

洽洽食品 002557.SZ

草根调研：四季度旺季值得期待 维持买入

事件：近期我们调研了3座不同类型城市的50家卖场、超市及便利店，重点了解洽洽瓜子和其喀吱脆薯片的销售情况。详见表1

● 从上架率、知名度、销售情况看，洽洽瓜子超出我们的预期。

整体上看，无论一线还是三四线城市，洽洽瓜子在销售渠道、消费者认知度方面均有明显的优势。我们通过查看产品生产日期来判断产品是否畅销，货架上的洽洽瓜子产品多为8月生产，在一线城市甚至大部分都是9月份生产的，显著好于其他瓜子产品，说明洽洽瓜子十分旺销（详见表1和正文）

● 名副其实的炒货龙头，品牌、渠道优势明显

通过草根调研我们坚定了看好公司的信心，洽洽已几乎成为瓜子的代名词，公司瓜子产品的成长空间在于一二线城市扩大和其他品牌的优势，三四线城市夺取散装瓜子市场，并不断渠道下沉。借助现有的品牌和渠道优势，西瓜子、豆类、坚果类产品如果有所突破，公司仅仅靠坚果炒货既可实现每年30%以上的增长

● 销售情况不错，四季度炒货销售或超预期

在公司进一步加大中高端产品如葵珍的销售力度后，预计下半年主要炒货产品收入增速将加快。同时，今年春节为1月23日，较去年春节2月3日提前，这使得大礼包等部分产品收入将提前在今年4季度实现。

估值与投资建议

按照最新股本摊薄后，我们预计公司2011、2012年EPS分别为0.73、0.99元。基于公司在传统坚果炒货行业的优势和进军休闲食品领域后迎来的高增长，以及利用超募资金可能并购优质资产，我们维持公司27.7元的目标价，对应2012年的PE为28倍，买入评级。

风险提示：食品安全问题；原材料价格波动风险

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

徐卫

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210080004

施剑刚

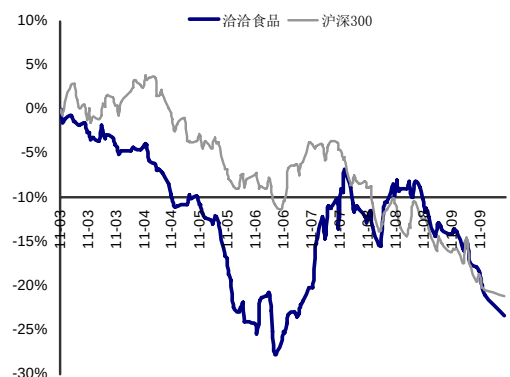
shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210020003

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价(2011年10月10日)	22.10元
目标价格	27.70元
总股本/A股(亿股)	2.6
A股市值(亿元)	57
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2011年10月11日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2144	2853	3492	4271
同比(%)	30%	33%	22%	22%
归属母公司净利润	152	190	257	347
同比(%)	50%	25%	35%	35%
毛利率(%)	27%	27%	28%	29%
ROE(%)	29%	7%	9%	11%
每股收益(元)	1.01	0.73	0.99	1.33
P/E (倍)	21.8	30.3	22.4	16.6
P/B (倍)	6.3	2.2	2.1	

相关报告

《休闲食品航母呼之欲出》

2011-6-21

近期我们调研了 3 座不同类型城市的 50 家卖场、超市及便利店，重点了解洽洽瓜子和其喀吱脆薯片的销售情况。详见表 1

表 1：草根调研情况

	上货家数	收银员知晓数	生产日期
洽洽瓜子	50	49	8 月为主，少量 7 月、9 月
其他瓜子品牌 1	19	19	7 月为主
其他瓜子品牌 2	11	13	6 月、7 月为主
洽洽喀吱脆薯片	39	23	7 月为主
乐事薯片	49	41	8 月为主，少量 7 月
薯愿薯片	43	27	7 月为主

注：以上调研范围相对较小，和全国的实际销售情况存在一定偏差，请投资者注意！

资料来源：东方证券研究所

我们重点了解 3 方面的内容：

- **从主要的产品的上架率来看**，所调研的 50 家店铺里均有洽洽瓜子产品，一线城市其他瓜子品牌较多，价值略县激烈，三四线城市的卖场、超市中往往只有洽洽的葵瓜子产品。薯片方面还是乐事占据了大部分货架，好丽友的薯愿和洽洽的喀吱脆产品相对不太容易找到，尤其在三四线城市部分店铺可能没有铺货。
- **从知名度来看**，我们用收银员知晓数来衡量，调研时通过询问收银员是否知道某类产品的方法可能有局限性，但一定程度上也可以来体现公司产品的宣传力度和口碑。洽洽的葵瓜子产品再次明显的表现出优势。
- **我们通过查看产品生产日期来判断产品是否畅销**，货架上的洽洽瓜子产品多为 8 月生产，在一线城市甚至大部分都是 9 月份生产的，似乎可以说明洽洽瓜子十分旺销；薯片类产品整体生产日期较为靠后，即便是乐事薯片总体以 8 月为主，但也偶尔可以找到 5 月生产的产品，整体上薯片产品较瓜子类品牌更多，分类更细，同一种包装不同口味近十种，一些品牌甚至有去年生产的薯片产品还在货架上。

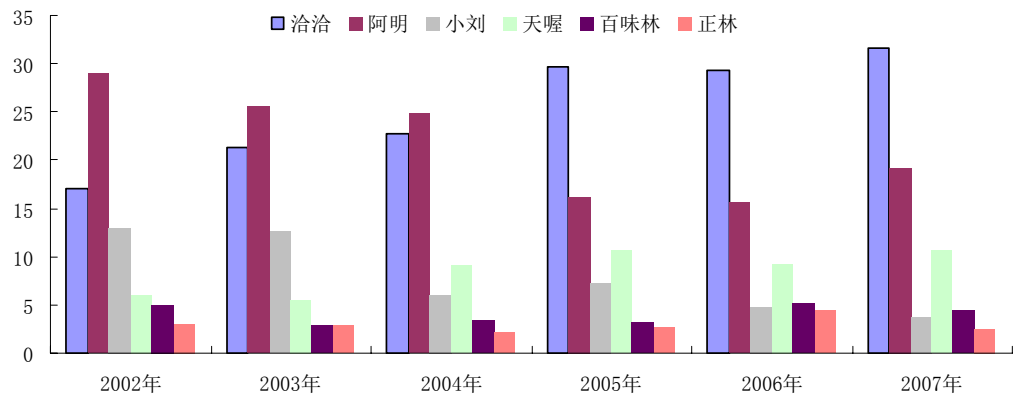
对洽洽食品的影响

名副其实的炒货龙头，品牌、渠道优势明显：通过草根调研我们坚定了看好公司的信心，洽洽已几乎成为瓜子的代名词，凡是有卖瓜子的地方几乎都有洽洽，公司瓜子产品的成长空间在于一二线城市保持和其他品牌的优势，三四线城市夺取散装瓜子市场，并坚持渠道下沉。借助现有的品牌和渠道优势，西瓜子、豆类、坚果类产品如果有所突破，公司仅仅靠坚果炒货既可实现每年 30% 以上的增长。

销售情况不错，四季度炒货销售或超预期：从公司瓜子产品生产日期多为 8 月份不难看出瓜子销售较为理想，在公司进一步加大中高端产品如葵珍的销售力度后，预计下半年主要炒货产品收入增速将加快。同时，今年春节为 1 月 23 日，较去年春节 2 月 3 日提前，这使得大礼包等部分产品收入将提前在今年 4 季度实现，

薯片竞争更为激烈，铺货率和知名度尚需培养：和已经确立龙头地位的瓜子产品相比，公司的薯片业务刚刚起步，产品线相对较单一，也面临着乐事、好丽友的薯愿等产品的竞争。不过我们认为洽洽瓜子后发制人的成功历史或可以复制：勇于创新的宝贵经验将帮助公司顺利打开休闲食品帝国的大门

图 1 洽洽瓜子的后发制人能否在薯片业务上复制？？



资料来源：中国统计局数据 东方证券研究所

风险因素

食品安全问题

我们认为食品安全风险是食品饮料行业面临的主要风险。从近期出现的食品安全事件看，消费者和投资者往往会不计成本的抛弃出现问题的产品和股票，一旦出现食品安全问题，企业需要耗费大量的人力、财力和物力来恢复品牌形象。公司也非常注重食品的健康卫生，例如 2007 年中国国家质检总局抽查瓜子的酸价、过氧化值超标、微生物和甜味剂含量时，对洽洽瓜子点名表扬。但如果出现与公司相关的食品安全问题，其经营业绩和市场股价将不可避免受到较大的负面影响。

原材料价格波动风险

在目前的通货膨胀的环境下，公司主要生产原料价格有上涨的趋势，2008 年度、2009 年度、2010 年度瓜子类原材料成本分别占公司生产成本的 66.60%、69.45%和 71.18%。原材料价格主要受当年的种植面积、气候条件以及市场供求等因素的影响。如果原材料价格上涨，而产品售价保持不变，产品毛利率水平将会下降，会对公司的经营业绩产生不利影响。我们认为洽洽可以通过终端调价和调整产品结构缓解部分成本压力。但如果原材料价格的持续上涨对企业盈利直接构成负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	816	2567	2540	2851	营业总收入	2144	2853	3492	4271
现金	192	1766	1571	1630	营业总成本	1951	2597	3147	3807
应收票据	2	2	2	3	营业成本	1558	2085	2515	3034
应收账款	42	63	75	90	销售费用	282	374	457	555
预付账款	46	92	123	159	管理费用	107	150	183	224
存货	531	628	760	955	财务费用	2	-15	-13	-13
非流动资产	406	628	937	1010	其他经营收益	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	435	654	683	营业利润	193	256	344	465
在建工程	46	59	103	124	营业外收入减支出	6	7	13	13
无形资产	92	123	165	190	利润总额	199	263	357	477
资产合计	1222	3195	3477	3862	减：所得税	37	63	89	119
					净利润	162	200	268	358
应付项目	394	535	633	770	少数股东损益	10	10	11	11
付息负债	170	0	0	0	归属母公司净利润	152	190	257	347
短期借款	170	0	0	0					
长期付息负债	0	0	0	0					
其他负债	84	0	0	0	成长能力				
负债合计	648	535	633	770	营业收入同比	30%	33%	22%	22%
所有者权益	574	2660	2844	3092	EBITA 同比	45%	23%	38%	36%
实收资本	150	260	260	260	归属母公司净利润同比	50%	25%	35%	35%
资本公积	57	1895	1895	1895	利润水平				
留存收益	318	451	631	874	销售毛利率	27%	27%	28%	29%
少数股东权益	48	53	58	63	销售净利率	8%	7%	8%	8%
负债和权益合计	1222	3195	3477	3862	整体绩效				
					ROE	29%	7%	9%	11%
经营活动现金流	60	222	286	340	ROIC	20%	18%	17%	20%
净利润	162	200	268	358	运营效率				
折旧摊销	38	58	89	96	应收账款周转率	54.6	54.4	50.7	52.1
营运资金变动	-140	-36	-70	-114	存货周转率	5.1	4.9	5.0	5.0
投资活动现金流	-88	-280	-398	-169	偿债能力				
资本支出	-79	-287	-395	-171	流动比率	1.4	4.8	4.0	3.7
长期投资	0	0	0	0	速动比率	0.5	3.6	2.8	2.5
筹资活动现金流	-7	1632	-83	-111	EBITA / I	156.0	-14.8	-23.6	-31.8
短期借款	-14	-170	0	0	资产负债率	53%	17%	18%	20%
长期借款	0	0	0	0	每股指标				
普通股增加	0	110	0	0	EPS	1.01	0.73	0.99	1.33
资本公积	0	1838	0	0	每股净资产	3.50	10.03	10.72	11.65
其他	7	-146	-83	-111	P/E	21.8	30.3	22.4	16.6
现金净增加额	-35	1574	-195	59	p/B	6.3	2.2	2.1	1.9

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn