

湘财证券研究所
农业行业

沈斌魁 分析师

执业编号：S0500511030001

Tel: 021-68634510-8830

 E-Mail: sbk3084@xcsc.com
发行上市资料
股本结构

发行后股本： 7380 万股

发行股本： 5520 万股

占发行后股本比例：25.20%

股票价格

建议询价区间：55.7-67.6 元

发行情况

发行数量： 1860 万股

网下发行数量： 372 万股

网上发行数量： 1488 万股

网下缴款时间： 5 月 12 日

网上申购时间： 5 月 12 日

主承销商： 招商证券

投资要点

q “好想你”是国内红枣行业的龙头企业。公司为国家重点农业产业化龙头企业，主要从事红枣系列产品研发、生产和连锁销售。公司已建立了较为完善的产品线，能生产十大系列230多个单品的产品，拥有全国1800多家连锁专卖店及其他销售网络。2009年，公司生产各类枣产品共8890吨，实现营业收入达4亿元，红枣加工、销售行业排名第一，2010年，公司产量已达1.2万吨，销售收入达6.5亿元。

q 红枣行业集中度整体较低，市场产品仍以原枣及粗加工产品为主，公司有望凭借自身优势继续领跑红枣行业，并将受益于行业集中度的不断提高以及枣产品深加工产品比重的提高。目前国内红枣产品企业数量多达数千家，占据枣产品市场较大份额的大型龙头企业较少，市场竞争激烈。2009年排名前五位的龙头企业枣产品市场占有率合计为5.4%、深加工枣产品市场占有率合计为30.2%，公司市场占有率分别为1.8%、11.6%。与国内绝大多数红枣行业企业相比，公司具有品牌、规模、产业链完整、产品齐全、团队创新能力强、技术先进等优势，我们认为整个枣产品市场的深加工产品份额将不断扩大，未来掌握品牌、技术及渠道优势的大型枣产品加工企业将抢占市场更大的份额。

q 自创品牌助推销售，特许经营助推连锁加盟扩张。目前公司通过特许经营模式拥有连锁加盟专卖店数量达2000多家，依靠其自创品牌“好想你”的美誉，公司专卖店销售收入快速增长。2010年公司通过特许经营模式实现的销售收入占销售收入比为91.86%。专卖店良好的收益情况将刺激被特许经营经销商加快开店步伐，我们预计年公司专卖店数量年底增至2600家，随着专卖店数量的快速增长，公司盈利能力将大幅提升。

q 建议询价区间 22.20-25.90 元。我们预计好想你 11、12、13 年的 EPS 分别为 1.69、2.47 和 3.6 元。可比公司有涪陵榨菜、皇氏乳业、金子火腿，这三家公司对应 5 月 6 日股价的 PE 分别为 42、79、47 倍。我们认为公司未来几年发展仍将保持较快增速，因此给予公司 2011 年动态 PE 应在 35 倍左右，建议询价区间为 55.7-67.6 元。

q 风险提示。公司虽然已在主要红枣种植产地进行生产基地布局并配合调价政策规避原料价格上涨风险，但仍无法完全规避原材料上涨的风险，如红枣价格大幅上涨，而成本无法完全转嫁至消费者，则仍可能影响到公司盈利水平。

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	657	984	1501	2129
收入同比(%)	61.01%	49.68%	52.59%	41.88%
归属母公司净利润	101.16	138.49	203.46	295.21
净利润同比(%)	82.86%	32.54%	46.29%	45.46%
毛利率(%)	26.58%	24.78%	25.14%	25.5%
摊薄每股收益(元)	1.28	1.69	2.47	3.6

目 录

一、公司概况	3
1.1、公司主要从事红枣系列产品研发、生产、连锁销售	3
1.2、产业整体技术含量低、集中度低仍是红枣行业现状	5
1.3、公司生产基地布局原料主产地，配合提价政策降低成本风险	7
1.4、销售网络发展迅猛主要受益于特许经销连锁专卖模式	7
二、公司股权结构	8
三、公司募投项目	9
四、盈利预测与估值	10

图 目 录

图 1、公司营业收入组成（百万元）	3
图 2、公司净利润保持增长趋势	3
图 3、08-10 年加盟店数量快速增长	4
图 4、05-09 年枣行产品收入结构	4
图 5、2009 年枣行产品市场结构图	6
图 6、枣产品深加工增速最快	7
图 7、中国枣树种植面积稳步增长	7
图 8、2005-2009 年中国枣产量与增长情况	8
图 9、公司目前股本结构	8

表 目 录

表 1、公司主要产品系列汇总	4
表 2、05-09 年枣行产品市场收入构成	5
表 3、09 年中国枣市场竞争格局	6
表 4、公司加盟专卖店数量盈利预估	9
表 5、发行前后公司股本情况(万股)	9
表 6、公司募投项目情况	10
表 7、公司利润表预测	11

一、公司概况

1.1、公司主要从事红枣系列产品研发、生产、连锁销售

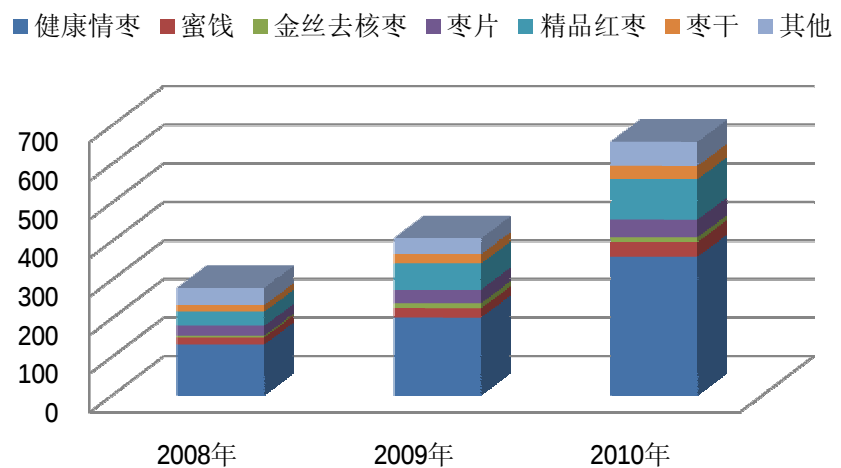
公司是农业产业化国家重点龙头企业、农业产业化行业十强企业。主要从事红枣系列产品的研发、生产、销售。目前公司拥有十大系列230多个单品，产品线丰富齐全，由于产品品种风味各异，因此满足了各类人群的不同需求，引领着人们红枣消费理念的变化，培养了大批忠实的消费群体。公司“好想你”品牌产品也被国家农业部评为“中国名牌农产品”，加工过的枣及干枣产品类别上注册的“好想你”商标及图被评为中国驰名商标。

表 1、公司主要产品系列汇总

好想你主要产品系列	主要单品
免洗红枣系列	新郑红枣、健康情枣、枣博士、贡枣、皇帝御枣、水晶枣香枣等
枣片系列	草莓味枣片、柑桔味枣片、阿胶枣片等
蜜饯系列	蜜枣、野酸枣、玫瑰枣、阿胶枣、八珍枣等
枣干系列	水晶枣干、香枣干等
焦枣系列	芝麻焦枣、香心焦枣等
脆枣系列	枣开心、早上好等
枣粉系列	原味枣粉、高钙枣粉等
蜂蜜系列	枣花蜂蜜、槐花蜂蜜
枣饮料系列	枣花蜜茶、枣花清茶、红枣酪、红枣姜茶、花粉一号等
木本粮系列	好7粉、幸福情等

数据来源：招股说明、湘财证券研究所

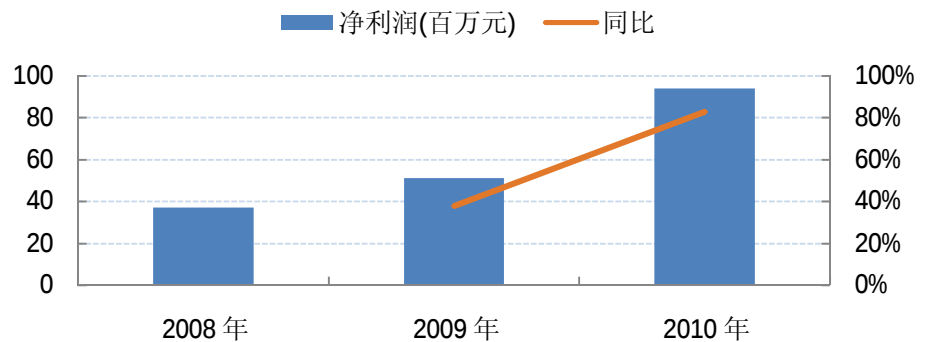
图 1、公司营业收入组成



数据来源：招股说明、湘财证券研究所

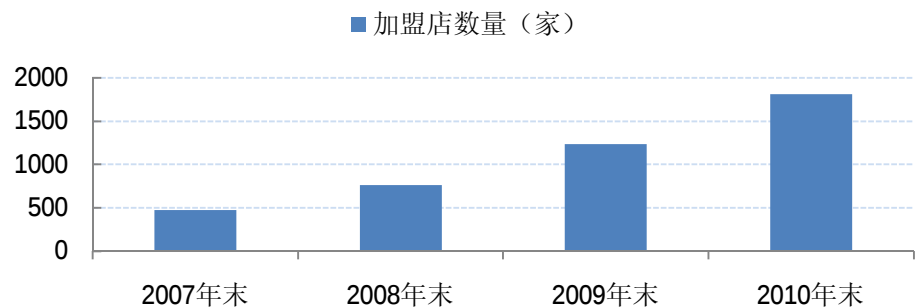
08年以来公司收入利润快速增长。红枣系列产品是公司主要的利润来源，同时依靠独特的特许经营模式带来了大量的加盟专卖店，使得公司销售网络建设步伐迅猛，公司枣产品销售量增，营收利润不断提升。2008年-2010年公司营业收入分别为2.82亿、4.08亿、6.57亿元，实现净利润3728万、5147万、9412万元。而公司加盟店数量也由2008年初的479家增至2010年末的1819家。

图 2、公司净利润保持增长趋势



数据来源：招股说明、湘财证券研究所

图 3、08-10 年加盟店数量快速增长



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

1.2、产业整体技术含量低、集中度较低仍是红枣行业现状

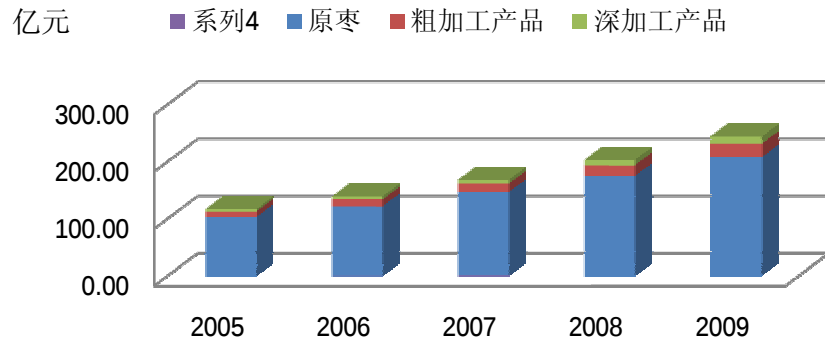
目前国内红枣消费仍以原枣消费为主，粗加工及深加工产品所占比重仍较低，原枣则分为干枣与鲜枣，粗加工产品主要包括蜜饯系列、香酥系列等，深加工产品包括枣粉、枣干、枣片及大枣提取物等，2005-2009年间，枣产品中的深加工产品增长速度最快，而原枣增长速度较慢。

表 2、05-09 年枣行产品市场收入构成

单位：亿元	2005	2006	2007	2008	2009
原枣	102.6	121.3	145.1	174.2	207.7
粗加工产品	9.6	11.8	14.8	18.9	23.4
深加工产品	4.2	5.2	6.8	9.2	12.6

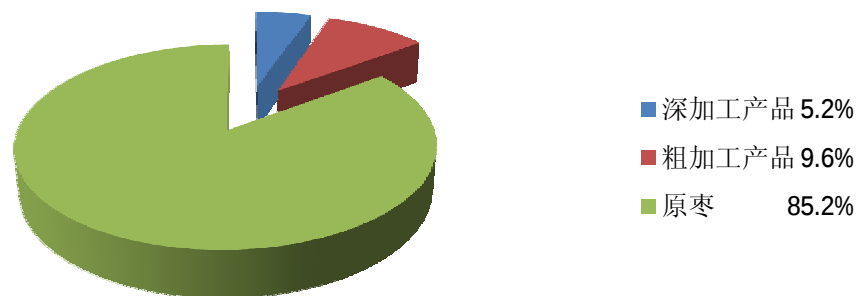
数据来源：招股说明、湘财证券研究所

图 4、05-09 年枣行产品收入结构



数据来源：招股说明、湘财证券研究所

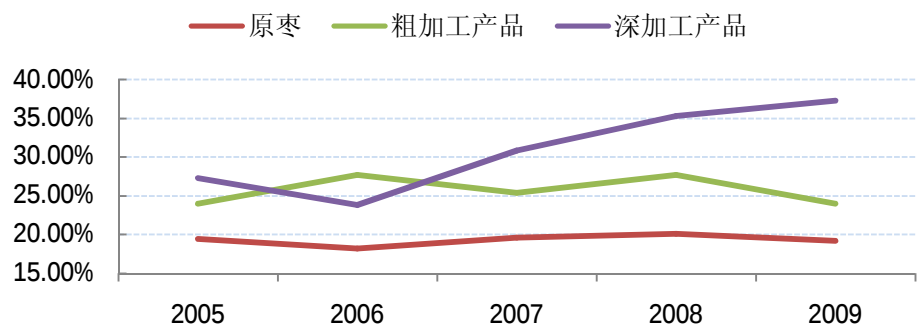
图 5、2009 年枣行产品市场结构图



数据来源：招股说明、湘财证券研究所

2005-2009 年红枣行业保持着较快的增速，其中深加工产品增速近三年分别增长 30.8%、35.3%、37.3%，未来枣产品市场的深加工比重仍将继续上升。

图 6、枣产品深加工增速最快



数据来源：招股说明、湘财证券研究所

目前国内红枣产品企业数量多达数千家，占据枣产品市场较大份额的大型企业较少，市场的集中度也较低，行业竞争较为激烈。公司主要竞争对手是一些区域性的龙头企业，排名前五的几家公司分别为山东鼎力枣业食品有限公司、山西天骄实业有限公司、沧州恩际生物制品有限公司、山东裕华集团农业有限公司及公司本身。

表 3、09 年中国枣市场竞争格局

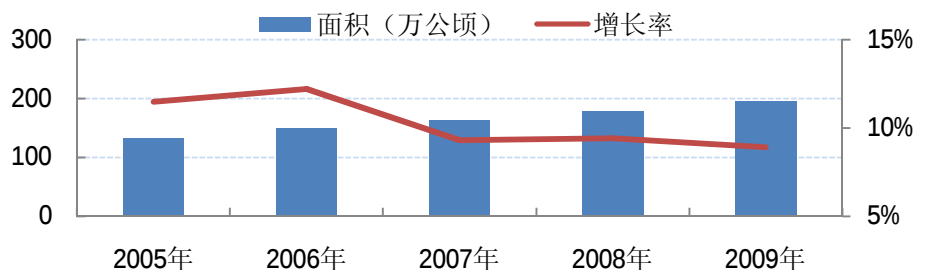
2009 年中国枣市场竞争格局			
	市场份额	深加工市场格局	主营产品
好想你枣业	1.80%	11.60%	各类红枣、10 个系列产品 230 多个单品、拥有品牌“好想你”。
山东鼎力枣业	1.20%	7.20%	金丝小枣系列为主，有枣饮料、枣粉、保鲜枣、枣醋、枣酱等产品。
山西天骄食品	0.90%	3.33%	金丝小枣系列制品规模最大，拥有八大系列百余个品种及“天骄红”品牌
沧州恩际生物	0.70%	5.40%	金丝小枣系列为主，有枣汁、枣粉、红枣多糖、枣膳食纤维等。产品加工率技术含量高。
山东裕华集团	0.50%	2.70%	冬枣系列为主。
其他	94.60%	70.70%	

数据来源：招股说明、湘财证券研究所

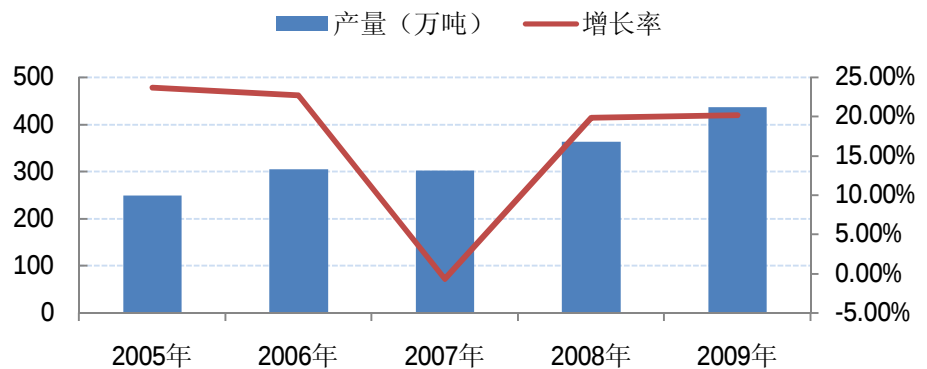
虽说国内有以上有 4 家规模较大的枣企作为公司的竞争对手，但整体市场份额仍较低，未来行业集中度将不断提高，市场深加工产品比重也将持续增加。与国内绝大多数红枣行业企业相比，公司具有品牌、规模、产业链完整、产品齐全、团队创新能力强、技术先进等优势，我们认为未来掌握品牌、技术及渠道优势的大型枣产品加工企业将抢占市场更大的份额。

1.3、公司生产基地布局原料主产地，配合提价政策降低成本风险

作为一家集枣类产品研发、生产、销售一体化的大型公司，上游原材料的控制对于公司来说极为重要。枣作为中国特色农产品，中国的枣树和产量占到全球近 99% 的比重。枣树种植当年栽苗当年即可见果，一般情况下二三年丰产，三四年即可进入盛产期，而枣树经济寿命达 60-80 年，间作套种还可实现立体收益。由于枣树种植有利于改善国内生态环境，同时枣树以其抗逆性强、枣果速丰、管理容易、营养丰富又可兼顾农民收入的增长，因此成为我国经济林发展的新热点国内枣树的种植面积也已由 2004 年的 119.6 万公顷增至 2009 年的 195 万公顷，年增长速度近 10%，全国大枣的产量基本保持每年 20% 左右的增长率。

图 7、中国枣树种植面积稳步增长


数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 8、2005-2009 年中国枣产量与增长情况


数据来源：公司公告、湘财证券研究所

公司通过生产基地布局红枣主产区，以意向性协议采购与市场化自由收购模式相结合的方式分散公司采供风险。公司原料采购一般集中在每年的 9、10、11 月份红枣成熟上市季节。在该时段公司一般使用意向性协议采购模式，签约大种植户以保证公司次年生产需求。每年其他月份，公司则使用自由化收购模式对红枣进行补充性采购。

公司提价政策主要是由 9-11 月的采购成本制定的，每年经过采购季节公司开始估算采购成本，并以保证公司 25% 左右的毛利率为目的进行提价调整。因此公司通过生产基地布局红枣主产区分散原料采购风险，并配合提价政策进一步转嫁公司原料成本。

1.5、销售网络发展迅猛主要受益于特许经营连锁专卖模式

公司近些年来能够保持快速增长一方面原因是由于枣产品市场的快速发展，而另一方面原因则是公司使用特许经营权模式，大力拓展连锁加盟专卖店，这一模式推动了公司销售的快速扩张。目前公司已有加盟店 2000 多家，覆盖了全国 283 个城市。加盟专卖店的发展主要依靠特许经营商的开拓，但需经公司批准统一布点、统一装修、统一宣传、统一定价。并且不得销售其他厂商生产的红枣产品，非红枣类产品的销售也需经公司同意，店内职员也需经公司统一培训。公司特许经营连锁加盟模式可以较好的推广一个原因是公司打造的“好想你”品牌的知名度不断提升助推产品销售，另一方面则是由于公司给予特许经营商一定的利润空间，两方面主要原因促使特许经营商愿意开设更多加盟专卖店。

公司发行前以每月 50 家的速度发展加盟店，发行后将以每月 100 家的速度进行销售网络的扩张。新店开设后第一年单店销售较少，但未来会有 3-4 年快速发展期。

表 4、公司加盟专卖店数量盈利预估

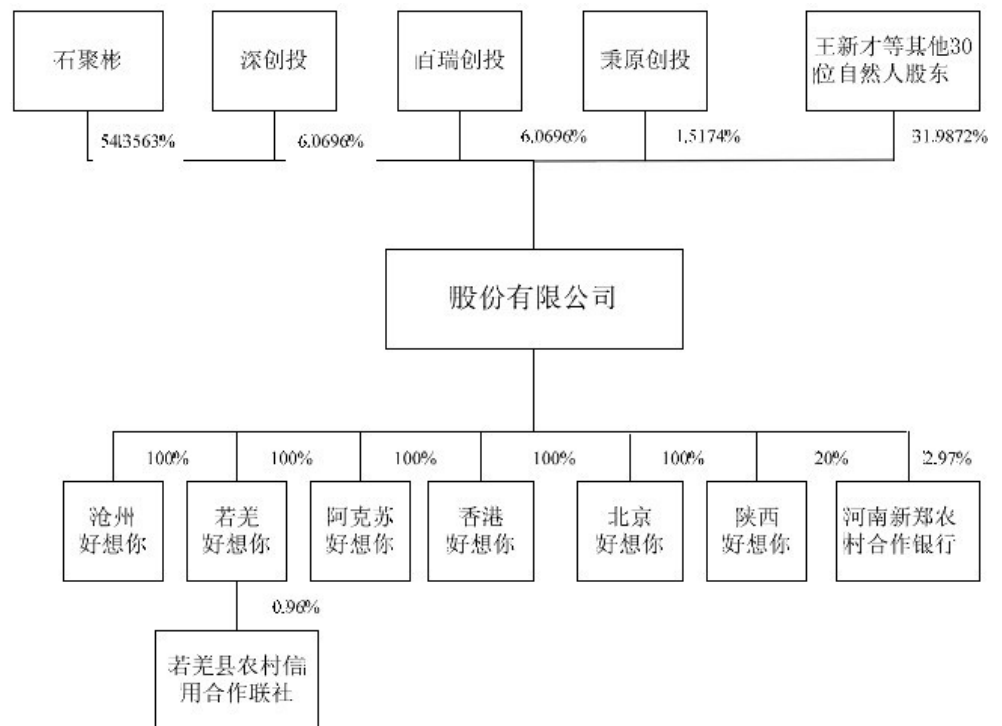
	加盟店总数 (家)	新加入 (家)	总销售收入 (万元)	新增门店收入贡献比率	新增店对收入贡献	老店平均收入 (万元)	新店平均收入 (万元)
2008 年	771	305	282	10.17%	29	0.54	0.09

2009 年	1239	486	408	10.95%	45	0.48	0.09
2010 年	1819	613	657	8.85%	58	0.50	0.09
2011 年	2669	80	931	0.80%	7	0.51	0.09
2012 年	3869	1200	1435	7.82%	112	0.50	0.09
2013 年	5069	1200	2047	5.51%	113	0.50	0.09

数据来源：招股说明、湘财证券研究所

二、公司股权结构

图 9、公司目前股本结构



数据来源：招股说明、湘财证券研究所

公司实际控制人为石聚彬。

表 5、发行前后公司股本情况(万股)

股东名称	发行前		发行后	
	持股数	比例	持股数	比例
石聚彬	3000.47	54.36%	3000.47	40.66%
深创投	335.04	6.07%	335.04	4.54%
百瑞创投	335.04	6.07%	335.04	4.54%
常国杰	236.4	4.28%	236.4	3.2%
王新才	236.4	4.28%	236.4	3.2%
孙明相	209.12	3.79%	209.12	2.83%

秉原创投	83.76	1.52%	83.76	1.14%
石聚领等 27 人	1085.78	19.67%	1084.12	14.69%
拟发行社会公众股			1860	25.20%
合计	5520	100.00%	7380	100.00%

数据来源：招股说明、湘财证券研究所

三、公司募投项目

本次新股发行募投项目为扩建年产 8000 吨红枣系列产品深加工项目，建设期两年。

表 6、公司募投项目情况（万元）

项目名称	投资总额	资金使用进度		总计
		第一年	第二年	
新郑4400吨红枣加工基地项目	1663.76	5097.07	11566.69	1663.76
阿克苏 3600 吨红枣系列产品深加工项目	11986.18	3677.32	8308.86	1986.18
合计	28649.94	8774.39	19875.55	28649.94

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

项目未来达产后将为公司带来 8000 吨的产量，现公司产量为 1.6 万吨，生产基地实行一班制。随着公司募投资金到位，产能需求加大，公司则会考虑将生产基地生产改为两班或三班制，从而满足公司产能需求，因此此次项目建成则将满足未来几年的产能要求。

四、公司盈利预测

表 7、公司利润表预测

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
营业总收入(百万元)	282	408	657	984	1,501	2,129
营业总成本(元)	249	356	567	853	1,306	1,843
营业成本(元)	215	310	482	740	1,123	1,586
营业税金及附加(元)	0.81	1.00	1.67	2.57	3.80	5.46
销售费用(元)	15.79	16.81	28.19	45.91	65.42	94.52
管理费用(元)	10.76	21.27	38.84	54.70	86.09	120.29
财务费用(元)	6.21	8.56	15.15	10.83	27.54	37.20
资产减值损失(元)	0.29	-0.99	0.93	0.00	0.00	0.00
投资净收益(元)	0.58	0.50	0.45	0.51	0.49	0.48
营业利润(元)	34	52	90	130	195	286
加：营业外收入(元)	8.85	6.66	16.67	10.73	11.35	12.92
减：营业外支出(元)	1.23	0.10	5.87	2.40	2.79	3.68
利润总额(元)	41.17	58.58	101.16	138.49	203.46	295.21
减：所得税(元)	3.89	7.10	7.03	13.73	20.96	29.73
净利润(元)	37.28	51.48	94.13	124.76	182.51	265.47
减：少数股东损益(元)	0.00	-0.02				
归属于母公司所有者的净利润(元)	37.28	51.49	94.13	124.76	182.51	265.47
摊薄后每股收益(元)	0.51	0.70	1.28	1.69	2.47	3.60

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入: 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持: 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性: 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持: 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

卖出: 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写,以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础,但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息,但未必发布。

在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见仅供参考,并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下,我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有,未经事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为“湘财证券研究所”,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。