

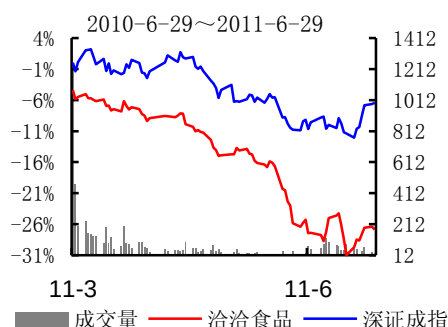
洽洽食品(002557) 期待突破的坚果炒货行业龙头

研究员: 张芸
执业证书编号: S0570510120017
电话: 025-83290884
E-mail: zylt4463@sina.com
地址: 南京市中山东路 90 号

投资评级: 推荐(首次评级)

食品加工 II
当前价格(元): 29.25
目标价格(元): 33.6

股价走势图



相关研究

投资要点:

- 1、洽洽食品是坚果炒货行业的龙头企业，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，2010 年销售收入达到 21.44 亿元，其综合市场占有率位居行业首位。
- 2、我国共有约 500 家规模以上炒货企业。2009 年坚果炒货行业规模企业的销售收入为 322 亿元，洽洽食品 2009 年营业收入为 16.49 亿元，占比约为 5%。考虑到城乡坚果炒货加工的散装小作坊，预计行业实际规模大约在 700 亿元左右，洽洽食品市场占有率则仅为 2.4%，行业的分散以及消费者对食品安全的重视，为公司持续增长提供了较大的发展空间。
- 3、公司的瓜子类产品是公司主要的收入来源和利润来源，其中最为主力产品是葵花子，公司技术创新使得公司产品脱颖而出，其年销售额超过 16 亿元，占公司 2010 年销售收入的 78.23%，占公司 2010 年利润的 80.26%，充分诠释了小产品大空间的特色。
- 4、初步估算薯片在我国市场每年的增速达到 25%以上，非油炸薯片是公司 2011 年的重点推广业务，公司通过产品差异化迅速获得了消费者关注。公司目前已经有 6 条薯片生产线，计划在长沙继续增加 2 条生产线。公司薯片的短期销售目标是 5 亿元，中长期目标是将产品做到非油炸薯片系列中的第一。近期公司还推出了针对儿童的新产品“脆脆熊”。薯片业务是目前公司的潜力业务，其发展态势非常值得关注。
- 5、2011 年公司大力推进“渠道精耕”的发展策略，将销售网络由中心城市逐步延伸到全国主要的县乡。公司计划 2011 年将覆盖面增加 600-700 个县区，每个县区配备 1-2 名业务员，更有针对性地了解当地市场，更好地与经销商合作。公司目前在县乡级市场收入约为 2 亿元，争取 2011 年能达到 4 亿元。从娃哈哈以及统一、康师傅的销售经验看，县级市场将有望成为公司新的增长点。
- 6、我们初步预测公司 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 0.96 元/股、1.27 元/股和 1.61 元/股，结合相对估值和绝对估值法给予公司 33.6 元的目标价，首次评级给予推荐。公司若能运用超募资金进行并购，则有望进一步提升公司估值。此外，公司在快速增长的休闲食品领域品类的拓展也很值得期待。
- 7、公司主要的风险在于薯片类产品销售低于预期，以及原料价格在收获季节上涨超预期。

公司基本资料

总股本(万)	20000.00
流通 A 股(万)	5000.00
52 周内股价区间(元)	27.51-40.0
总市值(亿)	58.50
总资产(亿)	28.67
每股净资产(元)	12.27

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	21.44	26.59	33.19	41.27
+/-%	29.98	24.0	24.8	24.3
净利润(百万)	152.10	205	271	342
+/-%	50.85	26.7	31.9	26.6
EPS(元)	0.76	0.96	1.27	1.61
P/E	38.6	30.63	23.14	18.26

目 录

一、公司简介	4
1.1 公司概况	4
1.2 公司股权控制情况	4
二、坚果炒货行业现状	5
2.1 上游原料供给：原料价格波动性可能加大	5
2.2 下游产品需求：稳步增长	6
2.3 行业竞争格局：行业集中度有待提高	7
三、公司经营情况分析	8
3.1 公司收入变化：结构性上升	8
3.2 现有主力业务：以葵花子见长	9
3.2 现有潜力业务：非油炸薯片	11
3.3 营销分析：渠道下沉构建新增长点	12
3.4 经营效率：逐步提高	12
四、公司优势与挑战	13
4.1 公司优势：研发能力强 规模效应初步形成	13
4.2 公司挑战：品类有待突破	14
五、盈利预测与估值	14
5.1 盈利预测	14
5.2 估值	16

图表目录

图表 1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系.....	4
图表 2: 葵花子种植面积及产量情况.....	5
图表 3: 主要农产品期货价格情况.....	5
图表 4: 原料价格变动情况.....	6
图表 5: 坚果炒货行业 2005-2009 年销售收入情况.....	6
图表 6: 城镇居民可支配收入情况.....	7
图表 7: 城镇居民年人均坚果及果仁支出情况.....	7
图表 8: 行业内企业层次.....	8
图表 9: 公司营业收入情况.....	8
图表 10: 公司营业收入分地区占比情况.....	9
图表 11: 公司主要经营产品.....	9
图表 12: 公司 2010 年营业收入分产品情况.....	9
图表 13: 瓜子类产品指标分析.....	10
图表 14: 葵花子类产品指标分析.....	10
图表 15: 葵花子毛利率对价格和成本的敏感性分析.....	10
图表 16: 瓜子类产品指标分析.....	11
图表 17: 公司新产品“脆脆熊”.....	12
图表 18: 存货周转率、总资产周转率.....	13
图表 19: 应收账款周转率.....	13
图表 20: 相近行业收入增长情况.....	14
图表 21: 公司主要产品销售收入预测.....	14
图表 22: 公司盈利预测.....	15
图表 23: 可比公司相对估值情况.....	16
图表 24: DCF 主要估值假设:	16
图表 25: DCF 估值的敏感性分析:	16

一、公司简介

1.1 公司概况

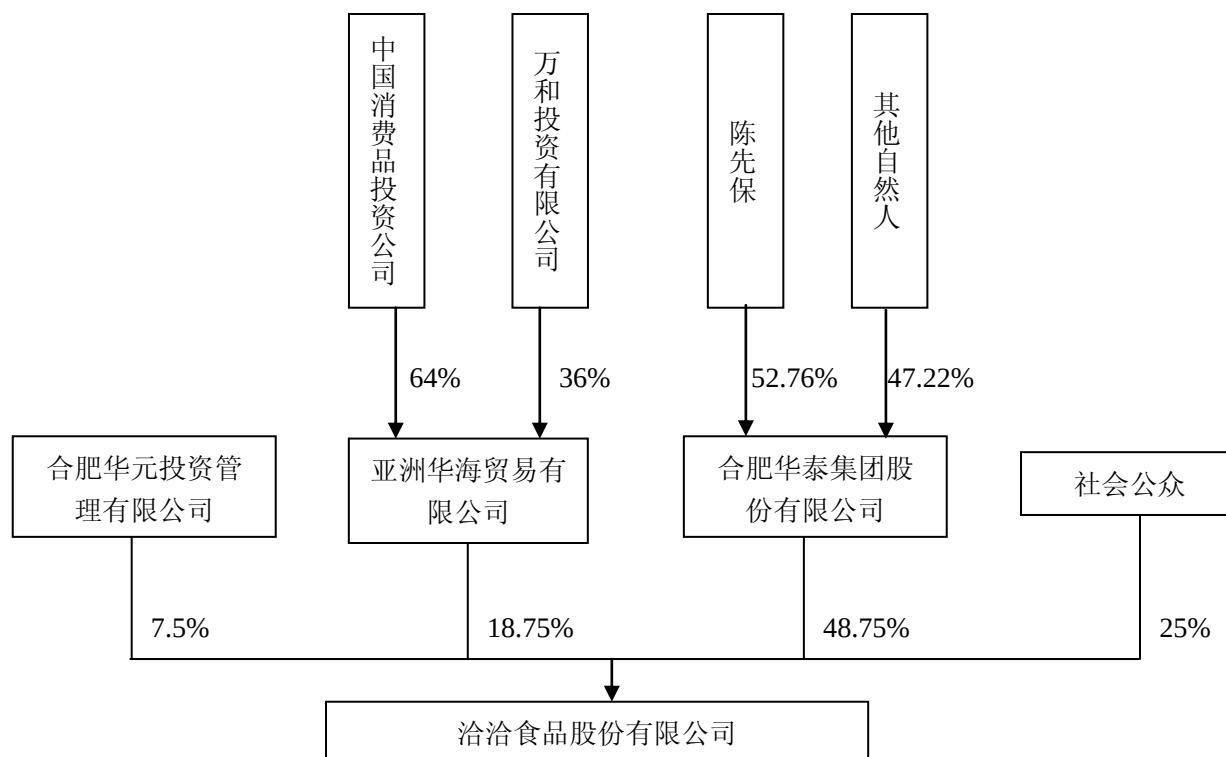
洽洽食品是专业从事坚果炒货生产和销售的公司。公司产品种类齐全，目前主要产品有葵花子类、西瓜子类、豆类、南瓜子类、花生类等传统炒货产品和以开心果、核桃、杏仁等为代表的高档坚果产品，其中以葵花子见长。

公司作为坚果炒货行业的龙头企业，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。公司成功塑造了国内坚果炒货领域品牌“洽洽”。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。

1.2 公司股权控制情况

公司股权相对集中，上市之前公司股东主要为华泰集团、亚洲华海和合肥华元，实际控制人为陈先保。陈先保先生是坚果炒货行业的专家，2009年曾当选中国食品工业协会坚果炒货专业委员会会长。2011年3月2日，洽洽食品上市，上市时发行5000万股，占公司总股本的25%，陈先保仍为实际控制人。

图表 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司年报

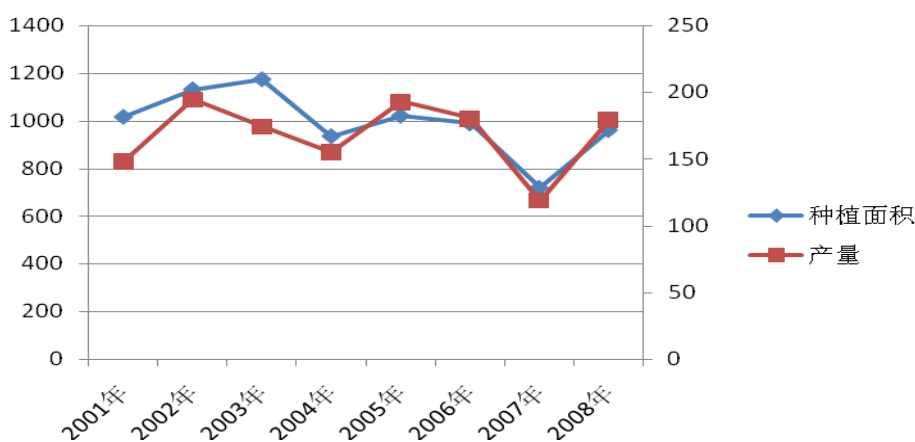
二、坚果炒货行业现状

2.1 上游原料供给：原料价格波动性可能加大

坚果炒货行业的主要原料为葵花子、西瓜子、南瓜子等农副产品，其上游行业主要为上述农副产品种植业。农副产品的种植面积、产量、质量以及价格的变动对于坚果炒货行业成本会产生重要的影响。农副产品的种植受气候条件、病虫害等影响较大，种植面积、产量和价格的波动性都比较强。葵花子类产品是行业销量最大的品种，其原料葵花子为我国北方种植的经济作物，产区主要集中在黑龙江、吉林、内蒙古、宁夏、甘肃、新疆等地。其种植面积和产量呈现出明显的波动态势（见图表2）。

图表 2：葵花子种植面积及产量情况

单位：千公顷、万吨

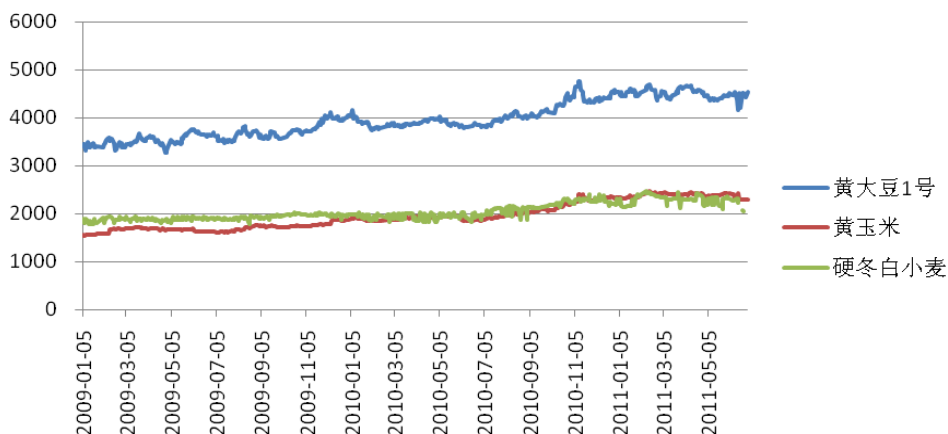


资料来源：wind、华泰证券研究所

由于劳动力成本的因素以及不同行业之间的比价效应，国内主要粮食作物玉米、小麦、大米等的价格近年来都呈现一种持续上涨的趋势，同样可能带动其他农副产品的价格缓慢上升。洽洽食品主要原料价格波动性可能加大，从而对行业盈利的持续性和稳定性造成一定的影响。

图表 3：主要农产品期货价格情况

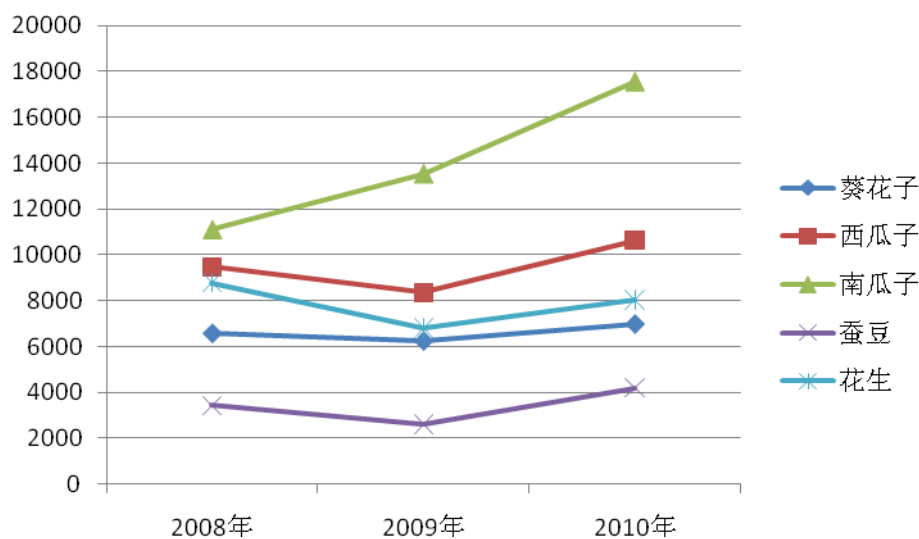
单位：元/吨



资料来源：wind、华泰证券研究所

图表 4：原料价格变动情况

单位：元/吨



资料来源：wind、华泰证券研究所

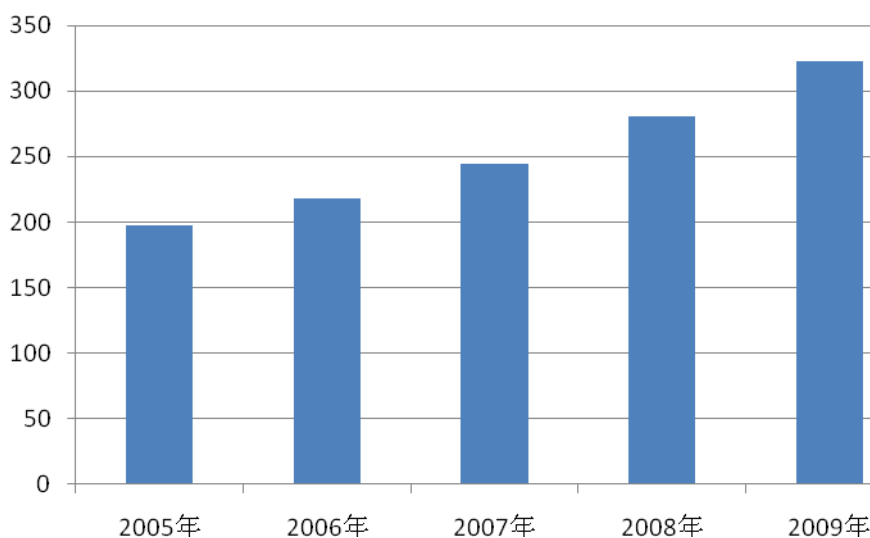
2.2 下游产品需求：稳步增长

坚果炒货一直是我国消费者所喜爱的零食，我国坚果炒货食品延续了传统手工制作的作坊模式。直到上世纪90年代，我国坚果炒货食品才开始了工业化生产，目前，我国坚果炒货行业已经具有一定的规模，在整个休闲食品工业中占据重要位置。

根据中国食品工业协会坚果炒货专业委员会的统计，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%，坚果炒货行业呈现稳步增长的态势。

图表 5：坚果炒货行业2005-2009年销售收入情况

单位：亿元

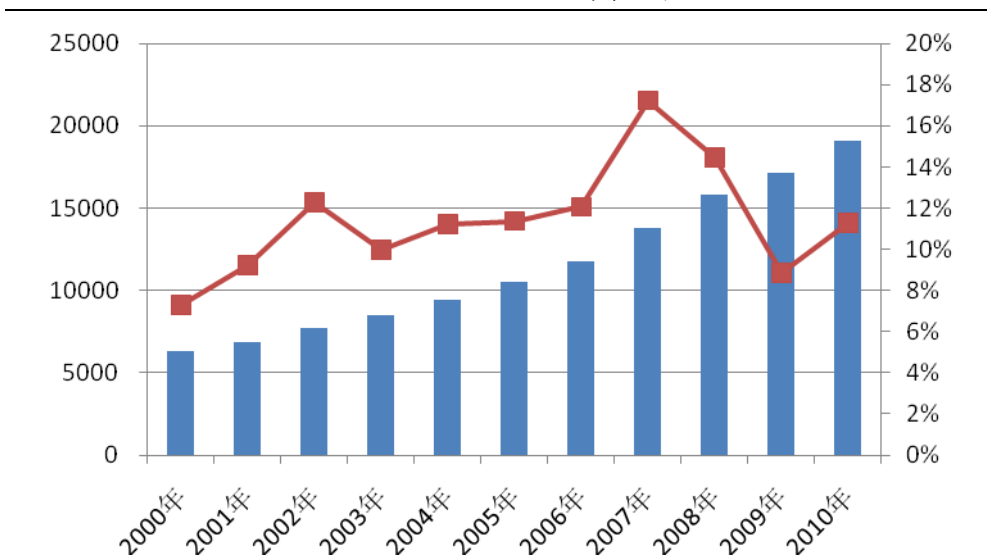


资料来源：招股说明书

近年来,随着我国居民可支配收入持续稳定的增长,居民消费水平不断提高,城镇居民人均坚果及果仁支出也呈现了稳步的增长(见图表6和图表7)。从这一发展趋势看,坚果炒货行业下游需求仍可稳步增长,坚果炒货行业未来仍将继续稳步增长。

图表 6: 城镇居民可支配收入情况

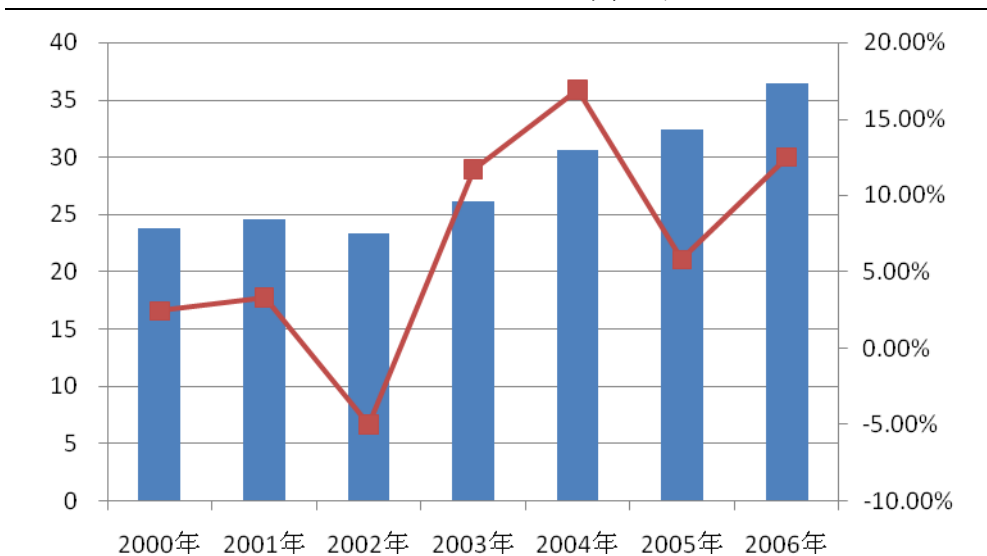
单位: 元、%



资料来源: wind、华泰证券研究所

图表 7: 城镇居民年人均坚果及果仁支出情况

单位: 元、%



资料来源: wind、华泰证券研究所

2.3 行业竞争格局: 行业集中度有待提高

截至 2009 年末我国共有约 500 家规模以上炒货企业。2009 年坚果炒货行业规模企业的销售收入为 322 亿元, 洽洽食品 2009 年营业收入为 16.49 亿元, 占比约为 5%。

近年来, 虽然行业内品牌企业的销售规模不断扩大, 但总体而言, 坚果炒货行业作坊式的

小企业数量仍然较多。而考虑到城乡坚果炒货加工的散装小作坊，预计行业实际规模大约在 700 亿元左右，洽洽食品市场占有率则仅为 2.4%，

坚果炒货行业的市场集中度有待于进一步的提高。洽洽食品作为坚果炒货行业的龙头，基于品牌和规模优势，更加容易抓住行业市场集中度提高这一发展机遇，占得先机，加快发展，提高市场占有率。

图表 8：行业内企业层次

销售规模	代表企业
10 亿元以上	洽洽食品
1-10 亿元	真心、正林、徽记、阿明、天喔、大好大
1 亿元以下	其他企业

资料来源：招股说明书

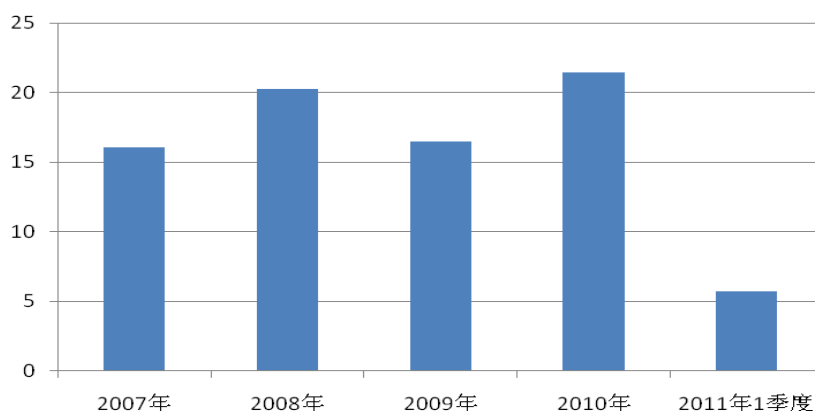
三、公司经营情况分析

3.1 公司收入变化：结构性上升

公司2007年-2009年收入具有一定的波动性，其主要原因是2009年公司因终端产品提价而促销没有跟上，销售量有所下降，使得2009年的销售收入有所下降，整体仍然呈现上升态势。

图表 9：公司营业收入情况

单位：亿元

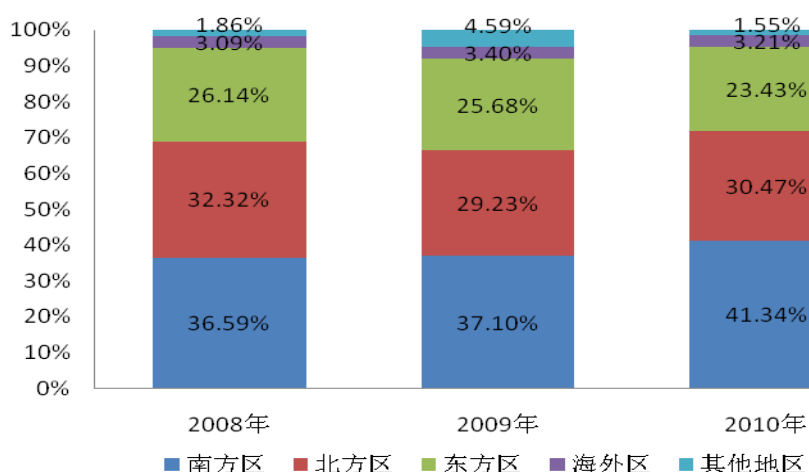


资料来源：招股说明书、公司公告、华泰证券研究所

分地区情况来看，南方区收入占比逐渐增高，而东方区收入占比则呈现下降的状况，一方面是公司南方销售增速较快，另一方面我们也发现在由上海、浙江、江苏等省份组成的东方地区，以来伊份、阿明、立丰、姚太太、零食工坊为代表的专业休闲食品门店发展比较迅速，对公司形成一定竞争。

图表 10：公司营业收入分地区占比情况

单位：%



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

3.2 现有主力业务：以葵花子见长

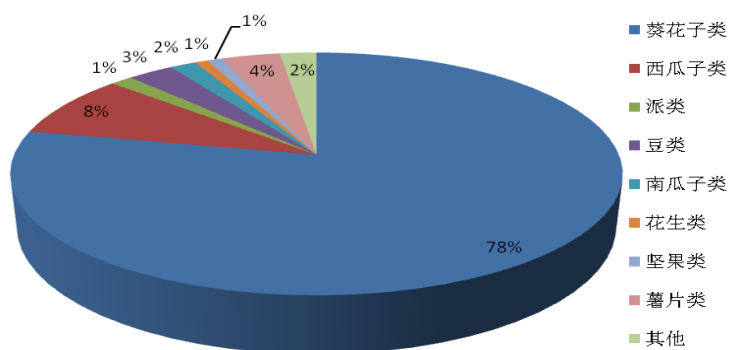
图表 11：公司主要经营产品

恰恰瓜子类	葵花子类	香瓜子、原香瓜子、凉茶瓜子、奶香瓜子
	西瓜子类	小而香西瓜子、大片西瓜子
	南瓜子类	茶瓜子、好南仁南瓜子、小南香
豆类	怪味豆	
花生类	奶油香花生、椒盐香花生、花生果、怪味花生	
高档坚果类	开心果、山核桃、腰果、杏仁	
烘焙类	薯片	

资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

图表 12：公司2010年营业收入分产品情况

单位：%



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

公司的瓜子类产品是公司主要的收入来源和利润来源，并且收入和利润占比有不断扩大的趋势。收入占比由 2008 年的 85.54% 增长到 2010 年的 93.39%，利润占比由 2008 年的 91.09%

增长到 2010 年的 93.39%。其中最为主力的产品是葵花子，其年销售额超过 16 亿元，占公司 2010 年销售收入的 78.23%，占公司 2010 年利润的 80.26%，充分诠释了小产品大空间的特色。

图表 13：瓜子类产品指标分析

单位：%

单位：%	2008 年			2009 年			2010 年		
	收入占比	利润占比	毛利率	收入占比	利润占比	毛利率	收入占比	利润占比	毛利率
葵花子	72.41	75.33	25.03	77.09	77.3	29.36	78.23	80.26	28.45
西瓜子	9.51	11.44	28.97	9.56	12.3	37.69	8.35	12.4	41.21
南瓜子	3.62	4.32	28.72	2.91	2.48	24.95	3.6	0.73	12.46
瓜子类	85.54	91.09	25.63	89.56	92.08	30.11	90.18	93.39	29.36

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

从 2008 年-2010 年看，葵花子成本呈现出一定的波动性。2008 年葵花子收购均价同比增长 34.69%，公司于 2009 年初提高葵花子销售价格，提价约 10%，以此来消化收购价格提高对毛利率的影响，而 2009 年葵花子收购价格回落，带动葵花子在 2009 年毛利率上升，达到近 3 年的最高 29.36%。2010 年，葵花子的收购均价同比增长 11.76%，公司在 2011 年 3 月初又对葵花子进行了一次提价，将在 6 月份左右反应到终端价格上，预计葵花子今年毛利率将与 2010 年持平。

图表 14：葵花子类产品指标分析

	2008 年	2009 年	2010 年
葵花子收购价（元/吨）	6569	6236	6970
同比		-5.06%	11.76%
葵花子销售价（元/吨）	13956	15473	15421
同比		10.87%	-0.34%
葵花子毛利率	25.00%	29.40%	28.40%
同比		4.40%	-1.00%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 15：葵花子毛利率对价格和成本的敏感性分析

单位：元/吨，%

		5924.5	6273	6621.5	6970	7318.5	7667	8015.5
收购价格	变动	-15%	-10%	-5%	0	5%	10%	15%
销售价格	13107.85	23.74%	21.08%	18.42%	15.77%	13.11%	10.45%	7.79%
	13878.9	27.98%	25.47%	22.96%	20.44%	17.93%	15.42%	12.91%
	14649.95	31.77%	29.39%	27.01%	24.63%	22.25%	19.87%	17.50%
	15421	35.18%	32.92%	30.66%	28.40%	26.14%	23.88%	21.62%
	16192.05	38.27%	36.11%	33.96%	31.81%	29.66%	27.50%	25.35%
	16963.1	41.07%	39.02%	36.96%	34.91%	32.85%	30.80%	28.75%
	17734.15	43.63%	41.67%	39.70%	37.74%	35.77%	33.81%	31.84%

资料来源：华泰证券研究所

西瓜子近几年毛利率提升十分显著，从 2008 年的 28.97% 增长到 2010 年的 41.21%。由于 2010 年西瓜子的收购均价同比增长 27.36%，公司在 3 月初也提高了西瓜子的销售价格，预计今年西瓜子的毛利率可维持在 40% 左右。

南瓜子则与另外两种瓜子类产品有所不同，公司南瓜子的收购均价近 3 年一直呈现高速增长的趋势，涨幅超过 20%，而公司仅在 2009 年和 2010 年对南瓜子的销售均价都提高了约 4%，产品价格的增长远低于产品成本的增长，这使得南瓜子的毛利率由 2008 年的 28.72% 下降到 2010 年的 12.46%，利润占比由 2008 年的 4.32% 大幅缩水至 2010 年的 0.37%。

图表 16：瓜子类产品指标分析

		单位：元/吨		
		葵花子	西瓜子	南瓜子
2008 年	收购均价	6569	9474	11094
	同比	34.69%	28.95%	11.55%
	销售均价	13956	21445	29645
2009 年	收购均价	6236	8348	13541
	同比	-5.06%	-11.88%	22.05%
	销售均价	15473	24694	30831
2010 年	同比	10.87%	15.15%	4.00%
	收购均价	6970	10632	17567
	同比	11.76%	27.36%	29.74%
2010 年	销售均价	15421	24638	32346
	同比	-0.34%	-0.23%	31.28%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

3.2 现有潜力业务：非油炸薯片

在保持了瓜子类产品稳定增长的基础上，公司将另一个发展的重点放在了薯片业务上。2010 年 7 月，国内公司推出了“喀吱脆”薯片，与同类的薯片产品相比，“喀吱脆”薯片以“非油炸”的特点吸引消费者，不到半年时间销售收入达到 7500 多万元，呈现出良好的增长势头。

从市场空间来看，美国的马铃薯食品占美国食品市场约 31.7% 左右的份额，品种多达 70-80 中，马铃薯的食品加工率在 80% 以上；我国邻国日本，马铃薯加工率也在 50% 以上；在我国马铃薯 90% 为鲜食，深加工还有较大发展空间。据英国食品研究协会的估计，我国薯片销售额约 200 亿人民币左右，初步统计我国近年来薯片消费增速达到 25% 以上。

非油炸薯片是公司 2011 年的重点推广业务，公司目前已经有 6 条薯片生产线，公司计划在长沙继续增加 2 条生产线。公司的“喀吱脆”薯片相较于同类产品“泡吧小脆”单价便宜 1 元，有明显的价格优势，但同时毛利率较低。此外，公司今年还推出了一款针对儿童的薯类新产品“脆脆熊”，该产品以卡通包装和脆脆的口感获得了一定的市场好评，该产品的毛利率相对较高，接近 40%。

图表 17：公司新产品“脆脆熊”



资料来源：公司资料

薯片类产品是公司今年的业务重点，公司对此采取了明确的倾斜措施，2011 年广告投入的 70%都投向了薯片类产品，公司短期薯片的销售目标是 5 亿元，中长期目标是将产品做到非油炸薯片系列中的第一。薯片业务是目前公司的潜力业务，其发展态势非常值得关注。

3.3 营销分析：渠道下沉构建新增长点

公司将渠道主要分为经销商和大型零售商（连锁超市）两大类，而经销商又按终端的不同各有侧重，其中既有传统的批发市场，也有现代的夜场、休闲茶社等，共有 1100 多家专业经销商。

目前公司已经初步建立起了全国性的销售网络，将全国市场划分为 21 个片区，已经设有 117 家办事处，建立了一套完善的管理体系和激励机制，保证了公司收入的稳步增长。

2011 年公司大力推进“渠道精耕”的发展策略，将销售网络由中心城市逐步延伸到全国主要的县乡。公司计划 2011 年将覆盖面增加 600-700 个县区，每个县区配备 1-2 个业务员，更有针对性地了解当地市场，更好地与经销商合作。公司目前在县乡级市场营业收入约为 2 亿元，争取 2011 年能达到 4 亿元。从娃哈哈以及统一、康师傅的销售经验看，县级市场将有望成为公司新的增长点。

同时公司正在大力推进与大型零售商的合作，目前已与沃尔玛、苏果、麦德龙、乐购四家知名零售商建立了长期稳定的合作关系，零售商的销售占比也由 2007 年的 3.41%提高到了 2010 年的 4.6%。公司计划今年将大型零售商由 4 家发展为 6 家，减少中间环节销售成本的同时，进一步增强公司市场覆盖的密度。

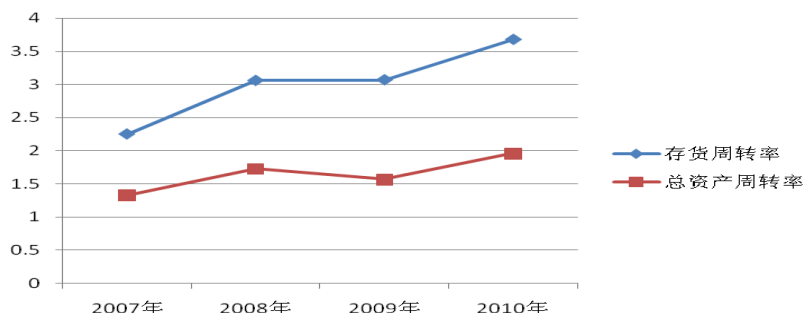
3.4 经营效率：逐步提高

经营方面来看，公司十分重视经营效率的提高，如施行了货龄超过生产日期 20 天的库存商品申报和处理制度、制订了现有库存商品时间不超过 10 天的原则等。2008 年公司新建 U8 采购库存质量系统，对存货实现信息化系统管理；2009 年度公司结合 U8 财务系统管控采购、生产和库存，新增销售管理系统，从而使得企业的整个流程获得较好控制，公司的存货周转率和总资产周转率都呈现上升趋势，表明销售控制能力增强，资产利用效率提高。

公司的应收账款周转率在 2009 年有所下降，其原因主要有两个方面：一是公司对沃尔玛等优质客户增加了信用额度、延长了信用期，同时对这类客户销售收入占整个公司销售收入的比重有所上升；二是 2008 年下半年金融危机的爆发对消费品市场造成了一定的冲击，对 2009 年有所产生了影响。2010 年，公司加大营销管理力度，应收账款周转率有所回升。

图表 18：存货周转率、总资产周转率

单位：年/次



资料来源：公司公告，wind，华泰证券研究所

图表 19：应收账款周转率

单位：年/次

项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度
应收账款周转率	54.72	37.49	54.56

资料来源：公司公告，wind，华泰证券研究所

四、公司优势与挑战

4.1 公司优势：研发能力强 规模效应初步形成

公司在技术方面具有明显的优势，研发能力强。公司引领了国内坚果炒货行业的技术发展和工艺创新，参与并制订了多个炒货行业标准，将瓜子制造方法“变炒为煮”，并且建成了我国第一条坚果炒货机械化流水线。公司拥有 52 项专利技术，其中发明专利 6 项，这为公司业务持续稳定发展奠定了坚实的基础。

公司拥有独立的研发机构，年支出的研发费用占销售收入比重由 2007 年的 0.02% 提高到 2010 年的 0.72%。公司十分注重产品创新，2010 年公司推出了新产品“非油炸”系列薯片产品，有望成为公司营业收入新的增长点。

公司是坚果炒货业内规模最大的企业之一，公司的规模效应主要体现在三个方面：

原料采购方面，公司于每年的 5-6 月份和 8-9 月份对于原料种植情况进行调查，根据当年的原料供应情况制订有效的采购策略。由于原料采购数量巨大，且信誉良好，标准透明，公司原料采购方面未发生困难。公司每年 9-12 月为采购高峰期，采购原料约占全年的 70% 左右，其余采取均衡采购。

营销及渠道方面，公司可以通过大力投放广告和促销的手段来强化品牌和产品的影响力，通过规模来摊薄由此带来的费用，而规模小的企业则没有实力来进行精细化的营销和大规模的市场投入。同时，公司开发的新产品可以通过公司已有渠道进行推广，这样可以降低新产品的铺货成本，共享渠道优势。

产品价格方面，由于公司做大规模，质量控制良好，具有较强的品牌影响力，主力产品葵花子价格高于市场平均水平，仍然销售情况良好。近几年原材料价格上涨，公司都相应的提高了终端产品价格，销售规模并没有因此而受到大影响。

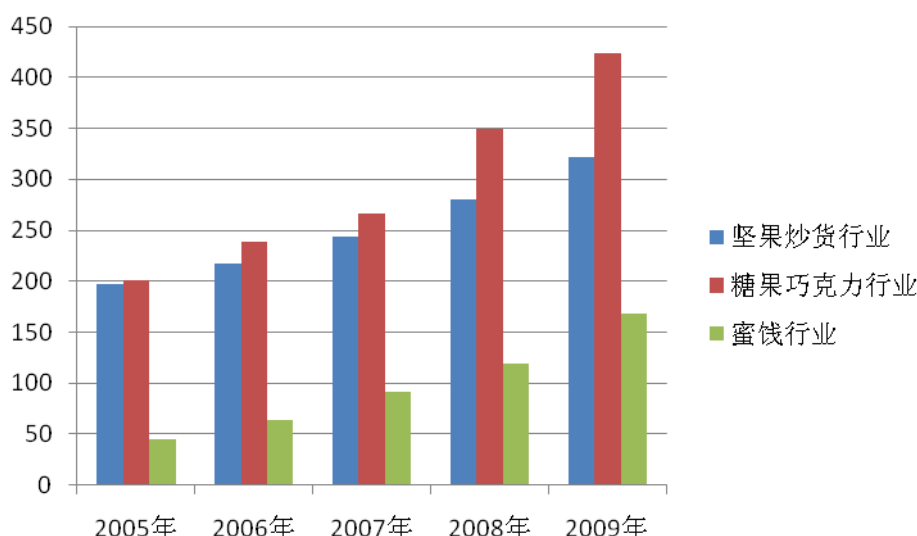
4.2 公司挑战：品类有待突破

目前公司产品主要以瓜子类产品为主，收入占比达到93%。瓜子类产品销售收入又主要集中于葵花子，单一品种的大规模销售固然体现了公司的实力，但也增强了公司业务增长的风险。公司未来要实现持续增长，需要在品类上实现突破。

品类的突破有两个方面，一是在同一品项下进行扩张，如进一步做大西瓜子、南瓜子，由于产品十分接近，这样的机遇在于公司可以基本复制原有的渠道和销售经验；二是进入和坚果炒货类似的休闲食品行业，最为典型的是有糖果巧克力行业和蜜饯行业，2005年-2009年糖果巧克力行业销售收入年复合平均增长率为20.51%，蜜饯行业销售收入年复合平均增长率为38.76%。相比之下，坚果炒货行业增速仅为13.06%，增速与另外两个行业差距较大，而进入此类行业在营销方面可能需要一定的改变。所幸公司品牌内涵比较丰富，以“快乐的味道”为核心，以“创造美味食品，传播快乐味道”为使命，为企业的发展预留的较大的空间。

图表 20：相近行业收入增长情况

单位：亿元



资料来源：公司公告，wind，华泰证券研究所

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

图表 21：公司主要产品销售收入预测

单位：万元

		2010 年	2011E	2012E	2013E
葵花子类	收入	165115	196487	241679	294848
	同比	36.12%	19.00%	23.00%	22.00%
	毛利率	28.40%	28.30%	28.60%	28.80%
西瓜子类	收入	17615	21139	26000	32500
	同比	17.10%	20.00%	23.00%	25.00%
	毛利率	41.20%	41.20%	41.20%	41.20%
南瓜子类	收入	3437	3894	4412	4999
	同比	-24.99%	13.30%	13.30%	13.30%
	毛利率	12.46%	12.40%	12.40%	12.40%
豆类	价格	12691	12691	12691	12691
	收入	5957	6255	6880	7912
	同比	49.21%	10.00%	10.00%	15.00%
	毛利率	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%
花生类	价格	15726	16870	18403	20913
	收入	1670	1970	2364	2956
	同比	-6.70%	18.00%	20.00%	25.00%
	毛利率	62.10%	61.40%	61.00%	61.00%
薯片	收入	7587	21244	31865	41425
	同比		180.00%	50.00%	30.00%
	毛利率	15.20%	20.00%	24.00%	24.00%

资料来源：公司公告、wind，华泰证券研究所，上述假设是基于公司募集资金项目按正常进度推进。

图表 22：公司盈利预测

单位：百万

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2143.82	2659.39	3318.90	4126.74
营业成本	1557.53	1940.10	2415.37	3001.11
营业税金及附加	2.58	2.95	3.75	4.69
营业费用	282.04	343.06	428.14	532.35
管理费用	106.55	111.69	132.76	156.82
财务费用	1.81	-2.82	-6.26	-6.91
资产减值损失	0.27	0.00	0.00	0.00
营业利润	193.04	264.41	345.15	438.68
营业外收入	11.91	11.17	11.53	11.47
营业外支出	5.90	5.42	5.14	5.36
利润总额	199.04	270.17	351.54	444.79
所得税	37.32	64.84	80.85	102.30
净利润	161.72	205.33	270.68	342.49
少数股东损益	9.62	12.68	16.67	21.02
归属母公司净利润	152.10	192.64	254.02	321.47
EPS（元）	0.76	0.96	1.27	1.61

资料来源：华泰证券研究所

我们初步预测公司 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 0.96 元/股、1.27 元/股和 1.61 元/股。

5.2 估值

两市没有跟洽洽业务完全相似的公司，我们选取A股市场上与洽洽食品业务相近的上市公司进行估值比较，可比上市公司2011年的平均PE为35.33倍。考虑到公司为坚果炒货行业的龙头，在国内市场具有明显品牌优势，且不排除公司通过超募资金进行并购的可能，我们给予公司2011年35倍市盈率，对应股票价格为33.6元。

图表 23：可比公司相对估值情况

单位：元/股

证券简称	收盘价	2010 年 EPS	2011 年 E EPS	2012 年 E EPS	2010 年 PE	2011 年 E PE	2012 年 E PE
*ST 南方	9.57	0.91	0.23	0.34	10.53	41.59	28.14
黑牛食品	17.16	0.36	0.46	0.66	47.67	37.14	26.08
佳隆股份	12.6	0.55	0.46	0.58	22.91	27.66	21.60
涪陵榨菜	19.5	0.47	0.48	0.66	41.49	40.63	29.55
天宝股份	17.73	0.62	0.92	1.27	28.60	19.27	13.92
三全食品	34.43	0.66	0.89	1.23	52.15	38.56	28.09
双塔食品	27.85	0.55	0.84	1.47	50.64	33.19	18.97
金字火腿	28.19	0.83	0.63	0.87	33.96	44.58	32.46
平均						35.33	

资料来源：Wind，收盘价为 6 月 29 日收盘价

通过 DCF 对公司进行绝对估值，主要假设如下：

图表 24：DCF 主要估值假设：

β 值	0.9
无风险利率	3.62%
市场的预期收益率	8%
股权资本成本	7.56%
债务成本	6.00%
WACC	7.09%
永续增长率	3%

资料来源：华泰证券研究所

图表 25：DCF 估值的敏感性分析：

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.09%	31.20	41.62	62.00	119.67	1412.06	-146.63
5.09%	24.38	30.59	40.82	60.81	117.38	1385.30
6.09%	19.82	23.91	30.00	40.04	59.66	115.17
7.09%	16.55	19.43	23.45	29.43	39.28	58.53

8.09%	14.10	16.23	19.06	23.00	28.87	38.54
9.09%	12.19	13.82	15.92	18.70	22.57	28.33
10.09%	10.67	11.96	13.56	15.62	18.35	22.15

资料来源：华泰证券研究所

根据以上假设，我们得到公司的绝对估值区间为 23 元-40.4 元，结合相对估值法给予公司 33.6 元/股的目标价，给予推荐评级。

5.3 风险提示

薯片类产品销售明显低于预期的风险，以及原料价格在收获季节上涨超预期的风险。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。