

# 洽洽食品 (002557): 在路上, 瓜子龙头拓品坚果后的二次腾飞

2020 年 05 月 18 日

推荐/首次

洽洽食品

公司报告

## 报告摘要:

**1. 复盘欧美及港台企业, 透视传统渠道大单品公司三阶段发展路径。(1) 依靠单品成为细分品类龙头:** 寻找市场空白的细分品类, 借助渠道精细化成单品龙头;**(2) 拓品实现业务多元化:** 依托原有强势渠道, 通过并购或自研拓展相关符合消费趋势的新品类与子品牌;**(3) 开发海外市场布局全球,** 结合自身优势产品及区域发展特点, 利用本地化的生产、研发、销售手段, 逐步开拓全球市场。我国目前休闲食品增速较快的三个子板块烘焙、卤味、坚果分别对应的三个大单品龙头公司桃李、绝味、洽洽, 洽洽食品作为国内袋装瓜子领军企业大力进军坚果炒货市场, 同时积极拓展海外业务, 正处于产品多元化及渠道全球化的第二三阶段。

**2. 梳理炒货坚果及细分赛道情况, 看洽洽成长空间。**坚果炒货行业蓬勃发展, 2013-2018 年 CAGR 为 11%。伴随消费升级趋势和居民健康意识的不断提高, 人均消费量有望持续提升, 预计 2020 销售规模突破 1000 亿, 行业能以 10% 左右的增速稳健增长。细分品类看**(1) 瓜子:** 行业总量增速有限, CAGR 为 1.72%, 但消费存在刚性支撑, 产品升级可激发消费新活力。洽洽龙头地位稳固, 全市场占有率为 16.85%, 包装市场占有率过半。**(2) 每日坚果:** 迎合消费趋势, 备受消费者青睐, 消费规模及增速均居天猫坚果炒货细分品类中的首位, 但产品同质化严重, 尚没有完全占据消费者心智的品牌, 沃隆引领, 松鼠洽洽后来居上, 分别为线上线下老大, CR3 近 40%, 预计未来行业增速 30% 以上持续快增。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,197.05	4,837.25	5,645.01	6,526.89	7,506.76
增长率 (%)	16.50%	15.25%	16.70%	15.62%	15.01%
净利润 (百万元)	441.57	603.48	717.08	819.22	923.53
增长率 (%)	37.27%	36.67%	18.82%	14.40%	12.74%
净资产收益率 (%)	13.01%	16.52%	17.50%	18.04%	18.29%
每股收益 (元)	0.85	1.19	1.40	1.60	1.80
PE	57.82	41.43	35.31	30.86	27.38
PB	7.53	6.85	6.18	5.57	5.01

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

公司是一家以传统炒货、坚果为主营, 集自主研发、规模生产、市场营销为一体的现代休闲食品企业。

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

2020-05-22: 临时股东大会召开, 审议可转债议案

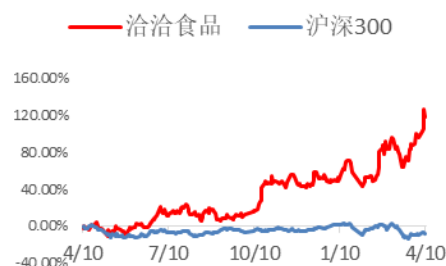
## 发债及交叉持股介绍:

2020-04-28 拟公开发行不超过 14.6 亿元可转债, 投资 6 个项目

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	20.56-53.79
总市值 (亿元)	249.19
流通市值 (亿元)	249.19
总股本/流通 A 股 (万股)	50700
流通 B /H 股 (万股)	--
52 周日均换手率	0.97%

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 张凯琳

010-66554087

zhangkailinmwz@163.com

执业证书编号:

S1480518070001

## 分析师: 姜倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519020001

**3. 从公司治理、产品、渠道，解析处于二三阶段的洽洽重回高增原因及其持续性。**（1）**公司治理：**家族式企业，实控人持股 83%，公司发展经历三阶段，1999-2007 年的瓜子龙头精耕、2008-2014 年的多元化尝试探索、2015 年至今的管理改革产品聚焦后二次腾飞。（2）**产品端：**多元化屡折戟后，公司回归主业，聚焦“瓜子+坚果”双品赛道。**瓜子业务**，占比约 70%，红袋升级、蓝袋放量，共同助力葵花子营收增速 2019 年回升至 17.54%；**坚果业务**，利用线下渠道优势/包装特色/分众营销把小黄袋打造成每日坚果线下第一品牌，在 2019 年实现销售额 8.5 亿元，推动坚果品类为第二主业。同时公司通过建设种植基地深耕上游，强化原料把控能力，目前葵花籽自给率达到 65%，树坚果基地进入丰产期后有望打破国外垄断。（3）**渠道端：**公司 2019 年线下/电商/海外收入占比分别为 82%/10%/7%，线下渠道为主，拥有超 40 万终端销售网络，电商与海外增速快。不同产品的渠道渗透率差异较大，红袋渠道布局最完整，但相比于达利、旺旺，下沉与拓展空间仍存；蓝袋渗透率次之，每日坚果目前只覆盖部分区域的一二线城市，未来持续渗透精耕。

**投资建议：**看好蓝袋和黄袋持续放量及渠道扩张带来的收入增量，我们预计公司 2020 年-2022 年实现收入 56.45、65.27、75.07 亿元，同比增长 16.70%、15.62%、15.01%，归母净利润为 7.09、8.11、9.15 亿元，同比增长 17.49%、14.40%、12.74%，EPS 为 1.40、1.60、1.80 元，给予 2021 年 35 倍估值，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**原材料价格波动、市场竞争加剧、食品安全问题等

## 目 录

1. 复盘欧美及港台企业，透视大单品公司三阶段发展路径 .....	6
1.1 阶段一：优势大单品抢市场夺龙头，收割市场增量红利 .....	6
1.2 阶段二：自研并购实现拓品，产品相关多元化 .....	7
1.3 阶段三：产品跨地区复制，本土化战略推进全球布局 .....	11
2. 梳理炒货坚果及细分赛道情况，看洽洽成长空间 .....	13
2.1 炒货整体：顺应健康化消费需求，行业维持 10% 稳健增长 .....	13
2.2 细分品类之瓜子：总体增速有限，洽洽稳居龙头 .....	14
2.3 细分品类之每日坚果：行业高增持续，洽洽后来居上夺得线下龙头 .....	16
3. 从公司治理、产品、渠道，解析处于二三阶段的洽洽重回高增原因及其持续性 .....	17
3.1 2015 年创始人回归治理优化，产品聚焦升级二次腾飞 .....	17
3.2 蓝袋引瓜子产品升级，黄袋享每日坚果高增 .....	20
3.3 线下渠道优势强，分品类不断夯实开拓，电商与海外为新增长点 .....	27
3.4 盈利预测 .....	29
4. 风险提示 .....	30

## 插图目录

图 1： 达利生产基地全国分布 .....	7
图 2： 中国旺旺生产及销售网络布局 .....	7
图 3： 亿滋（卡夫食品）主要并购路径 .....	8
图 4： 达利拓品历程 .....	9
图 5： 雀巢分地区收入占比 .....	11
图 6： 亿滋分地区收入占比 .....	11
图 7： 坚果炒货行业增长稳健 .....	13
图 8： 人均坚果（包括籽坚果）消费量提高 .....	13
图 9： 我国人均树坚果消费量低于发达国家及全球平均 .....	14
图 10： 头部企业坚果炒货营收规模 .....	14
图 11： 中国葵花籽食品用量情况 .....	14
图 12： 葵花籽实现自给 .....	15
图 13： 包装瓜子领域，洽洽市占率超 50% .....	15
图 14： 2019 年洽洽葵花子全市场占有率达到 16.85% .....	15
图 15： 天猫坚果消费人群中每日坚果渗透率提升至 47% .....	16
图 16： 2019 年 76.7% 消费者偏爱混合坚果 .....	16
图 17： 2015-2018 年每日坚果 CAGR 达 319% .....	16
图 18： 2019 每日坚果 CR5 为 38.5% .....	16
图 19： 股权稳定 .....	17
图 20： 发展历程 .....	18

图 21: 利润历经两轮起伏 .....	19
图 22: 销售毛利率、销售净利率同步走高 .....	19
图 23: 改革后事业部架构 .....	20
图 24: 管理费用率改善 .....	20
图 25: 人均效率提高 .....	20
图 26: 葵花子收入占七成 .....	21
图 27: 洽洽的产品发展历程 .....	22
图 28: 薯片营收走跌 .....	22
图 29: 调味品增长停滞 .....	22
图 30: 葵花子业务发展遇瓶颈 .....	23
图 31: 蓝袋持续放量 .....	23
图 32: 每日坚果量利齐升 .....	25
图 33: 第二主业扬帆起航 .....	25
图 34: 分众营销打造品牌引爆力 .....	25
图 35: 超市陈列打造黄色系视觉冲击 .....	25
图 36: 葵花籽收购价波动情况 .....	26
图 37: 原材料价格影响毛利率变动 .....	26
图 38: 2019 直接材料占比超 80% .....	26
图 39: 生产性生物资产增加 .....	26
图 40: 线下渠道贡献大部分收入 .....	27
图 41: 全国性销售网络 .....	28
图 42: 各区域营收占比 .....	28
图 43: 各区域营收增速 .....	28
图 44: 经销商数量有大幅提升空间 .....	28
图 45: 电商渠道快速发展 .....	29
图 46: 海外营收保持增长态势 .....	29

## 表格目录

表 1: 中国休闲食品子品类情况 .....	6
表 2: 雀巢、亿滋、旺旺、达利大单品情况 .....	7
表 3: 雀巢拓品举措 .....	8
表 4: 四家企业拓品领域选择 .....	9
表 5: 亿滋进军健康食品领域 .....	9
表 6: 亿滋产品线 .....	10
表 7: 亿滋中国部分饼干品牌及市场定位 .....	10
表 8: 四家企业拓渠举措 .....	11
表 9: 雀巢、亿滋海外扩张路径 .....	12
表 10: 雀巢、亿滋在中国研发中心情况 .....	13
表 11: 每日坚果产品同质化严重 .....	17

表 12: 蓝袋主要营销活动 .....	23
表 13: 蓝袋系列和其他瓜子对比 .....	24
表 14: 坚果原料依赖国外进口 .....	27
表 15: 主要坚果基地 .....	27
表 16: 公司分产品收入及毛利率预测明细 .....	30

## 1. 复盘欧美及港台企业，透视大单品公司三阶段发展路径

中国休闲食品各子行业发展程度不一。根据欧睿咨询的统计口径，休闲食品可分为烘焙食品、糖果巧克力、坚果炒货、膨化食品、饼干和卤味等 6 大类，其中烘焙、坚果及卤味发展空间较大，表现在行业增速快且集中度低。

表 1：中国休闲食品子品类情况

细分品类	2018 年市场规模（亿元）	09-19 年 CAGR	CR5	代表企业及市占率
烘焙糕点	2170	12.80%	11.1%	达利（4%）、桃李（3.2%）、好丽友（2.7%）、盼盼（1.3%）
糖果巧克力	1129	1.10%	48%	玛氏（22%）、雀巢（8%）、阿尔卑斯（7.0%）、亿滋（7.0%）
膨化食品	411	8.50%	69.4%	旺旺（21%）、百事（16%）、达利（15%）、好丽友（10%）
休闲卤制品	911	20.00%	21.40%	绝味食品（8.5%）、周黑鸭（4.6%）、紫燕（3.0%）、煌上煌（2.8%）
坚果炒货	893	11.00%	17.7%	三只松鼠（5.5%）、洽洽食品（4.5%）、百草味（2.6%）
饼干	1129	5.10%	31%	亿滋（14.4%）、徐福记（8.9%）

资料来源：欧睿咨询，Frost & Sullivan，东兴证券研究所

市场增速方面，2018 年中国的休闲食品细分品类中，13-18 年糖果巧克力、饼干及膨化食品的行业的复合增速已相对放缓，坚果炒货、烘焙糕点和休闲卤制品的市场增速较快；市场竞争格局方面，膨化食品、糖果巧克力及饼干的市场集中程度较高，膨化食品 CR5 高达 69.4%，居于子行业的首位，糖果巧克力和饼干紧随其后；而烘焙糕点、坚果炒货和休闲卤制品的市场集中度较低，CR5 均不足 20%，数据表明这三个子行业与糖果巧克力、饼干及膨化食品相比市场发展程度还不够成熟，成长空间较大。原因在于子品类行业的发展阶段及推动力不同，糖巧、饼干、膨化是于八九十年代由欧美及港台企业布局快速发展，目前趋于成熟；而炒货、卤味、烘焙多为本土企业于 90 年代末 21 世纪初开始，顺应消费升级、食品健康化的方向，仍处发展期。

在发展较为成熟的饼干、膨化食品及糖果巧克力市场中，龙头企业一般为欧美或者港台食品饮料巨头，这些企业发展历史长，经验积累丰富，战略规划较为成功，复盘成熟品类中龙头企业的发展经验有利于为后来者提供指引，通过梳理，我们总结出传统渠道大单品企业成长大致要经历三个阶段：（1）依靠单品成为细分品类龙头（2）拓品实现业务多元化（3）开发海外市场布局全球。

### 1.1 阶段一：优势大单品抢市场夺龙头，收割市场增量红利

该阶段市场一般尚未发展成熟，存在大量产品空白，消费者的需求仍未被发掘，少数市场先行者依靠优势大单品收割市场红利实现快速增长成为行业第一并初步树立品牌形象。

通过总结国内外四家食品龙头企业的发展初期经验可以发现，早期企业大单品的成功主要依靠两种方式：

- **先行者：借先行优势抢占市场，通过并购或者规模优势打败竞争对手成为细分品类龙头。**雀巢、亿滋和旺旺进入市场较早，市场上存在大量的产品空白，消费者需求未被发掘，它们利用先行优势抢占市场实现资本快速积累并树立品牌。



- **后来者：利用差异化策略抢市场。**达利虽然没有先行优势，但在中国人均消费能力有限的阶段，价格战策略和铺天盖地的广告营销使得公司产品能迅速覆盖大量的中低端消费群体，抢占被外资品牌忽略的市场份额。

虽然两种方式稍有区别，但究其根本都是依靠市场增量红利造就公司大单品。

表 2：雀巢、亿滋、旺旺、达利大单品情况

公司	优势单品	细分领域	单品成就	成功原因
雀巢	婴幼儿营养麦片粥	婴幼儿乳制品	公司成为欧陆乳制品龙头	开创式的产品、与竞争对手合并
亿滋（卡夫）	奶酪	乳制品加工	美国乳酪市场近四成份额	革新的奶酪生产技术、电视电台广告营销的先驱
旺旺	旺旺仙贝	米果	台湾米果市场近95%份额	米果市场先行者、规模优势
达利	达利园蛋黄派	烘焙糕点	打破外资品牌垄断	低价策略、激进的营销策略、符合国情的产品定位

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**强势渠道是大单品策略成功的保证。**就国内龙头企业来说，达利实施以分公司带动区域营销的渠道战略，以点带面建成了覆盖全国的十六大生产基地，并通过生产基地为核心辐射各区域实现高效的渠道运营；旺旺进入大陆市场时间早，销售渠道布局完善，依托开拓批发市场旺旺成为较早一批将销售渠道拓展到乡镇县一级的企业，

图1：达利生产基地全国分布



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图2：中国旺旺生产及销售网络布局



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 1.2 阶段二：自研并购实现拓品，产品相关多元化

经历了大单品的成功后，公司逐渐成为某个细分品类的龙头，进入拓品阶段，这一阶段市场早期的增量红利逐渐消失，企业曾经的优势产品市场份额趋向稳定，企业会转向革新原有产品和拓展产品线，开发子品牌寻求业务多元化。

海外企业以并购拓品为主，国内企业偏自研拓品。两种方式各有好处，并购细分品类的成熟企业能快速获取

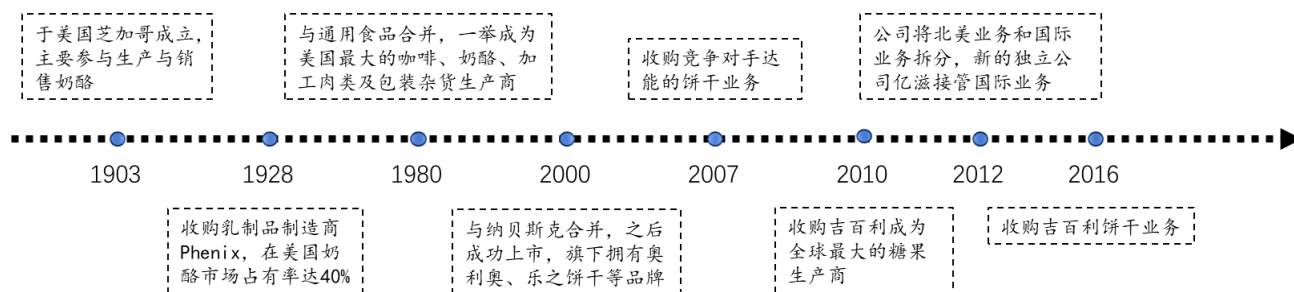
市场份额且帮助公司营收规模迅速增长，自研新品则不需过多资本投入，适合尚处成长期的国内细分品类龙头。

**表 3：雀巢拓品举措**

年份	方式	布局领域	中国市场份额
1905	合并英瑞牛奶公司	乳制品	奶粉行业第一（15%）
1929	收购瑞士巧克力公司 Peter-Cailler-Kohler	巧克力	巧克力第三（9.7%）
1938	自研推出雀巢咖啡	咖啡	速溶咖啡第一（28.5%） 即饮咖啡第一（68.3%）
1947	收购 Maggi（美极）公司	调味品	-
1948	自研推出雀巢冰爽茶	茶饮料	-
1962	收购瑞士品牌 Frisco 收购 Findus 速冻食品品牌	冰激凌、冷冻食品	冰淇淋第五（3%）
1969	收购法国饮用水品牌“伟图”（Vittel）股份	矿泉水	-
1976	收购罐装食品生产公司 Libby, McNeill & Libby	罐头	-
1985	收购喜悦食品公司	宠物食品	宠物食品第二（16%）
1988	收购英国糖果公司 Rowntree Mackintosh	糖果	糖果第二（8%）

资料来源：公司公告，智研咨询，欧睿咨询，东兴证券研究所整理

**图3：亿滋（卡夫食品）主要并购路径**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所整理

**拓品领域与原有产品形成协同效应。**无论是海外的食品龙头雀巢、亿滋还是国内的休闲食品领军企业旺旺、达利，它们早期的拓品选择都与公司传统的优势产品密切相关。雀巢的巧克力与炼乳、亿滋的饼干与糖果、旺旺的米果与饮料、达利的糕点与薯片，新品与旧品在消费场景、生产技术、渠道终端及营销策略上都存在着较强的互通性，这样可以节约拓品成本，提高渠道利用效率并能增强消费者对于品牌的认可。



**表 4：四家企业拓品领域选择**

时间	初期拓品领域选择	拓品前优势领域
雀巢	巧克力	乳制品
亿滋	糖果	饼干、奶酪
达利	薯片膨化食品	烘焙糕点
旺旺	乳品及饮料	米果类

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**拓品紧跟消费趋势。**雀巢抓住二战结束后的经济发展红利大力布局调味品、冷冻食品等领域实现营收的快速增长，亿滋近年看准饮食习惯健康化的趋势大举进军健康食品领域，达利则在国民收入增长的背景下，准确判断了中国食品消费休闲化、时尚化的大潮深耕休闲食品领域，由此可见消费趋势的变化是拓品的风向标。

**图4：达利拓品历程**


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

**表 5：亿滋进军健康食品领域**

时间	举措
2015 年	健康食品公司 Enjoy Life Foods
2016 年	推出新健康零食品牌 Good Thins
2017 年	推出健康咸味饼干品牌 V é a
2018 年	收购美国高端曲奇制造商 Tate’ s Bake Shop
	宣布停止其部分产品原料中氢化油的使用
	启动创新中心 SnackFutures
2019 年	投资素食巧克力公司 Hu 和
	投资益生菌食品公司 Uplift Foods
	收购冷藏营养棒公司 Perfect Snacks

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**多品牌战略是许多企业拓品的选择。**在拓品过程中，多品牌战略通过不同品牌的差异化定位实现纵向上档次全覆盖，横向上细分品类全覆盖，每个产品对应特定的消费场景，锁定更多消费群体，淡化主品牌影响。以亿滋为例，依靠并购与自研亿滋建立起覆盖多个细分品类的庞大产品线，不仅如此，各品牌之间的差异化定

位也为亿滋获取了更多的市场份额，就中国饼干市场而言，亿滋推出了奥利奥、太平、王子等品牌来应对不同的消费场景，对于消费者的覆盖更加全面。

表 6：亿滋产品线

细分领域	品牌
饮料	 
咸味饼干	                   
巧克力	         
口香糖与糖果	         
餐点类	 

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 7：亿滋中国部分饼干品牌及市场定位

饼干品牌	产品类型	消费者定位
奥利奥	夹心饼干	4-35 岁的儿童及女性
太平	苏打饼干	注重骨骼健康的消费者
趣多多	巧克力曲奇	18-25 岁的年轻消费者
露怡	巧克力曲奇	具有高端饼干需求的消费者
王子	夹心饼干	14 岁以下儿童

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

拓渠与拓品形成协同效应。深耕渠道是拓品战略成功的重要保障，当市场增量红利消失时，渠道优势是企业重要的品牌护城河，也是拓品成功与否的关键，国内企业在拓品过程中，主要依靠扩大营销网络和加强渠道下沉来维持自身的渠道优势，国外食品饮料龙头则通过并购在拓品的同时快速实现拓渠。

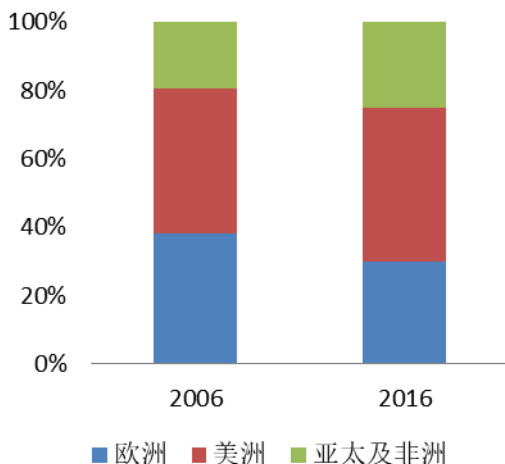
**表 8：四家企业拓渠举措**

公司	拓品阶段拓渠举措
达利	建立独立的电商团队，向现代渠道投入更多资源； 引入 eBest SFA 系统实现渠道电子化管理； 18 年进行渠道调整，实现公司渠道精细化管理
旺旺	重视电商、母婴等新型渠道发展，推出全新产品适应网购需求 继续渠道下沉，开拓四、五线城市空白市场
雀巢	收购美国调味品、冷冻食品、饮用水等各领域企业， 迅速开拓美国市场渠道，80 年代美国成为雀巢第一收入来源
亿滋	收购糖果厂商吉百利获取新兴市场渠道， 成功布局墨西哥、印度等发展中国家市场

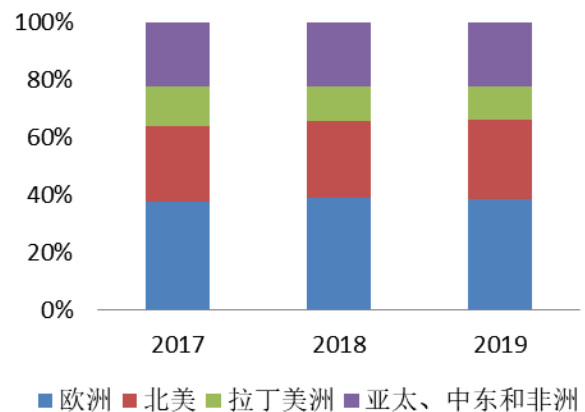
资料来源：公司公告，东兴证券研究所整理

### 1.3 阶段三：产品跨地区复制，本土化战略推进全球布局

经历大单品和拓品阶段，雀巢和亿滋拓宽海外渠道，成为全球食品巨头。

**图5：雀巢分地区收入占比**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图6：亿滋分地区收入占比**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

**设厂或设销售据点初步打开市场，外延并购巩固渠道资源。**雀巢主要通过设立工厂方式初步打开国外市场，而亿滋主要通过销售据点方式初步打开国外市场，再外延并购市场领先的本土化品牌和企业，纳入优异产品并获得特定渠道资源，加速区域拓展，扩大市场规模。

**把握区域经济发展节奏，提早布局抢占消费者心智。**雀巢和亿滋都是先布局经济发达、饮食习惯相似的欧美区域，再把握发展中区域的成长阶段，找准时机，在高速成长之时快速布局亚非市场。

表 9：雀巢、亿滋海外扩张路径

雀巢	亿滋
<b>欧洲</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>1905 年，在 5 个欧洲国家拥有 17 家工厂</li> <li>1929 年，收购了瑞士最大的巧克力公司 Peter-Cailler-Kohler</li> <li>之后，公司通过收购 Jopa、Crosse&amp;Blackwell 等欧洲各业务公司扩大欧洲市场规模和竞争力</li> </ul>	1919 年，卡夫收购了一家加拿大奶酪公司； 1924 年，卡夫在伦敦开设第一家销售公司； 1927 年，在英国、德国等地设立销售据点，期间不时收购其他公司； 随着改革开放的不断推进，开始布局中国市场， 1984 年卡夫在中国大陆成立了两个合资公司生产固体速溶饮料和咖啡； 1988 年，通过乐之、富丽饼干在北京和天津地区试水 1990 年，收购德国市场占有率第一的咖啡生产商 Jacobs Suchard；
<b>美洲</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>1900 年，美国建厂</li> <li>1938 年，凭借速溶咖啡在美国市场打响，尤其成为二战美军的重要军资</li> <li>1969 年，收购 Deer Park 开启美国市场收购</li> <li>之后公司通过收购 Beringer、Stouffer、Carnatio 等公司拓展美国市场，逐步辐射美洲其他国家</li> </ul>	2000 年，纳贝斯克收购了联合饼干在大中华地区的饼干业务；同年卡夫收购了纳贝斯克； 2007 年，卡夫收购欧洲食品巨头达能的全球饼干业务； 2010 年，卡夫收购英国老牌糖果制造商吉百利（Cadbury），跃升成为全球最大糖果制造商。
<b>亚洲</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>在改革开放之初率先发现中国市场机遇，1990 年即在黑龙江建成奶厂投产</li> <li>之后收购太太乐、豪吉、云南大山、银鹭、徐福记等品牌加速亚洲区域拓展</li> </ul>	
<b>非洲</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>2010 年，公司宣布将斥资 1000 万美元在肯尼亚首都内罗毕建立新工厂，并计划在刚果（金）、安哥拉和莫桑比克开设新厂，以期打开非洲国家市场</li> </ul>	

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

## 以消费者为导向，实施本土化经营战略。

- 生产本土化。**在各地新建或收购工厂，一方面积极融入到当地市场，另一方面保证原材料的稳定供应，减少运输半径。目前雀巢在全球有 500 多家工厂；亿滋在全球有 200 多家工厂。
- 研发本土化。**分布在全球的研发中心贴近区域消费者，研究其口味偏好，推动产品研发，以匹配并快速响应各地消费者的需求。在产品选择上一般引进原有产品，后期会根据各地消费者口味改进产品。2005 年，奥利奥在中国饼干市场仅有 3% 的市场份额。经过市场调查，亿滋发现中国消费者觉得夹心饼干过于甜腻。根据这一反馈，研发人员对奥利奥饼干配方及时作出改进，相继研发出 20 种糖含量减少的样品，并请中国消费者测试品尝，之后才确定了恰好符合中国消费者口味的配方。
- 营销本土化。**广告宣传上，使用本土消费者形象，以朗朗上口的经典广告词拉近品牌与本土消费者的距离。产品包装上，兼具品牌特点与本土文化特色。各地区分公司可以根据区域差异性，自主决定营销策略，最大化保障营销成效。渠道上，利用本土经销商的营销网络，增加分销渠道的渗透能力和控制能力。以雀巢咖啡进入中国为例，雀巢使用充满活力的中国青年形象，通过广告手把手教育中国消费者如何喝咖啡，“雀巢咖啡，味道好极了”的广告语迅速传播，获取品牌知名度，打开中国市场。

表 10: 雀巢、亿滋在中国研发中心情况

雀巢	亿滋
上海研发中心: 专注于研发烹饪类产品 北京研发中心: 专注于基础科研和研发乳制品和非乳制品为基础的营养产品、健康谷物、特定医疗目的的食品、混合饮料。 厦门研发中心: 支持银鹭, 专注于研发即饮饮品类 东莞研发中心: 支持徐福记, 专注于研发糖果和冰淇淋。	在苏州设立中国及亚太饼干研发中心, 包括饼干基础研发实验室、消费者科学实验室、食品分析及安全检测实验室等

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

通过梳理欧美及港台休闲食品流通大单品企业发展路径, 我国目前休闲食品增速较快的三个子板块烘焙、卤味、坚果分别对应的三个大单品龙头公司桃李、绝味、洽洽, 洽洽食品作为国内袋装瓜子领军企业大力进军坚果炒货市场, 同时积极拓展海外业务, 正处于产品多元化及渠道全球化的第二三阶段。

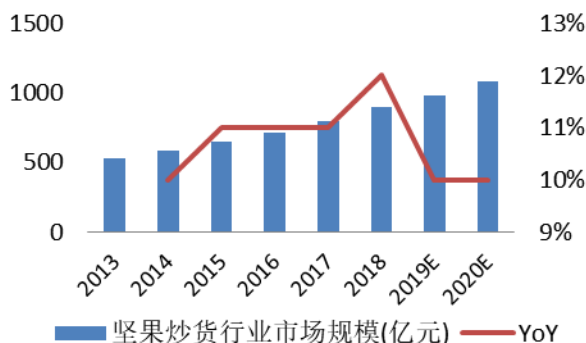
## 2. 梳理炒货坚果及细分赛道情况, 看洽洽成长空间

### 2.1 炒货整体: 顺应健康化消费需求, 行业维持 10% 稳健增长

坚果炒货种类众多, 大致可分为籽坚果和树坚果两类, 其中籽坚果主要包括葵花籽、西瓜子、南瓜子、花生、蚕豆等; 树坚果包括核桃、碧根果、开心果、松子、巴旦木、夏威夷果等。

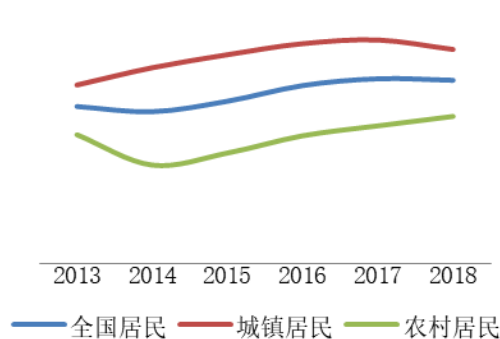
**行业维持 10% 稳健增长, 人均消费量逐年提高。**随着人均可支配收入提高、城市化进程加快、电商红利推动, 坚果炒货行业蓬勃发展。从规模来看, 坚果炒货行业市场规模由 2013 年 530 亿元增长至 2018 年 893 亿元, CAGR 为 11%, 预计 2019 年销售规模达到 983 亿元。相应地全国居民人均坚果 (包括籽坚果) 消费量由 2013 年 3kg/年提升至 2018 年 3.5kg/年。《中国居民膳食指南(2016)》建议, 大豆及坚果类每天应摄入 25-35 克。当下全国居民人均消费量每天不足 10g, 城乡差异大 (城镇居民消费量约为农村居民 1.46 倍), 并且以瓜子、花生等籽类坚果为主, 腰果、杏仁等树坚果消费量很低。2018 年, 我国人均杏仁、腰果、夏威夷果、碧根果消费量分别为 0.04、0.04、0.01、0.01 千克, 显著低于发达国家及全球平均水平。伴随消费升级趋势和居民健康意识的不断提高, 人均消费量有望持续提升, 预计行业未来能保持 10% 左右的增速稳健增长。

图7: 坚果炒货行业增长稳健



资料来源: 弗若斯特沙利文, 东兴证券研究所

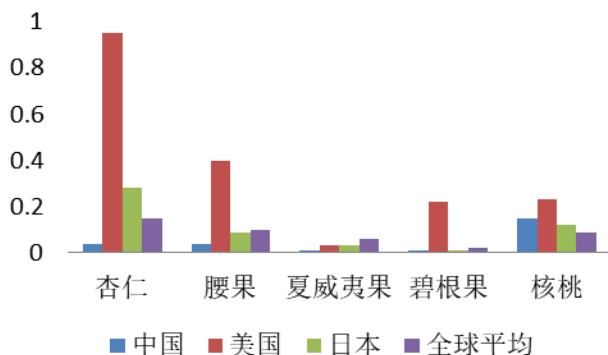
图8: 人均坚果 (包括籽坚果) 消费量提高



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

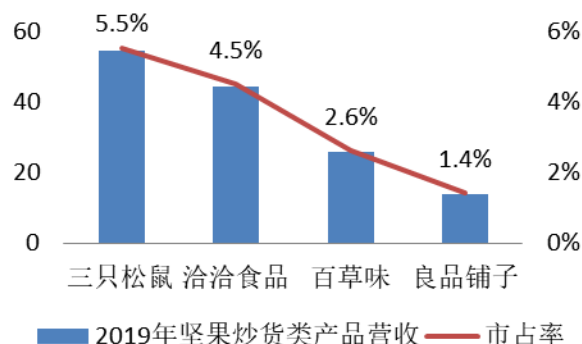
市场集中度提升空间大, 头部企业占先机。不同品牌间的坚果炒货可替代性强, 消费者选择权大, 线上价格战激烈。坚果炒货产品营收规模前三名分别为三只松鼠 (54.43 亿)、洽洽食品 (44.31 亿)、百草味 (25.75 亿)。以坚果炒货产品的行业营收规模 983 亿为基数进行测算, 三只松鼠/洽洽食品/百草味市占率为 5.5%/4.5%/2.6%, CR3 仅为 12.6%。目前市场集中度较低, 占据品牌优势和渠道优势的企业有机会加速行业集中。以 983 亿元为行业基数, 结合行业增速 10%、头部企业历史营收增速, 预计 2022 年 CR3 达到 18.2%。

图9: 我国人均坚果消费量低于发达国家及全球平均



资料来源: 中国产业信息网, 东兴证券研究所

图10: 头部企业坚果炒货营收规模



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2.2 细分品类之瓜子: 总体增速有限, 洽洽稳居龙头

回顾瓜子行业的发展特点, 将其分为以下四个阶段:

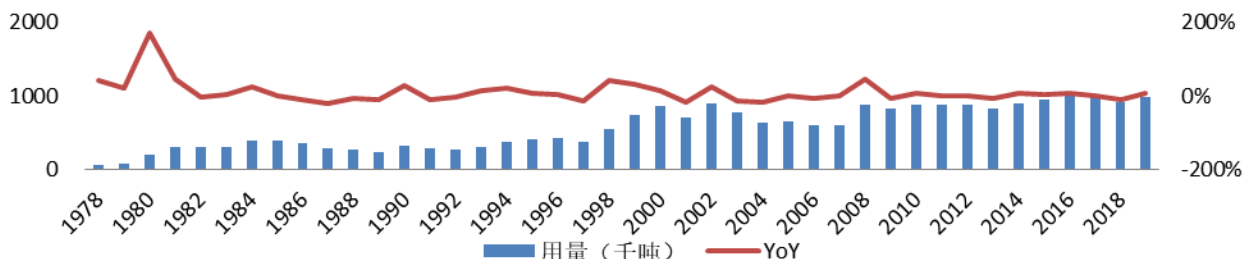
**第一阶段 (1978 年之前):** 嗑瓜子习惯自古已有。这一阶段瓜子经营主体主要是街头小贩。

**第二阶段 (1979-1999 年):** 借改革开放之先机, 傻瓜瓜子成为一代瓜子大王, 为市场注入活力。以多味瓜子为代表的金鸽、正林、浙江地区的大好大、小刘瓜子等品牌逐渐兴起。1980 年, 中国葵花籽食品用量实现 213 千吨, 同比增速高达 170%。

**第三阶段 (2000-2011 年):** 西南地区的徽记、安徽省内的真心、洽洽等品牌兴起。洽洽凭借“百煮入味香”的煮制工艺、品牌建设、渠道深耕红遍大江南北, 成为瓜子行业的龙头企业。

**第四阶段 (2012 年至今):** 借着电子商务的风口, 三只松鼠、良品铺子、百草味等电商零食巨头激发新活力。2014 年, 食用葵花籽规模突破 90 万吨。2016 年, 食用葵花籽规模突破 100 万吨大关。

图11: 中国葵花籽食品用量情况



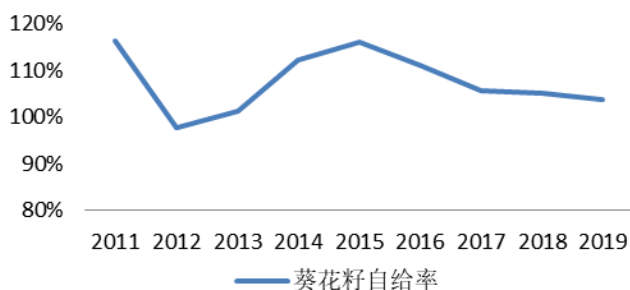
资料来源: Wind, 东兴证券研究所



瓜子行业发展成熟，消费存在刚性支撑。瓜子作为传统休闲食品由来已久，产品同质化程度高，行业步入成熟期。随着休闲食品向多样化、健康化、个性化的方向发展，传统炒货瓜子销量增长空间受限。2014-2019年，葵花籽食品用量规模，增速放缓，CAGR 仅为 1.72%。虽然销量难回高速增长阶段，但依旧存在刚性支撑。

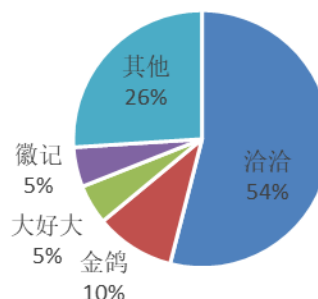
（1）供给端看，国内产量充足，实现基本自给，不存在对外依赖。2019 年，葵花籽自给率达到 104%。（2）需求端看，嗑瓜子消费人群涵盖全年龄段。嗑瓜子习惯历史悠久，形成了一定的消费乐趣。嗑瓜子的消费场景不会消失，行业就能保持相对稳定。

图12：葵花籽实现自给



资料来源：Wind，东兴证券研究所

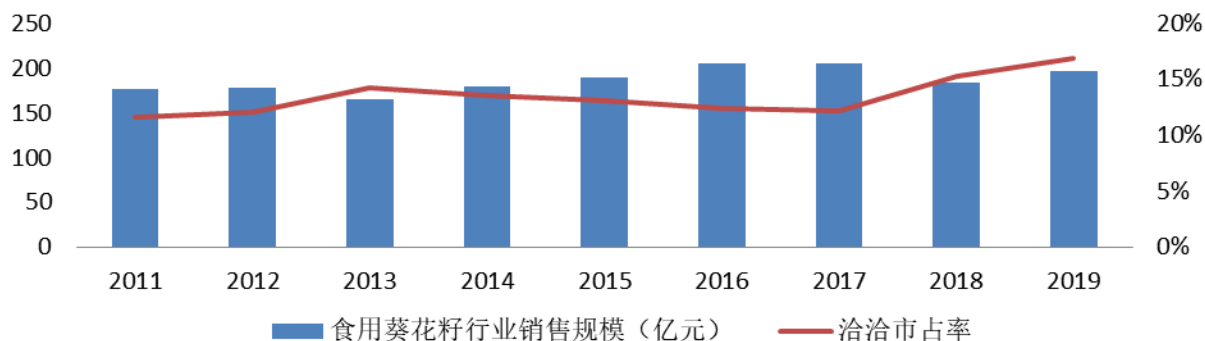
图13：包装瓜子领域，洽洽市占率超 50%



资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

洽洽龙头地位突出，市占率有望进一步提升。在包装流通瓜子领域，洽洽市场份额占比超过 50%，销售规模是第二名金鸽的四倍，牢牢占据龙头地位。由于进入门槛低，行业中还存在大量个体散装瓜子经营主体。以中国葵花籽食品用量和洽洽葵花籽类产品收入为基础，假设葵花籽产品平均售价为 20 元/千克，推算 2019 年食用葵花籽行业销售规模为 196 亿元，洽洽全市场占有率达到 16.85%，包装与散装比例约为 1: 2。随着城镇化进程加快和消费升级，散装瓜子会因质量问题等原因退出市场，洽洽可利用品牌优势和渠道优势挤压散装瓜子市场，加速行业集中，提高市场占有率。

图14：2019 年洽洽葵花子全市场占有率达到 16.85%



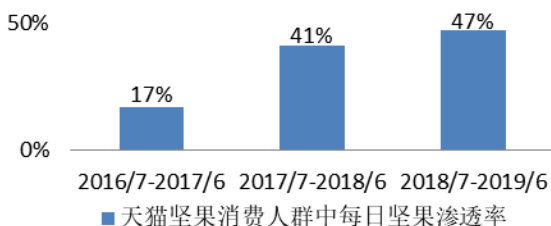
资料来源：Wind，东兴证券研究所

产品升级是趋势，激发消费新活力。在主流消费群体年轻化的背景下，品牌要从营销、包装等方面加强创新，实现突破，扩大瓜子消费场景，重视与消费者的活动。如洽洽从原料、口味、包装上进行升级，推出更年轻态、时尚范的风味瓜子新品类——洽洽蓝袋，并将“嗑瓜子、文艺男、诗人冯唐”等好玩、互动性强的关键词放在蓝袋山核桃瓜子身上，用更年轻态的营销方式拉近与年轻人之间的距离。

## 2.3 细分品类之每日坚果：行业高增持续，洽洽后来居上夺得线下龙头

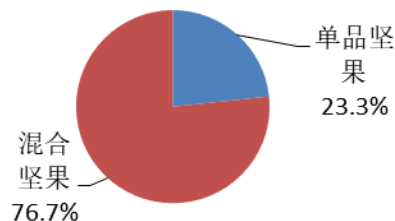
沃隆开拓每日坚果，掀起行业新风潮。2015 年，沃隆将不同种类的坚果果仁和果干混合包装，首创每日坚果品类，销售火爆，掀起新风潮，随后众多企业纷纷入局。相比单品坚果，混合坚果种类多，更受消费者追捧，76.7%的消费者偏爱混合坚果。在天猫坚果消费人群中，每日坚果消费人群渗透率由 17% 提升到 47%。

图15：天猫坚果消费人群中每日坚果渗透率提升至 47%



资料来源：CBNData，东兴证券研究所

图16：2019 年 76.7% 消费者偏爱混合坚果



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

洽洽与松鼠后来居上，分别成为线下线上龙头。沃隆虽然是每日坚果的开创者，但未在品类快速发展期加大投入，强化品牌宣传，抢占消费者心智。沃隆拥有 300 多家经销商和 5000 家门店，而洽洽拥有 1000 多家经销商和 40 万终端销售点。凭借深耕多年的线下渠道优势，洽洽迅速实现终端铺货上量，再聚焦投入分众电梯媒体以提高品牌知名度，成功抢占每日坚果线下龙头。搭上电商红利浪潮的三只松鼠以单品坚果起家，充分发挥品类的协同效应，拓展每日坚果，凭借线上渠道的龙头优势、强大的供应链体系优势、松鼠 IP 构建的高品牌知名度夺得每日坚果线上龙头。

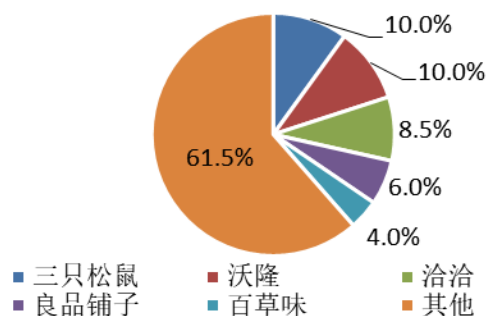
每日坚果蓬勃发展，预计保持高增态势。2018 年每日坚果市场规模达 65 亿，2015-2018 年 CAGR 高达 319%，预计未来保持 30% 以上的高增态势，原因在于（1）每日坚果迎合消费趋势。坚果行业正朝全渠道、深加工、复合化、高品质的方向发展。每日坚果具备营养、健康、复合化的属性。根据《2019 坚果炒货行业消费洞察趋势白皮书》，天猫坚果炒货细分品类中，混合坚果消费规模及规模增速都居首位。（2）健康属性宣传加速周期性消费。在坚果品牌对健康属性的不断宣传下，消费者有意识地在培养新的消费习惯。不同于薯片、果冻等尝鲜式的消费，消费者基于健康需求购买每日坚果，消费偏周期性。（3）产品同质化严重，竞争格局未定，企业仍有可为。2019 年，以每日坚果市场规模达 100 亿元为基础，CR5 为 38.5%，但产品同质化严重，各品牌市占率相差不大，尚无完全占据消费者心智的品牌。在开发不同口味、提高原料品质、细分消费人群、扩大消费场景等方面，企业仍有可为，预计每日坚果在 2021 年达到 200 亿元的市场规模。

图17：2015-2018 年每日坚果 CAGR 达 319%



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图18：2019 每日坚果 CR5 为 38.5%



资料来源：公司公告，东兴证券研究所（根据阿里数据，2019 年 11 月良品铺子每日坚果线上销售额为 0.25 亿，推算全年销售额为 6 亿）

**表 11：每日坚果产品同质化严重**

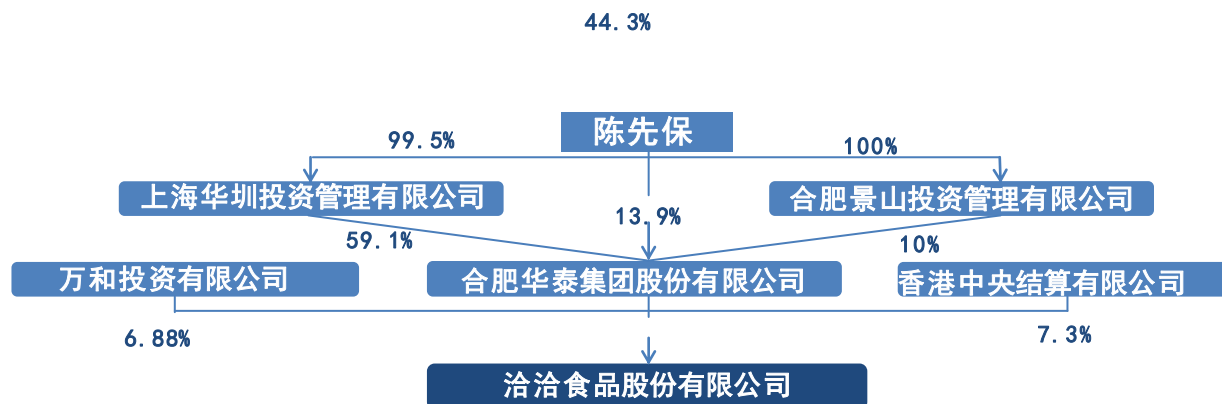
品牌	名称	配料	价格
洽洽	每日坚果小黄袋	巴旦木仁、腰果仁、蓝莓干、榛子仁、核桃仁、蔓越莓干、黑加仑葡萄干	149/780g
三只松鼠	每日坚果家庭款	巴旦木仁、开心果仁、榛子仁、夏威夷果仁、腰果仁、核桃仁、蓝莓干、黑加仑葡萄干、蔓越莓干	148/750g
百草味	每日坚果家庭款	巴旦木仁、开心果仁、榛子仁、腰果仁、核桃仁、蔓越莓干、葡萄干、蓝莓干	138/750g
沃隆	每日坚果成人款	核桃仁、榛子仁、扁桃仁、腰果仁、蓝莓干、蔓越莓干	139/750g
良品铺子	活力白领版每日坚果	扁桃仁、腰果仁、核桃仁、榛子仁、蔓越莓干、红提干、蓝莓干	138/750g

资料来源：天猫，东兴证券研究所

### 3. 从公司治理、产品、渠道，解析处于二三阶段的洽洽重回高增原因及其持续性

#### 3.1 2015 年创始人回归治理优化，产品聚焦升级二次腾飞

**家族式企业，股权结构稳定。**公司第一大股东为合肥华泰集团股份有限公司，华泰集团是由陈先保先生全资持股的企业。华泰集团持有上市公司 44.3%的股权，陈先保先生通过直接间接持有合肥华泰集团 82.7%的股权，是洽洽食品的实际控制人，也是洽洽食品的创始人。

**图19：股权稳定**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

风雨二十载，从瓜子到坚果，目前洽洽处于产品多元化及渠道全球化的第二、三阶段。回顾公司的发展历程，可将其分为 3 个阶段：

### • 第一阶段（1999-2007 年）：深耕瓜子+品牌建设

1999 年，陈先保将自己的香瓜子产品推向市场并于两年后成立安徽洽洽食品有限公司。公司逐渐发展成为瓜子龙头的原因在于：**1) 产品创新**。工艺方面，“变炒为煮”，驱动产业革新。相比炒瓜子，煮瓜子具有不易上火、不脏手的优势。包装方面，使用环保结实的红色牛皮纸包装搭配竖式大信封，与常见的报纸、塑料包装区分开。**2) 品牌建设**。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，提升消费者对公司品牌的认知度和忠诚度。**3) 渠道优势**。在包装化瓜子领域，公司主要竞争对手是一些区域型品牌，如浙江地区的大好大，安徽省内的真心。公司采取“开箱有礼”活动激励经销商，凭借渠道精耕扩大规模，构建深入底层的营销网络，成为唯一做到全国化布局的瓜子品牌。

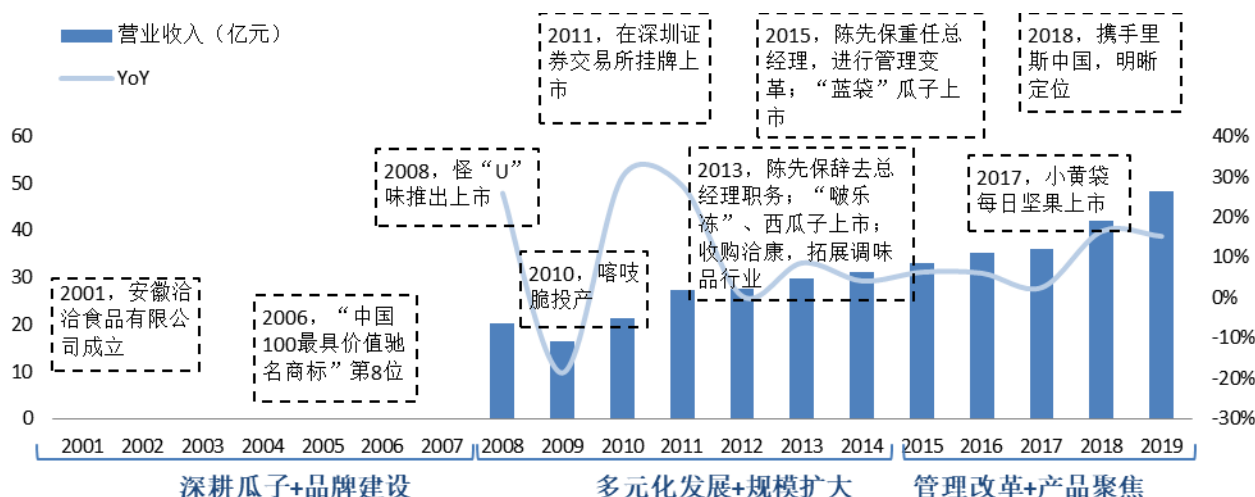
### • 第二阶段（2008-2014 年）：多元化发展+规模扩大

公司陆续推出“怪 U 味”、“喀吱脆”、“啵乐冻”等新产品，进军薯片、果冻、调味品等行业。然而，由于新进驻的行业较为成熟，与主业关联度低，多元化业绩不如预期。表现最好的薯片业务在 2011 年达到最高收入 2.98 亿，之后再无突破。

### • 第三阶段（2015 年至今）：管理改革+产品聚焦

**1) 创始人回归，体制变革**。创始人陈先保于 2013 年辞去总经理一职，退居二线再于 2015 年回归。陈先保通过事业部改革、股权激励等措施迅速激发公司经营活力，调动员工积极性。**2) 回归主业，抓住每日坚果风口**。瓜子端，公司对传统红袋系列升级，并推出年轻化的蓝袋系列。坚果端，2017 年，公司将每日坚果作为战略大单品进行推广，聚焦小黄袋，采取预亏投入，线上线下全线推广。**3) 携手里斯，明晰战略定位**。2018 年 1 月，公司引入里斯中国作为战略咨询合作伙伴。2018 年 9 月，公司在上海举行全球战略合作伙伴峰会暨里斯定位发布会，会上提出要从全球领先的瓜子企业迈向全球领先的坚果企业，未来在聚焦瓜子品类的同时，把每日坚果打造成主干品类，用五年时间把瓜子做到 60 亿体量，坚果做到 40 亿体量，以实现百亿规模。

图20：发展历程

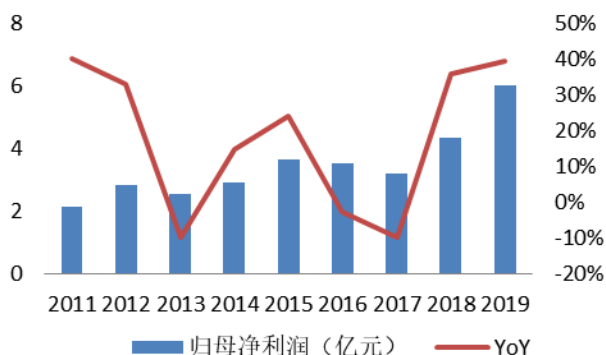


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

利润历经两轮起伏，聚焦主业推动盈利回升。2011-2012 年，受益于上市带来的资金优势叠加葵花子原料成本下降，归母净利润增速超过 30%。2013 年，瓜子市场逐渐饱和及原材料成本上涨拖累净利表现。2014-2015

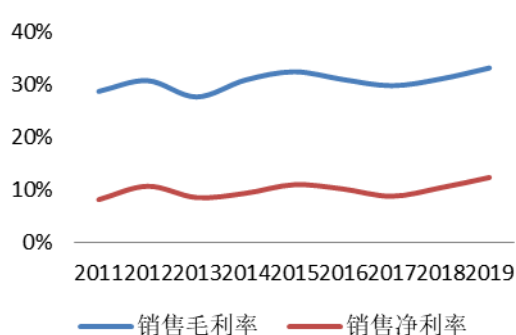
年，原材料成本下降及组织改革降低费用率助力盈利能力提升。2016 年，红袋系列原料和包装升级导致毛利率下降，加上多元化品类业务竞争加剧，公司归母净利润下滑。2017 年，每日坚果推广费用较高，加上红袋系列毛利率继续承压，净利润进一步下滑。作为瓜子行业龙头，公司拥有一定的提价能力，于 2018 年 7 月对香瓜子、原香瓜子、小而香西瓜子等 8 个品类的产品进行出厂价格调整，提价幅度为 6%~14.5%不等。2018-2019 年，得益于红袋系列提价和核心品类持续放量，净利润恢复高增速，销售毛利率、销售净利率同步走高。

图21：利润历经两轮起伏



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图22：销售毛利率、销售净利率同步走高



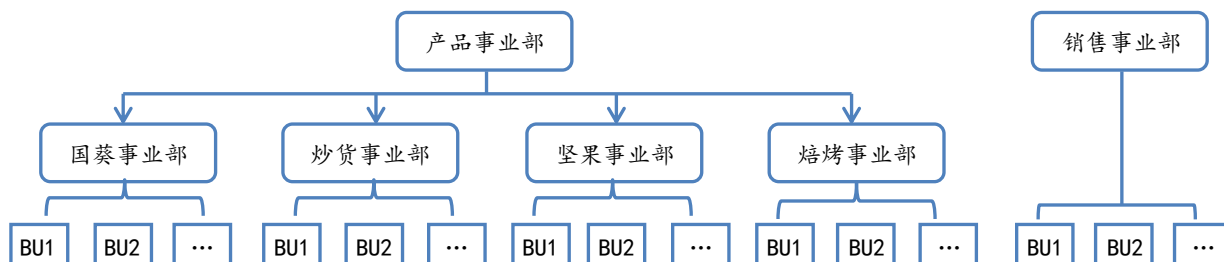
资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 事业部改革+BU+阿米巴优化组织架构，股权激励提升员工积极性。

- 推行事业部改革。**为实现产品结构的健康发展，公司于 2014 年底推动事业部改革，2015 年 1 月正式运行，将原先总部下设供应链中心、营销总部、职能总部等分部模式改为四个产品事业部和一个销售事业部。新事业部架构由原来的产品总量绩效评估模式转为分品类、分事业部、按产品线绩效评估的模式，各事业部独立经营，减少决策环节，快速响应消费者需求，推动除葵花子外其他品类的成长。
- 引入 BU 机制。**2015 年底，在事业部架构调整的基础上进一步划分经营单元（BU）。BU 负责人带领团队在总部战略下制定 1-3 年的战略目标，通过两月一次的业绩评比增强考核强度，提升组织活力。
- 引入阿米巴模式。**在事业部和 BU 基础上，公司逐步落实“阿米巴管理模式”，划小组织范围，倡导“全民参与经营”，让一线员工成为主角。
- 推行 PK 文化。**从业绩、质量专项、人才招聘等全方位、多层次开展业绩 PK，激活组织与团队活力。
- 员工持股激励。**从长远角度考虑，公司进一步建立和完善员工与公司的利益共享机制，健全长期、有效的激励约束机制。公司于 2015 年 8 月首次推出员工持股计划，随后又分别在 2017 年 5 月、2018 年 8 月、2020 年 1 月推出第二、第三、第四期员工持股计划，用于激励公司董事、监事、高级管理人员、事业部管理核心人员和其他核心人员。



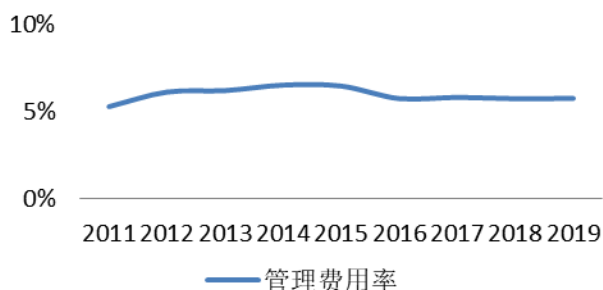
图23：改革后事业部架构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

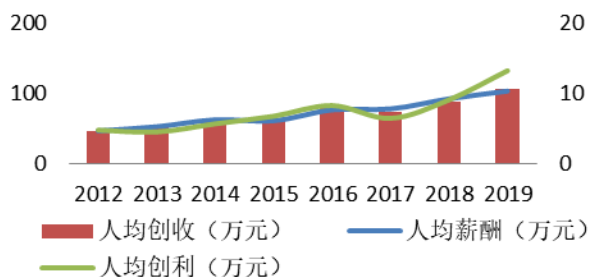
**管理费用率改善，人均效率提高，改革成效明显。**一系列管理改革措施扁平组织结构，强化责任权利的下放，调动员工主动性，激发公司内生活力。从费用率看，管理费用率由2014年6.63%下降至2019年5.77%，近四年都保持在低于6%的水平，管理效率大幅提升。从人均效率看，人均薪酬、人均创收、人均创利同步走高。2019年，人均薪酬达到10.35万元，人均创收突破100万元，人均创利同比增长45.71%至13.26万元，均创历史新高，激励效果明显。

图24：管理费用率改善



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图25：人均效率提高

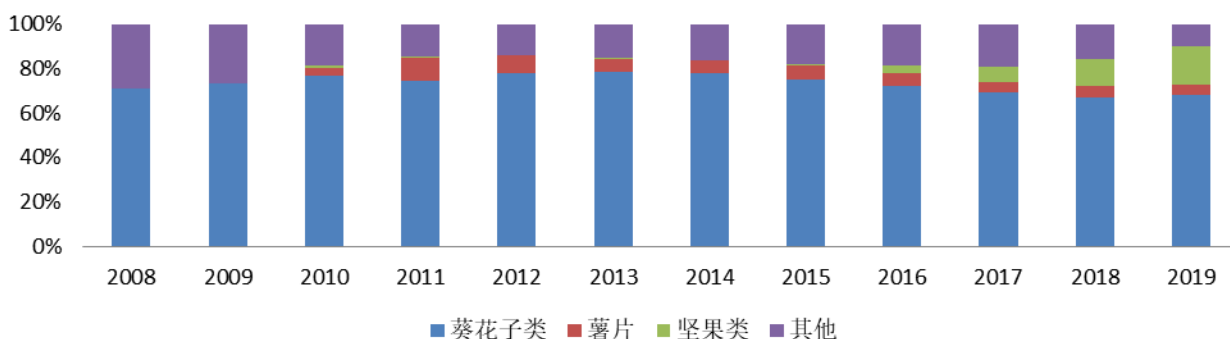


资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 3.2 蓝袋引瓜子产品升级，黄袋享每日坚果高增

以瓜子为主业，延伸坚果品类。葵花子产品一直是公司的主要营收来源，2016年以前营收占比超70%，其余产品包括薯片、西瓜子、南瓜子、豆类、花生类等。推出每日坚果后，坚果类产品收入占比由2016年3.07%提升至2019年17.06%，葵花子产品收入占比降至68.27%。



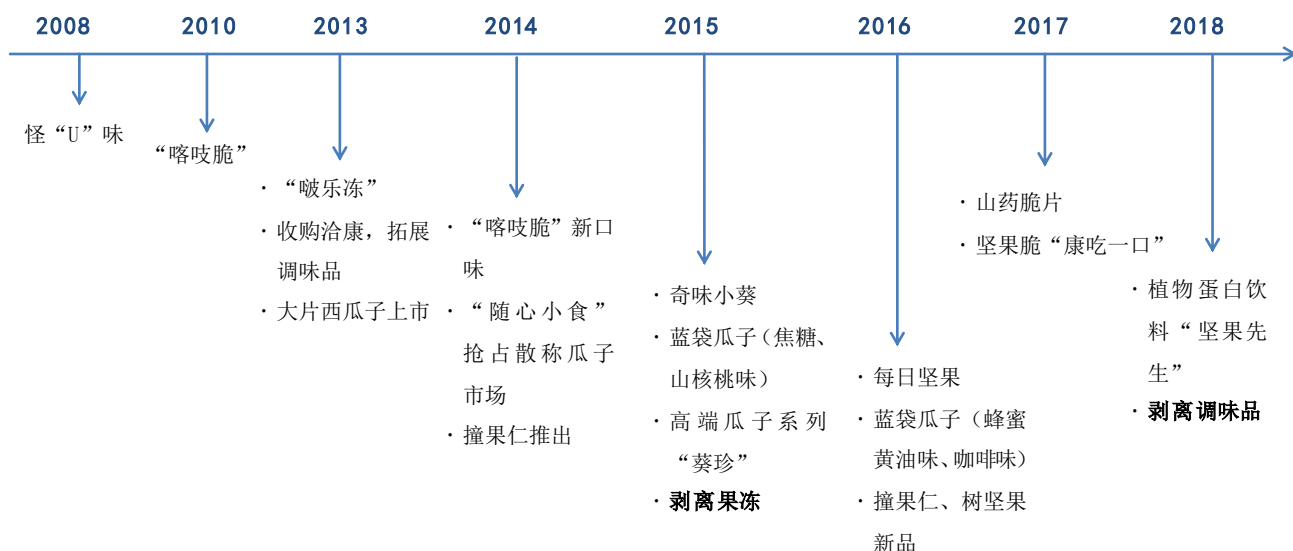
**图26：葵花子收入占七成**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**品类多元化觅新增长点。**纵观公司产品发展历程，2008 年公司开启多元化发展，通过研发新产品或收购陆续进入豆类、薯片、果冻、调味品等行业。

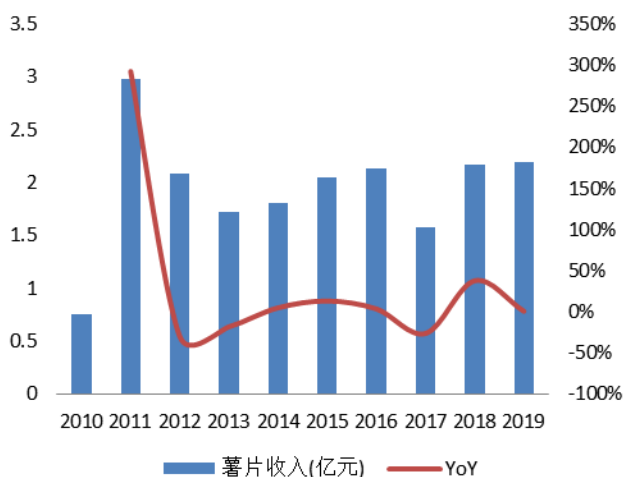
- **薯片端：**2010 年，公司推出“喀吱脆”，仅用半年时间取得 7500 万以上的收入，并在 2011 年实现最高点营业收入 2.98 亿元，但之后再无突破。2019 年薯片业务实现收入 2.2 亿元。
- **果冻端：**公司于 2007 年收购合肥华力食品有限公司，2012 年合肥华力开始布局果冻业务，后于 2013 年推出“啵乐冻”。2014 年，合肥华力经营不佳，亏损 1438.64 万元。2015 年，公司转让合肥华力 75% 股权，“啵乐冻”回到控股股东华泰集团的管控体系。
- **调味品端：**2013 年，公司收购江苏洽康食品有限公司 60% 股权，拓展调味品行业，彼时交易双方还设立对赌条约。江苏洽康经营亏损，调味品业务发展滞缓，营收从未突破 1 亿元。
- **多元化失败的原因在于：**1) 行业跨度大，新进入的行业竞争格局已基本形成。薯片端，上好佳、可比克、乐事具备高品牌知名度，抢先占领消费者心智。果冻端，蜡笔小新、喜之郎已深耕多年。公司后发劣势明显，想要在红海市场找到突破口绝非易事。2) 营销力度不足，方式滞后。对于新品，公司推广决心不足，力度不够，且没有根据产品特点开发匹配的营销策略。3) 协同力弱。洽洽线下的销售网络，在一二线城市上直接和外资品牌竞争。新拓的产品与原有品牌的产品、渠道协同力弱。

图27：洽洽的产品发展历程



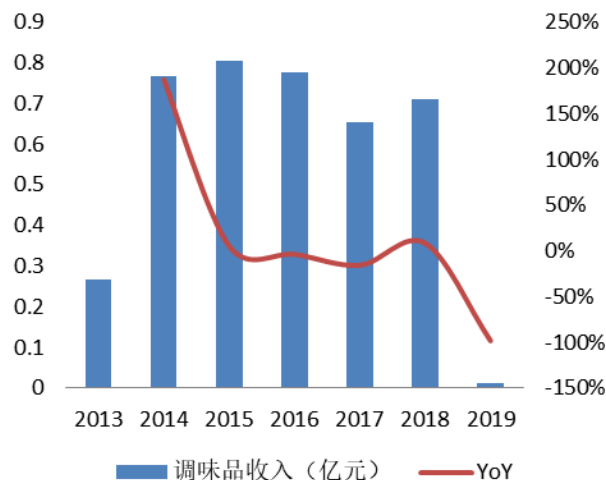
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图28：薯片营收走跌



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图29：调味品增长停滞

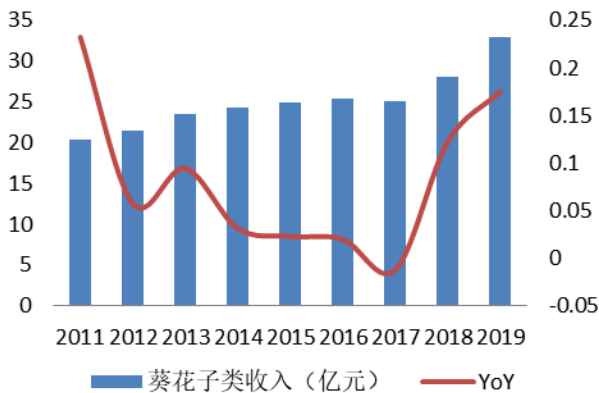


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

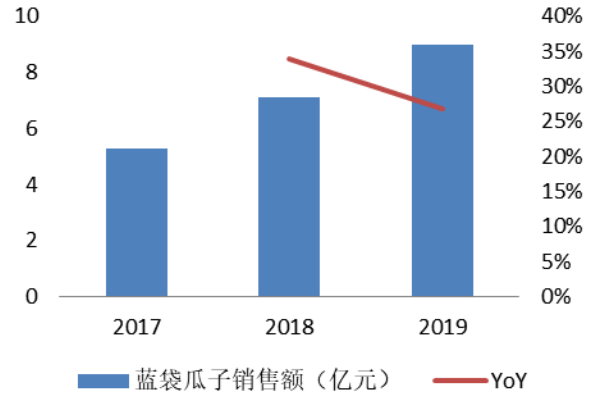
旧品升级新品放量，打破主业成长瓶颈。

- **红袋增长放缓，传统主业遇瓶颈。**受限于行业增速和产品老化，公司葵花子业务增长逐渐放缓，2011-2015年复合增长率仅为5.13%，2017年葵花子产品收入下滑至25.05亿元。
- **红袋升级，收入回升。**公司于2016年下半年起在原料、工艺、包装等方面对红袋系列升级，到2017年升级调整期结束。2018年，红袋系列实现营收约18亿，同比增长10%。

- 蓝袋放量，扭转乾坤。**2015 年底，公司从原有瓜子业务寻找新突破，先后推出奇味小葵、蓝袋瓜子(山核桃、焦糖口味)和高端瓜子系列“葵珍”等新产品。2016 年，公司正式推广蓝袋系列，当年便取得 2.5 亿元的含税收入。2019 年，蓝袋系列销售额持续增长至 9 亿元，同比增速达 26.76%。相比其他瓜子类产品，蓝袋系列能成为大单品的优势在于**目标人群精准定位为年轻用户，迎合消费趋势**。在主流消费人群更加年轻的背景下，公司升级原料品质，以年轻化包装、多口味创新、与时俱进的营销吸引年轻消费者眼球。目前蓝袋系列毛利率比传统红袋高 5pct 左右，随着蓝袋系列的快速增长，产品结构改善，瓜子主业利润率有望同步提升。

**图30：葵花子业务发展遇瓶颈**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图31：蓝袋持续放量**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**表 12：蓝袋主要营销活动**

时间	主题	具体内容
2017	表白季	扫描蓝袋表白包装袋外心形二维码和袋内奖卡上的二维码，分别用来表白和查看表白
2017	人民的蓝袋	植入热播剧《人民的名义》
2018	吃蓝袋 去南极	扫描袋内活动卡片，有机会获价值 5 万的南极专线游览
2018	停不下来的蓝朋友	将“山核桃瓜子选洽洽，超级好吃停不下”的产品定位融入抖音短视频
2018	我的文艺蓝盆友	网友分享与男朋友的文艺聊天记录，即有机会获取蓝袋@冯唐合作款文艺瓜子一套
2019	单身季	24 款单身宣言包，代替单身人群发声
2019	洽洽×全职高手	携手《全职高手》IP 推出 98g 定制款包装
2019	洽洽×网易云音乐	携手网易云音乐推出限量版“蓝袋乐享包”及网易乐享礼盒”

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

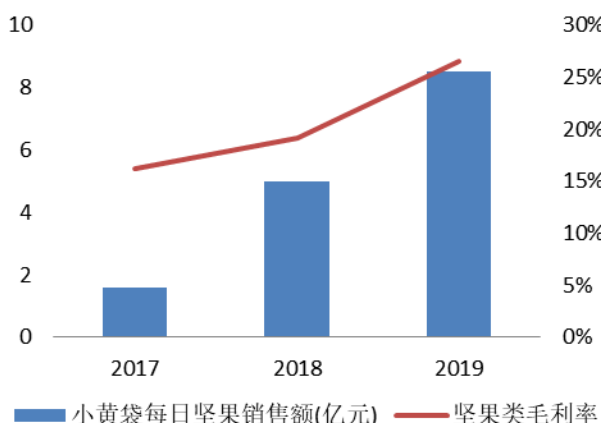
表 13：蓝袋系列和其他瓜子对比

图片	产品	价格	口味
	红袋	20 元/616g	五香味、原味
	蓝袋	29.9/540g	山核桃味、焦糖味、咖啡味、海盐味、蜂蜜黄油味、藤椒味、芝士味、原味
	皇葵	34.9/550g	山核桃味、五香味、黑糖味、原味
	葵珍	44.9/588g	原味、生香味、五香味

资料来源：天猫，东兴证券研究所

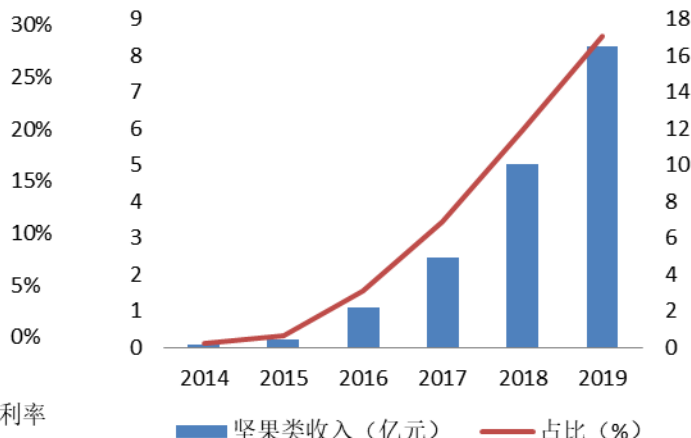
**每日坚果量利齐升，第二主业扬帆起航。**2016 年，公司开始推出每日坚果。近三年，小黄袋每日坚果销售额持续攀高，2019 达到销售额 8.5 亿元。受益于坚果自动化率的提升和规模效应逐渐显著，坚果类毛利率大幅提升至 2019 年的 26.51%。得益于每日坚果的迅猛发展，坚果类业务收入持续增长至 2019 年的 8.25 亿元，成为公司的新增长点，为公司贡献 17.06% 的收入。每日坚果得以成功的原因在于：**1）新赛道新增量，竞争格局未定。**每日坚果属于蓝海市场，还不存在占据消费者心智的品牌。**2）差异化战略突破品类竞争。****品质上，甄选原材料，控制全产业链。**从原料采集、就近仓储、冷链运输，到充氮保鲜、微压轻焙、自动化生产线等，公司拥有从种源到种植，再到生产加工稳固的“全产业链”，产品在每一个链条环节都有自主保障。**包装上，利用冲击性颜色和超级口号，抓住消费者眼球。**公司用黄色包装带来视觉性冲击效果，打出红底白色的“掌握关键保鲜技术”大标识，把新鲜的优势传递给消费者，以更加亮眼年轻的形象吸引消费者目光。**营销上，分众营销打造品牌引爆力。**洽洽小黄袋选择聚焦投入分众电梯媒体，在城市消费者每天必经的公寓楼、写字楼等生活空间中的低干扰电梯场景中，广告进行强制、高频且大范围的传播，助力公司构建品牌认知优势。**渠道上，线下优势明显。**目前坚果品牌主要集中在网上，传统的休闲零食龙头企业尚未进入到该品类。公司通过在超市陈列打造黄色系视觉冲击，抢占线下市场。洽洽后来居上，实现对沃隆的赶超，小黄袋是目前每日坚果品类的线下第一。

图32：每日坚果量利齐升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图33：第二主业扬帆起航



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图34：分众营销打造品牌引爆力



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图35：超市陈列打造黄色系视觉冲击



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

**立足瓜子坚果两大核心领域，多品类延伸布局。**借助蓝袋和每日坚果，公司走出多元化困境，明确未来发展方向。公司将战略目标定为“世界坚果领先企业”，夯实瓜子主业的同时，聚焦坚果发展。对于瓜子业务，锁定红袋+蓝袋，在重点产品基础上拓展产品类别；对于坚果业务，以小黄袋每日坚果为单品重点，布局坚果类延伸产品，通过核心单品打造，抢占坚果市场先机。

**深耕上游，提高原料掌控力。**

- **作为公司的第一主业，以葵花籽为代表的直接材料占比超过 80%。**原材料价格影响毛利率变动。2013 年国内葵花籽价格出现明显上涨，在 2015 出现明显下降，而公司葵花子毛利率相应变动，驱动综合毛利率在 2013 年下降至 27.74%，在 2015 年上升至 32.54%。2016 年下半年起公司对红袋瓜子系列进行原料、工艺、外包装等方面的升级，导致毛利率承压。公司于 2018 年上调红袋系列中八个品类的出厂价，提价幅度在 6%-14.5 不等，加上更高毛利的蓝袋系列持续放量，毛利率水平有所回升。2017-2019 年，公司毛利率提升核心由坚果类毛利率提升至 26.51%贡献。每日坚果设备自动化率持续提升，规模效应愈发明显，驱动坚果毛利率及综合毛利率双双提升。



图36：葵花籽收购价波动情况

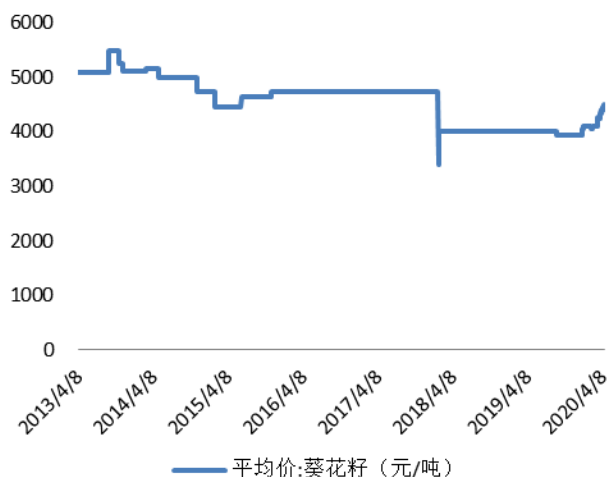
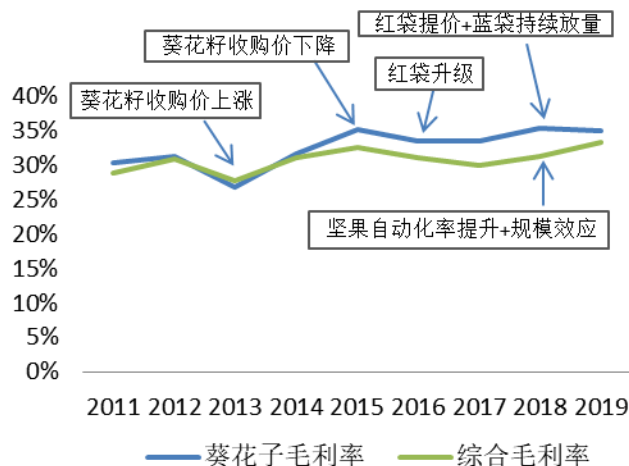


图37：原材料价格影响毛利率变动



- 三重采购模式，平滑原料价格波动影响。**公司采用“公司+订单农业+种植户”的原材料采购模式，既保障原材料的来源，又为当地农民增收致富做出贡献。
  - 公司自种：**公司通过改良种子和建设种植基地参与上游种植，把控原材料质量，在新疆、甘肃、内蒙、东北等地拥有着数百万公顷葵园，全年日照超2200小时，并在种植基地附近设立加工厂，节约物流成本。目前葵花籽自给率实现65%左右。
  - 订单农业：**公司与农户合作保证原料品质与供应，在确保产品质量的基础上，锁定收购价格和数量，作物成熟后以约定协议收购。
  - 种植户：**采购全区域覆盖，做到只要产葵花籽的地方就有公司的原料采购。
- 积极培育坚果果实，有望实现进口替代。**洽洽小黄袋每日坚果中包含4种果仁和3种果干，大部分原料依赖进口。为提升对上游的掌控能力，2013-2014年，公司通过设立子公司的形式在广西百色、安徽池州、安徽合肥等地建设树坚果原料基地。2017年，公司生产性生物资产达到2763.16万元。由于地域差异和坚果建设周期本身较长（丰产需要10年左右）的原因，2018年公司转让坚果派，将其作为控股股东的后备项目，轻资产运营。目前坚果派自营碧根果基地占地面积10000亩，自营澳洲坚果基地3000亩，合作开发碧根果基地13000亩。树坚果种植仍处于前期投入期，短期内，公司无法摆脱树坚果原料依赖，项目进入丰产期后，有望实现进口原料替代。

图38：2019 直接材料占比超 80%

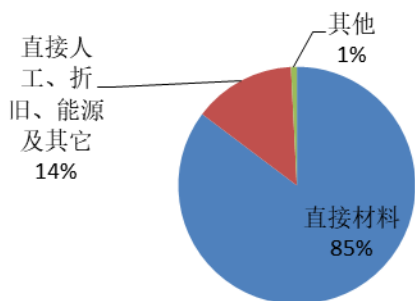
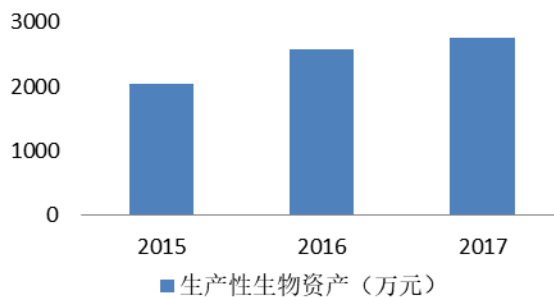


图39：生产性生物资产增加





**表 14：坚果原料依赖国外进口**

名称	主要采购地区
葵花籽	新疆、内蒙古、甘肃、宁夏、吉林、黑龙江等
核桃	中国（新疆）
巴旦木	澳洲/美国
腰果	越南
蔓越莓	加拿大/美国
蓝莓	智利
黑加仑	乌兹别克斯坦
榛子	土耳其
红枣干	中国（新疆）

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

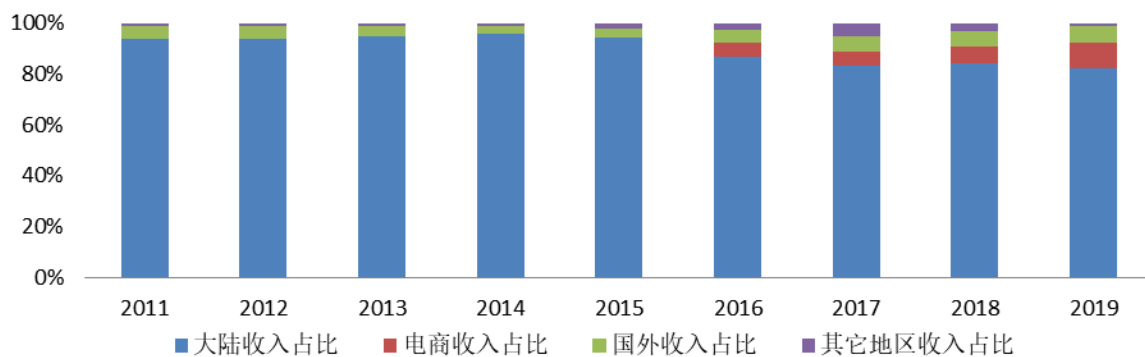
**表 15：主要坚果基地**

类别	名称	所在地
碧根果种植基地	高刘种植基地	安徽合肥
	长丰种植基地	安徽合肥
	池州种植基地	安徽池州
夏威夷果种植基地	百色种植基地	广西百色

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

### 3.3 线下渠道优势强，分品类不断夯实开拓，电商与海外为新增增长点

从各渠道收入占比来看，以经销商为主的线下渠道贡献大部分收入。2019 年，线下渠道、电商渠道、海外渠道收入占比分别为 82.25%、10.01%和 6.65%。电商渠道和海外渠道增速快。

**图40：线下渠道贡献大部分收入**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

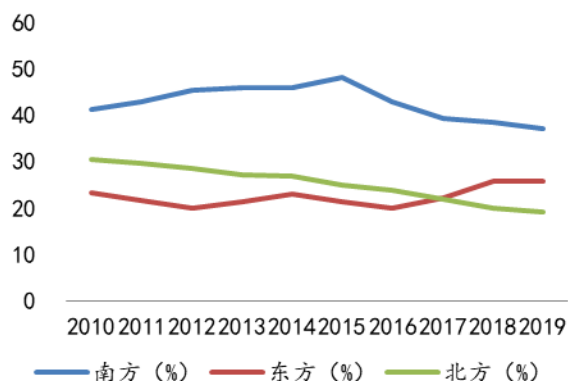
经过多年市场开拓，公司构筑了以经销商为主的全国性销售网络，拥有超过 40 万线下终端的销售网络，线下渠道优势显著。公司坚持渠道精耕和县乡突破策略，一县一店加速渠道下沉。区域分布来看，2019 年，公司在南方区、东方区、北方区营收占比分别为 39.35%、22.26%和 21.92%，其中华北为公司的弱势市场。随着渠道精耕，北方营收增长呈加速态势，在 2019 年同比增长 10.68%。

图41：全国性销售网络



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

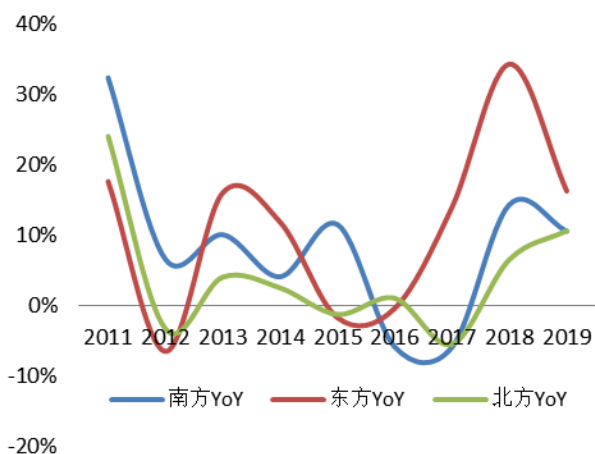
图42：各区域营收占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

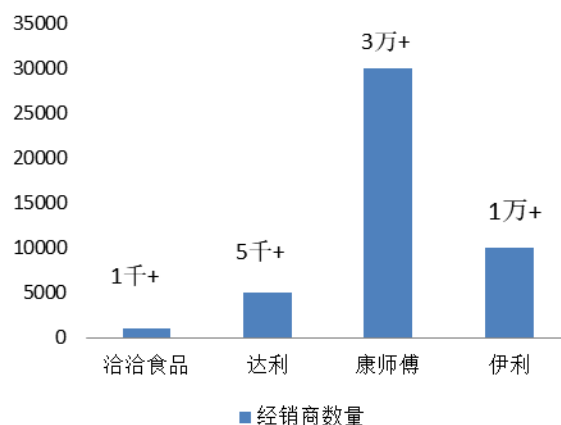
经销商数量和单品渠道渗透率有大幅提升空间。相比其他大单品龙头企业，公司经销商数量还有巨大提升空间。目前公司经销商数量 1000 多家，而康师傅、伊利的经销商数量已达到万量级。分产品来看，公司红袋瓜子渠道渗透率 90%以上，蓝袋瓜子的渠道渗透率只有 50%，小黄袋主要在一二线城市投入。随着低线弱势市场的增长，红袋有望保持增长，而蓝袋、小黄袋渠道渗透率逐步提高，业绩有望持续增长。

图43：各区域营收增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图44：经销商数量有大幅提升空间



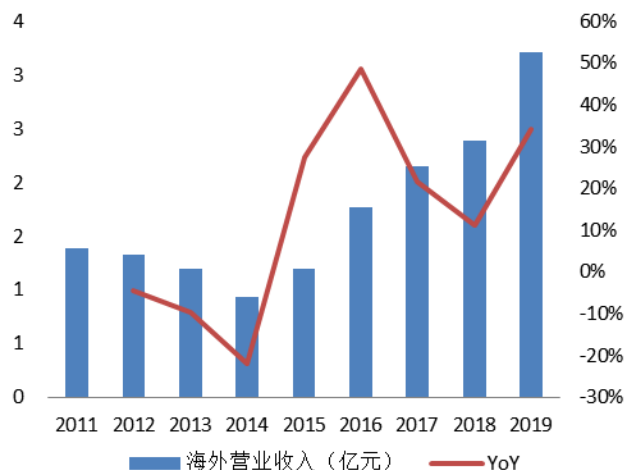
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

渠道下沉+开拓新渠，提升突破两手抓。公司未来选择差异化的产品、差异化的营销方案促进弱势市场及三四线城市的渠道提升，抢占市场份额。在提高经销、KA 卖场等成熟渠道开拓能力的同时，公司抓住新兴渠道带来的契机，积极开拓 TO-B 渠道，与零售店、母婴店、水果店、蛋糕店、便利店等与坚果炒货属性匹配的门店合作，深入挖掘消费场景，以实现新渠道的创新突破。

电商渠道快速发展，线上线下协同发力。公司在电商渠道发力较晚。2014 年，洽洽味乐园电子商务有限公司成立。2016 年，公司投资建设电商物流中心和坚果分厂项目，以拓展线上业务发展的需求。近两年，受益于核心单品持续放量和营销助力，公司电商收入猛增。2019 年，电商收入突破四亿，占比 10.01%，仍有提升空间。对于线上渠道，一方面，公司将其作为重要的销售渠道，依托旗舰店、网上超市、微商城的建设，开发出线上专售的差异化产品，完善线上线下一体化布局；另一方面公司将其作为新品类试销/推广的重要平台，全域营销的重要窗口，有助于公司和消费者直接互动，把握消费者倾向，快速响应消费者需求。通过线上业务和线下业务的资源共享和协同，形成发展合力，助力公司拓展市场，提升份额。

**图45：电商渠道快速发展**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图46：海外营收保持增长态势**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

远销多国高成长，海外布局再加码。自成立之初，公司积极探索海外市场，致力于从全球领先的瓜子企业迈向全球领先的坚果休闲食品企业。2012 年，公司成立上海奥通国际贸易公司、洽洽香港子公司。经过多年的海外市场开拓，公司已经建立了区域分布合理的外销网络，产品远销亚、欧、美等 40 多个国家和地区。公司在美国、韩国、日本、泰国、澳大利亚、日本、新加坡、马来西亚、台湾等 8 个国家和地区的核心地标和户外大屏上播放新年祝福宣传片，打造中国新名片。2014-2019 年，海外营收 CAGR 为 28.02%。2019 年，海外实现营业收入 3.21 亿，占比达到 6.65%。2019 年 7 月，公司首个海外工厂在泰国工厂正式落成投产，一期已建成两条葵花籽类产品的自动化生产线，投产后年销售额预计在 10 亿泰铢左右，年利润预计达 1 亿泰铢；二期将引进国际先进的坚果类产品生产线，开拓坚果加工、贸易、品牌、分销业务。一方面，泰国工厂助力公司实现海外产品的海外直供，减少供应半径，缩短物流周期，提高产品新鲜度；另一方面，作为踏出品牌全球化新征程的重要一步，公司将泰国工厂定位为面向东南亚市场的桥头堡，加速实现公司产能的海外布局。海外市场以泰国生产厂为落脚点，辐射东南亚市场，有望实现渠道突破。未来随着泰国工厂产能的持续释放及全球战略布局的进一步落实，海外市场有望持续为公司贡献收入。

### 3.4 盈利预测

收入方面，受益于蓝袋和小黄袋持续放量及渠道扩张，我们预计葵花子产品 2020-2022 年收入增速分别为 13%、12%、10%；坚果产品 2020-2022 年收入增速分别为 35%、30%、25%。

毛利率方面，公司作为瓜子行业龙头具备提价能力，预计葵花子产品 2020-2022 年毛利率为 35.5%、35.7%、35.8%；坚果自动化率提升叠加规模效应，预计坚果产品 2020-2022 年毛利率为 28%、27%、27%。

表 16：公司分产品收入及毛利率预测明细

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
葵花子类	营收	25.04	28.09	33.02	37.31	41.79	45.97
	yoy	-1.22%	12.18%	17.55%	13.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	33.51%	35.17%	35.01%	35.50%	35.70%	35.80%
坚果类	营收	2.47	5.02	8.25	11.14	14.48	18.10
	yoy	128.70%	103.24%	64.34%	35.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	16.19%	19.12%	26.55%	28.00%	27.00%	27.00%
其他	营收	8.52	8.86	7.10	8.00	9.00	11.00
	yoy	-2.07%	3.99%	-19.86%	12.68%	12.50%	22.22%
	毛利率	23.24%	25.28%	32.96%	30.00%	31.00%	32.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

看好蓝袋和黄袋持续放量及渠道扩张带来的收入增量，我们预计公司 2020 年-2022 年实现收入 56.45、65.27、75.07 亿元，同比增长 16.70%、15.62%、15.01%，归母净利润为 7.09、8.11、9.15 亿元，同比增长 17.49%、14.40%、12.74%，EPS 为 1.40、1.60、1.80 元，给予 2021 年 35 倍估值，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 4. 风险提示

**原材料价格波动：**葵花籽等坚果原料的产量及质量受天气、环境等自然因素影响，价格波动导致盈利承压。

**市场竞争加剧：**坚果炒货行业竞争格局较为分散，若行业竞争加剧，公司增长或不及预期。

**食品安全问题：**食品安全问题将显著影响消费者购买意愿。

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表				单位: 百万元		利润表		单位: 百万元			
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	3425	3664	4410	5309	6112	营业收入	4197	4837	5645	6527	7507
货币资金	376	254	326	486	469	营业成本	2889	3228	3769	4365	5020
应收账款	180	225	255	295	339	营业税金及附加	46	46	62	72	83
其他应收款	4	5	6	7	8	营业费用	570	666	734	868	976
预付款项	16	47	85	129	179	管理费用	216	248	327	359	413
存货	1209	1390	1631	1890	2173	财务费用	-6	-16	-4	-4	-3
其他流动资产	1639	573	936	1333	1774	资产减值损失	7.27	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1703	1745	1705	1654	1606	公允价值变动收益	0.00	4.22	4.00	4.00	4.00
长期股权投资	157	156	156	156	156	投资净收益	87.20	53.69	96.60	106.00	87.00
固定资产	1018	1133	1194	1169	1143	营业利润	542	695	858	977	1109
无形资产	256	262	235	209	183	营业外收入	42.22	86.36	60.00	70.00	70.00
其他非流动资产	31	8	10	10	15	营业外支出	11.28	15.26	10.00	10.00	10.00
资产总计	5128	5409	6115	6963	7719	利润总额	573	766	908	1037	1169
流动负债合计	1720	1688	2129	2523	2766	所得税	131	162	191	218	245
短期借款	590	298	899	1117	1180	净利润	442	603	717	819	924
应付账款	509	554	630	730	825	少数股东损益	9	0	8	8	9
预收款项	136	204	260	325	400	归属母公司净利润	433	604	709	811	915
一年内到期的非流动	5	0	0	0	0	EBITDA	557	721	961	1084	1219
非流动负债合计	49	65	0	0	0	EPS (元)	0.85	1.19	1.40	1.60	1.80
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1769	1754	2129	2523	2766	成长能力					
少数股东权益	33	1	9	17	26	营业收入增长	16.50%	15.25%	16.70%	15.62%	15.01%
实收资本 (或股本)	507	507	507	507	507	营业利润增长	47.72%	28.29%	23.43%	13.91%	13.52%
资本公积	1584	1576	1576	1576	1576	归属于母公司净利	17.49%	39.44%	17.49%	14.40%	12.74%
未分配利润	975	1325	1360	1401	1447	获利能力					
归属母公司股东权益	3326	3654	4051	4497	5000	毛利率 (%)	40.27%	39.38%	33.24%	33.12%	33.12%
负债和所有者权益	5128	5409	6115	6963	7719	净利率 (%)	10.52%	12.48%	12.70%	12.55%	12.30%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	8.44%	11.16%	11.60%	11.65%	11.85%
						ROE (%)	13.01%	16.52%	17.50%	18.04%	18.29%
经营活动现金流	747	646	-115	252	303	偿债能力					
净利润	442	603	717	819	924	资产负债率 (%)	34%	32%	35%	36%	36%
折旧摊销	20.69	41.45	39.63	110.90	112.60	流动比率	1.99	2.17	2.07	2.10	2.21
财务费用	-6	-16	-4	-4	-3	速动比率	1.29	1.35	1.31	1.36	1.42
应付帐款的变化	0	0	-31	-40	-44	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	56	65	75	总资产周转率	0.86	0.92	0.98	1.00	1.02
投资活动现金流	-292	-153	33	50	26	应收账款周转率	23	24	24	24	24
公允价值变动收益	0	4	4	4	4	应付账款周转率	9.97	9.11	9.54	9.60	9.66
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	87	54	97	106	87	每股收益 (最新摊	0.85	1.19	1.40	1.60	1.80
筹资活动现金流	-324	-635	316	-142	-346	每股净现金流 (最新	0.26	-0.28	0.46	0.32	-0.03
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	6.56	7.21	7.99	8.87	9.86
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	57.82	41.43	35.31	30.86	27.38
资本公积增加	1	-8	0	0	0	P/B	7.53	6.85	6.18	5.57	5.01
现金净增加额	131	-141	234	160	-17	EV/EBITDA	45.36	34.81	26.64	23.68	21.13

## 分析师简介

### 张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游、免税及教育领域研究，现任大消费组组长。

### 姜倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526