



食品饮料/必需消费

洽洽食品 (002557)

## 薯片业务盈利拐点将现

## ——洽洽食品调研报告

|                                                                                   |                     |                        |
|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------|------------------------|
|  | 胡春霞                 | 林园远                    |
|  | 021-38676186        | 021-38676654           |
|  | huchunxia@gtjas.com | linyuan yuan@gtjas.com |
| 编号                                                                                | S0880511010015      | S0880511010018         |

## 本报告导读:

短期,薯粉价格下降将推进薯片业务盈利提升;中长期,公司休闲新品依附渠道优势拓展可期。预计 2011-2012 年 EPS 为 0.78、1.06 元,对应 12 年 PE24 倍,增持评级,目标价 30 元。

## 投资要点:

- **坚果炒货业毛利率维稳,县乡拓展是增长关键:**从毛利率角度,目前葵花子供需相对平衡,整体价格比去年略降 1-2 个百分点,此外 CPI 下降也抑制了快消品提价幅度,因此预计 12 年葵花子业务毛利率稳定;从销量角度,洽洽炒货坚果业务的城市销售体量已经很大,县乡渠道下沉是该业务增长关键,目前县乡拓展已初见成效,预计今年能做到 4 亿收入。
- **借助瓜子渠道,薯片业务增长较快:**借助瓜子渠道,洽洽薯片业务增长较快,前三季度收入约 2.5 亿。商超渠道显示其薯片产品的周转率较前期加快,考虑到四季度有国庆节、圣诞节以及春节年货置办的支撑,预计今年薯片业收入为 3.8 亿。明年公司将推出定位较高的二代产品脆脆熊,保证薯片业收入继续高增长。
- **薯粉成本下降助推毛利率提升:**公司薯片业务主要的原材料为薯粉,占薯片业成本的 60%左右。中期土豆价格下跌导致薯粉价格从今年 1 季度 1.4 万/吨的高点,回落到 9000 元/吨附近,我们测算 9 月单月薯片业务应已经盈亏平衡。预计今年全年的薯粉价格为 1.1 万/吨,12 年薯粉均值同比或下降 15-20%。再加上明年高毛利率新品脆脆熊的投放,薯片业务盈利拐点将现。
- **超募资金 6.5 亿,外延式扩张可期:**公司目前尚有 6.5 亿剩余。无论是进行的产能再建、收购兼并,渠道建设,亦或是开发新品、进军休闲食品,这都为公司后续发展提供了一定物质保障。
- **盈利预测及评级:**短期,薯粉价格下降将推进薯片业务盈利提升;中长期,公司渠道优势显著,薯片业务如试水成功,则可证明依附现有渠道的模式可以复制。目前公司尚有 6.5 亿超募资金,未来拓展可期。预计 2011-2012 年 EPS 为 0.78、1.06 元,对应 12 年 PE24 倍,增持评级,目标价 30 元。

| 财务摘要 (百万元)  | 2009A  | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 1,649  | 2,144 | 2,953 | 3,698 | 4,608 |
| (+/-)%      | -18.6% | 30.0% | 37.8% | 25.2% | 24.6% |
| 经营利润 (EBIT) | 136    | 195   | 232   | 352   | 486   |
| (+/-)%      | -11.5% | 43.2% | 19.0% | 51.7% | 38.1% |
| 净利润         | 101    | 152   | 202   | 275   | 358   |
| (+/-)%      | -2.6%  | 50.1% | 32.6% | 36.2% | 30.4% |
| 每股净收益 (元)   | 0.39   | 0.59  | 0.78  | 1.06  | 1.38  |
| 每股股利 (元)    | -      | -     | 0.23  | 0.32  | 0.41  |

| 利润率和估值指标  | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%) | 8.2%  | 9.1%  | 8.6%  | 10.7% | 12.1% |
| 市盈率       | 64.8  | 43.2  | 32.6  | 23.9  | 18.3  |
| 股息率 (%)   | -     | -     | 0.9%  | 1.3%  | 1.6%  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 30.00

上次预测: 28.46

当前价格: 25.27

2011.12.26

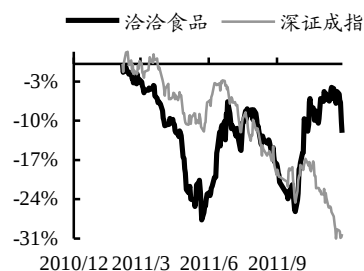
## 交易数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 20.91-40.00 |
| 总市值 (百万元)        | 6,570       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 260/64      |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 25%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 1           |
| 日均成交值 (百万元)      | 14          |

## 资产负债表摘要

|            |       |
|------------|-------|
| 股东权益 (百万元) | 2,410 |
| 每股净资产      | 9.27  |
| 市净率        | 2.7   |
| 资产负债率      | 17%   |

## 52 周内股价走势图



## 相关报告

《葵花子业为本,薯片业为攻》

2011.07.28

《瓜子龙头:渠道深耕 新品开发驱动业绩增长》

2011.02.16

## 1. 主要观点

**借助渠道优势，预计薯片业今年收入 3.8 亿，明年成本下降、新品投放，薯片盈利迎来拐点：**薯片业务借助炒货坚果类渠道，预计三季度收入约 2.5 亿，公司渠道可复制优势已初露头角。2012 年新品脆脆熊的投放将保证其薯片业务继续高增长。虽然目前薯片业还未盈利，但受益于薯粉价下降，以及脆脆熊的投放（定位较高，毛利率 40%），薯片业务盈利能力将迎来拐点。

**传统炒货坚果业务的增长将主要看县乡的增长：**从盈利能力角度，一方面葵花子整体价格比去年略降 1-2 个百分点，另一方面 CPI 下降也会抑制快消品提价幅度，因此预计 2012 年葵花子业务毛利率稳定。从销量增长角度，洽洽炒货坚果业务的城市销售体量已经很大，公司年初提出的县乡突破计划目前发展较好，县乡增长是炒货坚果业增长的关键。

**盈利预测及建议：**短期内，薯粉价格下降将推进薯片业务盈利提升；中长期，公司渠道优势显著，薯片业务如成功，则可证明依附现有渠道的模式可以复制。目前公司尚有约 6.5 亿超募资金，未来拓展可期。预计 2011-2012 年 EPS 为 0.78、1.06 元，对应 12 年 PE24 倍，增持评级，目标价 30 元。

## 2. 炒货坚果毛利率维稳，县乡拓展是增长关键

**毛利率稳定：**公司上半年淡季的提价是毛利率提升的主因。展望 2012 年，原材料上，葵花子整体价格比去年略降 1-2 个百分点，产品价格上，CPI 下降也会抑制快消品提价幅度，因此预计 12 年葵花子业务毛利率稳定。

**销量增长看县乡：**公司去年县乡收入约 2 个亿，洽洽于今年年初提出县乡突破，3 月成立了组织架构，4 月开始实施。通过渠道下沉，目前县乡收入增长态势良好，预计 11 年前三季度瓜子收入约 3 个多亿，全年预计会有 4 个多亿。洽洽炒货坚果业务的城市销售体量已经很大，未来乡县增长是关键。

## 3. 薯片业务初露头角，成本下降助推毛利提升

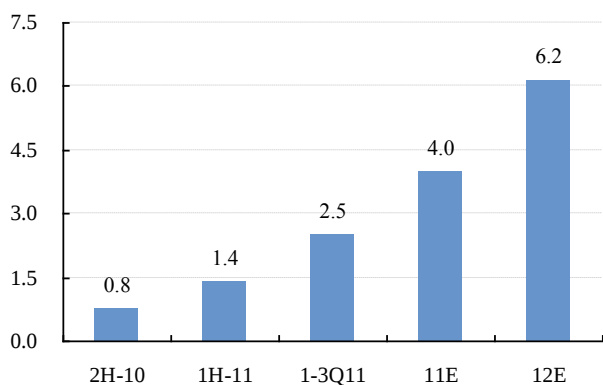
**薯片业务初露头角：**薯片为完全竞争行业，洽洽薯片业务能在 1 年时间内完成 2.5 亿收入（今年三季度），凸显了其渠道优势，预计今年全年薯片业务收入为 3.8 亿。除此之外，明年公司将推出定位较高的二代产品脆脆熊，保证薯片业收入继续高增长。

**盈利能力将有提升：**今年薯片业务处于铺货期，但随着咔吱脆价格上调及薯粉价下降，我们测算 9 月单月薯片业务应已经盈亏平衡。同时，新产品在口味上、产品形象、包装上更贴近青少年群体，毛利率较高，这在保证其收入增长同时，还有助于其明年薯片业盈利能力的提升。

### 3.1. 11 年薯片业铺货阶段

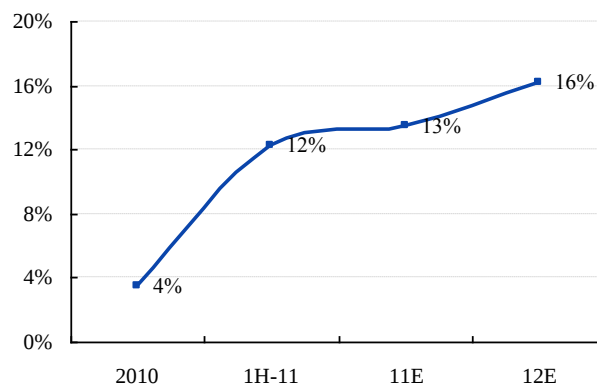
- **薯片收入逐季增长，预计今年 3.8 亿收入：**薯片业务今年中期收入 1.4 亿，预计前三季度收入 2.5 亿。根据商超渠道草根调研发现，薯片产品的周转率较前期加快，考虑到四季度有国庆节、圣诞节以及春节年货置办的支撑，预计今年薯片业收入为 3.8 亿。
- **9 月已基本处于盈亏平衡：**由于薯片业务去年下半年才开展，今年还在铺货期，因此薯片业务中期毛利率仅 16.5%，尚未盈利。随着产品逐步成熟，中期开始产品售价上提，此外，土豆成本回落带来薯粉价格下降，由此我们测算得 9 月单月薯片业务毛利率约 24%，基本处于盈亏平衡。

图 1：薯片业务增长较快



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 2：薯片业务占比不断上升

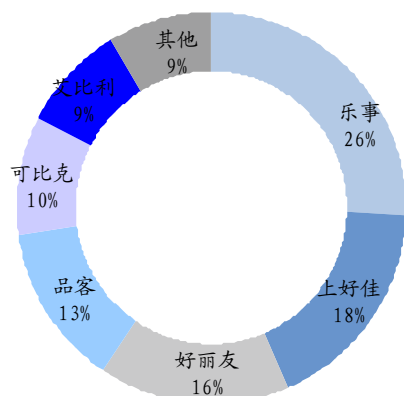


数据来源：国泰君安证券研究

### 3.2. 12 年二代产品助推薯片再增长

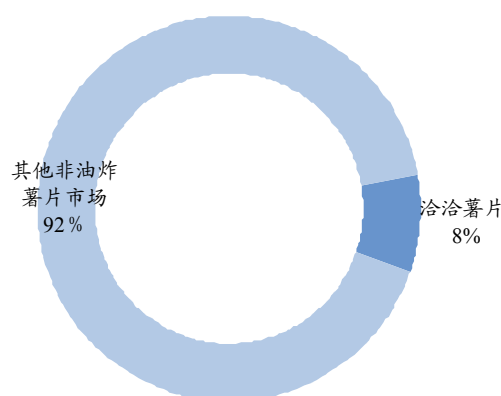
- **第二代产品脆脆熊定位中高端，将于明年全面推进：**公司第二代薯片产品脆脆熊已在 5 大城市终端试销，明年将全面推进。该产品定位中高端，消费群体主要是青少年，预计毛利率会超过 40%，这将进一步推进薯片业务盈利能力。
- **洽洽食品初步规划薯片业收入达到 10 亿后，才可能逐步放缓薯片业务投入：**目前非油炸薯片的产值约 50 亿，公司对薯片业务的初步规划是用 2-3 年时间，在这个市场上做到 10 亿收入规模，占据一定行业地位后，才会逐步放慢扩张速度。

图 3：油炸薯片竞争格局



数据来源：中国焙烤食品糖制品工业协会膨化食品专业委员会

图 4：非油炸薯片市场格局



数据来源：国泰君安证券研究

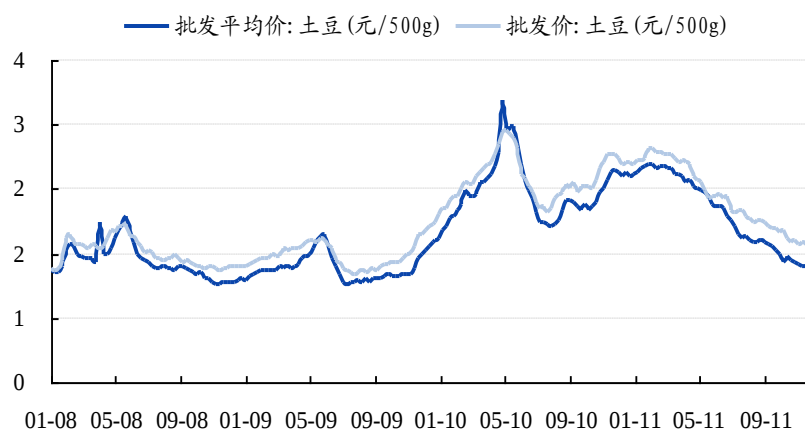
### 3.3. 原材料价格下降 + 新品投放，薯片业盈利能力出现拐点

土豆-薯粉的格传递有两个特点：1) 薯粉价格波动弱于土豆：薯粉的价格取决于其生产产能及需求，在产能和需求未发生大变数的背景下，土豆价格波动是主要因素，但由于薯粉为规模化生产产品，相比于土豆议价能力强，因此其价格波动会弱于土豆；2) 土豆价格传递有一定时滞：相比于其他农产品，土豆储存时间长，因此土豆的价格传递具有一定时滞，我们预计目前土豆价格的下跌对明年上半年的薯粉价格仍有影响。

**预计 2012 年薯粉均值或同比下降 15-20%：**公司薯片业务主要的原材料为薯粉，其占薯片业成本的 60% 左右。中期土豆价格下跌导致薯粉价格从今年 1 季度 1.4 万/吨的高点，回落到 9000 元/吨附近，预计今年全年的薯粉价格为 1.1 万/吨，2012 年薯粉均值同比或下降 15-20%。

**预计 2012 年毛利率提升至 30%：**原材料价格下降，及高毛利率的新品投放将带来薯片业务毛利率提升。假设其他条件不变，2012 年薯粉均值同比或下降 15-20%，则毛利率将从 11 年的 22% 提升至 30%，如明年薯片业务收入增长至 6 亿，则对应 Eps 为 1.06 元。而相同条件下，毛利率维持 22% 的 Eps 为 0.92 元，即毛利率下降对公司业绩提升幅度为 13.4%。

图 5：土豆价格走势



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 1：12 年薯粉价格下降幅度及其对应的毛利率假设

|                  |      |      |      |      |     |     |     |     |
|------------------|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|
| 薯粉价格下降           | -25% | -20% | -15% | -10% | -5% | 0%  | 5%  | 10% |
| 薯片毛利率提升          | 12%  | 9%   | 7%   | 5%   | 2%  | 0%  | -2% | -5% |
| 预计 2011 年毛利率 22% |      |      |      |      |     |     |     |     |
| 2012 年毛利率        | 34%  | 31%  | 29%  | 27%  | 25% | 22% | 20% | 17% |

数据来源：国泰君安证券研究

**表 2: 薯片毛利率敏感性分析**

| 薯片收入 | 薯片毛利率 |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|      | 22%   | 24%  | 26%  | 28%  | 30%  | 32%  | 34%  | 36%  | 38%  |
| 5.43 | 0.91  | 0.94 | 0.97 | 1.00 | 1.03 | 1.06 | 1.09 | 1.12 | 1.15 |
| 5.62 | 0.92  | 0.95 | 0.98 | 1.01 | 1.04 | 1.07 | 1.10 | 1.13 | 1.17 |
| 5.81 | 0.92  | 0.95 | 0.98 | 1.02 | 1.05 | 1.08 | 1.11 | 1.14 | 1.18 |
| 6.00 | 0.92  | 0.96 | 0.99 | 1.02 | 1.06 | 1.09 | 1.12 | 1.16 | 1.19 |
| 6.19 | 0.93  | 0.96 | 1.00 | 1.03 | 1.06 | 1.10 | 1.13 | 1.17 | 1.20 |
| 6.38 | 0.93  | 0.97 | 1.00 | 1.04 | 1.07 | 1.11 | 1.14 | 1.18 | 1.21 |
| 6.57 | 0.93  | 0.97 | 1.01 | 1.04 | 1.08 | 1.12 | 1.15 | 1.19 | 1.22 |

数据来源: 国泰君安证券研究

### 3.4. 借助瓜子渠道, 投入产出比高

洽洽葵花子业务收入近 20 亿, 远高于收入规模在 1-10 亿的第二梯队。(如真心、正林、徽记、阿明等), 渠道优势显著。公司薯片及其新业务可共享瓜子业务的现有渠道, 将所节省的费用更多的投放到促销、经销商返点及广告宣传上, 进而达到高投入产出的竞争优势。

## 4. 超募资金为公司后续发展提供了部分物质保障

公司目前尚有 6.5 亿剩余。无论是进行的产能重建、收购兼并, 渠道建设, 亦或是开发新品、进军休闲食品, 这都为公司后续发展提供了一定物质保障。

**表 3: 公司超募资金尚有 6.5 亿**

| 项目                   | 万元       | 占募集资金比例 |
|----------------------|----------|---------|
| 实际募集资金               | 188840.0 | 100%    |
| 募集项目所需               | 52004.9  | 27.54%  |
| 超募投资 1: 投资长沙洽洽食品加工   | 31064.2  | 16.45%  |
| 超募投资 2: 银行还款         | 19000.0  | 10.06%  |
| 超募投资 3: 上海奥通国际贸易有限公司 | 5000.00  | 2.65%   |
| 超募投资 4: 投资新疆原料基地建设项目 | 16892.00 | 8.95%   |
| 剩余超募资金               | 64878.90 | 34.36%  |

数据来源: 国泰君安证券研究

## 5. 业绩预测及投资建议

短期内, 薯粉价格下降将推进薯片业务盈利提升; 中长期, 公司渠道优势显著, 薯片业务如试水成功, 则可证明依附现有渠道的模式可以复制。目前公司尚有 6.5 亿超募资金, 未来拓展可期。预计 2011-2012 年 EPS 为 0.78、1.06 元, 对应 12 年 PE24 倍, 增持评级, 目标价 30 元。

**作者简介:****胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

**林园远:**

执业资格证书编号: S0880511010018

电话: 021-38676654

邮箱: linyuanyuan@gtjas.com

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gt.jaresearch@gt.jas.com     |                              |                               |