

食品综合

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 65.00 元

当前股价: 54.19 元

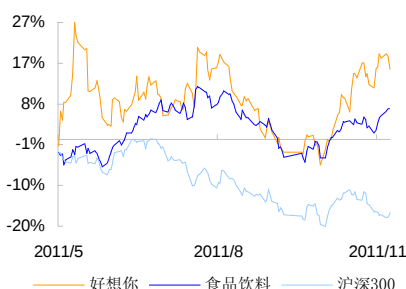
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2333.41
总股本(百万)	73
流通股本(百万)	18
流通市值(亿)	10
EPS	1.71
每股净资产(元)	5.05
资产负债率	62.96%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
好想你	13.79	-1.50	6.79
食品饮料	4.89	-2.93	13.49
沪深 300 指数	-3.71	-10.09	-11.97



相关报告

好想你-业绩触底的弹性品种 2011-10-20

好想你-经销商期权激励政策促进未来持续高增长 2011-09-26

好想你

002582

推荐

加速直营店建设有望拉动专卖店高增长

近日我们到好想你进行了调研,与董事长等公司高管就最近情况进行了沟通,之前报告我们提示的股份催化剂是原料价格下降确定,目前催化剂已经出现,利润率大幅提升已成事实,股价也有所反应,我们认为明年公司业绩有望超出市场预期,维持推荐评级。

投资要点:

- 四季度采购量同比增长 35%,根据终端市场原料采购价格显示原材料价格降幅在 20%-30%。网上数据显示若羌的枣下降了 21%,阿克苏的枣下降了 30%,后面价格预计还会继续下降,公司后续可能会根据销售情况继续采购,一般新枣下来第一个月的采购量占 70%-80%,去年四季度新疆枣采购量在 6000 多吨,全年 1.2 万吨。
- 产品通过提高原材料标准变相降价,预计新产品毛利率从前三季的 25%提升至 30%左右。今年公司产品使用新包装、新标准,去年特级的枣今年只能卖成一级,相当于变相降价。如果直接降价会对市场造成负面影响,不一定能刺激销量,因此标价基本没有下降。虽然原材料成本大幅下降,但是因为本身产品标准提高,预计毛利率目前 30%左右,明年建设旗舰店销售费用和宣传费会提高,预计净利率在 14-16%。
- 终端调研 11 月销量止跌回升,同比已经有增长,预计四季度收入将大幅增长。往年 4 季度销量占全年 1/3,今年收枣时间晚,但过年早,预计四季度收入将大幅增长。
- 下半年开店数量缓慢,预计与年中增长不多,主要是今年经销商销量和利润下滑所致,每个市场启动都有滞后期,预计明年开店速度会加快。截止年中新增门店 200 多家,预计今年春节前开店较多,明年计划增长 1000 家,但主要取决于经销商意愿。
- 与盛初咨询合作对专卖店进行精细化管理,加强终端管控。未来公司会加大对专卖店管理,包括选址、布店、产品包装等。未来将逐步加大广告力度,并且加大对电子商务渠道建设的投入,公司已经在网店推出新的产品枣智慧,确保经销商利润。
- 加大省外直营店建设力度,加大对经销商的扶持,拉动经销商专卖店开店速度。公司明年计划在每个中心城市做 1-3 家旗舰店,以自建为主,选址布店更加可控。未来增长主要来自省外,省外需要靠直营店打起品牌,因为省外主要是自主消费,需要密集布点,公司未来会在人流量大的地区建直营店,品牌起来会拉动专卖店建设。
- 未来品牌知名度的扩大与需求的增长是良性循环的过程。维持 2011-2013 年 EPS 分别为 1.7/2.6/3.7 的预测,对应 PE 为 32/21/15 倍,维持推荐评级。
- 股价催化剂:一季报超预期;风险因素:销量增速低于预期

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	657	893	1149	1631
收入同比(%)	61%	36%	29%	42%
归属母公司净利润	94	125	191	270
净利润同比(%)	83%	33%	52%	41%
毛利率(%)	26.6%	26.0%	30.0%	30.9%
ROE(%)	33.7%	10.3%	13.5%	16.1%
每股收益(元)	1.28	1.70	2.58	3.66
P/E	42.49	31.96	20.97	14.82
P/B	14.34	3.29	2.84	2.38
EV/EBITDA	41	27	18	13

资料来源:中投证券研究所

四季度采购量同比增长 35%，原材料价格降幅在 20%-30%。今年第一批计划采购的原材料已经采购完成，采购量同比增幅在 35%左右。根据终端原材料采购价格数据显示，各地原枣价格下降程度不同，若羌的枣下降了 21%，阿克苏的枣下降了 30%，今年原枣供应充足，后面价格预计还会继续下降，公司后续可能会根据销售情况继续采购，一般新枣下来第一个月的采购量占全年采购量的 70%-80%，公司去年四季度采购新疆枣 6000 多吨，全年采购 1.2 万吨，全国区域大概 1.7 万多吨。

产品通过提高原材料标准变相降价。今年公司产品使用新包装、新标准，去年收枣的质量比较差，今年质量大幅提高，同时公司提高了新的产品标准，去年特级的枣今年只能卖成一级，相当于变相降价。如果直接降价会对市场造成负面影响，不一定能刺激销量，因此标价基本没有下降。从终端销售来看，枣博士依然供不应求，精品红枣没有调价，健康情小幅下降不到 10%，1 千克特级健康情从去年的 198 元降到 188 元。

预计新产品毛利率从前三季的 25%提升至 30%左右。虽然原材料成本大幅下降，但是因为本身产品标准提高，所以综合下来原料降幅没有那么大，预计毛利率从今年前三季的 25%提升到 30%。考虑明年建设旗舰店销售费用会大幅提高，宣传费也会大幅提高，预计净利率在 14-16%。

终端调研 11 月销量止跌回升，同比小幅增长，预计四季度收入将大幅增长。往年 4 季度销量占全年 1/3，今年收枣时间晚，但过年时间早，预计四季度收入将大幅增长。

与盛初咨询合作对专卖店进行精细化管理，加强终端管控。未来公司会加大对专卖店管理，包括选址、布店、产品包装等。盛初咨询建议将蜜饯作为下一个重点产品，目前蜜饯销售收入为 5000 万元，蜜饯渠道和现有渠道比较匹配。

预计下半年开店数量缓慢，相比年中增长不多，主要是今年经销商销量和利润下滑所致，每个市场启动都有滞后期，预计明年开店速度会加快。截止中报，公司今年新增门店数量 200 多家，过去每年 9 月是开店旺季，因为临近中秋国庆等节假日，而且新产品快要上市，所以 9 月开店较多，但今年由于情况特殊，原枣下来的晚，因此开店时间可能顺延到春节前两个月。公司明年计划门店增长 1000 店，但是还是要取决于经销商意愿。开店速度低于预期的主要原因是今年受产品质量影响，今年经销商一半不赚钱，公司主要是通过经销商模式，占比超过 80%以上，未来公司仍以经销商为主。郑州现在不批新门店了，未来省外是增长重点。郑州地区销售收入约在公司整体收入的 1/4，河南省占接近一半。其他地区浙江省和湖北卖得较好。

加大省外直营店建设力度，拉动经销商专卖店开店速度。公司对整个开店的标准都有新的规划方案，明年计划在每个中心城市做 1-3 家旗舰店，30-50 平米左右，参照稻香村等模式，这样投资少，见效快，而且可以持续经营。明年会拿出部分超募资金投入市场开店中，直营店以自建为主，同时也对现存专卖店进行评估，合适的可以收成直营店，未来管理和经营逐步分开，这样也能避免店内销售产品混乱的问题。每个地区也会设有办事处，管理当地专卖店。好想你在河南知名度高，在媒体曝光率高，政府和消费者对公司的关注度高，产品卖的自然好，省外需要靠直营店打起品牌。河南市场上礼品占比在 60%以上，但省外礼品占销售不到 50%，

还是以自主消费为主。自主消费需要密集布点，而专卖店良莠不齐，因此需要公司未来会在人流量大的地区建直营店拉动专卖店建设。

公司会继续加大对经销商的扶持力度，加速专卖店的开设。公司在今年 9 月的经销商会议上实施了经销商激励，从今年开始的三年内，董事长每年拿出 50 万、100 万、150 万股，到每年的行权日以和 49.78 的差价给予符合条件的经销商激励。同时放宽经销商回款时间，优质经销商可以月初进货月底结款，原来必须是先款后货。或者给予经销商资金上的支持。

未来逐步加大广告力度。目前公司在河南新闻频道和公交车上在做广告，电视购物也有，网络广告是首先要加大的部分。公司也在考虑参与强劲广告项目，目前在围绕红枣拍一部电影，可能春节前上映。目前在全国电视台做广告还不合适，因为如果做了广告但是消费者找不到产品，那么投入产出不成比例，只能先在省内做，省外在专卖店做活动。

加大对电子商务渠道建设的投入。公司计划用自有资金建设一个一万多平米的综合楼，有一层做电子商务，网上订货，有专人专车配送。综合楼的一层和二层做旅行团参观展示和产品展示。目前网络销售已经推出了差别包装的产品枣智慧，相比专卖店的产品档次价格略低，用差异化的产品可以兼顾经销商的利润。

明年公司将给予经销商更多政策上的支持，并且在每个中心城市建设 1-3 个直营旗舰店，我们认为省外增长是公司未来增长的主要来源，由于省外品牌知名度不高，建设直营店有利于品牌在省外的宣传扩大，将会对经销商开店起到带动作用，专卖店布点密集后，品牌知名度的扩大与需求的增长是良性循环的过程。维持 2011-2013 年 EPS 分别为 1.7/2.6/3.7 的预测，对应 PE 为 32/21/15 倍，维持推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	506	1276	1463	1779
现金	56	672	724	743
应收账款	30	42	55	77
其他应收款	9	13	16	23
预付账款	12	20	24	34
存货	399	529	644	901
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	248	279	281	290
长期投资	5	4	4	4
固定资产	183	186	192	196
无形资产	26	26	26	26
其他非流动资产	34	63	60	64
资产总计	753	1555	1744	2068
流动负债	379	246	245	299
短期借款	288	100	100	100
应付账款	26	33	40	56
其他流动负债	65	113	105	143
非流动负债	96	92	92	92
长期借款	62	62	62	62
其他非流动负债	34	30	30	30
负债合计	474	338	337	391
少数股东权益	0	0	0	0
股本	55	74	74	74
资本公积	113	907	907	907
留存收益	111	236	426	696
归属母公司股东权益	279	1217	1408	1677
负债和股东权益	753	1555	1744	2068

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-41	36	88	65
净利润	94	125	191	270
折旧摊销	0	25	28	33
财务费用	15	1	-4	7
投资损失	0	-1	-1	-1
营运资金变动	0	-98	-137	-244
其他经营现金流	-150	-17	10	0
投资活动现金流	-73	-42	-40	-40
资本支出	74	43	40	40
长期投资	-1	-1	0	0
其他投资现金流	0	1	1	1
筹资活动现金流	152	622	4	-7
短期借款	160	-188	0	0
长期借款	14	0	0	0
普通股增加	0	19	0	0
资本公积增加	0	794	0	0
其他筹资现金流	-22	-3	4	-7
现金净增加额	37	616	52	18

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	657	893	1149	1631
营业成本	482	661	805	1127
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	28	40	63	90
管理费用	39	54	75	106
财务费用	15	1	-4	7
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1
营业利润	90	135	207	296
营业外收入	17	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	101	135	207	296
所得税	7	9	17	27
净利润	94	125	191	270
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	94	125	191	270
EBITDA	106	160	232	337
EPS (元)	1.71	1.70	2.58	3.66

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	61.0%	35.9%	28.8%	41.9%
营业利润	73.70	48.9%	54.09	43.0%
归属于母公司净利润	82.82	32.9%	52.43	41.5%
获利能力				
毛利率	26.6%	26.0%	30.0%	30.9%
净利率	14.3%	14.0%	16.6%	16.5%
ROE	33.7%	10.3%	13.5%	16.1%
ROIC	16.2%	17.6%	21.6%	24.7%
偿债能力				
资产负债率	63.0%	21.7%	19.3%	18.9%
净负债比率	73.81	47.97%	48.11	41.45%
流动比率	1.34	5.19	5.98	5.95
速动比率	0.28	3.04	3.35	2.93
营运能力				
总资产周转率	1.08	0.77	0.70	0.86
应收账款周转率	25	23	23	23
应付账款周转率	18.67	22.35	21.97	23.33
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.28	1.70	2.58	3.66
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.56	0.49	1.19	0.88
每股净资产(最新摊薄)	3.78	16.49	19.07	22.73
估值比率				
P/E	42.49	31.97	20.97	14.82
P/B	14.34	3.29	2.84	2.38
EV/EBITDA	41	27	18	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

北京市	上海市	深圳市
北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711