政局动荡等原因，包括农副产品在内的大宗商品价格持续攀升。考虑国内近年来通胀压力较大，以农副产品为原材料且从属劳动密集型产业的炒货加工类行业面临着较大成本上涨压力。另一方面，农户的种植意愿也受到农产品价格变化方向和预期的影响，未来原材料产量将具有一定的不确定性。在需求不断提升的前提下，如何能够保证原材料的供给成为了各企业面临的难题。因而，在未来的竞争过程中，谁能够有效控制原材料供给，谁就能够进一步抢占先机。



图表 7：公司原材料采购价格趋势（单位：元/吨）



资料来源：公司招股说明书 天相投顾整理

3. 公司的核心竞争力

3.1 国内一流的品牌优势

本公司自成立以来很快成为坚果炒货行业的龙头企业，凭借优质的炒货类产品，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。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。

3.2 营销网络覆盖全国，积极拓展海外业务

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。本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。深入而广泛的营销网络为公司的长远发展奠定了基础。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。

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。

目前公司正在积极推进东南亚各国办事处的营建工作，以便为进一步开拓海外市场提供便利。今后，公司将强化自主品牌的国际化，培养国际市场营销人才队伍，完善海外营销组织机构，加强国际品牌宣传和推广，加大中国传统美食的营销力度，将公司现有营销服务模式向国外核心目标市场复制，培育本公司在国际市场的品牌和销售网络优势，巩固并扩大现有的出口市场，并有序开发新的出口市场，实现产品出口的持续增长。

3.3 产品质量保障有力

近年来，国内食品安全问题日益严峻，严格把控食品质量安全成为了监管部门和企业自身的首要任务。

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，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。为保证公司质量安全管理的有效开展，建立了检测中心，其检测设备及检测技术在行业内处于领先水平，目前检测中心正在申报国家认证检测中心。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，此外已有多个产品通过了要求更加严格的食品出口企业卫生注册。

3.4 技术优势明显，创新意识领先于行业

作为国内坚果炒货行业的龙头企业，公司高度重视技术创新工作，自设立以来，始终坚持以现代科技改造和提升传统产业，大力实施自主创新战略。通过持续的技术和产品创新，在生产工艺变革及配方研究，生产机械化与自动化、包装材料专业化研究等诸多方面取得了长足的发展，带动整个坚果炒货行业从手工分散化走向机械规模化的发展。

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”。

在产品和工艺创新上，公司将坚果炒货制造方法“变炒为煮”，从工艺上进行了



根本性的创新；在机械化改造方面，公司从煮制到干燥、烘炒、冷却、包装等各个环节进行自主研发，开发建成了我国第一条坚果炒货机械化流水线，并在此基础上不断创新，提高机械化水平。

本公司拥有专利52项，其中发明专利6项，实用新型9项；参与制定国内第一个炒货行业地方标准《炒货食品卫生要求》（DB 34/330-2003），同时牵头起草了炒货行业1项国家标准、5项行业标准，负责编制了《坚果炒货工艺师职业标准》，参与了多项炒货行业标准的制定和修订工作；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。

产品创新上，公司针对市场上不同的消费群体，分别推出了不同种类的产品，以便充分满足细分市场的需求。考虑到年轻都市白领女性逐渐成为休闲食品的主要消费群体，公司在外观包装、口味调配、产品宣传方面进行了仔细研究和分析，推出了“洽洽小而香”等特色产品；公司在2010年推出了全新的“喀吱脆”薯片，以“非油炸、不添加”为产品卖点，提倡健康饮食，健康生活。这些产品充分迎合了各类消费人群的消费心理，取得了良好的市场反馈。

3.5 现代化管理方式，提升运营效率

本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。

坚果炒货产品属于典型的快速消费品。相对较短的保质期对坚果炒货企业的供应链管理提出了很高的要求。基于对坚果炒货行业的独到理解和丰富的行业经验，本公司将现代供应链管理理论应用到坚果炒货行业，形成了业内领先的快速供应链管理的能力。

公司拥有业内先进的销售管理系（DCMS），实现客户订单自助在线提交，极大提升了订单处理效率和精度；计划和采购部门按照“以销定产”的原则，基于历史销售数据、系统中订单情况和未来订单预测，滚动安排生产计划和安全库存策略；生产部门拥有业内领先的机械化、自动化和信息化水平，**主要产品类别可保证收到客户订单后24-72小时内出货**；销售部门通过销售管理系统（DCMS）动态管理客户订单与库存状况，不断降低渠道成本、优化渠道效率。

4. 募集资金项目分析

公司本次募集资金将积极围绕主业进行，主要包括以下项目：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。

图表 8 公司募集资金投向

项目名称	建设投资	流动资金	项目投资 总额	建设期
				(年)
哈尔滨洽洽食品有限公司食品加工项目	23848.3	3691.2	27539.5	2
洽洽食品股份有限公司内蒙古原料基地建设项目	6262.07	3000	9262.07	1
洽洽食品股份有限公司食品生产工艺提升及自动化项目	11266.2	938.4	12204.6	1.5
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	2998.73	—	2998.73	2
合计	44375.3	7639.6	52004.9	

资料来源：公司招股说明书 天相投资顾问有限公司

哈尔滨洽洽食品加工项目

本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，共计年产 79,200 吨系列炒货产品的生产规模。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。

公司目前产能主要集中在合肥，占全部产能的 60%，其中占葵花子类产能的 50%，占非葵花子类产能近 100%。除了合肥产能之外，公司还分别设立了包头恰恰、黑龙江洽洽、山东洽洽、重庆洽洽等生产型子公司。目前，上述公司产能规模有限，产品类型单一，大多只能生产葵花子类产品。其中黑龙江洽洽和山东洽洽目前采用厂房租赁和设备租赁的生产方式，产能提升可能性小，导致产品销售峰值季节葵花子类产品生产压力大，无法满足市场需要，而且非葵花子类产品只能由合肥生产基地生产并供应销售，对较远地区运输辐射范围有限，影响公司的运营效率。

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。东北、华北及周边地区是公司当前及今后重点开发的目标消费市场，东北三省更是公司葵花籽、南瓜籽原料的主产区，适合发展坚果炒货的原料资源十分丰富。公司选择在靠近消费市场以及原材料产地的地方建厂，将有效解决原料运输和产成品销售的“逆向物流问题”，提升快速响应和市场服务能力。

内蒙古原料基地建设项目

本项目将在全国葵花籽主要产区内蒙古巴彦淖尔市五原县建立洽洽食品内蒙古原料基地，建设原料仓库和风选、手选及烘干车间。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。

葵花籽原料季节性强，全年生产所需原料主要在原料上市季节集中采购。因此，优质原料的采购以及大量原料的保鲜储存显得尤为重要。公司葵花籽原料采购区域范围已经覆盖全国主要产区，其中内蒙古巴彦淖尔市及其周边的包头市的土默特右旗和

鄂尔多斯市的达旗、杭锦旗，是公司主要原料供应基地之一。该区域葵花籽总产量每年约40万吨，约占全国总产量的30%。公司目前约有50%的葵花籽原料来自内蒙古巴彦淖尔市及其周边的包头市和鄂尔多斯市。

在葵花籽主要原料产区建设原料基地，将建立优质原材料供应的长效机制，从根本上确保公司产品“保鲜”战略的落实，提高公司葵花籽原料供应的质量和原料存储的安全性。

食品生产工艺提升及自动化项目

本项目是将在现有葵花子产品包装车间基础上建设自动化包装车间，对西瓜子小而香、茶瓜子、油炸类产品进行工艺技术提升及自动化改造，提高非葵花类产品的生产效率和产能，以及新建成品仓库配货中心，从而进一步提高公司生产工艺及自动化水平。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。

实现葵花子类产品纸塑包装的自动化，将提高包装效率，节省大量的人工，能够提高公司供应链响应速度和效率，更好地满足今后公司销售规模不断扩大的需要。

供产销全流程业务信息平台建设项目

本项目会将公司现有ERP系统功能延伸至供应链前端（即主要原料采购环节）和销售终端，建设功能主要涵盖采购信息管理、物流信息管理、销售信息管理等软件系统的综合信息管理系统，即“供产销全流程业务信息平台”。最终将实现各种业务信息资源的充分调配和共享，优化公司业务流程，提高公司的整体协作水平和工作效率，增强公司的综合竞争力。

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

我们认为公司今后几年的业绩亮点在于：1）坚果炒货行业稳定增长，市场集中度逐步提升，公司作为龙头将从中受益；2）募投项目将解决公司产能瓶颈，提升公司运营效率，提高公司综合竞争实力；3）充分利用现有营销网络和销售渠道，对现有市场做精做细，并积极开拓东南亚等海外市场，公司的产品销售收入将持续稳定增长。

综合上述分析，我们预计公司2011、2012、2013年分别实现销售收入28.45亿元、37.48亿元、48.56亿元，同比增长32.73%、31.72%、29.55%；实现归属母公司净利润1.85亿元、2.38亿元、3.03亿元，同比增长21.69%、28.59%、27.30%；按照本次IPO发行5000万股计，总股本扩大至20000万股，全面摊薄后2011、2012、2013年每股收益分别为0.93元、1.19元、1.51元。

图表9 洽洽食品盈利预测（单位：万元）

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	164,935	214,382	284,541	374,804	485,558
增长率（%）	-18.58%	29.98%	32.73%	31.72%	29.55%

减：营业成本	118,778	155,753	206,265	271,621	352,064
毛利率（%）	27.98%	27.35%	27.51%	27.53%	27.49%
减：营业税金及附加	174	258	2219	2923	3787
销售费用	24,889	28,204	37,844	49,849	64,579
管理费用	7,695	10,655	13,373	17,241	21,850
财务费用	1,248	181	-1,500	-1,000	-500
期间费用率（%）	20.51%	18.21%	17.47%	17.63%	17.70%
资产减值损失	-208	27	75	100	125
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	12,359	19,304	26,265	34,070	43,652
增长率（%）	-9.44%	56.19%	36.06%	29.72%	28.13%
加：营业外收入	1183	1191	200	230	260
减：营业外支出	279	590	650	900	1200
三、利润总额	13,263	19,904	25,815	33,400	42,712
增长率（%）	-1.69%	50.08%	29.69%	29.38%	27.88%
利润率（%）	8.04%	9.28%	9.07%	8.91%	8.80%
减：所得税	2,542	3,732	6,544	8,620	11,168
实际税负比例（%）	1.54%	1.74%	2.30%	2.30%	2.30%
四、净利润	10,721	16,172	19,270	24,779	31,545
归属母公司所有者净利润	10,135	15,210	18,509	23,800	30,299
增长率（%）	-2.64%	50.08%	21.69%	28.59%	27.30%
净利润率（%）	6.14%	7.09%	6.50%	6.35%	6.24%
少数股东损益	586	962	761	979	1246
总股本（百万）	150	150	200	200	200
基本每股收益（元）	0.51	0.76	0.93	1.19	1.51

资料来源：公司招股说明书 天相投资顾问有限公司

5.2 估值—合理价位 32.39-37.02 元

我们参照二级市场上食品类公司的估值水平，同时考虑到公司为坚果炒货行业龙头企业，在品牌建设、营销网络以及较强的新品开发能力方面拥有明显的竞争优势。我们认为公司2011年合理的估值水平为35-40倍，按照公司2011年摊薄后每股收益0.93元计算，对应的合理价值区间在32.39-37.02元。

图表 10 A 股可比食品上市公司样本

公司名称	EPS（元/股）			PE			收盘价（2011年2月24日）
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
双塔食品	0.95	1.05	1.42	62	57	42	59.33
黑牛食品	0.67	0.68	1.02	56	55	37	37.55
金字火腿	0.75	0.90	1.17	59	49	38	44.20
晨光生物	0.9	0.88	1.2	34	35	26	30.90
佳隆股份	0.75	0.77	0.92	38	37	31	28.32

量子高科	0.65	0.53	0.69	49	60	46	31.55
涪陵榨菜	0.36	0.46	0.56	67	52	43	24.03
保龄宝	0.59	0.47	0.80	44	55	32	25.68
得利斯	0.34	0.22	0.48	47	72	33	15.80
平均				51	52	36	

资料来源：天相投资分析系统 天相投资顾问有限公司

6. 风险揭示

经营风险：公司的经营风险主要包括原材料价格波动的风险、原材料采购不足的风险、销售的季节性风险、原材料数量较大导致的存储管理风险和食品质量安全控制的风险。随着国际大宗商品价格的不断上涨，国内通胀问题的日益严峻，我们认为由于原材料价格波动以及由此引起的相关风险尤其值得警惕。

财务风险：公司的财务风险主要包括净资产收益率下降的风险和资产负债率较高风险。

税收政策变化导致公司盈利能力下降的风险：随着2008年1月1日新《中华人民共和国企业所得税法》的实施，未来几年本公司及控股子公司的税率将逐步过渡到25%。其中部分子公司在之前一度享受优惠税率。因此，新税法的实施对公司的利润水平有一定的影响。

管理风险：随着子公司数量增多、销售区域扩大，公司仍可能存在由于对各子公司管理不到位，导致公司内控制度失效的风险。此外，公司实际控制人陈先保先生持有华泰集团52.78%的股份，本次股票发行成功后，华泰集团持有公司股份比例将下降为48.75%。作为实际控制人，陈先保先生仍对公司经营决策具有较大的影响力。管理风险值得投资者的关注。

市场竞争风险：品牌生产企业虽占据了炒货市场较大的市场份额，但仍面临恶性竞争的风险。

募集资金投资项目的风险：尽管本次募集资金项目预期收益良好，但如果市场环境发生重大变化，存在募集资金项目的预期收益可能无法完全实现的风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-82709089 邮编: 518041