

休闲食品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026708

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 42.00 元

当前股价: 28.50 元

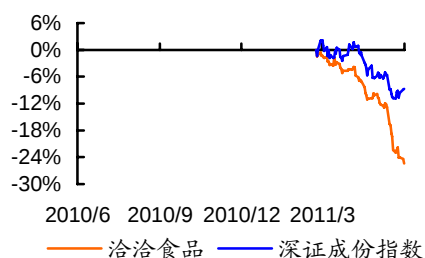
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11761.10
总股本(百万)	200
流通股本(百万)	50
流通市值(亿)	14
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	-17.03	-24.42	0.00
深证成份指数	-2.54	-10.52	-6.77



相关报告

《洽洽食品-调研简报: 收入有望突破 30 亿, 利润弹性来自原材料价格下降》
《洽洽食品-一季报点评: 收入快速增长, 成本趋稳和提价促盈利能力回升》
《洽洽食品-洽洽食品: 糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大》

洽洽食品

002557

强烈推荐

调研简报: 二季度毛利率大幅回升, 目前市盈率偏低

6 月 8 号我们到洽洽食品进行了拜访, 与公司高管就公司最新情况进行了深入沟通, 我们认为随着原材料价格下降, 公司的盈利能力已经大幅回升, 2011 年 1.0 的业绩有保障, 未来复合增长率超过 30%, 目前估值偏低, 建议买入。

- **原材料价格已经开始下降。**葵花籽种植面积今年与去年基本持平, 去年涨幅超过 10%, 今年到目前涨了 6%, 已经出现下降趋势。葵花籽每年在 9 月集中采购 70%, 剩下 30%是分散采购以调节原材料成本。因此 70%的成本是在 9 月锁定的, 公司可以提前制定终端价格变动。土豆粉价格从年初的 14000 元/吨到目前 10000 元/吨, 下半年有望回落至 9000 元/吨, 10000 元/吨是盈亏平衡, 回落至 10000 元/吨以下新产品薯片今年可以实现盈利, 贡献利润主要在明年。
- **一季度对产品提价目前已经反映到终端, 二季度毛利率大幅回升。**公司 3 月初只对传统产品葵花籽、西瓜子等进行了提价, 提了 8%左右, 目前已经反映到终端销售收入, 薯片提价提了 13%, 毛利率由之前的 15%提高到 20%以上, 新推广的产品脆脆熊毛利率 40%。现在综合毛利率比一季度提高了 5-6 个百分点, 已经超过去年全年的水平 (27.35%), 提价目前来看对销量影响不大, 大约减少了 3%销售量。以后会更注重年货产品的推广, 这类产品有 15%净利率。
- **预计上半年收入增长超过 30%, 利润增长 20%左右; 全年收入增长 40%, 利润增长 30%左右, 明年将进入利润大幅增长的一年, 预计明年收入增长 35%, 利润增长 40%。**每年收入是上下半年 4:6, 今年和明年过年早, 因此上下半年的收入差别更大。而且县乡的销售人员 5 月才下沉到位, 因此今年的增长主要在下半年, 同时原材料成本今年下半年将会下降, 明年成本压力较小, 而且新产品毛利率超过 40%, 远高于现在的水平, 因此明年利润增长会加快。
- **新产品薯片今年有望贡献超过 5 亿收入, 今年对利润贡献不大, 目前毛利率仅 20%, 到明年收入有望突破 10 亿, 新产品毛利率 40%, 未来净利率将达到 10%。**薯片上半年收入大约 1.5-1.7 亿, 现在已经有 6 条生产线在生产, 全年加到 8 条。目前借助坚果炒货的渠道, 收入超过 5 亿后可以靠自己维持。费用今年 1.2 亿左右, 主要在薯片上, 薯片今年可能微利, 利润贡献主要在明年, 明年薯片的净利率随着成本下降和高毛利产品的放量将达到 10%。
- **我们认为年内公司有可能用部分超募资金进行收购, 以扩充公司的产品线和销售区域。**收购的企业主要是能够丰富产品线, 也就是收购除瓜子外其他的新休闲食品; 或是能扩充公司销售区域的, 在目前没有生产基地的区域收购生产同类产品的企业。规模应该至少是收入超过 1 亿, 利润超过 1000 万的企业, 预计未来超募资金可能主要用在并购上, 一方面消灭竞争对手, 另一方面可以提高市场占有率。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2144	3090	4165	5441
同比(%)	30%	44%	35%	31%
归属母公司净利润(百万元)	152	200	279	380
同比(%)	50%	32%	39%	36%
毛利率(%)	27.3%	27.5%	27.9%	28.6%
ROE(%)	29.0%	7.6%	9.6%	11.6%
每股收益(元)	0.76	1.00	1.40	1.90
P/E	37.48	28.47	20.41	15.01
P/B	10.85	2.17	1.96	1.74
EV/EBITDA	29	20	14	10

资料来源: 中投证券研究所

公司在渠道上继续大城市渠道精耕，县乡镇渠道突破。今年直营卖场要从 4 家增加到 8 家。目前在和家乐福谈，增加直营卖场有利于公司树立品牌而且减少中间环节利润的损失，目前给经销商的返点是一级 15%，二级分销商 30%，卖场超过 20%。

公司目标是十二五期间每年增长 30% 以上，2015 年做到 100 亿的规模。传统炒货近两年能够保持 20% 以上的增长，30 亿后增速会放缓，未来增长要靠不断推广新产品。葵花籽可以做到 30-40 亿，每年 20% 以上增长，西瓜子做到 10 亿以上，花生，核桃，开心果做到 5-8 亿，坚果炒货大约 60-70 亿，新产品薯片做到 20 亿，并购其他休闲食品企业可以贡献 20 亿，而且还会不断推出新产品，目前储备的新产品是高档饼干和辣椒酱，因此市场空间很大，公司利用品牌、渠道优势可以保持快速增长。

公司可能会筹划股权激励以吸引和留住人才，扩大核心人员激励范围。大股东有可能增持不超过 2% 的股份以示信心。

预计 2011-2013 年公司的 EPS 为 1.00, 1.40, 1.90, 对应 PE 为 28/20/15。上市以来股价已经下跌 30%，估值已经具备吸引力，未来复合增长率 30%，给予其 30 倍估值，目标价 42，维持强烈推荐，股价表现的催化剂包括收购事项的进展、大股东可能近期增持股份以及股权激励方案的出台。

投资风险：原材料成本继续大幅上涨

附录 中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告

洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/07
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/04
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/01
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/04
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即	2011/01/19
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21

白酒行业-以五因素分析模型为工具，前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010/12/03
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010/11/29
古井贡酒-扩产能、布网点，加速回归一线名酒	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010/10/29

资料来源：中投证券研究所

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	3164	3630	4259	营业收入	2144	3090	4165	5441
现金	192	2252	2406	2674	营业成本	1558	2240	3005	3886
应收账款	42	76	103	134	营业税金及附加	3	4	5	7
其它应收款	3	4	5	7	营业费用	282	433	583	762
预付账款	46	67	90	117	管理费用	107	154	208	272
存货	531	762	1022	1321	财务费用	2	-2	-13	-15
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	261	377	529
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	3571	4029	4655	利润总额	199	267	383	535
流动负债	618	854	1014	1233	所得税	37	53	84	128
短期借款	170	200	200	200	净利润	162	214	298	407
应付账款	238	336	451	583	少数股东损益	10	13	19	27
其他	211	318	363	450	归属母公司净利润	152	200	279	380
非流动负债	30	30	30	30	EBITDA	195	292	403	558
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.01	1.00	1.40	1.90
其他	30	30	30	30	主要财务比率				
负债合计	648	884	1044	1263	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	48	62	81	108	成长能力				
股本	150	200	200	200	营业收入	30.0%	44.1%	34.8%	30.6%
资本公积	57	1907	1907	1907	营业利润	56.2%	35.2%	44.3%	40.5%
留存收益	318	519	798	1178	归属于母公司净利润	50.1%	31.6%	39.5%	36.0%
归属母公司股东权益	525	2626	2905	3285	获利能力				
负债和股东权益	1222	3571	4029	4655	毛利率	27.3%	27.5%	27.9%	28.6%
现金流量表					净利率	7.1%	6.5%	6.7%	7.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	29.0%	7.6%	9.6%	11.6%
经营活动现金流	103	167	182	293	ROIC	28.0%	31.6%	35.1%	41.3%
净利润	162	214	298	407	偿债能力				
折旧摊销	0	34	39	44	资产负债率	53.0%	24.8%	25.9%	27.1%
财务费用	2	-2	-13	-15	净负债比率	26.23	22.62%	19.16	15.84%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.32	3.70	3.58	3.45
营运资金变动	0	-85	-154	-143	速动比率	0.46	2.81	2.57	2.38
其它	-60	7	11	0	营运能力				
投资活动现金流	-81	-40	-40	-40	总资产周转率	1.96	1.29	1.10	1.25
资本支出	84	40	40	40	应收账款周转率	52	50	44	44
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	7.96	7.81	7.64	7.52
其他	3	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-34	1932	13	15	每股收益(最新摊薄)	0.76	1.00	1.40	1.90
短期借款	-14	30	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.84	0.91	1.46
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.63	13.13	14.52	16.42
普通股增加	0	50	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	1850	0	0	P/E	37.48	28.47	20.41	15.01
其他	-21	2	13	15	P/B	10.85	2.17	1.96	1.74
现金净增加额	-12	2060	154	268	EV/EBITDA	29	20	14	10

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 $\pm 10\%$ 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。

免责条款

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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434