东兴证券
DONGXING SECURITIES

好想你“尝百草”

——好想你（002582）深度报告

2016 年 03 月 18 日

强烈推荐/首次

好想你 | 深度报告

报告摘要：

好想你开启转型道路。好想你以红枣及其深加工产品为主，随着反腐的力度不断加大，公司原本定位的礼品市场受波及，导致公司收入增速同比下滑严重，公司进入深度转型期。

渠道转型，四轮驱动。好想你于 2013 年提出转型，销售模式从以专卖店渠道为主向专卖店、商超和电子商务等多渠道并举模式转型。多元化模式进一步拓宽销售渠道，降低单一渠道带来的经营风险的同时，各渠道的不同程度发展也为公司带来业绩的增长。

收购百草味，产品多元化转型。好想你拟收购百草味母公司杭州郝姆斯食品有限公司 100%股权，我们认为公司收购郝姆斯之后，直观来看，在收入规模上将增长一倍以上；在产品上，将实现跨界坚果等领域，从单一产品向多元化产品方向发展，多品类产品矩阵增强公司的护城河，降低单一产品带来的经营风险，将成为公司发展史上的一个重要里程碑。

公司盈利预测及投资评级。好想你是红枣行业的龙头企业，近年来公司原渠道在限制“三公消费”之后历经转型的阵痛，目前公司通过不断的渠道转型、产品更新等策略已经初见成果，预期收购的百草味将实现公司电商渠道和产品转型的跨越。

- 在考虑完成郝姆斯收购之后，我们预计公司 2016 年-2017 年的收入分别为 32.36 亿元、39.65 亿元，同比增长 184.2%、22.53%，净利润分别为 0.26 亿元、0.34 亿元，同比增长 36.19%、33.8%。我们采用市销率估值方法，给予公司 2016 年 3 倍 PS 估值，对应公司市值近百亿元，较目前股价尚有 27%空间。鉴于公司自身的深度转型和收购郝姆斯实现产品和渠道的跨越，我们看好公司未来的发展，首次给予公司“强烈推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	908.04	972.92	1,138.66	3,236.04	3,965.21
增长率（%）	1.28%	7.15%	17.03%	184.20%	22.53%
净利润（百万元）	102.03	53.70	18.92	25.77	34.48
增长率（%）	1.59%	-47.37%	-64.77%	36.19%	33.80%
净资产收益率（%）	7.49%	3.84%	0.83%	1.12%	1.48%
每股收益(元)	0.40	0.21	0.07	0.30	0.53
PE	75.18	142.84	405.43	98.36	56.35
PB	3.23	3.14	1.92	1.90	1.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师:徐昊

Tel：010-66554017　　Email：xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:　　S1480514070003

联系人：焦凯

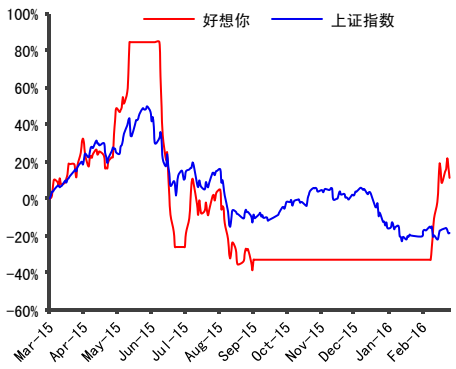
Tel：010-66554144　　Email：jiaokai@dxzq.net.cn

执业证书编号:　　S1480512090001

交易数据

52 周股价区间（元）	23.16-29.75
总市值（亿元）	43.91
流通市值（亿元）	28.31
总股本/流通 A 股(亿股)	1.48/0.95
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.55

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 家族式红枣企业 4
2. 红枣行业深加工领域亟需发展 5
2.1 红枣属大健康范畴，行业发展迅速 5
2.2 深加工占比较低，但占比不断提升 7
2.3 行业集中度较低，企业品牌力偏弱 8
3. 好想你“尝百草”，并购郝姆斯 10
3.1 公司进入深度转型期 10
3.2 渠道转型，四轮驱动 10
3.3 收购百草味，产品多元化转型 14
3.4 逐步探索转型之路 16
4. 盈利预测及估值 18
5. 投资评级 21

表格目录

表 1: 2008-2012 年红枣产品结构变化趋势 8
表 2: 公司各渠道发展情况 13
表 3: 百草味发展历程 15
表 4: 主要坚果类企业对比 16
表 5: 好想你募投项目对比 16
表 6: 智慧门店项目及预测 17
表 7: 公司收入预测表 18
表 8: 公司盈利预测表 18
表 9: 百草味细分产品收入预测 19
表 10: 百草味细分产品占比预测 19
表 11: 百草味细分产品毛利率预测 19
表 12: 百草味盈利预测 20
表 13: 同类型食品类上市公司估值比较表 21
表 14: 公司盈利预测表 22

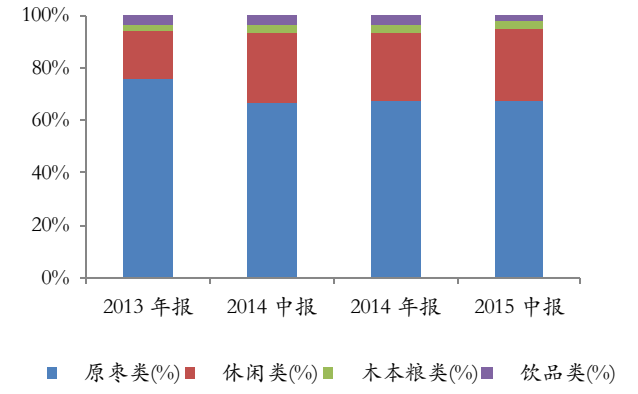
插图目录

图 1: 公司各类产品收入占比.....4
图 2: 公司各类产品利润占比.....4
图 3: 公司前十大股东持股比例（2015 年中报）.....5
图 4: 我国枣树种植面积及增速.....6
图 5: 我国红枣主产区产量占比.....7
图 6: 2012 年中国枣产品市场结构.....7
图 7: 枣行业集中度较低.....8
图 8: 枣行业深加工领域集中度.....9
图 9: 公司连锁专卖店数量变化.....10
图 10: 公司进入转型期.....10
图 11: 升级后门店形象.....11
图 12: 即食无核枣产品.....12
图 13: 淘枣帮系列产品.....12

1. 家族式红枣企业

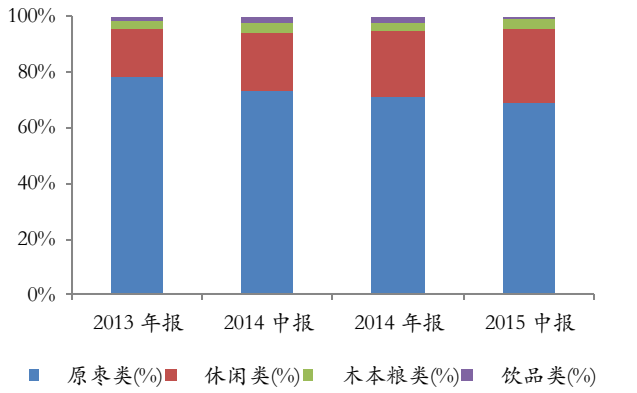
好想你是红枣行业首家上市公司，也是行业龙头企业，目前公司建立有河南新郑、河北沧州、新疆若羌、新疆阿克苏四个生产加工基地，自建原料基地 8000 亩，公司红枣产品分为四个品类：原枣类、休闲类、本木粮类、饮品类，公司的收入和利润来源主要来自红枣。

图 1：公司各类产品收入占比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：公司各类产品利润占比

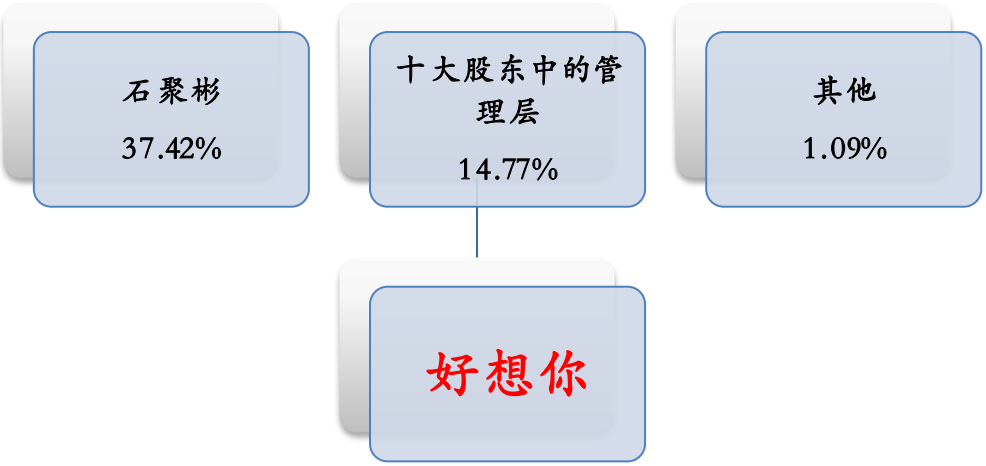


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

好想你为家族企业，实际控制人为公司董事长石聚彬先生，截止 2015 年中期持股比例为 37.42%，前 10 大股东与其有亲缘关系的含其个人持股比例为 44.02%。

公司管理层持股也处于较高水平，前 10 大股东包括大股东中 9 位为公司管理层，持股比例为 52.19%，另外，在公司最近公布员工持股计划占总股本的 7.08%，管理层占该计划的 15%以上，进一步增加管理层持股比例，管理层高比例的持股有利于提高其的积极性，另外员工持有该计划的近 85%份额也将增强员工的凝聚力。

图 3：公司前十大股东持股比例（2015 年中报）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

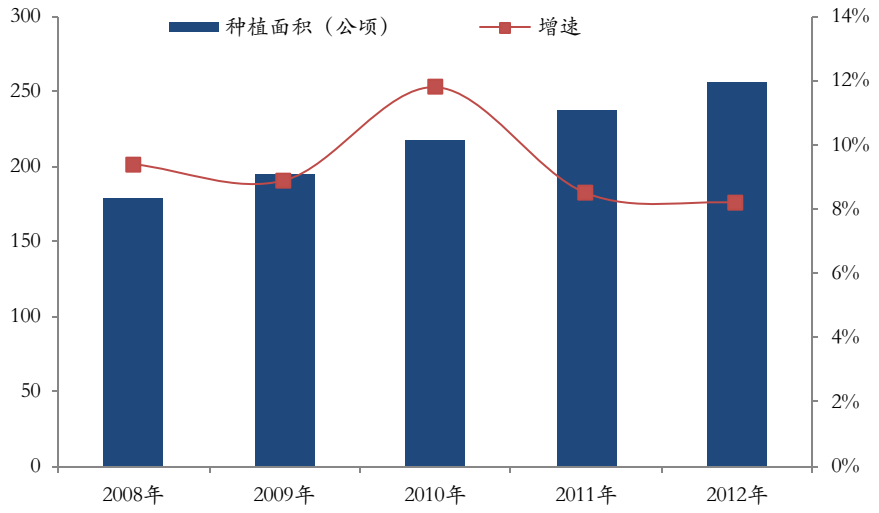
2. 红枣行业深加工领域亟需发展

2.1 红枣属大健康范畴，行业发展迅速

红枣在我国有 8000 多年历史，是红枣的原产国，拥有全世界 95%以上的枣树资源，《神农本草》、《本草纲目》对其医疗价值均有记载，认为枣有健脾、养胃、补血、护肝、益气、安神等功效，有极高的营养价值和很好的医疗保健作用，是传统医药中“药食同源”补品，属于大健康产业范畴。

由于枣树具有抗逆性强、早果速丰、管理容易等优点，枣树种植逐步成为我国农业产业结构调整、西部开发、退耕还林的重点，据农业统计年鉴和各省份统计年鉴资料，我国枣树面积由 2008 年的 179 万公顷增长到 2012 年的约 256 万公顷，年均复合增长为 9.4%。

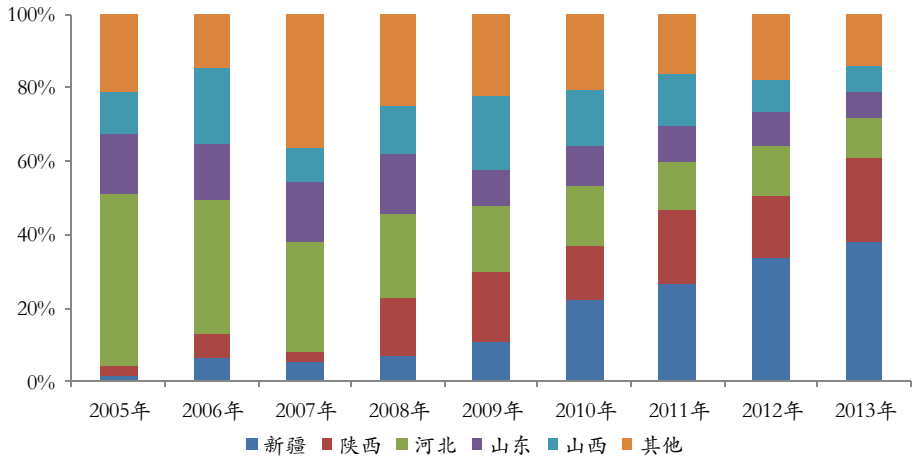
图 4：我国枣树种植面积及增速



资料来源：中国农业统计年鉴，赛迪顾问，东兴证券研究所

我国红枣产量增速较快，据林业统计年鉴显示，红枣（干重）产量由 2005 年的 172.32 万吨增长到 2013 年的 431.56 万吨，年均复合增长为 10.74%。近年来，传统红枣种植区域，如河北、山东、河南、山西等的城镇化建设进度不断深入，城镇化基础设施用地、配套用地、产业发展及公共事业用地规模不断上升，使得内地传统红枣种植区域的土地资源价格逐步上升，种植面积呈现增长缓慢局面，而新疆土地面积辽阔，人均土地面积较大，平均年降水量较小，昼夜温差大，具备林果种植的优越自然条件。最近几年，随着红枣市场需求的不断增加，在当地政府及部分红枣加工企业的引导与鼓励下，西北地区，特别是新疆地区的红枣种植面积增长迅速。在目前的前五大产区中，其中新疆和陕西两地发展较为速度，两者分别在 2010 年和 2011 年超过原产量第一的河北跃居前两名，山东和山西位居第四和第五名。

图 5：我国红枣主产区产量占比



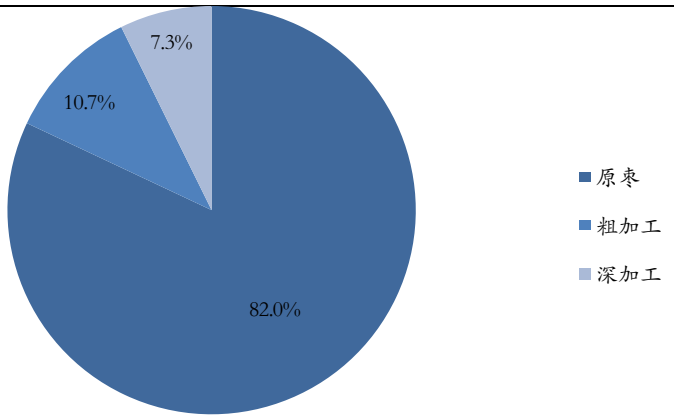
资料来源：中国林业统计年鉴，东兴证券研究所

2.2 深加工占比较低，但占比不断提升

在产品结构上，枣产品市场可分为原枣、粗加工产品和深加工产品。原枣主要是将红枣直接或者简单包装后进行销售，蜜饯等以简单加工进行销售的产品属于粗加工产品，如蜜枣等，枣片、枣饮料、枣粉等对红枣进行物理方式加工的产品属于深加工产品。

2012 年，我国原枣销售额达到 296 亿元，占比 82%，粗加工产品销售额达到 38.6 亿元，占比 10.7%，深加工产品销售额 26.3 亿元，占比 7.3%，从三种产品结构比例的来看，我国枣产品仍以原枣为主，产品附加值较低，具有高附加值的深加工亟待发展。

图 6：2012 年中国枣产品市场结构



资料来源：赛迪顾问，东兴证券研究所

从 2008-2012 年我国枣产品市场不同产品结构销售情况来看，原枣、粗加工产品和深加工产品均保持较快的增长速度，相比较而言，深加工产品由于基数较低且具有较高性价比的优势，深加工产品增长速度最快，而原枣由于基数较大且附加值较低的因素，原枣的增长速度相对而言较为缓慢。在占比方面，截止 2012 年原枣占比较 2008 年降低近 4 个百分点，粗加工产品占比提升近 1.4 个百分点，深加工产品提升 2.8 个百分，深加工产品的占比正在逐步的增加。

表 1：2008-2012 年红枣产品结构变化趋势

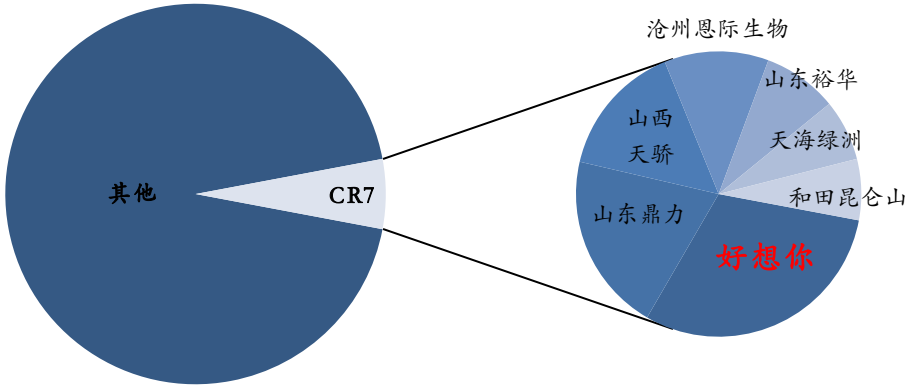
（亿元）		2008A	2009A	2010A	2011A	2012A
原枣	销售额	174.2	207.7	231.9	261.0	296.0
	占比	86.1%	85.2%	84.3%	83.2%	82.0%
	增长率	20.1%	19.2%	11.6%	12.6%	13.4%
粗加工产品	销售额	18.9	23.4	27.0	32.3	38.6
	占比	9.3%	9.6%	9.8%	10.3%	10.7%
	增长率	27.7%	24.0%	15.2%	19.9%	19.5%
深加工产品	销售额	9.2	12.6	16.2	20.4	26.3
	占比	4.5%	5.2%	5.9%	6.5%	7.3%
	增长率	35.3%	37.3%	28.8%	25.6%	29.2%

资料来源：赛迪顾问，东兴证券研究所

2.3 行业集中度较低，企业品牌力偏弱

由于红枣属于农副产品，传统的消费习惯多以原枣为主，枣产品生产企业的品牌力均不强，农户、小企业在原枣和初加工方面竞争较为激烈，集中度较低，枣行业整体排名第一的好想你市场占有率不足 2%，前七大企业的份额也不足 6%。

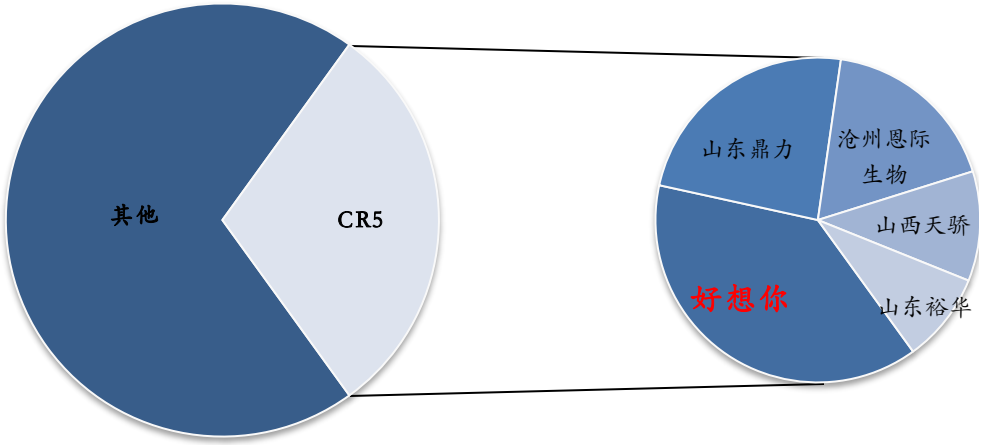
图 7：枣行业集中度较低



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

在红枣深加工领域，生产企业的品牌力相对增强，龙头企业的市场占有率相对原枣和粗加工领域有明显提升，虽然排名第一的好想你市场占有率超过第二、第三之和，但是由于深加工产品在枣行业中占比仍然较低，深加工企业在其领域中的 CR5 占有率仍不足 30%，仍需大型企业提升市场份额。

图 8：枣行业深加工领域集中度



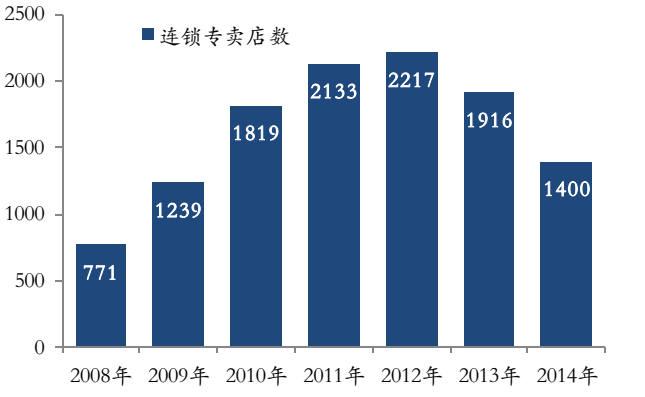
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3. 好想你“尝百草”，并购郝姆斯

3.1 公司进入深度转型期

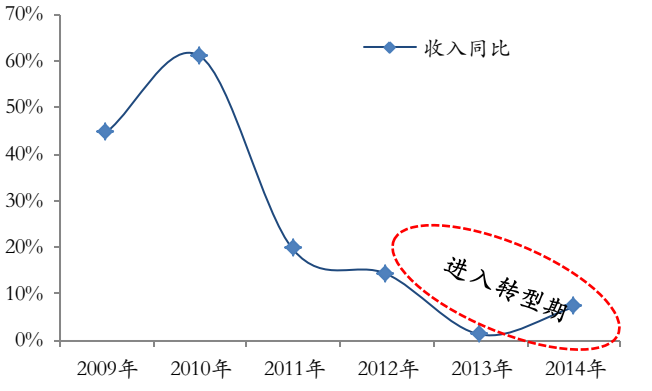
红枣行业的销售渠道主要有专卖店、商超、流通和电商，其中专卖店渠道是公司特有的渠道模式，公司的连锁专卖店数于 2012 年达到历史峰值 2217 家，其原定位主要为礼品市场，多分布在行政部门周边。新一届中央政府接任之后反腐的力度进一步的加大，公司原定位的礼品市场受波及，导致公司收入增速同比下滑严重，在反腐力度不断加强的背景下，公司定位的礼品市场难以支撑公司的发展，公司进入深度转型期。

图 9：公司连锁专卖店数量变化



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 10：公司进入转型期



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3.2 渠道转型，四轮驱动

好想你于 2013 年提出转型，转型规划为：由生产主导型向市场主导型企业转型，产品结构由商务礼品为主向大众休闲化转型，销售模式从以专卖店渠道为主向专卖店、商超和电子商务等多渠道并举模式转型。

公司的此次是较为深度的一次转型，由生产为主转型销售为主，企业定位进行转变；在产品结构上梳理产品线，将 300 多个单品优化为 100 个，目前公司产品更贴近快销品的范畴，以增强产品的动销；在渠道上开启多元化渠道模式，进一步的拓宽销售渠道，我们认为公司转型中最重要的为渠道转型，降低单一渠道带来的经营风险的同时，各渠道的不同程度发展也为公司带来业绩的增长。

在专卖店方面：公司自转型之初即着手对其专卖店渠道进行调整，主要策略是优化升级+淘汰，其中优化升级主要是标准化运营，在 2013 年当年升级后店面整体业绩提升 5-30%，对专卖店的升级凸现效果，公司在 2013 年、2014 年分别升级门店约 200 家、378 家，并且通过梳理单店模型，将门店分为旗舰店、A 类店、B 类店、C 类店和店中店 5 种类型；在淘汰方面，公司淘汰一部分服务意识差、月销售额不达标的店

面，公司淘汰的落后店面数量由 2012 年的 2217 家到 2014 年的约 1400 家，在排除新开店面因素之后，公司在近两年淘汰落后店面预计在 1000 家以上，如此大刀阔斧的调整也显示管理层转型的决心和执行力。

图 11：升级后门店形象

资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

在商超方面：公司近两年在商超渠道不断发力，在上海、北京、郑州、武汉设立样板市场，目前在上述四个市场的 KA 门店铺货率达 95%以上，并且在江苏、浙江、广东等地也进行铺货。在铺货门店数量方面，以 2013 年中期的 1440 家为基数，截止 2015 年中期公司在 KA 渠道铺货门店近 2000 家，年均增长近 300 家，符合增速约为 16%，公司在此方面的执行能力较强；在 KA 渠道收入方面，2013 年中期到 2015 年中期基本以每年翻倍的速度增长，规模效应逐步体现。商超拳头产品即食无核枣同样保持较快的收入增长，在 2014 年中期即食无核枣的收入即占到商超渠道收入的近一半，2015 年的规划是该单品销售占比达 35%，进一步扩大该单品的销售份额，大单品+商超战略是公司渠道转型的重要一步。

图 12：即食无核枣产品

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

在电商方面：公司在重点打造商超渠道的同时也逐步推动其电商的建设，于 2013 年成立树上粮仓公司负责电商业务，目前主要在天猫、京东、一号店等平台进行销售，公司在“双十一”期间的销售额从 2102 年的 800 万增至到 2014 年的 1235 万元，公司在电商方面的发展还是较为迅速。在电商产品方面，公司根据受众人群的地域、性别、年龄、消费能力、消费习惯等，推出淘枣帮系列产品，该系列产品包装以卡萌风格为主，较为符合新生代消费人群的审美观，产品包括红枣系列和核桃，干果类型产品的推出也改变公司产品单一的劣势，完善公司产品线，电商渠道的不断发力是公司渠道转型的进一步体现。

图 13：淘枣帮系列产品

资料来源：公司展品，东兴证券研究所

在流通方面：我们在前文提到大枣由于其农副产品的属性，导致其销售主要以流通为主，而流通渠道多以农户销售为主，企业的占比较小，同样公司虽然作为行业的龙头企业，但是在流通渠道占比仍然很小。公司在 2014 年推出流通渠道产品“千年胡杨枣”，由于该渠道竞争激励，且公司目前尚未投入太大的精力，我们认为此渠道仅作为公司完善渠道类型的作用，该渠道的空间巨大，期待公司在商超和电商渠道较为成熟之际再次发力流通渠道，进一步的扩张市场份额，稳固龙头地位。

表 2：公司各渠道发展情况

（家/万元）	连锁店数	连锁店收入	铺货 KA 商超门店数	KA 收入	电商收入	备注
2008 年	771	28,211.46				
2009 年	1,239	40,809.31				
2010 年	1,819	65,705.54				
2011 年	2,133					
2012 年中期	2,091					
2012 年	2,217		202			发展商超，在上海、北京、郑州、武汉设立样板市场，推出商超产品即食枣；梳理产品线，将 300 多个单品优化成 100 个单品；
2013 年中期	2,084	32,177.60	1,440	3,668.61	897.32	
2013 年	1,916	66,112.76	1,550	13,603.00	6,613.00	上海、郑州、武汉的 KA 覆盖率 90%以上；电商成立树上粮仓；确定“健康零食”产品定位；上海市场加大宣传
2014 年中期		32,589.47	1,808	8,570.60	1,689.11	四个样板市场铺货率 95%以上，江苏、浙江、广东铺货提升；电商在 14 年 2 月推出淘枣帮系列；储备新产品突出健康零食定位
2014 年	1,400		2,000			流通渠道推出“千年胡杨枣”，建立市场信息库；
2015 年中期			2,000	17,179.09		非公开发行项目

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在公司渠道转型中，专卖店的转型和商超的发展已凸显成效，我们认为公司应该持续和更深层次的转型。

公司在销售方面经销商模式偏弱，仅在商超渠道引入约一半比例的经销商，专卖店渠道在红枣行业中是公司首创也是较强的渠道，我们认为公司开启专卖店形式主要是当时商超和电商尚未兴起，且红枣的自身农副产品属性导致其在流通渠道的品牌影响力

有限，公司以高档红枣、礼品市场为主的产品和消费人群定位，致使其以专卖店渠道为主是时代背景下的销售模式，我们认为目前该模式已经不太具备市场化的条件，比如：部分门店的选址、定位尚未调整，产品性价比偏低等。

我们对比专卖店和经销商模式，专卖店的优势是门店可作为宣传窗口，而劣势在于积极性、主动性不足，我们认为在当前国内商超等主流渠道发展较为成熟的情况下，公司可以考虑将部分专卖店店主转变为经销商，以及引入实力较强的经销商。对于专卖店，我们建议仍逐步关闭、减少，仅在一二线城市保留部分优质旗舰店作为形象店兼顾宣传的作用。在运营方面，公司可协助经销商进商超渠道，带动公司销售网络的铺开，商超产品的受众面要远大于专卖店，并且由于公司一直实行专卖店形式为主，在渠道扁平化方面将会更容易实现；在产品方面，公司可进一步梳理产品结构，在无核即食枣作为商超的通道产品之后，可加入更多品类产品，以此来形成公司在商超渠道的产品矩阵，从长期来看将有效提高目前专卖店的主动性、降低公司的销售费用、增强公司产品知名度和提升盈利水平。

3.3 收购百草味，产品多元化转型

好想你于 2016 年 2 月初公布增发公告，拟以 9.6 亿元收购杭州郝姆斯食品有限公司 100%股权，我们认为公司收购郝姆斯之后，在产品上，将实现跨界坚果等领域，从单一产品向多元化产品方向发展，多品类产品矩阵增强公司的护城河，降低单一产品带来的经营风险，直观来看，公司 10 亿左右的收入规模与百草味预计 2015 年超过 10 亿收入的规模相比（2015 年 1-9 月收入 8.15 亿元，“双十一”当天收入超 1.2 亿元），公司在完成收购之后其体量将增长一倍以上，将成为公司发展史上的一个重要里程碑；在渠道上，百草味强大的线上坚果行业地位将是公司发展电商的有力支撑。

郝姆斯旗下的主要品牌为“百草味”，另有“百年梅坊”、“梅家坞”等其他品牌。百草味成立于 2003 年，主营以休闲食品生产、销售为主，产品体系涵盖坚果炒货、蜜饯话梅、糕点饼干、肉干肉脯和花茶等 5 大系列 300 多个单品。百草味的渠道以电商为主，百草味成立之初的渠道模式主要为连锁店，集中于杭州下沙，后拓展至浙江高校校区附近，从 2010 年底起，百草味新增线上渠道，并且在此渠道发展迅速，百草味于 2011-2012 年开始逐步减少线下业务，专注线上业务的发展，目前百草味在线上坚果领域仅次于三只松鼠。

表 3：百草味发展历程

时间	事项
2003 年	创建第一家百草味休闲零食店
2005 年	创建第 16 家百草味休闲零食店，百草味商标成功注册
2007 年	成立杭州郝姆斯食品有限公司，主攻产品的研发与生产
2008 年	成立杭州百草味食品有限公司，总部杭州，辐射浙江、北京、安徽、江西等省市，共计 42 家
2009 年	杭州百草味食品有限公司更名杭州百草味企业管理咨询有限公司，主攻品牌维护推广，当年新增门店 62 家，门店总数达 100 多家
2010 年	杭州百草味企业管理有限公司正式被商务部批准为中国特许经营企业
2010 年 12 月 6 日	应阿里巴巴邀请，正式入驻淘宝商城，“百草味旗舰店”挂牌营业，开启电子商务历程
2011 年 2 月 1 日	成立杭州网虹电子商务有限公司，主攻电子商务市场
2011 年 3 月 18 日	淘宝商城当天订单突破 15000 单，日销售额突破 50 万，淘宝商城食品类目排名第一
2011 年 5 月 28 日	公司获得第一笔风险投资 1000 万
2011 年 6 月 13 日	应腾讯邀请，正式入驻 QQ 商城，百草味 QQ 商城味旗舰店挂牌营业
2012 年 3 月 1 日	应 1 号店邀请，正式入驻 1 号店，百草味 1 号店挂牌营业，当月店铺销量突破 100 万
2012 年 4 月 1 日	应京东商城邀请，正式入驻京东商城，百草味京东商城旗舰店挂牌营业

资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

我们选取与百草味同行业的三只松鼠、良品铺子、新农哥与其进行对比：

在产品上，上述四家公司基本以坚果炒货等产品为主，百草味和良品铺子另涵盖蜜饯、糕点、肉类零食等多品类产品发展；三只松鼠近期关闭其旗下干果、休闲食品品牌“松鼠小贱”和花茶品牌“松鼠小美”，据媒体报道，未来三只松鼠将合并形成多品类产品发展的格局，与上述三家公司多品类产品发展不同的是，新农哥在于 2011 年将蜜饯花茶等非坚果类产品下线，专注做坚果炒货类目。**我们认为，**综合性、多品类的产品运营将增加同店、同类产品消费的机会，将提升企业的收入规模。

在渠道上，百草味以连锁店渠道起家，于 2010 年开始试水电商，2011-2012 年逐步减少连锁店，目前百草味的渠道基本以电商为主；良品铺子目前的渠道以连锁店为主，正在积极发展电商渠道，目前良品铺子的连锁店近 1400 家，覆盖湖北、湖南、江西、成都、郑州等多个省市，于 2012 年试水电商，目前在电商渠道发展较为迅速；三只松鼠从其成立以来即专注于电商渠道，目前三只松鼠仅开展线上业务，在线上坚果炒货领域后来者居上，排名第一；新农哥成立之初主要的渠道以商超为主，于 2012 年末终止与所有商超的合作，专注线上坚果品牌。从渠道来看，电商是上述四家公司重点发展的方向，其中百草味、三只松鼠和新农哥仅保留线上业务，良品铺子的渠道是线上线下将结合的方式。**我们认为，**在目前房租和人工成本均大幅增长的情况下，电商渠道的发展将有效的降低企业的运营成本。

在收入上，以 2014 年为例进行排名，规模最大的是线上线下相结合的良品铺子，从收入增速来看，三只松鼠以期精准的产品定位（包括产品品质、产品形象、顾客定位

等）收入增速超过 300%，紧随其后的是百草味近 2.6 倍的收入增速排名第二。

表 4：主要坚果类企业对比

	渠道	产品	收入
百草味	电商，2011-2012 年开始逐步减少连锁店，主攻电商渠道	坚果炒货、蜜饯话梅、糕点饼干、肉干肉脯、花茶等	2013 年收入规模约 3.8 亿元、2014 年突破 10 亿元规模、预计 2015 年 20 亿元收入规模
良品铺子	连锁店+电商，连锁店和电商渠道均衡发展	坚果炒货、果干果脯、肉类零食、海味零食、素食山珍、饼干糕点、糖果布丁等	2013 年收入 15.8 亿元、2014 年收入规模 25 亿元
三只松鼠	电商，“仅在线上销售 15 天生产的坚果”	坚果、干果、（花茶）等	2012 年收入约 1 亿元、2013 年收入 3.26 亿元、2014 年收入约 11 亿元
新农哥	电商+商超，电商为主，已逐步退出商超渠道	坚果炒货等	2014 年收入约 3 亿元

资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

3.4 逐步探索转型之路

好想你于 2016 年 2 月份公布的资产收购报告中公布，募集配套资金中的 3.6 亿元用于智慧门店的建设，与公司 2015 年中期公布的非公开增发公告相比，在募投资金方面，本次的智慧门店较之前的方案减少近 60%；在募投项目运用方面，公司本次募投的智慧门店项目包括好想你红枣旗舰店和好想你 O2O 移动专卖店，减少了好想你生活家和想你好食养生活馆，**本次募投项目的调整更加突出公司的转型以渠道和产品为主的基调，募投项目也更为务实和符合公司目前转型的需要。**

公司拟募投的智慧门店项目包括好想你红枣旗舰店 270 家和好想你 O2O 移动专卖店 635 家，以及配套的信息系统建设和全品类供应链建设。目前公司的线上线下各自运营，销售体系独立，会员系统独立，两大渠道之间存在损耗，公司本次募投的智慧门店项目的目的在于打通线上线下体系，互导流量。

表 5：好想你募投项目对比

募投项目（家）	好想你旗舰店	好想你 O2O 移动连锁店	好想你生活家	想你好食养生活馆	云商城
2015 年中期方案	80.0	300.0	500.0	200.0	-
2016 年 2 月方案	270.0	635.0	0.0	0.0	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

对于公司仍加强线下运营的问题，我们认为线上主要优势为运营成本相对较低，消费

者购物更为便利，但是消费体验相对较差，线下正好相反，在电商近几年快速发展的情况下，以亚马逊和当当网为代表的电商平台着手布局线下实体书店，乐视在去年 4 月份提出将开线下门店，京东线下家电加盟店将在大部分地区推进等，我们认为电商平台巨头不断开拓线下门店渠道主要是提升消费者体验，对于公司而言，公司原本渠道以线下门店为主，未来将发力线上渠道，属于多渠道共同发展，在兼顾便利的同时更加注重消费者体验。

好想你旗舰店是对公司现有的市场门店系统转型升级，在产品升级的同时更加注重消费者体验，也是我们前文中提到的渠道转型的延续。目前公司线下门店的主要短板在于产品品类单一，公司通过对百草味的收购，同时也将丰富公司线下门店产品品类，实现公司大健康服务商战略的转型。

好想你 O2O 移动专卖店将主要以流动车的形式出现，由公司员工在社区或社区门口进行产品销售，公司在销售之前将提前通过手机 APP 和微信等形式进行推介。公司的智慧门店项目将覆盖到大型社区，社区 500 米健康+服务体验圈，形成 5 公里的健康产品服务和直接配送圈，形成高覆盖、快速送达、高粘性的消费者服务。

在智慧门店项目盈利预测方面，公司预计正常投运之后年收入 7.72 亿元/年，净利润 0.46 亿元/年，净利率为 5.78%，略高于公司目前的专卖店净利率。与公司 2015 年中期公布的方案相比，结合我们之前的调研数据，我们下调公司本次募投的智慧门店项目单店的日均收入，预计好想你旗舰店单店日均收入为 4000 元/天/店，好想你 O2O 移动连锁店单车日均收入为 1700 元/天/车，毛利率为 40-50%，其中由于好想你 O2O 移动连锁店以流动车的形式出现，无需门店租金等费用，其利润率略高于好想你旗舰店。

表 6：智慧门店项目及预测

单位：万元	好想你旗舰店	好想你 O2O 移动连锁店	合计
门店数量	270.0	635.0	905.0
单店投资	43.2	20.9	64.1
月度营业额（含税）	12.0	5.1	17.1
日均（元）	**4,000.0**	**1,700.0**	**5,700.0**
年度营业额（含税）	**38,880.0**	**38,862.0**	**77,742.0**

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从渠道来看，公司本次募集配套资金主要用于店面型或类店面型渠道，在大力整顿专卖店等店面型渠道和发展商超、电商渠道的情况下，虽然目前市场有部分观点认为公司在店面型渠道“重走老路”，但是**我们的观点：**公司此次募投的旗舰店是以前专卖店的升级版，我们预计在运营上也将由公司经营，这是与以前个人经营专卖店的主要区别，避免了管理和产品的杂乱，也更加突出消费者体验，实现多渠道互相导流的功能，并且多渠道的共同运作也将进一步提升公司盈利能力；

从产品类型来看，公司目前主要以红枣产品为主，在完成对百草味的收购之后，公司在其旗舰店销售产品将打破产品单一的桎梏，形成多类产品铸成的“护城河”，与 2015 年中期的方案相比，公司此次募投的旗舰店定位更加清晰。

4. 盈利预测及估值

在公司原有产品预测方面，公司原有的枣产品收入保持快速增长主要来自即食无核枣在商超的铺货，虽然公司将商超定位至其第三序列的渠道，但是大力发展商超渠道的规划仍在继续实施，并且从目前来看，商超渠道的即食无核枣大单品也是公司规模做大的捷径。公司的原枣类、本木粮类产品主要集中在专卖店渠道，在公司不断调整专卖店的情况下，我们对上述两类产品的预测基本维持稳定。我们预计公司原有产品 2016-2017 年的收入分别为 14.33 亿元、17.33 亿元，同比增长 25.84%、20.93%，净利润分别为 0.27 亿元、0.44 亿元，同比增长 52.04%、62.83%。

表 7：公司收入预测表

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
原枣类	68,022.84	64,580.07	68,688.03	69,374.91	70,068.66
休闲类	17,079.31	24,831.49	38,902.74	67,571.77	96,810.28
本木粮类	2,037.87	2,955.07	3,107.21	3,138.29	3,169.67
饮品类	2,907.20	3,116.57	3,168.00	3,199.68	3,231.68
合计	**90,047.22**	**95,483.20**	**113,865.98**	**143,284.64**	**173,280.29**

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 8：公司盈利预测表

（百万元）	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	908.04	972.92	1,138.66	1,432.85	1,732.80
增减	1.28%	7.15%	17.03%	25.84%	20.93%
净利润	102.03	53.70	15.31	23.27	37.88
增减	1.59%	-47.37%	-71.48%	51.96%	62.78%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在百草味收入预测方面，百草味的肉脯/海鲜系列、果干系列和糕点糖果系列收入增速较快，2015 年-2022 年的复合增速分别为 28.2%、23.9%、27.52%，目前占比最高的坚果系列增速略有放缓，与上述三系列产品相比，同期的符合增速为 16.87%，百草味同期整体收入增速为 20.64%，预计百草味 2016 年-2018 年收入将达到 19.16 亿元、25.18 亿元、30.41 亿元，增速分别为 80.55%、31.4%、20.76%。

在对百草味净利润预测方面，公司的生产模式主要是对产品的包装为主，坚果系列产品由于同质性较强导致竞争激烈，其毛利率与公司其他产品相比较低，虽然目前坚果系列占公司收入比重较高，但是随着公司较高毛利的糕点糖果系列和果干系列产品占

比不断增加，且规模化之后费用率降低，以及销售模式中增加入仓模式的占比，公司的净利率不断的提升，预计百草味 2016 年-2018 年净利润分别为 0.82 亿元、1.07 亿元、1.45 亿元，对应收购后 2.58 亿的总股本，百草味 2016 年-2018 年将增厚公司 EPS 分别为 0.2 元、0.32 元、0.41 元。

表 9：百草味细分产品收入预测

（万元）	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
坚果系列	44,046	86,726	99,770	111,743	124,034	135,197	147,365	153,260
糕点糖果系列	6,984	14,188	21,779	29,549	35,459	41,133	46,068	48,833
果干系列	18,798	32,598	46,356	60,687	75,859	89,513	98,465	104,373
肉脯/海鲜系列	13,766	26,735	43,506	54,441	69,273	85,303	94,834	100,415
礼盒系列	21,023	29,145	37,257	43,590	48,821	53,703	59,074	62,027
其他	1,522	2,239	3,135	4,076	5,095	6,114	7,031	7,452
合计	**106,140**	**191,631**	**251,803**	**304,086**	**358,541**	**410,963**	**452,837**	**476,360**
增速	**73.63%**	**80.55%**	**31.40%**	**20.76%**	**17.91%**	**14.62%**	**10.19%**	**5.19%**

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 10：百草味细分产品占比预测

占比	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
坚果系列	41.50%	45.26%	39.62%	36.75%	34.59%	32.90%	32.54%	32.17%
糕点糖果系列	6.58%	7.40%	8.65%	9.72%	9.89%	10.01%	10.17%	10.25%
果干系列	17.71%	17.01%	18.41%	19.96%	21.16%	21.78%	21.74%	21.91%
肉脯/海鲜系列	12.97%	13.95%	17.28%	17.90%	19.32%	20.76%	20.94%	21.08%
礼盒系列	19.81%	15.21%	14.80%	14.33%	13.62%	13.07%	13.05%	13.02%
其他	1.43%	1.17%	1.25%	1.34%	1.42%	1.49%	1.55%	1.56%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 11：百草味细分产品毛利率预测

毛利率	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
坚果系列	21.50%	21.40%	21.30%	21.30%	21.20%	21.10%	21.05%
糕点糖果系列	33.00%	32.90%	32.80%	32.70%	32.60%	32.50%	32.40%
果干系列	31.00%	30.90%	30.80%	30.70%	30.60%	30.50%	30.40%
肉脯/海鲜系列	25.00%	24.90%	24.80%	24.70%	24.60%	24.50%	24.40%
礼盒系列	28.00%	27.90%	27.80%	27.70%	27.60%	27.50%	27.40%
其他	25.49%	25.40%	25.31%	25.21%	25.11%	25.00%	24.90%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 12：百草味盈利预测

（万元）	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入	191,632	251,803	304,086	358,541	410,964	452,836	476,360
营业成本	142,783	186,939	225,250	265,320	304,160	335,501	353,195
营业税金及附加	748	1,050	1,361	1,663	1,975	2,252	2,436
销售费用	33,816	43,953	52,765	59,429	65,843	69,762	72,692
销售费用率	*17.65%*	*17.46%*	*17.35%*	*16.58%*	*16.02%*	*15.41%*	*15.26%*
管理费用	5,340	6,723	8,328	10,645	12,605	14,266	15,811
管理费用率	*2.79%*	*2.67%*	*2.74%*	*2.97%*	*3.07%*	*3.15%*	*3.32%*
财务费用	1,983	2,143	2,148	2,153	2,163	2,173	2,183
利润总额	6,962	10,995	14,233	19,331	24,218	28,882	30,042
所得税	1,741	2,749	3,558	4,833	6,054	7,221	7,511
净利润	5,222	8,246	10,675	14,498	18,163	21,662	22,532
净利率	*2.72%*	*3.27%*	*3.51%*	*4.04%*	*4.42%*	*4.78%*	*4.73%*

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在百草味估值方面，由于百草味目前的主要产品坚果类产品线上竞争较为激烈，且在销售方面以市场扩张为主要战略，百草味的利润率偏低，于 2015 年三季度实现的扭亏，净利率为 1.7%；在好想你估值方面，由于公司目前正处于深度转型阶段，我们前文提到公司的渠道逐步转变为以门店、电商、商超、流通相结合的“四轮渠道”，产品由之前的礼盒、商务为主调整为适合普通消费者的产品，在此过程中，公司的费用成本支出较大。

对于估值，我们认为在企业处于快速成长阶段投资者对于其收入的增速敏感性更强，PS 估值方法在一定程度上体现投资者对公司未来收入和利润增长的预期，预期随着公司收入和利润的快速增长，在一定时期其 PE 估值水平回归到一个合理的区间。我们选取部分食品类细分行业的龙头上市公司进行对比，选取其达到 20 倍左右市盈率的情况下的收入和利润符合增速，以及其对应的 2016 年市销率估值。**在对可比公司的预测方面，鉴于企业的发展不断的变化，我们仅在其维持现有发展的情况下进行预测，另外，鉴于部分公司预测年份较长，我们仅就其所在行业的发展情况对其进行较长期的预测。**

我们对比上述可比公司在其市盈率达到 20 倍左右的情况下，预计好想你在 2022 年对应的市盈率 22 倍情况下，其从 2016 年至目标年的收入复合增速居前，净利润复合增幅达 52.07%，远超所对比公司水平。在可比公司 2016 年对应的市销率方面，目前好想你对应的市销率为 2.37 倍，剔除可比公司部分数值较高和较低的数据来看，多数公司对应 2016 年市销率水平在 3 倍左右，公司在完成收购百草味的情况下，其盈利水平大幅提升，我们认为给予公司 2016 年 3 倍市销率较为合理，**对应公司 2016 年的市值近百亿元，以发行后的股本计算，对应股价 37.65 元，较 3 月 17 日收盘价尚有 26.56%的空间。**

表 13：同类型食品类上市公司估值比较表

	时间	对应 PE	2016 年至期间收入 CAGR	2016 年至期间净利润 CAGR	2016 年 PS
双塔食品	2018E	20	15.01%	19.48%	6.29
涪陵榨菜	2018E	20	9.68%	12.84%	5.09
桃李面包	2020E	20	10.66%	12.02%	4.86
中炬高新	2018E	19	12.03%	17.89%	3.06
加加食品	2018E	21	12.29%	16.96%	3.05
煌上煌	2022E	21	10.38%	16.88%	2.89
洽洽食品	2017E	20	2.38%	9.54%	2.45
克明面业	2020E	19	12.69%	17.33%	2.39
黑芝麻	2016E	20	-	-	1.70
好想你	**2022E**	**22**	**12.80%**	**52.07%**	**2.37**

资料来源：WIND、东兴证券研究所（注：以 2016 年 3 月 17 日收盘价计算）

5. 投资评级

好想你是红枣行业的龙头企业，近年来公司原渠道在限制“三公消费”之后历经转型的阵痛，虽然公司目前仍在不断探索转型道路，但是通过不断的渠道转型（减少专卖店、发展商超和电商）、产品更新（大单品即食无核枣、跨界干果类）目前已经初见成果，收购的百草味将实现公司电商渠道和产品转型的跨越，我们看好公司转型和收购百草味的发展，首次给予“强烈推荐”评级。

表 14：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	815	941	1587	1737	1894	**营业收入**	908	973	1139	3236	3965
货币资金	240	175	707	839	1028	**营业成本**	561	551	660	2179	816
应收账款	131	144	172	199	218	营业税金及附加	4	6	7	15	9
其他应收款	25	19	23	26	29	营业费用	171	261	353	760	463
预付款项	51	33	37	41	45	管理费用	93	89	108	179	137
存货	361	554	633	618	559	财务费用	8	16	-1	13	-8
其他流动资产	7	16	16	16	16	资产减值损失	2.51	7.19	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	723	1300	924	837	748	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	30	0	0	0	0	投资净收益	42.66	8.86	0.00	0.00	0.00
固定资产	335.32	501.37	526.64	502.35	454.56	**营业利润**	111	52	12	90	30
无形资产	44	95	85	76	66	营业外收入	10.37	10.72	11.00	11.00	11.00
其他非流动资产	135	286	0	0	0	营业外支出	2.86	0.47	1.00	1.00	1.00
资产总计	1539	2241	2511	2574	2642	**利润总额**	119	62	22	100	40
流动负债合计	122	284	213	229	243	所得税	17	9	3	22	6
短期借款	0	100	0	0	0	**净利润**	102	54	19	78	34
应付账款	40	60	83	91	96	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	39	37	73	81	90	归属母公司净利润	102	54	19	78	34
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	193	199	91	189	261
非流动负债合计	55	557	7	37	67	**EPS（元）**	0.40	0.21	0.07	0.30	0.53
长期借款	2	2	7	37	67	**主要财务比率**					
应付债券	0	498	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	177	841	162	207	251	**成长能力**					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	1.28%	7.15%	17.03%	15.90%	9.66%
实收资本（或股	148	148	148	148	148	营业利润增长	17.82%	-53.19%	-76.97%	66.34%	50.73%
资本公积	835	835	1713	1713	1713	归属于母公司净利	1.59%	-47.37%	-64.77%	312.18%	-55.79%
未分配利润	327	358	361	367	373	**获利能力**					
归属母公司股东	1361	1400	2291	2309	2333	毛利率(%)	38.19%	43.41%	42.04%	43.06%	43.61%
负债和所有者权	1539	2241	2511	2574	2642	净利率(%)	11.24%	5.52%	1.66%	2.41%	0.87%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	6.63%	6.63%	2.40%	0.75%	3.03%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	7.49%	3.84%	0.83%	3.38%	5.83%
经营活动现金流	180	-94	-14	102	117	**偿债能力**					
净利润	102	54	19	26	58	资产负债率(%)	12%	38%	7%	8%	10%
折旧摊销	74.29	131.06	0.00	86.97	88.86	流动比率					
财务费用	8	16	-1	-7	-7	速动比率					
应付帐款的变化	0	0	-28	-27	-45	**营运能力**					
预收帐款的变化	0	0	7	8	10	总资产周转率	0.58	0.51	0.49	0.53	0.57
投资活动现金流	-148	-553	296	0	0	应收账款周转率	8	7	7	7	7
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	23.39	19.37	19.90	22.75	22.47
长期股权投资减	0	0	10	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	43	9	0	0	0	每股收益(最新摊	0.69	0.36	0.13	0.17	0.23
筹资活动现金流	-207	582	251	30	20	每股净现金流(最新	-1.18	-0.44	3.61	0.89	1.29
应付债券增加	0	0	-498	0	0	每股净资产(最新摊	9.22	9.49	15.52	15.65	15.81
长期借款增加	0	0	5	30	30	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	75.18	142.84	405.43	98.36	56.35
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	3.23	3.14	1.92	1.90	1.88
现金净增加额	-175	-65	533	131	137	EV/EBITDA	21.49	24.16	40.44	18.98	13.13

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：徐昊

会计学学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，5 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

联系人：焦凯

2010 年加盟天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，3 年食品饮料行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。