

证券研究报告

食品饮料

推荐 (维持)

证券分析师

文 献

CFA 食品饮料高级研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

好想你 (002582)

10月新疆红枣收成是明年业绩关键

- 9月22日，我们组织客户参加了好想你股东大会和会后交流。我们认为红枣质量下降、价格提升是前三季度业绩不及预期的主要原因，今年10月新疆红枣的收成将是四季度和明年业绩的关键。
- 今年新郑红枣产量降70%，新疆红枣收购成本还需密切关注当地气候。好想你作为红枣初加工产品为主的企业，其今年秋季的红枣收购成本将大幅影响公司业绩。公司去年在新郑地区、河北和新疆的红枣收购量占采购总量的比例分别约为6%、25%和60%。河南新郑红枣采摘期结束，连续多日大雨造成新郑红枣减产70%左右。公司已完成河北沧州的金丝小枣采购，采购价比去年同期有所下降。新疆红枣的采摘期估计要到10月中旬，当地气候将对好想你红枣的采购成本影响重大。
- 我们预计，下半年开店数量可能在200-300家左右。由于去年新疆地区红枣减产70%，红枣品质大幅下降，且收购成本提升60%。质降价升，造成公司今年红枣销量下滑约40%。上半年新增经销商开店数量仅200家，远远低于此前预期。由于公司目前还处于粗放式管理阶段，属于被动等待经销商加盟的状态。我们认为，上半年经营业绩下滑将影响到下半年经销商加盟的积极性。
- 董事长拿出300万股做“股权激励”，有利于稳定经销商队伍。好想你9月的经销商大会上，董事长从自有股份当中，拿出300万对经销商进行“股权激励”。股权“授予价”为48.78元/股，该价格与股票在上市3年后解禁时的价差，董事长将以现金形式支付给经销商。我们认为，股权激励有利于稳定经销商队伍，缓解原材料价格波动对经销商利润的负面影响。
- 郑州地区80家经销商加盟店将变成直营店。公司在此前公告中披露，将集中收购原来由经销商覆盖的郑州地区的经销商加盟店，改为直营店模式。公司将动用不超过4000万资金，购买这80家经销商加盟店。目前，公司已获得这80家店面的经营权，所有权转换将在稍后进行。
- 维持“推荐”评级。我们预计11-13年的业绩分别为1.66元、2.21元和2.93元，对应净利增速分别为30%、33%和33%，按照9月23日收盘价49.44元计算，对应2011-2013年PE分别为30、22、17倍。考虑到公司上市之后获得的品牌知名度的提升和充沛的原材料收购资金，我们维持对公司的“推荐”评级。

股东大会及会议交流纪要

■ 关于战略

Q: 2020 年达到 100 亿目标，谈谈战略规划？产业链上下游整合，目前只是加工厂，是否还会再往上游扩展，下游自建直营店？另外，关于产品，比如饮料等，是否有高毛利的新产品的储备？

A: 中国红枣产业园纳入河南省 12 五规划。我们在新疆周边的伊犁县，投资 3000 万，建原料机构，除此之外，我们在若羌县，也在购买土地作为原料基地。从储存和运输方面，采购量大，运输路途远，我们把冷库区也建立在若羌，今年要全部投入使用，阿克苏的新冷库已经建立起来了，我们买了货车，直接从基地送到我们郑州加工车间。

我们的蜜饯系列和枣片系列，提出产品的创新，包装的创新，现在已经采购 5000 吨金丝小枣，比去年同期价格下降了 50%，第四是木本健康事业部，我们现在已经开始生产面条，还有木本粮馒头。现在还在做口服液，现在还在中试阶段。

以后产品线也会越来越丰富。可能不局限于红枣。深加工产品占比比较低，所以就很受天气影响。新疆现在种枣的地方也变多了，不是所有地方都下雨。

Q: 关于精细化管理？

A: 盛初已经开始接触，但还没有开始推，管理精细化，从加盟、招商到选址，以及堆头、服务。

现在还处于跑马圈地的阶段，加盟门槛比较低。好想你毕竟是从一个农副产品加工变成专卖店。现在专卖店的选址都良莠不齐。如果现在控制价格，很多店都撑不住，现在只能限制最低价，至于专卖店卖多少，不做限制。等开到 5000 家店的时候，好想你可能对价格进行限价，对很偏僻的和租金很贵的专卖店淘汰出去，把在中间的专卖店保留下来。现在让经销商能够生存下来是首要考虑因素。

■ 关于采购成本

新闻和报纸报道新郑、河北、陕西遭受大幅欠收，好想你的红枣采购已经打破区域局限性，某一地区红枣欠收，不能制约公司的红枣采购。比如河北沧州的金丝小枣，用作蜜饯，我们公司已经完成河北地区的采购，采购价格比去年同期有所下降。同比，我们看到新闻媒体因为好想你上市公司而开始对红枣的关注。我们认为，企业是否能发展，取决于两点，政府对你的关注和消费者对你的关注。

今年新疆吐鲁番的托克逊县，该区域种植了大量的红枣，温差比较大。现在该地区红枣降到 40 元每公斤，还没有人买。

Q: 今年红枣的价位如何？

A: 今年公司领导和当地政府领导到新疆哈密、喀什、阿克苏和若羌等地，新疆一白一红，白指棉花，红枣原来 500-600 万亩种植面积，现在应该是突破了 800 万亩。三年挂果，一亩地挂果达到 800 公斤（骏枣）。新疆骏枣去年坏掉 70%，因为下雨。骏枣去年 26 元每公斤，我们预计今年将是 15 元每公斤，去年公司售价 47 元每公斤，估计今年是 30-35 元售价。

Q: 关于可动用的采购资金金额?

A: 目前募投资金加上融资, 可以有 14 个亿的资金, 董事长在本月 28 号以后, 将重点关注红枣采购。

Q: 关于采购时点?

A: 原枣采购, 去年采购量有限, 如果公司采购的多了, 可能也会卖出去一些, 如果采购不足, 可能也会再买一些。

Q: 今年采购成本会降低不少, 明年销售价格是什么策略?

A: 我们采用成本加成的办法, 同步变化。如果采购价格低, 而售价不调整, 留出较大的利润空间, 会吸引更多的竞争对手进入。

■ 关于渠道

Q: 好想你河南 200 家店, 占据 46% 的销售额, 在河南作特产来卖, 河南一家店营业收入大概 200 万左右, 其他地区 30 万左右, 省外的店怎么生存, 45% 的渠道利润。

A: 作为农产品, 有自己的周期。在郑州到处都是卖红枣的店, 根据公司的统计, 在郑州专业卖枣和兼营卖枣大约有 800 多家。我们的模式一种是代理商, 一种是创业店, 只要门店位置定位准确, 消费人口密集, 不同产品渠道利润差别大, 高端红枣渠道利润可以达到 100%。去年零售价 11 个亿, 出厂含税价格 7 个亿。(关于未来经营的三种模式: 直营店是直接发工资, 经销商加盟店被收购之后的叫创业店, 采取 3/7 分成的机制。创业店就是公司投资, 有一定的分红权, 公司派人经营, 创业店必须按照公司的模式来做, 店员、店长和公司的利润分红都非常清楚。对于新开的直营店, 以后可能都按照创业店模式, 主要是有分红。第三种模式就是代理商。)

去年红枣行业遭遇 10 年不遇的价位高、质量次, 造成客户流失率多, 产品质量问题多, 经销商处于保本经营边缘, 在 2011 年以前, 公司的每个经销商都是赚钱的, 如果不是赚钱, 不可能加盟店得到快速扩张。今年的开店数量变缓。

Q: 上半年营收增幅 26%, 低于预期的原因? 对四季度销售的预期?

A: 实际销售收入低于预期, 但是 20% 的增速, 对公司销售团队来说, 还是比较满意的。其他竞争对手, 小的作坊企业生存艰难, 很多人把枣压手里, 卖不出去。从目前来看, 情况很不错, 原来枣树一开花, 很多人去找枣农定枣, 但是去年让很多红枣销商资金困难, 债务负担重, 所以今年定枣的人少。

Q: 4000 万收购 80 家店, 开一个点大约 30 万左右, 赚钱的经销商怎么愿意卖店? 对省外经销商的心理压力?

A: 谈不好价格的不愿意卖。收郑州经销商, 80 家同意转让, 现在接手 80 家。郑州一共有 100

家加盟店。郑州市场已经饱和了，郑州经销商是 20 家。经销商的收入在不断下滑。健康情在郑州销量占第一位的。贵了小了，枣还发酸了，消费者讨价还价。200 多万的年收入，原来是老板，现在是经理。

上市之前，95%的加盟店是 1 年期的。国务院商务特许经营条例，一般不低于 3 年，双方同意也可以签 1 年。每年关店 10-20 家，经销商可能更换名字。

Q: 看到网络上的红枣价格要便宜一些？

A: 淘宝上面有近 1000 家，都是假的。

Q: 下半年开店数量是否有提高？

A: 7, 8 月份开店速度还是一般，因为 7, 8 月份还处于亏损状态。很多加盟商是没有事情来做这样的生意。好想你的问题是，开店门槛比较低。

Q: 深加工产品占比情况？

A: 我们计划把深加工产品 30%的占比提升到 35%。

Q: 存货消化情况？

A: 我们计划把深加工产品 30%的占比提升到 35%。去年我们收的高价枣，还剩 8000 吨，10 月底和 11 月初去年的原材料可以消化完。

Q: 收购经销商店面，公司是要经销商提出申请，还是主动收？

A: 在省外，哪个经销商做的好，愿意加入到我们的创业店，那么他可以享受股票期权。店长就变成公司员工，然后变成经理。经理享受分红权，在任务以内是 30%自留，70%给公司。超出部分，70%自留，30%给公司。

Q: 如果原料价格都像今年这样，经销商可能就不跟您干了，河南去年占全国的 40%，郑州又能够占河南的一半。省外经销商考虑到你会把我收回去，是否会影响经销商的积极性。

A: 经销商看到郑州的情况，还是比较满意的。在郑州建立核心的区域，不至于一下子就死掉，比如今年新疆再下一场雨。比如青岛双星，原来是到处都是。公司的计划是直营店 10%的数量（全国），销量，全国 2000 多家店，郑州 100 家，在省会城市开 2 家，可能达到 200 家。

Q: 目前特许加盟店的利润空间？

A: 在省外的店面，开个店 30 万，7-10 万是店面转让费，7-8 万铺货，固定设施 8-10 来万，付 3 个月租金 1.5 万，40-50 平方，每平方 100 元。省外 30-40 万营业额一家店，省外的毛利

比较高，40-50%的渠道空间，能赚 30-40 万元，扣去租金 5-6 万，3 万一个店员，3 个店员 10 万，水电费 4-5 万。

省内加价不高，毛利率 26-27%，与公司毛利率差不多，一个店可以卖 200 多万，毛利率，赚 50 万，扣去其它费用，利润比省外高。郑州单店的销售额是在增长，每年 30%多的增幅，其中店面也在增长，单店增长 10%-20%（主要是提价因素）。

省外是以中档产品健康情产品为主，今年健康情枣小，品质下降。省外大部分是自买自用，省内是送礼用，可能占到 50%。省外用作礼品比较少，政府企事业单位首选都是好想你红枣，之后是山药、南阳的六位地黄王，再是信阳茶。省外作的最好的是温州、宁波、广州、杭州。枣博士买的比较少，1000 克简易包装卖的最好，由此判断，主要是用于自己食用。

礼品市场的增长主要是提价，上市之后在当地的影响力提升了。10 年/09 年没有提价，11 年比 10 年提价 40%，销售额持平，推论是销量下滑 40%。我们认为红枣销量能够得到恢复，因为是初加工，所以公司认为品质回升可以带来销量增长。

Q: 9 月经销商会议的招商情况？

A: 9 月份经销商会议，不是为了招商，我们发展加盟店主要是等着别人来找我。

10000 家是公司的计划开店数量。河南 200 家。今年效益不好，那么被动的招商可能会使开店数量不及预期。前面的专卖店也是来源于口口相传。经销商没有公司想的长远，只有开店马上赚钱经销商才愿意开店。关店上半年关的差不多了。

■ 其他

Q: 关于种植成本？

A: 我们判断采购价格下降 30-50%，如果降到 50%，公司可能动用 12-13 亿收购。上年涨价 60%，今年降 30%。一亩地产干枣 500 公斤，40000 元一吨，1 亩地 2 万元，1 年就是 2000-3000 元的费用。1 个人可以管理 30 亩地。新疆枣树种植面积很快，05 年以前 10 元/公斤以下，那时已经赚钱，09 年价格下降了，去年大量减产 70%左右，价格上涨 60%。而且还是在枣的品质下降的基础上，涨价一个是减产，一个是炒作。

Q: 好想你销售人员数量？

A: 好想你销售人员 150-160 人左右。

Q: 是否有准备上市的红枣企业？

A: 新疆有个红枣企业可能准备上市，她的种植资源利润很高，用种植环节的利润来补销售环节的利润。公司在红枣行业的品牌主要是体现在先发优势。有 2-3 家红枣公司在准备上市。

Q: 关于政府补贴和税收优惠？

A: 政府补贴和所得税, 去年 1600 万, 今年 2000 万政府补助。

初加工 13%, 深加工 17%的增值税, 13%的不用交所得税。利润 70%是初加工。目前在北京和上海都分别进了 2-3 家商超。

损益表（百万元，元/股）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	657	845	1,219	1,677
营业收入增长率	61.0%	28.6%	44.2%	37.7%
营业成本	482	625	920	1,261
毛利率	26.6%	26.1%	24.5%	24.8%
营业税金及附加	2	2	3	4
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	28	38	55	79
管理费用	39	59	77	104
财务费用	15	-1	-4	1
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	90	123	168	229
加：营业外收入	17	17	17	17
减：营业外支出	6	6	6	6
利润总额	101	134	179	240
减：所得税	7	11	16	23
净利润	94	122	163	216
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	94	122	163	216
销售净利润率	12.7%	13.2%	12.5%	12.9%
净利润增长率	82.8%	29.9%	33.2%	32.8%
EPS（当年股本）	1.71	1.66	2.21	2.93
EPS（最新股本摊薄）	1.28	1.66	2.21	2.93

重要指标速览	2010A	2011E	2012E	2013E
估值水平				
PE（P=49.44）	29.0	29.8	22.4	16.9
PEG	0.9	1.0	0.9	0.9
PB	9.8	3.0	2.7	2.3
P/S	4.2	4.3	3.0	2.2
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0
经营回报率				
ROE	39.7%	16.4%	12.6%	14.6%
ROA	16.1%	9.5%	8.8%	10.6%
资本结构与偿债能力				
资产负债率	63.0%	23.0%	23.1%	23.4%
速动比率	28.2%	268.5%	162.2%	138.2%
运营效率				
存货周转率	1.56	1.42	1.52	1.47
流动资产周转率	1.7	1.0	1.0	1.2
固定资产周转率	3.8	3.2	3.0	3.4

现金流量表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	94	122	163	216
折旧摊销	0	27	37	49
营运资金投资	-182	-75	-248	-245
经营活动现金净流量	-41	83	-34	43
资本开支	0	-160	-199	-59
投资活动现金净流量	-73	-682	-199	-59
借款融资	174	-150	0	0
支付红利	0	0	0	0
融资活动现金净流量	152	664	4	-1
当年现金净流量	37	65	-229	-16

资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	56	644	415	398
应收款项	30	40	57	79
预付款项	12	25	30	46
存货	399	480	733	987
其他流动资产	9	7	14	17
流动资产合计	506	1,198	1,249	1,528
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	199	331	493	504
无形资产	26	26	26	26
其他非流动资产	19	18	18	18
非流动资产合计	248	379	541	552
资产总计	753	1,577	1,791	2,080
短期借款	288	138	138	138
应付款项	26	43	56	82
预收款项	47	55	83	111
应付股利	0	0	0	0
其他流动负债	18	32	41	60
流动负债合计	379	267	318	391
长期借款	62	62	62	62
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	34	34	34	34
非流动负债合计	96	96	96	96
负债合计	474	363	414	487
母公司所有者权益	279	1,214	1,377	1,593
其中：实收资本	55	74	74	74
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	279	1,214	1,377	1,593
负债及股东权益总计	753	1,577	1,791	2,080

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257