



# 上半年成本压力拖累整体业绩

买入维持

## 事件:

好想你发布上半年经营业绩: 上半年实现销售收入 4.03 亿元, 同比增长 26.1%, 归属于母公司净利润为 6333 万, 同比增长 9.1%, EPS 为 1.09 元。

## 报告摘要:

- **去年红枣主产区受灾致使上半年收入增速快于净利润增速:** 由于去年原枣成本大幅增加为公司带来成本压力, 虽然今年主要产品 1Q 出厂价提升 40%, 但提价未能完全传导成本压力, 使得今年上半年毛利额受到压制, 带来营业利润规模未跟随市场规模的扩大而相应增长。
- **深加工产品收入占比不断提升:** 上半年收入贡献最大的依然是健康情和精品红系列, 但二者收入占比已由去年同期的 73.7% 下降至今年中期的 66.2%, 深加工系列的枣片、蜜饯及其他产品收入同比增长 60%、49.8%、和 135%, 而后三种产品盈利能力好于前两种产品, 预计未来产品结构优化将会提升整体毛利率。
- **季节性因素导致上半年门店拓展速度低于预期:** 上半年新增门店数 269 家, 减少 53 家, 门店净增数为 216 家, 低于公司预期, 这主要是由于上半年是销售和开店的淡季, 一般经销商会选择在 3Q 和 4Q 开店, 且下半年节假日较多也会促进经销商开店。
- **修炼内功将为今年主基调, 预计下半年毛利率将好于上半年:** 回顾近期公司开展的一系列工作——布局上游原材料基地、收购经销商门店变为旗下直营店, 意义都旨在搭建未来快速扩张的后方牢靠根据地。而 8000 吨深加工募投项目将在明年逐步达产、经销商门店将逐步转为熟店等都将有助于维稳盈利能力, 因此我们判断明年将为业绩将较今年有更好表现。此外, 由于近 20% 销售方式由经销转为直营模式, 因此下半年毛利率将好于上半年。
- **盈利预测、估值和投资建议:** 预计 2011-2013 年收入为 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。

| 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%  |

## 食品饮料研究组

### 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<br>数变化 | 筹码集中<br>度 |
|----------|-------------|-----------|
| 20110630 | 3434        |           |
| 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<br>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: 业绩快报低于预期 -002582-食品饮料-苏青青》, 2011.7
- 2 《好想你 (002582) 宏源证券-公司动态点评-好想你: 真金不怕火炼, 检验只待时日 -002582-食品饮料-苏青青》, 2011.7
- 3 《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
- 4 《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

**图 1：上半年分产品收入增长及占比变化表**

| 产品    | 2011 年 1-6 月 |         | 2010 年 1-6 月 |         | 比上年同期增减 |
|-------|--------------|---------|--------------|---------|---------|
|       | 营业收入         | 比重      | 营业收入         | 比重      |         |
| 健康情枣  | 17,897.20    | 44.46%  | 18,844.80    | 59.10%  | -5.03%  |
| 精品红枣  | 8,736.14     | 21.70%  | 4,659.61     | 14.61%  | 87.49%  |
| 枣片    | 3,321.55     | 8.25%   | 2,072.56     | 6.50%   | 60.26%  |
| 枣干    | 1,444.66     | 3.59%   | 1,614.06     | 5.06%   | -10.50% |
| 蜜饯    | 2,169.00     | 5.39%   | 1,448.16     | 4.54%   | 49.78%  |
| 金丝去核枣 | 979.03       | 2.43%   | 817.08       | 2.56%   | 19.82%  |
| 其他    | 5,707.71     | 14.18%  | 2,428.65     | 7.62%   | 135.02% |
| 合计    | 40,255.30    | 100.00% | 31,884.93    | 100.00% | 26.25%  |

资料来源：宏源证券研究所

**图 2：上半年分地区收入增长及占比变化表**

| 地区 | 2011 年 1-6 月 |        | 营业收入比上年同期增减 |        |
|----|--------------|--------|-------------|--------|
|    | 营业收入         | 比重     | 金额          | 幅度     |
| 华中 | 24,312.92    | 60.4%  | 6603.1      | 37.3%  |
| 华东 | 8,350.19     | 20.7%  | 363.73      | 4.6%   |
| 华南 | 2,572.79     | 6.4%   | 159.58      | 6.6%   |
| 华北 | 2,829.32     | 7.0%   | 995.93      | 54.3%  |
| 东北 | 706.23       | 1.8%   | 112.44      | 18.9%  |
| 西南 | 1,087.45     | 2.7%   | 239.21      | 28.2%  |
| 西北 | 189.74       | 0.5%   | -1.97       | -1.0%  |
| 境外 | 206.65       | 0.5%   | -101.67     | -33.0% |
| 小计 | 40,255.30    | 100.0% | 8370.36     | 26.3%  |

资料来源：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            |
| <b>营业利润</b>       | <b>33.55</b>  | <b>52.02</b>  | <b>90.36</b>  | <b>135.43</b>  | <b>190.63</b>  | <b>271.14</b>   |
| 加: 其他非经营损益        | 7.62          | 6.56          | 10.80         | 8.41           | 8.41           | 8.41            |
| <b>利润总额</b>       | <b>41.17</b>  | <b>58.57</b>  | <b>101.16</b> | <b>143.84</b>  | <b>199.04</b>  | <b>279.55</b>   |
| 减: 所得税            | 3.89          | 7.10          | 7.03          | 21.58          | 29.86          | 41.93           |
| <b>净利润</b>        | <b>37.28</b>  | <b>51.47</b>  | <b>94.13</b>  | <b>122.26</b>  | <b>169.18</b>  | <b>237.62</b>   |
| 减: 少数股东损益         | 0.00          | -0.02         | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00            |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>37.28</b>  | <b>51.49</b>  | <b>94.13</b>  | <b>122.26</b>  | <b>169.18</b>  | <b>237.62</b>   |
| 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            |
| <b>资产总计</b>       | <b>312.68</b> | <b>443.86</b> | <b>738.98</b> | <b>1903.26</b> | <b>5226.04</b> | <b>2323.48</b>  |
| 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           |
| <b>负债合计</b>       | <b>181.81</b> | <b>248.53</b> | <b>460.00</b> | <b>646.42</b>  | <b>3800.02</b> | <b>659.83</b>   |
| 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          |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | <b>130.66</b> | <b>195.32</b> | <b>278.98</b> | <b>1256.84</b> | <b>1426.02</b> | <b>1663.64</b>  |
| 少数股东权益            | 0.20          | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00            |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>130.86</b> | <b>195.32</b> | <b>278.98</b> | <b>1256.84</b> | <b>1426.02</b> | <b>1663.64</b>  |
| <b>负债和股东权益合计</b>  | <b>312.68</b> | <b>443.86</b> | <b>738.98</b> | <b>1903.26</b> | <b>5226.04</b> | <b>2323.48</b>  |
| 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           |
| <b>现金流量净额</b>     | <b>20.35</b>  | <b>3.23</b>   | <b>51.95</b>  | <b>1090.50</b> | <b>2910.08</b> | <b>-2995.38</b> |

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   |
| <b>收益率</b>    |         |        |       |         |         |         |
| 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%  |
| <b>资产获利率</b>  |         |        |       |         |         |         |
| 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% |
| <b>增长率</b>    |         |        |       |         |         |         |
| 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% |
| <b>资本结构</b>   |         |        |       |         |         |         |
| 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% |
| <b>资产管理效率</b> |         |        |       |         |         |         |
| 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<br>010-88085790<br>zenglilie@hysec.com | 郭振举<br>010-88085798<br>guozhenju@hysec.com  | 张珺<br>010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com   | 崔秀红<br>010-88085788<br>cuixiuhong@hysec.com  |
| 贾浩森<br>010-88085279<br>jiahaosen@hysec.com | 牟晓凤<br>010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com | 王俊伟<br>021-51782236<br>wangjunwei@hysec.com | 雷增明<br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com |
|                                            | 孙利群<br>010-88085756<br>sunliqun@hysec.com   | 赵佳<br>010-88085291<br>zhaojia@hysec.com     | 罗云<br>010-88085760<br>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。