



真金不怕火炼，检验只待时日

买入维持

合理价值区间：58-64 元

事件：

- 好想你枣业发布公告，主要事项包括：（1），以自有资金在郑州设立全资销售子公司郑州好想你枣业商贸有限公司；（2），以此为主体收购郑州地区约 21 家经销商的 80 家好想你专卖店的的经营性资产。

对此，我们点评如下：

- 本次收购经销商门店将有利于控制住郑州市场销售资源，激励机制也能充分调动经销商积极性：** 郑州地区对公司收入贡献最大，2010 年收入的 1/4 来自于郑州地区，因此如若控制了郑州地区的销售渠道，则意味着加强了公司的销售把控力度。目前郑州地区经销商门店约有 100 多家，若本次能将 80 家门店收入囊中，则郑州地区 80%左右的门店都将变为公司直营店，对重要地区的把控力度提升显著。收购完成后，80 家经销商门店将变为公司直营门店，原店老板将变为新店的店长。公司给经销商的激励机制十分到位：完成年初设定目标（净利润）的 30%将以个人奖金形式发放给直营店负责人，超额部分的 50%用于奖励个人，这样的奖励措施并不亚于收购前个体经营情况，因此无论是被收购动力，还是收购后积极做业绩动力都十分足。
- 直营模式比例提升，费用提升的同时预计将利于提升收入规模和毛利率：** 2010 年底，公司共有专卖店 1819 家，其中直营店仅有 12 家，数量占比不足 1%（长期目标 10%）。若本次成功将 80 家专卖店转为公司直营模式后，收入中约有 92 家店（数量占比 5%，收入占比 20%）以终端零售价的口径计入公司报表中，此客户结构的改变将利于提升公司收入同比增速；此外，由于减少了中间代理商环节，92 家店的毛利直接变为终端零售价减去生产成本，因此也会拉动公司毛利率的上涨，但人员工资、福利待遇以及原本归属于经销的销售费用将并入上市公司中，将会使得期间费用有所上升。
- “真金不怕火炼，检验只待时日”，看好“好想你”长期发展前景：** 无论是上市之前还是上市后，公司一系列发展动作都只为一个目标——坚持做好红枣、做大做强自己。从之前部署上游资源，到目前为了优化渠道结构所作的收购经销商门店事情，使我们看到了一个有魄力、为了事业可以不断学习、坚持超越自己的积极向上的团队。在当前万马齐喑、行业尚未出现领导企业的时候，这样懂得如何取长补短、如何最大化发展自身的的企业实在难能可贵，因此我们看好企业长期发展前景。

食品饮料行业

联系人：

苏青青

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

邴彬（S1180511050001）

股东户数

报告日期	户均持股 数变化	筹码集中 度
20110519	865	

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进 出情况		

数据来源：港澳资讯

相关研究

- 1《好想你（002582）宏源证券*公司动态点评*好想你：开始部署上游资源*002582*食品饮料*苏青青》，2011.6
- 2《宏源证券新股研究报告好想你新股研究报告——好想你：中国第一枣002582 食品饮料行业苏青青》，2011.5

- **维持前期盈利预测不变：**预计 2011-2013 年收入分别为 8.3 亿元、11.2 亿元和 15 亿元，增速为 26.6%、34.2%和 34.4%；2011-2013 年归属母公司净利润分别为 1.2 亿元、1.7 亿元和 2.4 亿元，增速为 30%、38%和 40%，EPS 分别为 1.657 元、2.292 元和 3.22 元，维持“买入”评级。

图 1：盈利预测表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	408.09	657.06	831.80	1116.79	1501.34
YOY	44.66%	61.01%	26.60%	34.26%	34.43%
净利润	51.49	94.13	122.26	169.18	237.62
YOY	38.10%	82.82%	29.89%	38.37%	40.45%
EPS（元）	0.698	1.275	1.657	2.292	3.220
净利率	12.61%	14.33%	14.70%	15.15%	15.83%

资料来源：宏源证券研究所

图 2：可比上市公司估值一览表

代码	公司名称	收盘价	EPS		YOY	PE	
		2011-7-18	2011E	2012E		2011	2012
002507	涪陵榨菜	21.3	0.46	0.61	33%	46	35
002515	金字火腿	30.5	0.81	1.09	35%	38	28
002387	黑牛食品	18.4	0.86	1.17	36%	21	16
300146	汤臣倍健	61.0	2.72	4.08	50%	22	15
002557	洽洽食品	34.3	0.95	1.21	27%	36	28
002481	双塔食品	26.4	0.6	0.81	35%	44	33
002570	贝因美	36.8	1.25	1.56	25%	29	24
600887	伊利股份	19.2	1.23	1.59	29%	16	12
600597	光明乳业	9.2	0.27	0.33	22%	34	28
平均估值水平						32	24

资料来源：wind，宏源证券研究所

附表 1: 三张报表盈利预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	282.11	408.09	657.06	831.80	1116.79	1501.34
减: 营业成本	215.30	309.92	482.38	607.63	813.42	1089.80
营业税金及附加	0.81	1.00	1.67	2.18	2.92	3.93
营业费用	15.79	16.81	28.19	39.93	55.84	78.07
管理费用	10.76	21.27	38.84	45.75	61.42	82.57
财务费用	6.21	8.56	15.15	0.89	-7.44	-24.18
资产减值损失	0.29	-0.99	0.93	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.58	0.50	0.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	33.55	52.02	90.36	135.43	190.63	271.14
加: 其他非经营损益	7.62	6.56	10.80	8.41	8.41	8.41
利润总额	41.17	58.57	101.16	143.84	199.04	279.55
减: 所得税	3.89	7.10	7.03	21.58	29.86	41.93
净利润	37.28	51.47	94.13	122.26	169.18	237.62
减: 少数股东损益	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	37.28	51.49	94.13	122.26	169.18	237.62
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	12.19	3.28	41.89	1132.39	4042.47	1047.08
应收和预付款项	46.83	39.27	51.23	68.91	84.28	123.97
存货	123.60	220.29	398.66	324.47	643.56	653.39
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	11.09	4.63	4.73	4.73	4.73	4.73
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	104.38	156.23	215.71	344.37	421.48	463.58
无形资产和开发支出	14.58	20.15	25.61	27.81	29.51	30.71
其他非流动资产	0.00	0.00	1.14	0.57	0.00	0.00
资产总计	312.68	443.86	738.98	1903.26	5226.04	2323.48
短期借款	82.00	128.00	288.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	61.87	54.19	76.34	450.75	3554.36	384.17
长期借款	28.08	48.08	62.07	162.07	212.07	242.07
其他负债	9.87	18.26	33.59	33.59	33.59	33.59
负债合计	181.81	248.53	460.00	646.42	3800.02	659.83
股本	23.32	55.20	55.20	73.80	73.80	73.80
资本公积	56.74	113.11	113.11	950.11	950.11	950.11
留存收益	50.60	27.02	110.67	232.94	402.12	639.74
归属母公司股东权益	130.66	195.32	278.98	1256.84	1426.02	1663.64
少数股东权益	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	130.86	195.32	278.98	1256.84	1426.02	1663.64
负债和股东权益合计	312.68	443.86	738.98	1903.26	5226.04	2323.48
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	15.45	6.69	-26.21	571.64	2910.49	-2991.71
投资性现金净流量	-59.62	-76.02	-73.37	-147.85	-97.85	-77.85
筹资性现金净流量	64.52	72.56	151.52	666.71	97.44	74.18
现金流量净额	20.35	3.23	51.95	1090.50	2910.08	-2995.38

资料来源: 宏源证券研究所

附表 2：财务分析指标一览表

财务分析和估值指标汇总						
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收益率						
毛利率	23.68%	24.06%	26.58	26.95%	27.16%	27.41%
三费/销售收入	11.61%	11.43%	12.51	10.41%	9.83%	9.09%
EBIT/销售收入	14.59%	14.35%	15.40	17.40%	13.57%	15.68%
EBITDA/销售收入	16.29%	16.69%	17.70	20.37%	15.97%	18.45%
销售净利率	13.22%	12.61%	14.33	14.70%	15.15%	15.83%
资产获利率						
ROE	28.53%	26.36%	33.74	9.73%	11.86%	14.28%
ROA	13.17%	13.20%	13.69	7.60%	2.90%	10.13%
ROIC	#DIV/0!	19.32%	23.16	18.42%	15.49%	-11.12%
增长率						
销售收入增长率	0.00%	44.66%	61.01	26.60%	34.26%	34.43%
EBIT 增长率	0.00%	42.27%	72.70	43.07%	4.74%	55.27%
EBITDA 增长率	0.00%	48.19%	70.75	45.68%	5.27%	55.35%
净利润增长率	0.00%	38.06%	82.87	29.89%	38.37%	40.45%
总资产增长率	0.00%	41.95%	66.49	157.55%	174.58%	-55.54%
股东权益增长率	0.00%	49.49%	42.83	350.52%	13.46%	16.66%
经营营运资本增长率	0.00%	62.05%	70.53	-42.47%	-588.21	160.01%
资本结构						
资产负债率	58.15%	55.99%	62.25	33.96%	72.71%	28.40%
投资资本/总资产	77.06%	83.68%	85.12	41.28%	-33.19%	75.72%
带息债务/总负债	60.54%	70.85%	76.10	25.07%	5.58%	36.69%
流动比率	1.27	1.44	1.35	3.38	1.34	4.75
速动比率	0.41	0.23	0.26	2.67	1.16	3.05
股利支付率	0.00%	0.00%	11.14	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00	100.00	88.86	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	0.90	0.92	0.89	0.44	0.21	0.65
固定资产周转率	3.98	3.20	3.28	4.65	6.51	5.29
应收账款周转率	17.83	19.93	21.94	32.62	30.56	35.35
存货周转率	1.74	1.41	1.21	1.87	1.26	1.67

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年 4 月加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。