

好想你(002582.sz)

快速扩张的“红色健康”小龙头

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010017

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511020009

枣加工龙头企业, 产品以健康情枣和精品红枣为主

公司08-10年营业收入分别为2.82亿元、4.08亿元和6.57亿元, 同比增长44.66%和61%, 复合增长为52.61%, 09年公司在枣产品市场占有率为1.8%, 位居第一, 其中, 健康情枣和精品红枣为收入的主要来源, 08-10年两者占主营业务收入比重分别为60.4%、66.32%和70%, 呈现逐年增加趋势。08年-10年净利润分别为3728万元、5147万元、9413万元。

公司投资看点: 特许经营销售模式+产品定位中高端+行业空间大

1) 公司主要营销渠道为以特许经营方式的连锁加盟店, 而竞争对手主要以商超为主, 2010年公司通过特许经营模式实现的销售收入占总销售收入的比为91.86%, 商场超市模式占比为4.80%, 直营模式比重为1.61%, 其他方式占比为1.72%。截至2010年12月31日止公司的直营专卖店有12家, 连锁专卖店有1807家。其中, 2010年新增613家, 09年新增486家, 08年新增305家。2) 08年-10年, 公司销售净利率较高, 分别为13.22%、12.61%和14.33%, 源于公司定位中高端, 产品主要以礼品形式较多。3) 目前枣类消费以原枣为主, 但预计未来加工品发展速度更快。09年原枣、粗加工产品、深加工产品销售额分别为207.7亿元、23.4亿元和12.6亿元, 三者占市场份额分别为85%、10%和5%。从05年0-09年历史增速看, 深加工的增速最快, 连续3年增速超过30%, 而原枣增速基本维持在20%左右, 根据预测, 至2014年枣深加工销售额将达到33.5亿元, 而公司2010年销售收入不到7亿元, 公司未来成长空间较大。

盈利预测与估值: 建议申购价为 60 元左右

预计 11-13 年摊薄之后 EPS 为 1.89 元、2.66 元、3.39 元, 按照 2011 年 30-35 倍 PE 测算, 估值为 56 元-66 元, 建议申购价格区间为 60 元左右。

风险提示: 食品安全问题; 枣价格波动风险; 加盟连锁店大规模退出。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	408.09	657.06	891.04	1249.20	1618.63
增长率(%)	44.66%	61.01%	35.61%	40.20%	29.57%
EBITDA(百万元)	76.68	131.40	162.48	221.61	284.35
净利润(百万元)	51.49	94.13	139.24	196.28	250.06
增长率(%)	38.10%	82.82%	47.93%	40.96%	27.40%
每股收益(元)	0.93	1.71	1.89	2.66	3.39

数据来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	60.00 元
上市价格	60.00 元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	73.8/18.6
主要股东:	石聚彬
主要股东持股比例	40.5667%

财务比率

ROE	33.74%
ROA	19.18%
资产负债率	62.96%
每股净资产(元)	5.05

2010 年报数据

发行信息:

发行价格(元)	60.00
主承销商:	招商证券股份有限公司
发行市盈率	34.68

目录索引

一、公司基本情况：枣深加工龙头企业	3
（一）股权结构：管理层绝对控股	3
（二）公司独特运营模式：以特许经营为主	3
（三）经营情况：收入和利润快速增长，主营健康情枣和精品红枣	5
（四）公司竞争对手情况：09 年市占率为 1.8%，位居第一	7
（五）公司上游采购情况：与农户签订意向采购协议为主	7
二、行业分析：“红色”健康，前景广阔	8
（一）枣树种植面积和枣产量仍将较快增长	8
（二）未来行业特点：深加工产品扩容速度最快，市场需求开拓空间大	9
（三）推动行业发展的因素：政策支持+下游行业需求增长推动	10
三、募投项目：解决产能瓶颈，优化产品结构	11
四、盈利预测与估值分析：合理估值为 60 元左右	12
五、风险提示	13

图表索引

图表 1：公司股权结构图	3
图表 2：2010 年公司销售渠道占比情况	4
图表 3：近三年新增连锁店对当前收入和利润贡献情况	4
图表 4：公司近三年加盟连锁专卖店增减家数情况（单位：家）	4
图表 5：2010 年公司各主要产品占收入比重	6
图表 6：近三年公司收入和利润增长情况	6
图表 9：公司主要产品产能分布情况	6
图表 10：2009 年我国枣产品市场竞争格局	7
图表 11 近四年公司采购数量区域占比情况	8
图表 12：历年我国枣树种植面积及增速情况	9
图表 13：历年我国枣产量以及增速情况	9
图表 14：未来我国枣产量以及增速情况预测	9
图表 15：09 年我国原枣、深加工及粗加工销售额及占比（亿元，%）	10
图表 16：05-09 年我国枣市场不同产品增长率	10
图表 17：我国枣市场不同产品增速预测	10
图表 18：我国枣市场需求量预测	10
图表 19：募投项目情况	12
图表 20：募投项目各产品新增产能情况	12
图表 21：募投项目主要指标分析	12
图表 22：公司各类产品盈利预测假设	13
图表 23：2010 年以来食品饮料板块公司上市首日涨跌幅情况	13

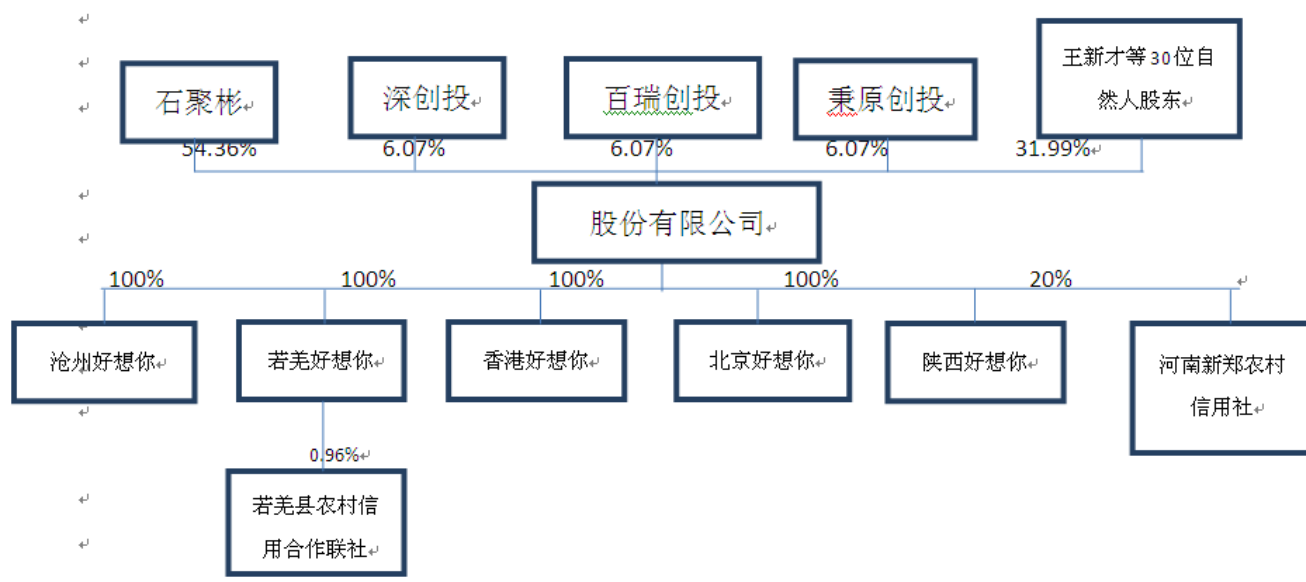
一、公司基本情况：枣深加工龙头企业

公司成立于1997年9月24日，主要从事红枣系列产品的研发、生产和连锁销售，红枣销量位居行业第一，公司目前的产品分为十大系列，覆盖230种单品。

（一）股权结构：管理层绝对控股

发行前，公司管理层持有股份为86.35%，实际控制人石聚彬担任公司董事长兼总经理，直接持有公司54.3563%的股权，此外，深创投和百瑞创投为公司第二大股东，合计持有公司股份12.14%，公司还有另一创投股东即秉原创投持有股份1.52%。本次发行以后，公司实际控制人石聚彬将直接持有公司股份为40.6567%，公司原管理层持股比例将稀释为64.582%。

图表 1：公司股权结构图



数据来源：招股说明书

（二）公司独特运营模式：以特许经营为主

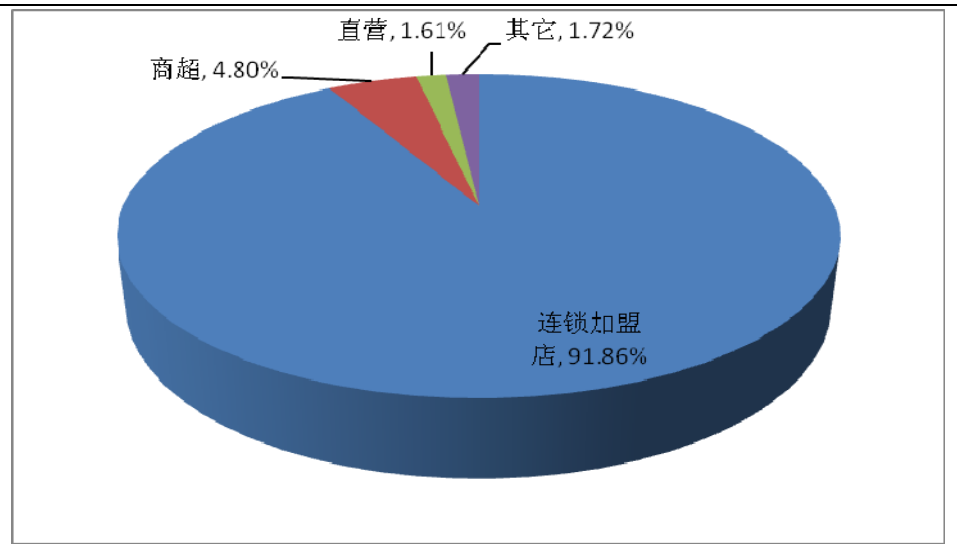
食品销售通过经销商或者大卖场的比重较多，但公司主要营销渠道是以特许经营方式的连锁加盟店的渠道，2010年通过特许经营模式实现的销售收入占总销售收入的比为91.86%，通过商场超市模式比重仅为4.80%，直营模式比重为1.61%，其他方式占比为1.72%。

截至2010年12月31日止公司的直营专卖店有12家，连锁专卖店有1807家。其中，2010年新增加613家，09年新增486家，08年新增305家，与此同时，08-10年每年减少的家数也在增加，分别为13家、18家和33家，公司与被特许经营商签订的特许经营合同期限一般为1年，合同到期后公司根据被特许经营商的销售业绩以及对公司管理制度的执行情况对被特许经营商进行优胜劣汰的调整。另外，从区域来看，广东省加盟店数量已跃居第二，仅次于公司的发家地河南省，仅2010年就新

增105家，总数为196家。

最后，值得一提的是，公司当年新增加盟店对销售收入和利润贡献不大，仅在10%左右，08-10年收入占比分别为10.45%、10.19%和8.85%，但公司近三年收入高速增长，意味着新加盟的店将贡献11年或者12年的销售收入，支撑公司未来继续快速发展。

图表 2： 2010 年公司销售渠道占比情况



数据来源：招股说明书

图表 3： 近三年新增连锁店对当前收入和利润贡献情况

项目	期末连锁店总数(家)	当期新增连锁店数(家)	总销售收入(万元)	营业利润总额(万元)	当期新增连锁店对销售收入的贡献额(万元)	当期新增连锁店对销售收入的贡献比率	当期新增加盟店对营业利润的贡献额(万元)	当期新增连锁店对营业利润的贡献比率
2008 年	771	305	28,211.46	3,354.70	2,870.46	10.17%	341.33	10.17%
2009 年	1,239	486	40,809.31	5,201.76	4,466.75	10.95%	569.35	10.95%
2010 年	1,819	613	65,705.54	9,035.69	5,818.12	8.85%	800.1	8.85%

数据来源：招股说明书

图表 4： 公司近三年加盟连锁专卖店增减家数情况（单位：家）

地区	2008 年				2009 年			2010 年		
	年初	增加	减少	年末	增加	减少	年末	增加	减少	年末
河南省	82	28	-	110	39	-	149	81	2	228
广东省	16	14	1	29	65	2	92	105	1	196
浙江省	100	17	1	116	37	3	150	20	1	169
湖北省	50	31	2	79	32	1	110	35	0	145
湖南省	52	25	1	76	23	-	99	27	2	124
江苏省	34	19	2	51	36	2	85	39	1	123
江西省	18	15	-	33	22	1	54	26	1	79
福建省	26	13	-	39	10	-	49	19	1	67

广西	19	10	1	28	15	1	42	21	1	62
山东省	11	9	1	19	28	2	45	17	1	61
河北省	8	28	1	35	19	1	53	8	2	59
安徽省	3	15	-	18	17	-	35	26	2	59
辽宁省	18	9	-	27	22	1	48	11	1	58
北京市	1	14	-	15	16	1	30	24	1	53
四川省	4	12	1	15	16	1	30	20	2	48
云南省	7	-	-	7	17	-	24	20	2	42
上海市	11	8	-	19	6	-	25	16	0	41
吉林省	6	11	1	16	12	1	27	6	1	32
黑龙江省	2	10	1	11	11	1	21	12	2	31
重庆市	-	5	-	5	3	-	8	23	0	31
内蒙古	1	1	-	2	9	-	11	13	2	22
新疆	4	2	-	6	8	-	14	4	1	17
山西省	-	1	-	1	6	-	7	11	2	16
天津市	5	3	-	8	2	-	10	5	0	15
贵州省	1	4	-	5	4	-	9	5	1	13
海南省	-	-	-	-	4	-	4	6	1	9
陕西省	-	-	-	-	1	-	1	4	0	5
西藏	-	-	-	-	-	-	-	5	0	5
甘肃省	-	1	-	1	2	-	3	2	1	4
青海省	-	-	-	-	3	-	3	1	0	4
香港	-	-	-	-	1	-	1	0	0	1
宁夏	-	-	-	-	-	-	-	1	1	0
合计	479	305	13	771	486	18	1239	613	33	1819

数据来源：招股说明书

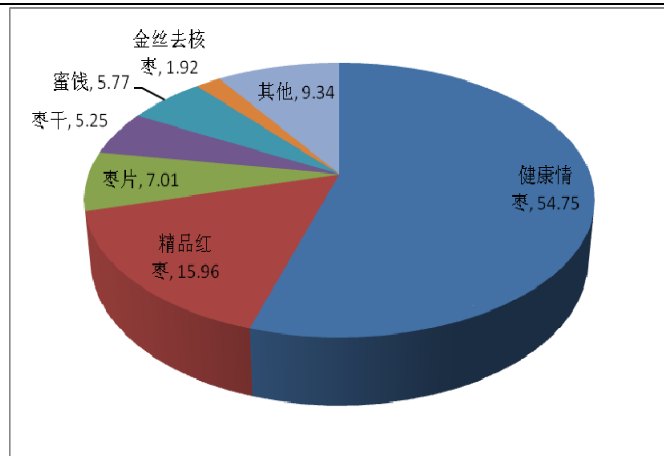
（三）经营情况：收入和利润快速增长，主营健康情枣和精品红枣

公司08-10年营业收入分别为2.82亿元、4.08亿元和6.57亿元，09年和10年同比增速分别为44.66%和61%，增速实现较快增长，其中，健康情枣和精品红枣是公司收入的主要来源，08-10年两者占主营业务收入比重分别为60.4%、66.32%和70%，并呈现逐年增加趋势。公司近三年净利润稳步增长，分别为3728万元、5147万元、9413万元。

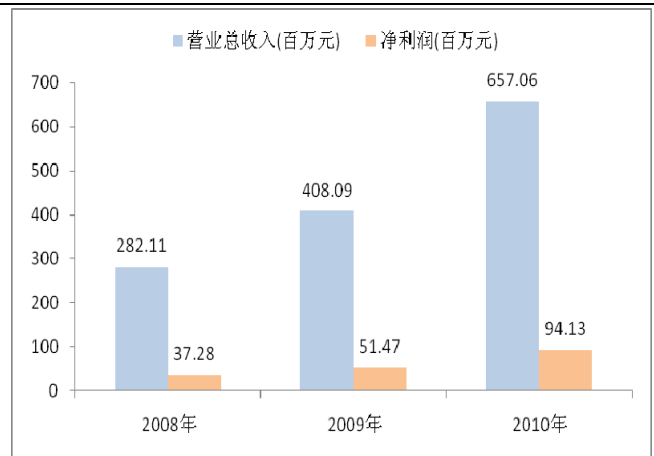
公司综合毛利率基本保持稳定并呈上升趋势，2008年-2010年末公司综合毛利率分别为23.68%、24.06%和26.59%，销售净利率分别为13.22%、12.61%和14.33%。

公司销售费用率、管理费用率和财务费用率有所分化，其中，财务费用率较为稳定，连续三年在2.2%附近，而销售费用率略有下降，管理费用率略有上升。

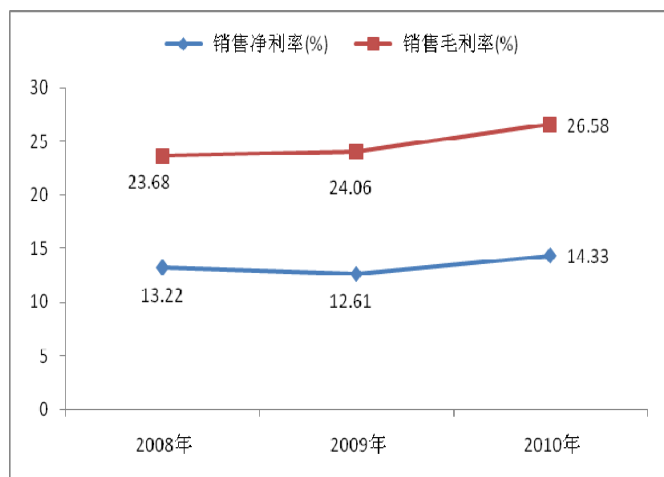
图表 5： 2010 年公司各主要产品占收入比重



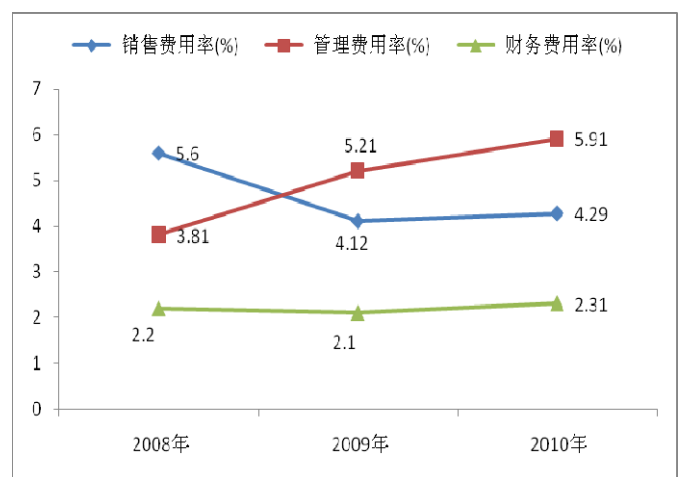
图表 6： 近三年公司收入和利润增长情况



图表 7： 公司近三年销售净利率和销售毛利率



图表 8： 公司近三年三大费用率情况



数据来源：招股说明书

此前公司仅有河南新郑一个生产基地，现已扩展到河南新郑、河北沧州、新疆若羌、新疆阿克苏四个生产基地。

图表 9： 公司主要产品产能分布情况

主要产品	母公司产能	沧州好想你产能	若羌好想你产能
健康情枣系列	6,000	-	800
精品系列	1,000	-	500
枣片系列	1,200	-	-
枣干系列	800	-	50
蜜饯	1,600	150	50
新郑红系列	1,200	-	-
金丝去核系列	-	1,500	-
鸡心枣系列	150	150	-
焦枣系列	200	200	-
其他	350	-	100
合计	12,500	2,000	1,500

数据来源：招股说明书

（四）公司竞争对手情况：09年市占率为1.8%，位居第一

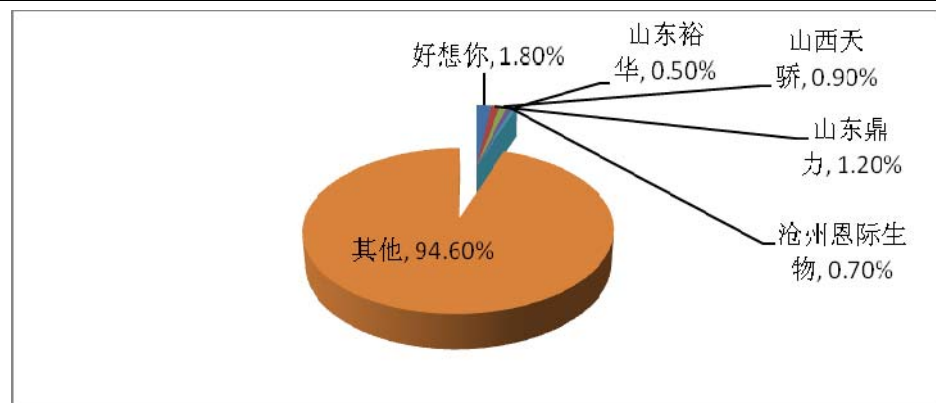
目前中国枣产品生产企业多达数千家，行业集中度较低。枣类深加工产品市场上，公司主要竞争对手包括山东鼎力枣业食品有限公司、沧州恩际生物制品有限公司、山西天骄食业有限公司、山东裕华集团农业有限公司等龙头企业。根据招股说明书提供的数据，09年我国枣产品市场份额中，公司占据1.8%，位居第一，而山东鼎力位居第二，市占率为1.2%，排名前五的市场份额加总不超过6%，说明行业集中度较低。

山东鼎力枣业食品有限公司：金丝小枣系列制品为主，有金丝小枣汁饮料、金丝阿胶枣、水晶枣、灭菌免洗枣、保鲜枣、枣啤酒、枣粉、枣红色素等。

山西天骄食业有限公司：金丝小枣系列制品规模最大，有枣饮料、枣酒、枣醋、枣酱、参杞枣、干鲜枣等八大系列近百个品种的红枣系列产品，拥有品牌“天娇红”及专利产品“精装瓷坛骏枣”。

沧州恩际生物制品有限公司：以金丝小枣为主，有浓缩枣汁、浓缩酸枣汁、环磷酸腺苷提取液、红枣提取液、枣糖浆、枣膳食纤维、红枣粉、红枣多糖、红枣酊等。产品加工率和科技含量高，采用生物技术开发研制的值AG衍生源、恩丽蓓、枣环磷酸腺苷提取液、枣膳食纤维等产品为国内首创。

图表 10： 2009 年我国枣产品市场竞争格局



数据来源：招股说明书

（五）公司上游采购情况：与农户签订意向采购协议为主

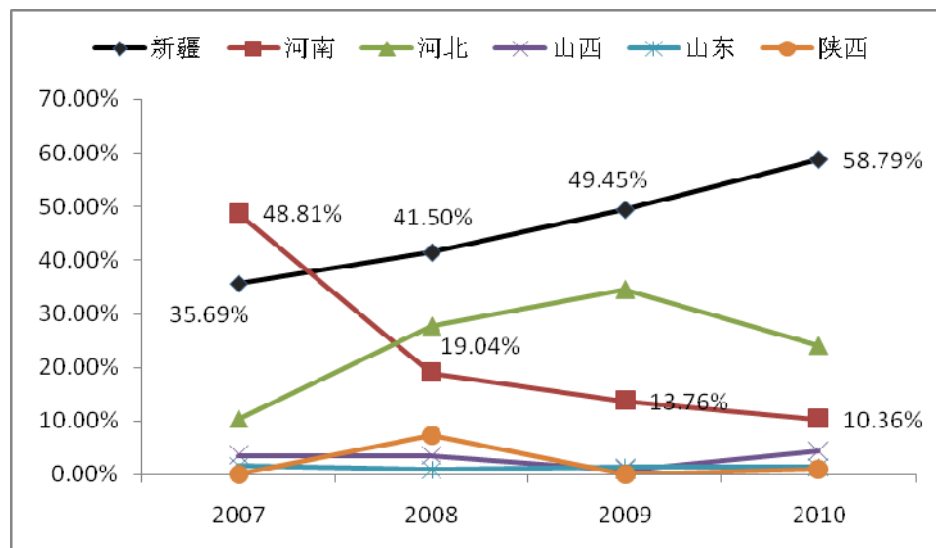
在2008年，市场化自由收购模式是公司的主要收购模式，但在2009年-2010年意向性协议收购模式成为公司主要收购模式，即公司每年在红枣成熟前与大面积种植的农户签订意向性收购协议，在价格相同的情况下公司具有优先收购权，保证公司枣源。但意向性协议需要提前支付订金，会加重公司的财务负担，意向性协议也只有在价格相同时才具有优先收购权，若竞争对手采取高价收购的政策，意向性协议的优先权就失效。

公司一方面与农户签订长期限的意向采购协议，另一方面也尝试通过自身建立红枣种植基地的方式，保证红枣供应，目前公司已分别与孟庄镇寺后张村民委员会、孟庄镇寺西王村民委员会和孟庄镇口张村民委员会分别签署了《农村土地承包经营权流转合同》，租赁共计1,800多亩土地用于种植基地。此外，公司有2150亩的示

范基地来指导农户种植出高品质的红枣。

公司采购区域已由河南延伸到新疆、河北、山西、陕西、山东等全国几个主要的产枣区，公司已在各个区域建立起成熟的采购渠道。

图表 11： 近四年公司采购数量区域占比情况



数据来源：招股说明书

二、行业分析：“红色”健康，前景广阔

（一）枣树种植面积和枣产量仍将较快增长

近年来，我国枣树种植面积和枣产量增速均较快，中国农业年鉴显示，我国枣树面积由2004年的119.6万公顷，快速增长到2009年种植面积约195万公顷，年均增长速度近10%；2009年，中国市场枣产量总计达到436.90万吨，比2008年的363.40万吨增长了20.20%。究其原因：

1) 红枣作为健康食品，符合现代“药补不如食补”的健康消费理念。红枣，作为“五果”（桃、李、梅、杏、枣）之一，历史悠久，其最突出的特点是维生素含量高，具有“天然维生素丸”的美誉。

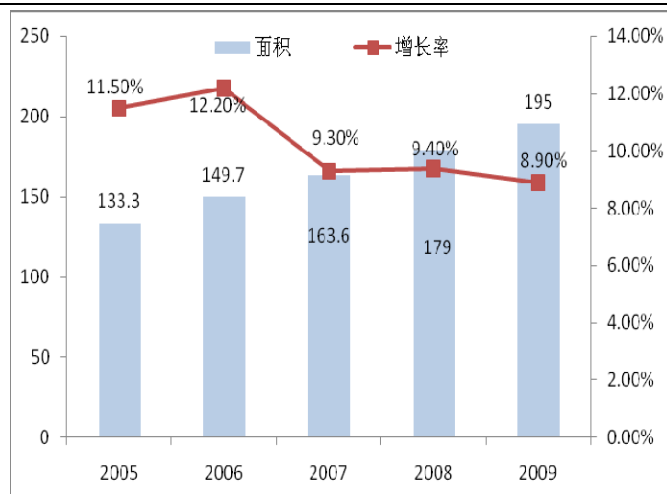
2) 枣树素有“铁杆庄稼”之称，具有耐旱、耐涝的特性，是发展节水型林果业的首选良种。

3) 枣树寿命长，大部分优良枣树品种，当年栽苗、当年即可见果，二三年丰产，亩产值万元上下，枣树经济寿命长达60-80年，间作套种还可实现立体收益。

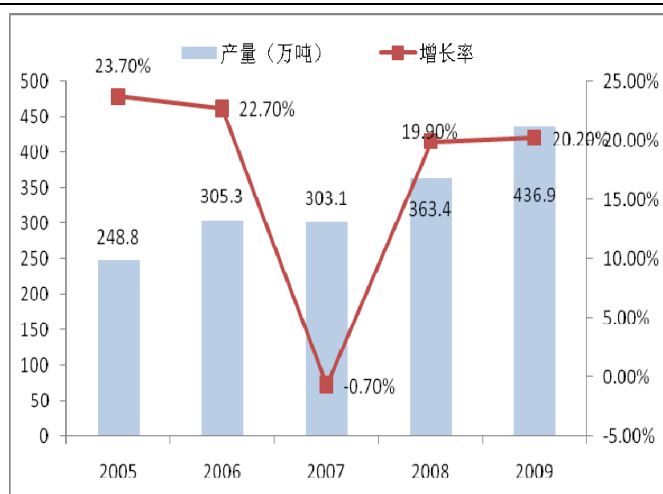
根据伴随国家富农惠农政策的逐步落实，我国枣树种植的技术水平和管理水平将不断提升，同时伴随下游市场需求持续增长的有效拉动，中国枣树种植行业将会保持相对快速的增长。根据招股说明书披露，赛迪顾问预计未来五年

（2010-2014年），随着枣树培栽技术的进步及培栽面积的扩大，中国枣产量还将保持快速增长，复合增长率达16.10%，到2014年产量预计达到942.60万吨。

图表 12： 历年我国枣树种植面积及增速情况

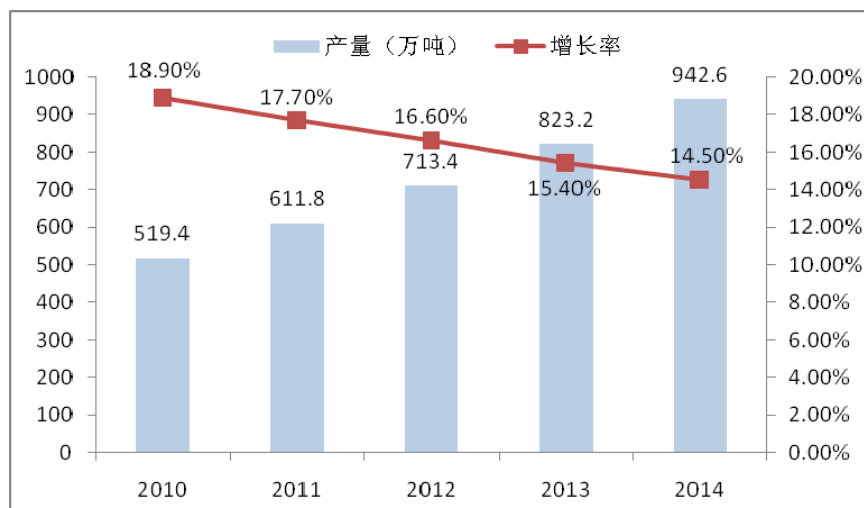


图表 13： 历年我国枣产量以及增速情况



数据来源：招股说明书

图表 14： 未来我国枣产量以及增速情况预测



数据来源：招股说明书

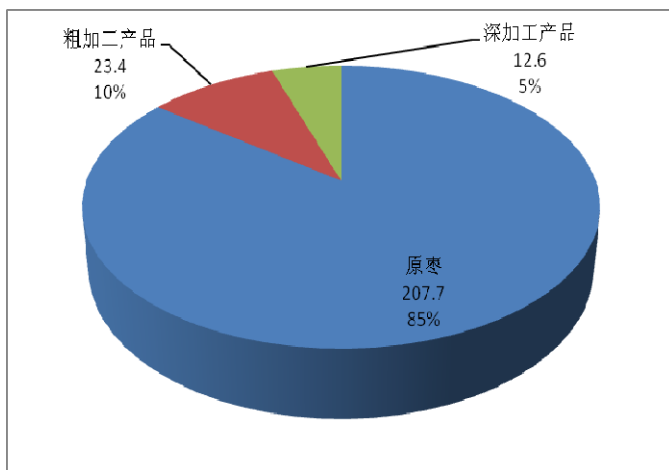
（二）未来行业特点：深加工产品扩容速度最快，市场需求开拓空间大

目前枣类消费以原枣为主，但预计未来加工品发展速度更快。2009年原枣、粗加工产品、深加工产品销售额分别为207.7亿元、23.4亿元和12.6亿元，同比增速分别是19.2%、24%、37.3%，三者占市场份额分别为85%、10%和5%。从05年0-09年历史增速看，深加工的增速最快，连续3年增速超过30%，而原枣增速基本维持在20%左右，根据预测，至2014年枣深加工销售额将达到33.5亿元，而公司2010年销售收入不到7亿元，公司未来成长空间较大。

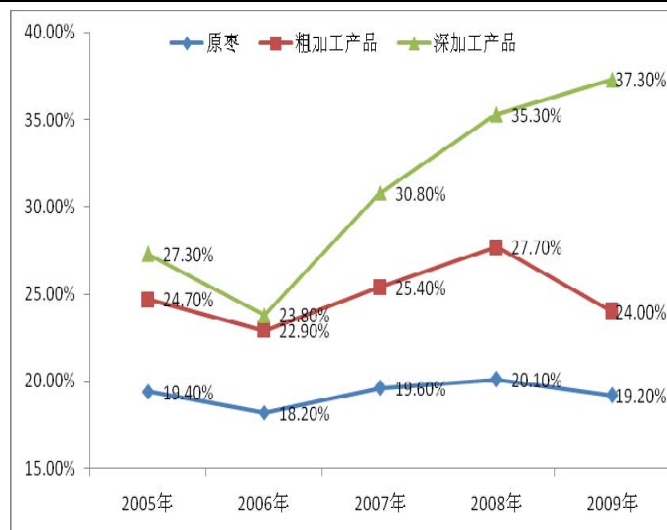
枣产品的供应量和市场需求相比，仍存在供不应求的现象，尤其是市场上高档优质的枣产品比例较低，市场需求远大于供应量。据估计，2009年枣产品国内需求量约为500万吨左右，而枣产量只有436万吨，缺口达到60多万吨。未来枣产品的

需求量将保持10%左右的年增长率，尤其是部分优良品种和高档深加工品，需求的增长率超过20%。

图表 15：09 年我国原枣、深加工及粗加工销售额及占比（亿元，%）

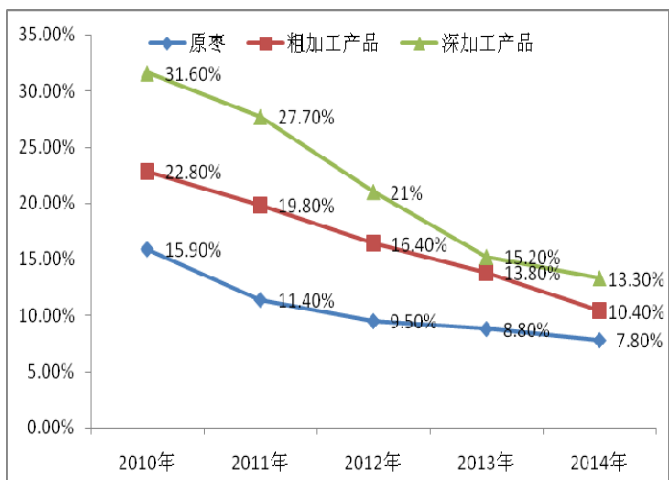


图表 16：05-09 年我国枣市场不同产品增长率

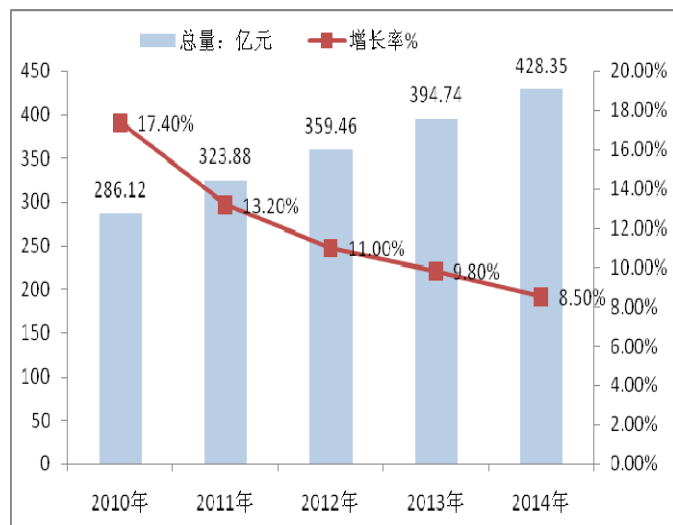


数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

图表 17：我国枣市场不同产品增速预测



图表 18：我国枣市场需求量预测



数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

此外，从区域来看，干枣产品的主要需求来自长江以南地区，如江浙地区、广东等，其次是东北地区，而深加工产品的需求则来自全国各地。目前中国枣产业对海外市场的拓展很少，出口销售主要集中在华人地区，海外市场的潜在需求还没有挖掘出来。随着保鲜技术和加工技术的进步，龙头企业对海外市场拓展力度的加大，通过鲜枣和深加工品进入国际市场，有望激活海外市场的需求。

（三）推动行业发展的因素：政策支持+下游行业需求增长推动

有利因素：政策推动深加工、下游需求增加

1) **政策支持农产品深加工。**《中共中央国务院关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》(2007年中央一号文件)中多处体现对农产品深加工行业尤其是农产品产业化龙头企业发展的政策扶持。因此,在枣的主产区,各地政府制定配套优惠政策为枣产业发展提供优良环境。

2) **枣类深加工产品属于绿色食品**,由于其丰富的营养价值以及食疗价值,具备食品功能与保健功能双重属性,在消费类食品市场上具有独特的竞争优势,市场规模不断扩大。

3) **枣产品深化推动行业前行。**长期以来,我国枣产品的消费90%以上都是干枣,随着枣产品市场的不断发展,枣产品的生产结构和消费结构都发生了较大变化。从90年代中期以来,枣饮料、枣酒、枣粉、枣片、果酱、香精等的深加工品大量涌现。目前,市场上枣产品逐渐丰富,既有传统的干枣、蜜枣等,也有各类型的深加工产品,鲜枣的消费也不断增加。多样化的产品结构有助于满足消费者各种各样的需求,能够更好的促进产业快速发展。

不利因素：消费者认知需要时间

1) **产业整体市场开拓能力较弱。**长期以来,枣产业还存在重视产中,忽视产前和产后的问题,产后销售的问题一直阻碍产业的发展,海外市场一直没能得到有效拓展。国内市场仅有少数厂商拥有自己的销售网络,行业总体市场开拓能力不足。

2) **虽然部分龙头企业在技术创新方面的投入较大,但中国枣产业整体技术含量偏低。**在种植方面,新技术的引入不足导致优良品种较少;在采后商品化处理方面,存在大量采后处理技术落后的手工作坊,而先进加工、包装、贮藏技术未能大规模推广,导致市场上枣产品质量参差不齐。

三、募投项目：解决产能瓶颈，优化产品结构

公司此次上市募集资金主要为扩建年产8000吨红枣系列产品深加工项目,分别位于河南郑州国际机场工业区(年产4400吨)与新疆阿克苏市市南工业园区(年产3600吨),建设期为2年,其中,截至2010年12月31日,新郑项目已有两间车间已完成施工,尚未进行设备安装;阿克苏项目已有综合办公楼、两间车间和一间冷库(5000吨)已完成建设,即意味着2011年项目实施进展已进入第二年,预计第三年可达产60%,第四年80%,第五年85%,达到稳产,全部项目达产后,公司总产能从现有的1.6万吨增加到2.4万吨,其中,枣片新增1200吨至2400吨,枣博士新增300吨至520吨,健康情枣新增6000吨至1.28万吨,新增500吨大枣多糖产能,进一步增加公司重点产品健康情枣,同时增加高端产品枣博士。

募集资金完全投产后,公司将新增销售收入47821万元,新增税后净利润8039万元,每年新增固定资产折旧1051万元。

此外,公司2010年销售收入同比增长61%,而原材料枣的采购数量却有所下降,2010年枣采购数量为20156万吨,低于2009年21381吨总采购数量,主要原因为2010年枣价格上涨,而公司采购期为9-11月,采购资金较为紧张,如果公司成功上市募集资金后,超募资金也将缓解部分枣采购资金紧张局面,有利于公司销售收入规模进一步扩大。

图表 19：募投项目情况

项目	投资总额（万元）	预计销售收入（万元）	建设周期	项目进展情况（截至 2010 年 12 月 31 日）
新郑深加工建设项目 （4400 吨）	16663.76	28798	2 年	已有两间车间已完成施工，尚未进行设备安装
阿克苏深加工建设项目 （3600 吨）	11986.18	19023	2 年	已有综合办公楼、两间车间和一间冷库（5000 吨）完成建设
合计	28649.94	47821		

数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

图表 20：募投项目各产品新增产能情况

产品	枣片	枣博士	健康情	大枣多糖	合计
现有产能	1200	220	6800	----	8200
募投增加产能	1200	300	6000	500	8000
合计	2400	520	12800	500	16200

数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

图表 21：募投项目主要指标分析

主要指标	4400 吨新郑项目	3600 吨阿克苏项目
年销售收入（万元）	28798	19023
年税后利润（万元）	4878	3162
投资回收期（年，税后）	5.96	6.22
销售净利率（%）	16.94	16.62
内含报酬率（%）	24.58	22.66
每年折旧和摊销（万元）	595.5	456

数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

四、盈利预测与估值分析：合理估值为60元左右

关键假设：第一、募投项目在2012年开始达产，且在新增产能达产前，公司进一步挖掘现有产能，使其产能利用率提升；第二、公司各产品毛利率保持稳定；第三、加盟店逐年贡献收入；第四、公司享受的优惠补助可持续。测算各产品销售收入结果如下表：

图表 22：公司各类产品盈利预测假设

销售收入	2010A	2011E	2012E	2013E
健康情枣	358.78	513.1	754.2	1009.9
精品红枣	104.55	149.5	219.8	294.3
枣片	45.90	57.8	85.0	113.8
枣干	34.40	39.7	45.9	52.0
蜜饯	37.81	45.8	50.4	52.0
金丝去核枣	12.56	14.5	16.0	16.5
其他	61.18	70.7	77.9	80.2
合计（万元）	655.17	891.04	1249.20	1618.63

数据来源：广发证券发展研究中心

预计11-13年摊薄之后EPS为1.89元、2.66元、3.39元，按照2011年30-35倍PE测算，估值为56.7元-66.1元，考虑近期市场对经济增速减缓担忧以及资金面紧张未趋缓，大盘承压，使得新股上市表现不如前期，建议申购价格区间为60元左右。

图表 23：2010 年以来食品饮料板块公司上市首日涨跌幅情况

代码	名称	上市日期	发行价格	首日涨跌幅 (%)	换手率 (%)	市盈率
002570.SZ	贝因美	2011-04-12	42	-0.05	52.53	42.03
002557.SZ	洽洽食品	2011-03-02	40	-4.45	30.23	50.59
002568.SZ	百润股份	2011-03-25	26	29.27	86.48	62.82
300149.SZ	量子高科	2010-12-22	28	51.46	72.84	98.90
300146.SZ	汤臣倍健	2010-12-15	110	33.44	81.12	79.95
002515.SZ	金字火腿	2010-12-03	34	83.47	85.14	92.99
002507.SZ	涪陵榨菜	2010-11-23	13.99	191.64	89.99	106.95
002495.SZ	佳隆股份	2010-11-02	32	5.66	57.26	58.02
002481.SZ	双塔食品	2010-09-21	39.8	13.99	71.26	94.11
002461.SZ	珠江啤酒	2010-08-18	5.8	177.24	91.07	117.98
002387.SZ	黑牛食品	2010-04-13	27	114.59	82.60	106.20
002365.SZ	永安药业	2010-03-05	31	40.48	73.22	198.04
002330.SZ	得利斯	2010-01-06	13.18	81.94	82.89	124.57
002329.SZ	皇氏乳业	2010-01-06	20.1	43.08	72.66	51.91

数据来源：Wind资讯，广发证券研发中心

五、风险提示

食品安全问题，枣价格异常波动，加盟店大规模退出。

资产负债表

单位：百万元

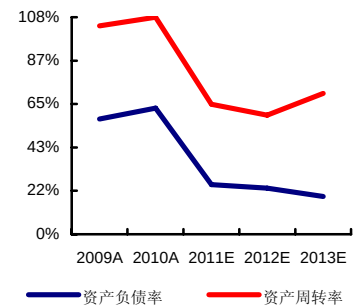
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	278	506	1,753	1,858	2,071
货币资金	19	56	1,311	1,200	1,227
应收及预付	39	51	51	87	118
存货	220	399	391	571	726
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	181	248	242	346	331
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	128	200	182	232	208
在建工程	29	16	26	76	81
无形资产	20	27	30	33	37
其他称其资产	0	0	0	0	0
资产总计	460	753	1,995	2,203	2,402
流动负债	198	379	432	444	392
短期借款	128	288	277	230	139
应付及预收	70	91	155	214	253
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	66	96	62	62	62
长期借款	48	62	62	62	62
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	34	0	0	0
负债合计	264	474	494	506	455
股本	55	55	74	74	74
资本公积	113	113	1,178	1,178	1,178
留存收益	27	111	250	446	696
归属母公司股东权益	195	279	1,501	1,698	1,948
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	460	753	1,995	2,203	2,402

利润表

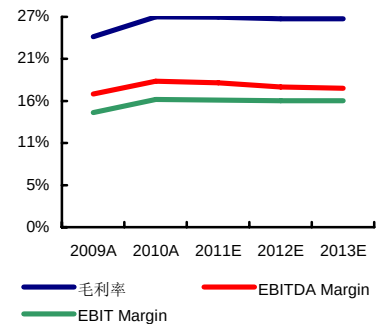
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	408	657	891	1249	1619
营业成本	310	482	654	920	1192
营业税金及附加	1	2	2	3	4
销售费用	17	28	42	54	72
管理费用	21	39	50	72	91
财务费用	9	15	0	-3	-2
资产减值损失	-1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
营业利润	52	90	144	203	262
营业外收入	7	17	12	14	13
营业外支出	0	6	6	6	6
利润总额	59	101	150	211	269
所得税	7	7	10	15	19
净利润	51	94	139	196	250
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	51	94	139	196	250
EBITDA	69	121	162	222	284
EPS (元)	0.93	1.71	1.89	2.66	3.39

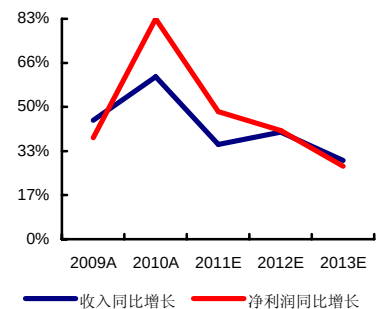
资产负债率趋势



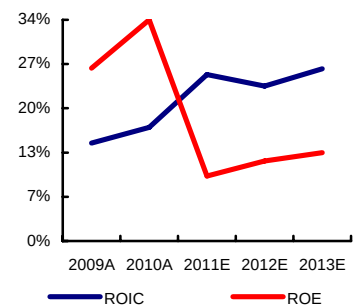
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

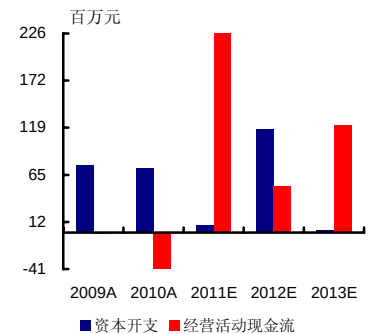
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-2	-41	226	53	122
净利润	51	94	139	196	250
折旧摊销	10	15	19	22	26
营运资金变动	-70	-164	73	-157	-146
其它	7	13	-6	-9	-8
投资活动现金流	-76	-73	-8	-117	-3
资本支出	-76	-73	-9	-117	-3
投资变动	0	-1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	73	152	1,037	-47	-91
银行借款	180	463	-11	-47	-91
债券融资	-114	-289	-34	0	0
股权融资	15	0	1,083	0	0
其他	-9	-22	-1	0	0
现金净增加额	-5	37	1,255	-111	28
期初现金余额	24	19	56	1,311	1,200
期末现金余额	19	56	1,311	1,200	1,227

主要财务比率

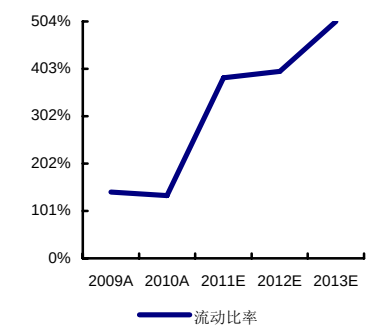
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	44.7%	61.0%	35.6%	40.2%	29.6%
营业利润	55.1%	73.7%	59.2%	40.9%	29.1%
归属于母公司净利润	38.1%	82.8%	47.9%	41.0%	27.4%
获利能力					
毛利率	24.1%	26.6%	26.6%	26.3%	26.3%
净利率	12.6%	14.3%	15.6%	15.7%	15.4%
ROE	26.4%	33.7%	9.3%	11.6%	12.8%
ROIC	14.9%	17.3%	25.4%	23.6%	26.3%
偿债能力					
资产负债率	57.5%	63.0%	24.8%	23.0%	18.9%
净负债比率	80.5%	105.5%	-64.7%	-53.5%	-52.7%
流动比率	1.41	1.34	4.06	4.19	5.28
速动比率	0.21	0.25	3.12	2.85	3.35
营运能力					
总资产周转率	1.04	1.08	0.65	0.60	0.70
应收账款周转率	22.49	26.06	26.06	26.06	26.06
存货周转率	1.80	1.56	1.67	1.61	1.64
每股指标 (元)					
每股收益	0.93	1.71	1.89	2.66	3.39
每股经营现金流	-0.03	-0.75	3.06	0.72	1.65
每股净资产	3.54	5.05	20.34	23.00	26.39
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	2.3	2.4	-6.0	-4.1	-3.6

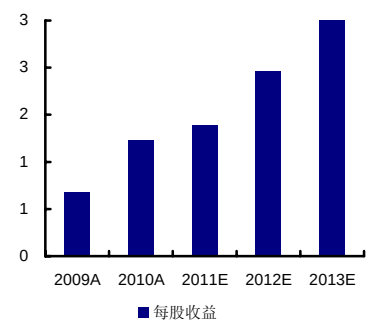
资本开支与经营活动现金流



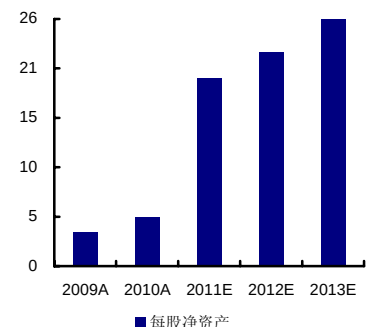
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发食品饮料研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。