

刘冉

执业证书编号: S0730516010001

021-50588666-8036

liuran@ccnew.com

捍卫价值的“护城河”正在建成

——好想你（002582）价值分析报告

证券研究报告-分析报告

评级（首次）：买入

发布日期：2017年7月6日

市场数据（2017年7月6日）

收盘价(元)	12.19
一年内最高/最低(元)	16.72/10.57
沪深300指数	3660.10
市净率(倍)	1.96
流通市值(亿元)	24.99

基础数据（2017年3月31日）

每股净资产(元)	12.58
每股经营现金流(元)	2.33
毛利率(%)	29.99%
净资产收益率(%)	1.85
资产负债率(%)	29.13%

联系人：李琳琳

电话：021-50588666-8045

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

投资要点：

- 休闲食品行业的高增长由以下因素推动：城镇化的快速而大范围推进，促使城市生活方式扩延；人均可支配收入的提高，使得休闲食品成为日常品；购买渠道的多样化，帮助休闲食品可得、易得；人口结构的变化如新生代的崛起，对休闲食品的升级和概念化提出更高的要求，等等。
- 国内枣制品行业的收入规模也达到了400至500亿元，是个相对小众的市场。在枣制品市场中，公司的市场份额接近2%，作为品牌商尚有扩大收入和份额的空间。
- 激烈竞争的条件下，休闲食品行业目前尚未形成具有定价权和话语权的龙头企业，市场也较为分散，行业距离集约和有序尚有较长的路要走。在此阶段，企业应致力于建立自身价值的“护城河”，打造先发优势，未来则有可能成为这个新兴行业的龙头。
- 我们推荐好想你的理由是：公司已经建立起价值“护城河”，未来最有可能成为休闲食品行业的龙头。目前来看，公司价值的“护城河”包括：需求可持续；行业快速增长；产品持续创新；产品先发于产地“概念化”；原料基地、产能设备、营销渠道的护城河；品牌建设和自然流量；尽早充分地建设“入仓”销售；融资顺畅、资金充足。
- 2016年，公司并购休闲食品电商“百草味”，成为行业中第一个“吃螃蟹的人”。并购“百草味”对公司基本面对如下影响：首先，公司的收入结构将更为多元化。其次，公司的品类扩容、产品可得性增强，可以服务更多的消费者，从而扩大受众群和客户圈。第三，线上营销基因使得品牌的传播更加亲民。第四，线上渠道的成功，促使公司的销售规模快速、大幅增长。在线上渠道的协力下，枣类收入出现近年来难得的高增长。经历了五个季度的亏损，并购“百草味”后，公司扭亏为盈，且最近一期业绩大幅增长。第五，由于并入品类的盈利性不及红枣，公司产品结构下沉，毛利率大幅下滑。此外，目前线上收入贡献高达59%，线上销售模式的流量和物流投入大，商家的净利润率普遍低于5%，进一步拉低公司的盈利性。
- 预测公司2017、2018、2019年的每股收益（摊薄）分别为0.21元、0.36元和0.46元，同比增长36.92%、75.41%、27.75%。对应7月5日收盘价11.87元，公司2017、2018、2019年的估值分别为56.52、32.97和25.80倍。我们首次覆盖公司，给予公司“买入”评级。

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(亿元)	20.72	43.50	55.11	66.76
增长比率(%)	86.14	109.96	26.69	21.14
净利润(亿元)	0.39	1.07	1.88	2.40
增长比率(%)	1314.69	36.92	75.41	27.75
每股收益(摊薄;元)	0.15	0.21	0.36	0.46

1. 投资逻辑之一：休闲食品行业良好的成长前景

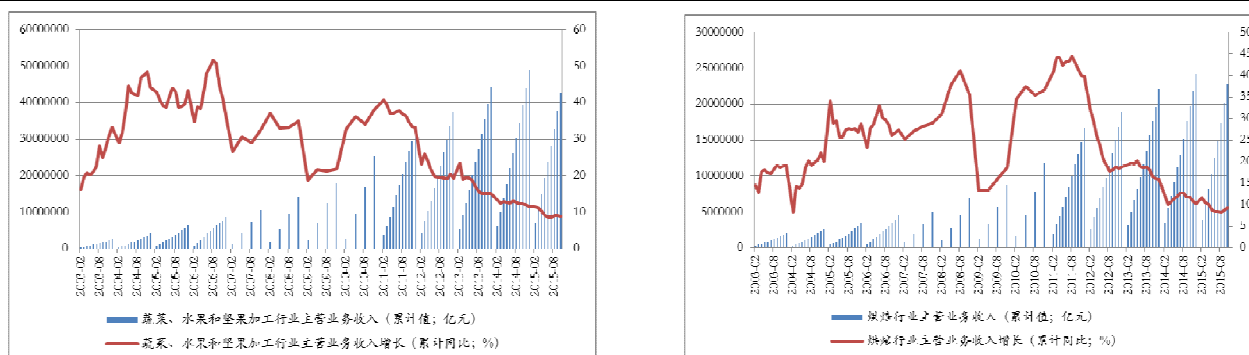
好想你（002582）所在的休闲食品行业的快速增长引人注目。

休闲食品将过往散称的零食或半成品状态的农产品通过深加工和小包装，使之能够便携、宜食、可得、更加健康友好，完全符合消费升级的趋势。目前的休闲食品包括烘焙产品、卤制品、炒货和农业加工品，等等。休闲食品行业将初级产品标准化、产业化，提升其附加值，使之日常化，以此扩容行业规模、提高行业盈利。

休闲食品行业的高增长由以下因素推动：城镇化的快速而大范围推进，促使城市生活方式扩延；人均可支配收入的提高，使得休闲食品成为日常品；购买渠道的多样化，帮助休闲食品可得、易得；人口结构的变化如新生代的崛起，对休闲食品的升级和概念化提出更高的要求，等等。

总之，正是由于迎合了消费升级的时代要求，休闲食品行业才会得以迅速的扩容和发展。

图表 1：蔬菜、水果、坚果加工和烘焙行业的收入规模及其增长情况



资料来源：中原证券 WIND

我们从 WIND 数据终端提取了两个细分市场的数据，分别是果蔬和坚果加工和烘焙，以此数据观察休闲食品行业的需求状况。

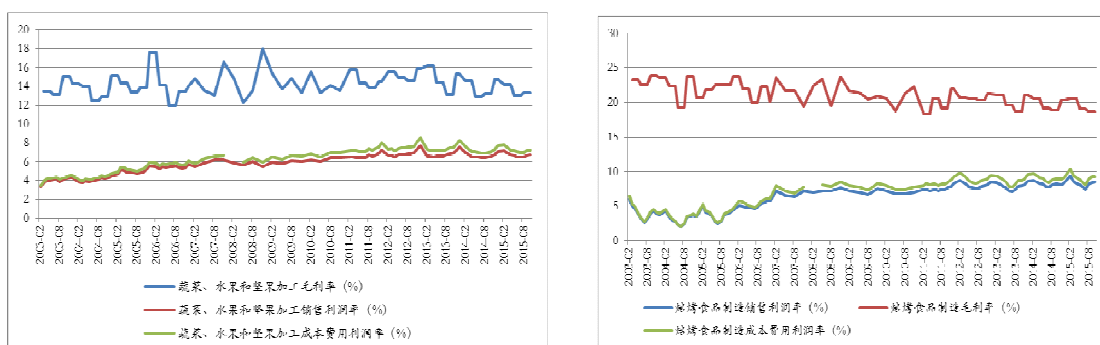
截至 2015 年 10 月份，蔬菜、水果和坚果加工业的收入规模达到 4257.26 亿元，同比增长 8.79%；烘焙行业的收入规模达到 2284.57 亿元，同比增长 9.41%。尽管增速在高基数上回落，2003 年至 2015 年，蔬菜、水果和坚果加工业的收入年均增长达到 28.18%，烘焙业的收入年均增长达到 22.90%。

此外，截至目前，国内枣制品行业的收入规模也达到了 400 至 500 亿元，是个相对小众的市场。在枣制品市场中，公司的市场份额接近 2%，作为品牌商尚有扩大收入和份额的空间。

2. 投资逻辑之二：公司已经建成“护城河”

休闲食品行业的快速发展一定程度上掩盖了行业的激烈竞争。2003 年至今，行业的毛利率呈下滑态势，而行业的费用率却在不断上升，成本和费用的提高侵蚀行业利润，也暗示行业的从业者众多、彼此竞争激烈。激烈竞争的环境下，行业目前尚未形成具有定价权和话语权的龙头企业，市场也较为分散，行业距离集约和有序尚有较长的路要走。

图表 2：休闲食品行业毛利率下降同时费用率上升



资料来源：中原证券 WIND

由于休闲食品行业目前处于分散、竞争、格局未定的阶段，企业应致力于建立自身价值的“护城河”，打造先发优势，未来则有可能成为这个新兴行业的龙头。

我们推荐好想你（002582）的理由是：公司已经建立起价值“护城河”，未来最有可能成为休闲食品行业的龙头。目前来看，公司价值的“护城河”包括：

2.1 满足健康需求的“护城河”

红枣补血，人尽皆知。这种药食同源的产品属性为公司建立起需求刚性的“护城河”。

此外，通过并购“百草味”，公司完成了全品类部署，包括红枣、坚果、糕点、水果冻品等。通过合并同类项，公司不仅能够满足不同的消费需求，还能使产品在口感和营养方面互补。

我们认为，健康消费“护城河”建成的必要条件有：休闲食品中最健康的；健康食品中最好吃的；好吃之余治愈心灵的；此外，符合“短保”和“代餐”标准也是当前的追求。所谓“短保”是指较短保质期的食品，介于新鲜制品和工业制品之间的食品；所谓“代餐”食品是指高纤维、低热量、易有饱腹感的食品，代餐食品帮助人群控制食量和热量，进而达到减肥的目的。公司目前正在朝向“短保”和“代餐”两大功能属性开展研发。

2.2 需求快速增长的“护城河”

2017 年，国内的红枣市场销售额达到 500 亿元，同比增长超过 40%。未来红枣市场有多大不好确定，但是，红枣市场在未来若干年可持续较高增长是明确的。

在休闲食品中，相对于卤制品、坚果、烘焙和糕点，红枣制品当前的市场规模较小，但是受众人群并不比其它的小，意味着红枣市场未来的增长空间更大、增长更快。

图表 3：休闲食品各业态的市场规模

市场规模(亿元)		行业竞争属性
烘焙	2500	行业增长快，发展空间大；行业分散，竞争激烈；通过企业“护城河”的建立，市场正在集中。
坚果	2400	
卤制品	800	
红枣	500	

资料来源：中原证券 WIND 周黑鸭招股说明书

2.3 产品创新能力的“护城河”

公司在产品创新方面始终保持“青春力”——只有产品更迭高度活跃，才能保证用户行为高度活跃。

首先是代别的创新：

公司的第一代产品仅是原枣；后来，公司对原枣清洗去核，有的做成蜜饯，产生第二代枣产品；后又将大枣做成脆片、枣片，大包装衍生出小包装，甚至烟盒装的便携包装，完成了第三代的产品升级；红枣夹核桃

是公司第四代产品，是红枣与坚果结合，混合口感和营养的一次重要尝试，以网红“抱抱果”的热销而宣告成功。未来，公司产品的发展路径包括：对红枣酵素和抽提物的研发、生产；将红枣与各种品类结合，创造出更多有趣的单品，就像“抱抱果”。

公司产品的代别更迭展示了时代和消费史的变迁；每一次代别升级都包含了更多的技术内涵，建立起更高的进入门槛。在农产品粗加工领域，产品创新已经帮助公司甩掉更多竞争对手，从而构建更深更广的“护城河”。

图表 4：公司产品的代别描述

代别	产品内容	产品属性
第一代	原枣	农产品的初级加工；送礼是其主要功能。
第二代	清洗去核枣；蜜饯枣	农产品的深度加工；小包装化；送礼还是主要功能。
第三代	枣脆片；枣片	小包装、便携化，易得易食；自己食用为主。
第四代	红枣夹核桃	红枣与坚果的结合，从此“红枣+”的尝试一发不可收拾；以“抱抱果”的名义，做成了网红、做成了大单品——产品创新、网络营销、文化营销的完美结合。
第五代	红枣酵素；红枣抽提物；红枣+	自食和分享功能；消费场景多样化：办公、游玩、派对、聊天……；有趣、温暖是其重要的文艺功用；受众人群以年轻人为主，向中年人、老年人辐射。

资料来源：中原证券

其次是产品品类创新：

公司的产品广谱中原本仅有枣类制品。在 2016 年公司并购“百草味”之后，公司的产品品类中囊括进：坚果、干果、糕点、粮食（谷、豆、山药等）制品。未来，每个品类都将有自己的品牌，想象空间很大。

2.4 产品概念化的“护城河”

枣夹核桃这一品类早在 90 年代初就存在于市场。通过“抱抱果”、“仁仁果”的推出和造势，公司将文艺气质赋予了这款产品，使其有了温暖的内涵，并焕发出新时代的气息。

将产品赋予文艺气质，在休闲食品企业中公司拿下了“首创”，有着“标新立异”的价值。白酒行业的经验显示：在产品同质化的市场环境里，产品一旦被“概念化”，竞品就难以超越，如梦之蓝、牛栏山二锅头等。在特定“概念”的引导下，产品易于成为营销层面的“大单品”。紧随“抱抱果”和“仁仁果”，公司将会持续推出新奇的概念产品，并产生相应的大单品。

“抱抱果”在 2016 年实现的销售额达 1.5 亿元；预计 2017 年与“仁仁果”一起可超过 3 亿元，实现销售翻番。仅针对网购平台，枣夹核桃的市场容量当前达到 20 亿元，“抱抱果”和“仁仁果”的市场份额仅 15%，仍有扩容空间。

备注：在各大网购平台，“抱抱果”的搜索量大过“枣夹核桃”和“百草味”的搜索量。

2.5 原料、产能共建价值壁垒

红枣盛产于中国，广泛分布在黄河沿岸，呈“之”字形。红枣重要的产地包括河北、山东、河南、陕西、新疆等地。

新疆出产的灰枣为最高等级，骏枣的等级略低于灰枣，二者是公司的主要原料。

根据 mintel 的研究结果，过去五年国内 75% 的巴达木来自美国进口，而大杏仁更是北美所独有的农产品。相比坚果，红枣原料的易得性更强、采购成本更低，公司当初选择红枣加工领域，决定公司因此具备了显著的成本优势。

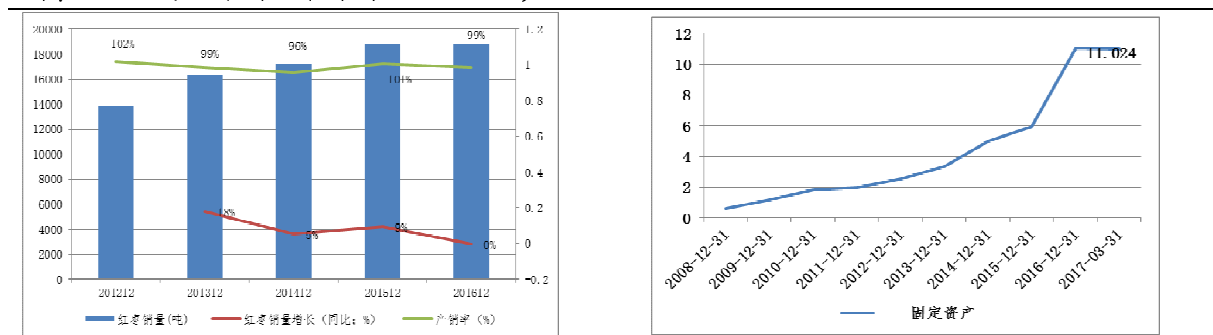
公司的生产基地不断扩张，从最初的河南新郑，到河北沧州、新疆若羌和新疆阿克苏，目前包括如上四大生产基地。四大生产基地均就红枣产地而建，原料优势明显。原料优势包括对原料枣的品质保障、较低的物流和库存费用、较低的原料采购价格，等等。公司的原料采购模式如下：与当地林场或兵团建立长期合作关系；公司向林场或兵团提出采购标准，并提供技术服务，进行过程监控；与林场或兵团约定采购价格，既保证枣农利益，又保障自身的成本优势。该模式下的原料采购占总采购量的 70%。

此外，公司拥有 11000 余亩的自有红枣种植基地，其中新郑 2000 亩、新疆 9000 亩。自有基地可满足公司 10%的原料采购需求。剩余 20%的原料采购通过市场化采购完成。

2016 年，公司红枣销量 1.88 万吨，同比下滑 60 吨。之前，公司发起了 5 万吨红枣及其制品深加工项目，2016 年项目的一部分结转、投产。公司发起该项目应是在建立在对市场需求和供应缺口的判断之上。此外，2012 年以来，公司的红枣产销率都极高，接近满产满销。再者，公司作为排名第一的红枣品牌商，在红枣市场的占有率也仅有 2%，公司的市场远未饱和、且拓展空间尚大。

所以，我们认为，2016 年公司红枣销量下滑可能是因为遭遇了产能瓶颈。

图表 5：公司红枣销量下滑的主因可能是产能遭遇瓶颈



资料来源：中原证券 公司 2016 年年报

2016 年，公司迁入新厂。在建产能全部投产后，预计公司的红枣深加工产能可达到 7 万吨。公司采用的是领域中最先进的技术装备和智能车间，比如，公司的智能分拣和发单仓库的日发单量可超过 10 万件；公司在全国的

物流仓库十余处，满足了货品即日或次日到达。在生产加工、分拣发单和物流配送三大环节，公司已经构建起机械化、智能化、标准化的重资产壁垒。

2.6 营销壁垒

公司主要的销售渠道包括专卖店、大卖场（KA）和网购平台。

截至 2016 年，公司的专卖店数量达到 1200 个，在全国各大城市均有设立，包括自营店和加盟店。2017 年，公司将会在全国范围新设 100 个 3.0 版本的店面，其最大特点是：每个店面标配 2 辆 O2O 移动零售终端、店内引入智能货架和智能导购，着实激发客户兴趣和复购频次。未来几年，公司的店面扩张速度或会放缓，转而专注于店面管理和单店效益的提升。此外，公司将砍掉所有的低效门店，集中资源投入重点市场和门店，通过精细化管理，向门店系统要效益。

截至 2016 年末，在全国各大省份，公司的产品已经进入包括乐购、家乐福、世纪联华、沃尔玛、大润发等在内的 2200 个 KA，其中，在重点市场的 KA 系统覆盖率超过 90%。

2016 年，公司收购“百草味”，后者是从事休闲零食销售的专业电商：截至 2016 年末，“百草味”拥有用户超过 2100 万，6 个月内活跃用户占比约 60%，天猫旗舰店的年访客量超过 1.73 亿人次。2016 年，公司在电商渠道的销售斩获三项第一：“双十一”红枣销量全网第一、“枣夹核桃”销量全网第一、红枣礼盒销量全网第一。公司为红枣产品首创“让爱开口”概念系列，强化概念。此外，公司加大了“入仓模式”的销售占比，以优化用户体验，以及提升电商渠道的净利润率。

休闲食品行业中，公司距离“新零售”的范畴最近。百联集团的董事长叶永明先生如此描绘“新零售”业态：“新零售”不仅仅是线上和线下的融合，更是以互联网、物联网、人工智能、大数据等领先技术为驱动，面向线上线下全客群提供全渠道、全品类、全时段、全体验的新型零售模式。阿里巴巴集团的张勇先生描述“新零售”为：人、货、场三大要素不断发生化学反应，最终为新消费时代的消费者提供基于多场景的新的消费体验，从而能

够使商业经营获取更大的效益。相比同行，公司及时介入电商领域，由此获得了在互联网、大数据和智能人工等方面的先发优势；当“新零售”风起之时，也是公司厚积薄发、全面崛起之时。

2.7 自然流量“护城河”——SKU 数量和性价比

品类分布足够广、SKU 布局足够多，是电商强化一站消费和黏性消费的不二法宝。

目前，公司在电商渠道的 SKU 多达 368 个，涵盖坚果、果干、肉脯、海味、糕点、膨化、素卤等；形式则分为礼盒、混搭和衍生萌物。

为了发现相对优势，我们比较了百草味和三只松鼠：尽管品类趋于同质化，但是三只松鼠的线上 SKU 较百草味少 85 个；尤其主打品类如坚果、果干、海味和礼盒，百草味的 SKU 远远多于三只松鼠。

图表 6：公司的 SKU 多于竞争对手

品类	百草味 SKU (单位：个)	三只松鼠 SKU (单位：个)
坚果	120	89
肉脯	28	32
果干	88	49
糕点	31	20
膨化	16	25
海味	23	6
素卤	17	12
礼盒	17	8
组合	18	
新品	4	29
衍生萌物	6	13
共计	368	283

资料来源：中原证券 天猫商城

同样的品牌号召力下，性价比越高，流量吸引力越强。我们抽验了 10 个 SKU，其中的 9 个 SKU 的单价百草味均低于竞品。

图表 7: 电商性价比比较

单价 (元/克)	百草味	三只松鼠
碧根果	0.089	0.095
夏威夷果	0.078	0.088
板栗仁	0.079	0.089
开心果	0.125	0.133
纸皮核桃	0.066	0.064
手剥松子	0.351	0.367
琥珀核桃仁	0.098	0.115
芒果干	0.083	0.095
冻榴莲	0.321	0.332
白葡萄干	0.05	0.068

资料来源: 中原证券 天猫商城

目前, 百草味的复购率仅 30%, 与竞品相当。在消费黏性和高性价比的帮助下, 公司的电商复购率有待提高。

2.8 “入仓”模式构建“护城河”

入仓是一种线上销售模式, 即商品进入京东或天猫的综合商超平台, 如天猫超市, 并通过天猫或京东的仓储物流系统完成销售。入仓用户一般是超市购物的居民群体, 其主要消费是生活必需品, 休闲食品是顺带消费和次要消费。

线上销售的另一种模式是 B2C, 是传统的线上模式。B2C 是商家在电商平台的自营店面, 通过商家自有或者外包的仓储物流系统完成销售。B2C 模式的主要用户是白领和年轻群体, 针对的是主要消费而非顺带消费。

入仓模式和 B2C 模式都是线上销售的重要模式, 相比之下, 入仓模式具有如下优势:

入仓模式的净利率比 B2C 模式高。B2C 模式要求商家投入更多的导流费用和物流费用, 故导致商家的净利润率普遍低下: 比如, 并购之前, 百草味的净利润率能够达到 4%至 5%, 已经比较高, 而大部分商家的净利润率仅有 1%至 2%。

入仓模式的复购率比 B2C 模式高。入仓模式，对应的是线下的商超购物模式，主要满足的是综合型消费；因而，相比专项消费，入仓能够克服单品类所导致的客流量不足的先天问题，从而有效地提高商品的复购率。

入仓模式的物流体验比 B2C 好。入仓模式下，由电商平台提供仓储物流服务，天猫和京东提供“当日达”和“次日达”服务为用户提供了良好的派送体验。

国际消费品牌，如优衣库、ZARA、CAP 等，采用的正是入仓模式。大比例入仓，要求商家具备强大的供应链管理能力和配套的仓库体系，许多商家并不具备相应的硬性条件，而无法大规模入仓。

目前，公司的入仓模式快速增长，销售占比不断扩大，将会切实提升公司的电商盈利性。

备注：2016 年末，入仓模式的销售额在公司收入结构中占比达到 17%。

2.9 资金的“护城河”

休闲食品企业中实现上市的目前有：好想你(002582)、来伊份(603777)、盐津铺子(002847)和绝味食品(603517)。其中，公司的上市时间最早、融资金额最大。较早地开展直接融资，使得公司较早的建立品牌、较早的达成产业化、较早的占领市场，等等。融资功能为公司提供了资金方面的“护城河”。

图表 8：休闲食品企业上市进程

	上市时间	募集资金 (亿元)	总股本 (亿元)	市值 (亿元)	上市板
好想你(002582)	2011 年 5 月	31.32	5.16	63.38	中小板
来伊份(603777)	2016 年 10 月	7	2.4	86.59	主板
盐津铺子(002847)	2017 年 2 月	2.83	1.24	46.24	中小板
绝味食品(603517)	2017 年 3 月	8.04	4.1	153	主板

资料来源：中原证券 WIND

市值计算日：2017 年 6 月 13 日

3. 并购对公司基本面的影响

3.1 并购“百草味”的五个影响

2016 年，公司并购休闲食品电商“百草味”，成为行业中第一个“吃螃蟹的人”。

并购“百草味”，对公司基本面有如下影响：

首先，公司的收入结构将更为多元化；红枣仍是主业，但是不是唯一业务板块。

其次，公司的品类扩容、产品可得性增强，可以服务更多的消费者，从而扩大受众群和客户圈。

第三，线上营销基因使得品牌的传播更加亲民。“好想你”和“百草味”双品牌运营，分别满足不同的受众群，前者主打高端产品、满足人情需求；后者主打亲民产品，满足休闲需求。

第四，线上渠道的成功，促使公司的销售规模快速、大幅增长。在线上渠道的协力下，枣类收入出现近年来难得的高增长。经历了五个季度的亏损，并购“百草味”后，公司扭亏为盈，且最近一期业绩大幅增长。

第五，由于并入品类的盈利性不及红枣，公司产品结构下沉，毛利率大幅下滑。此外，目前线上收入贡献高达 59%，线上销售模式的流量和物流投入大，商家的净利润率普遍低于 5%，进一步拉低公司的盈利性。

3.2 财务变化

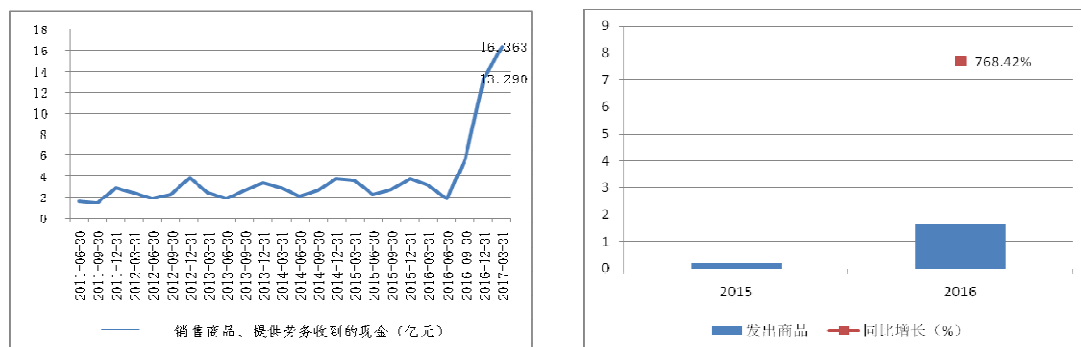
3.2.1 整体销售大幅增长

公司于 2016 年上半年完成并购。2016 年四季度之后，公司的经营性现金流入明显加大：2016 年 4Q 收到现金 13 亿元；2017 年 1Q 收到现金 16 亿元。

此外，线上销售规模加大促使公司发出商品和库存商品的体量大幅增长：2016 年，公司的发出商品同比增长 7.68 倍，库存商品同比增长 13.78 倍。

未来销售流入的持续性和增长性是重要的观察指标。

图表 9：公司发出商品和收到现金体量猛增



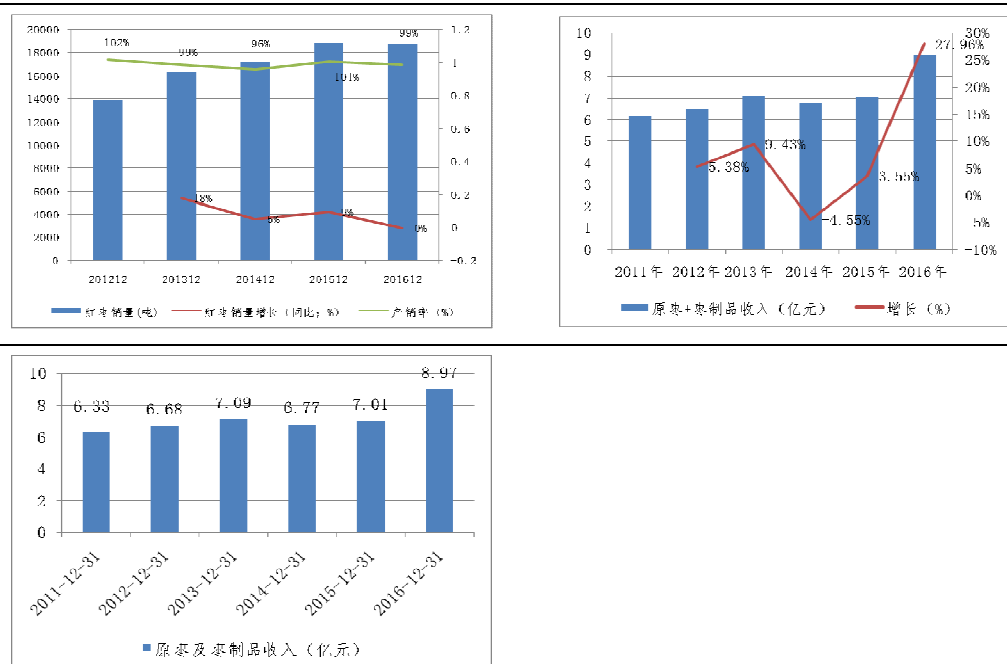
资料来源：中原证券 WIND

3.2.2 红枣制品重现高增长

在并购“百草味”之前，公司的红枣销售已陷入困局：收入增长缓慢甚至负增长，且处于增量不增收的状态，这是由之前的产品老化、定位送礼、门店渠道管理不善所造成的。

在网红单品“抱抱果”的引爆下，公司的红枣销售重现高增长：并购当年，在红枣销量零增长的情况下，红枣收入同比增长近 28%。此外，由于产品附加值增加，红枣制品从“增量不增收”向“不增量，也能增收”转型。2016 年，公司的红枣收入达到 8.97 亿元，两年之内有望成为十亿元体量的单品。

图表 10：网红单品“抱抱果”推动公司红枣销售大幅增长

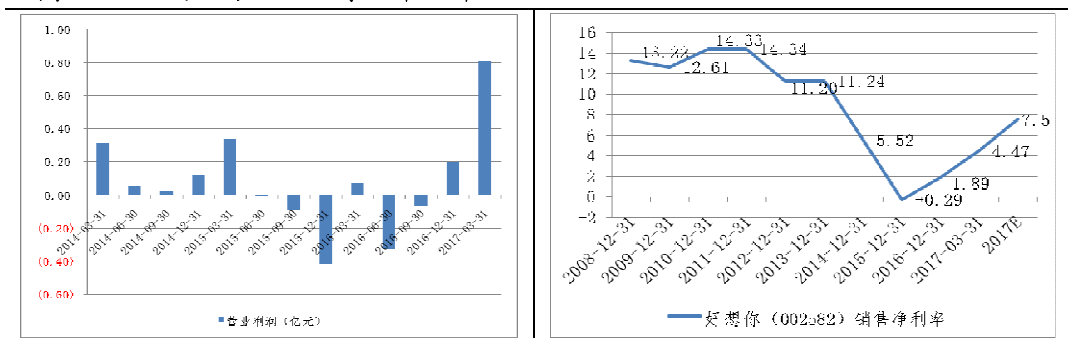


资料来源：中原证券 WIND

3.2.3 公司扭亏

2016 年四季度之前，公司已经连续六个季度亏损。2016 年 4Q，公司实现营业利润 0.20 亿元；2017 年 1Q，公司实现营业利润 0.81 亿元。公司扭亏，并且业绩在进入 2017 年后大幅增长，公司整体盈利性改观。

图表 11：公司扭亏为盈，净利率回升



资料来源：中原证券 WIND

3.2.4 公司的产品结构下沉

由于原料成本较低，枣制品的毛利率远远高于其它品类。2016 年，公司原枣制品的毛利率高达 47.76%，创下几年来新高；而同期，坚果产品的毛利率为 24.68%，坚果礼盒的毛利率也仅 30.55%；肉脯海鲜类的毛利率 24.23%；果干系列的毛利率 30.82%；糕点类为 32.37%，均远低于枣制品。

并购“百草味”后，公司纳入了多元品类，将休闲食品一揽子装入产品包，导致公司的综合毛利率被拉低。2016 年，公司的综合毛利率为 33.73%，较 2015 年底 6.38 个百分点；2017 年一季度，公司的综合毛利率继而下降至 29.99%，较 2016 年再低 3.74 个百分点。

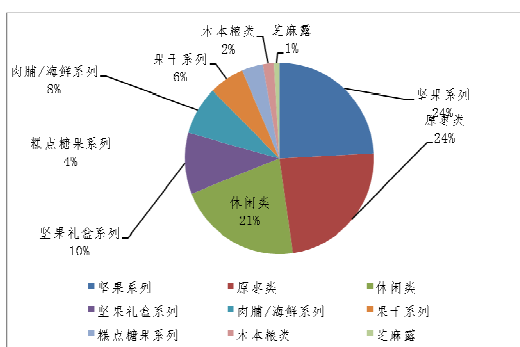
图表 11: 枣制品的毛利率远高于其他品类



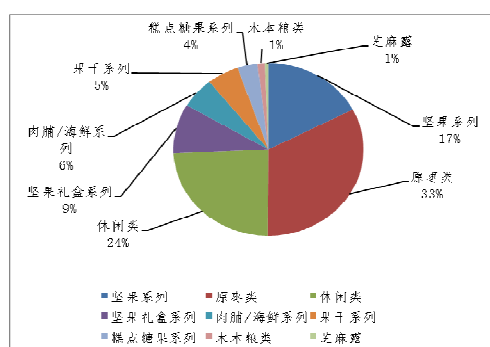
资料来源: 中原证券 WIND

枣类产品仍是最大的毛利贡献者。截至 2016 年年末, 枣类产品以 24% 的收入贡献了 33% 的毛利; 坚果以 34% 的收入贡献 26% 的毛利; 休闲食品以 21% 的收入贡献 24% 的毛利, 其它品类合计以 79% 的收入占比贡献了 83% 的毛利润。枣、坚果和休闲小包装是公司最大的盈利来源。

图表 12: 公司的收入结构



图表 13: 公司的毛利结构



资料来源: 中原证券 WIND

多元和聚焦是企业战略层面上永恒的思考。多元化为企业带来规模扩张、市场扩容和快速发展；聚焦旨在聚集资源、发力单项业务，从而做实企业效益。对多元-聚焦战略的选择取决于行业不同的发展阶段。白酒行业在当前选择了聚焦战略，因为白酒行业已经经历了充分竞争，弱势企业出清后行业开始做内部整理，表现为龙头对市场 and 利润的统一；休闲食品行业是消费升级的产物，方兴未艾，竞争尚未白热化，在这一阶段的发展中，多元战略有助于企业“跑马圈地”，最大程度的做大规模、做强品牌。多元战略往往伴随着企业盈利能力下降，及费用的大规模投入；随着行业龙头的产生，龙头企业的盈利能力会逐步上升，在拥有规模和品牌后，继而提升效益，所谓“先做大、再做强”。

3.2.5 公司的渠道结构改变巨大

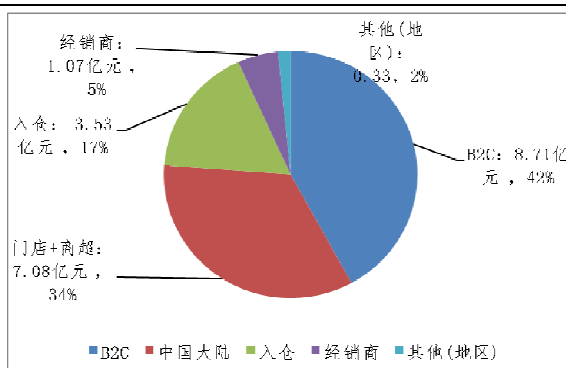
并购“百草味”后，公司的渠道结构有了颠覆性改变：电商渠道的销售份额接近六成，其中入仓销售在总销售中接近两成。作为一个传统的零食生产商，公司的渠道结构已经有了质的变化，是在自营、入场（KA）和电商多渠道勇于尝试的结果。

自营、入场和电商三大渠道中，由于销售费用的差异，目前来看电商渠道的盈利性最低、入场其次、自营或加盟门店稍好。

电商商家的净利润率较低，主要因为导流费用和物流费用高企。随着消费个性壮大和消费去中心化加速，电商平台拥有的流量红利将会递减，商家分成给平台的导流费用也会随之递减，届时商家的盈利性将会提高。

公司的电商销售比例接近六成，其中入仓销售正在快速增长。入仓模式的盈利性较好，随着销售份额的扩大，公司在电商渠道的盈利性将会提升。目前，公司在电商渠道的销售净利率大概 4%至 5%，我们预计，未来两年能够做到 10%，盈利能力翻一番。

图表 14: 电商渠道的销售接近六成



资料来源: 中原证券 WIND

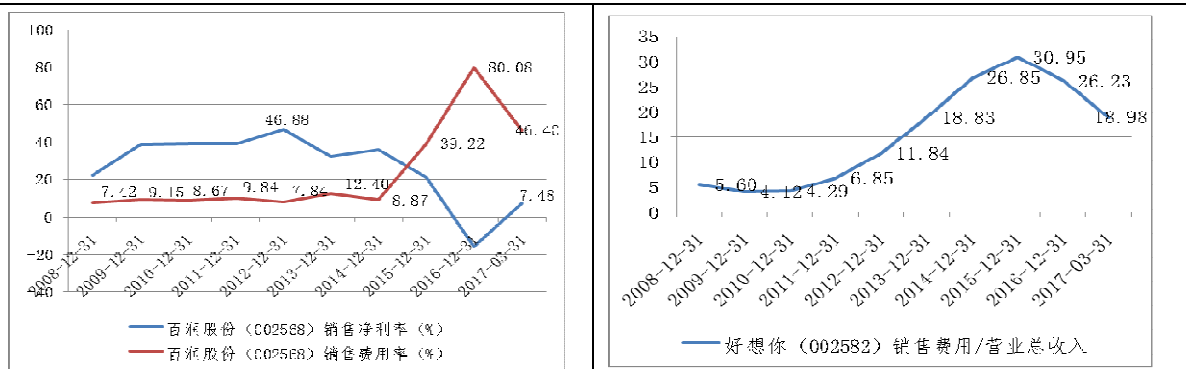
3.2.6 能否避开 RIO 式陷阱

公司的销售费用率曾一度高达 30.95%，分析其中原因：行业竞争激烈是一方面；另一方面，公司专长于生产端，而销售端的管理经验不足，在渠道中的话语权小，导致包括进场费、促销费等渠道费用过高，侵蚀了利润。在并购完成后，2016 年四季度和 2017 年一季度，公司的销售费用率大幅回落，分析其原因，第一，经过多年的经营，公司的品牌效应显现，开始产出品牌效益，线上线下流量的自然导入弥补了费用投入。第二，公司在电商渠道的成功，有助于公司摆脱对单一渠道的依赖，增强渠道的话语权，降低相关费用。

参照 RIO 单品的经验，同样经历了销售费用率的飙升，但是由于行业属性和个体发展不同，导致的结果也不尽相同。RIO 所在的鸡尾酒行业，进入门槛异常得低，可复制性特别强，同时调制酒的毛利率又高达 70%以上，故招致众多竞争者进入，行业由此陷入恶性竞争，导致销售费用率畸高。但是，休闲食品行业的进入门槛较高，对厂家在原料基地、采购能力、产能设备、包装能力和运营管理方面都有着较高的要求；同时，休闲食品多属于对农产品的深加工，其毛利率水平仅在 30%至 40%，还不足以招致大量的竞争者入围。

2017 年一季度，公司的销售费用率回落至 18.98%。当前的销售费用率基本属于正常竞争业态下的常态水平，未来需要严密关注该项指标。

图表 15: 公司的销售费用率曾高达 31%



资料来源: 中原证券 WIND

4. 投资评级和风险提示

4.1 投资评级

公司原本是农产品加工企业，专长于原料供应和加工制造等传统领域，而营销一直是公司的经营短板。公司上市前后，以线下门店和商超 KA 为销售渠道，经历了高速增长阶段，净利率一度达到 11%；后来，由于销售渠道管理不善，公司在 2014、2015 年经历了业绩的大幅下滑，2016 年公司并购了零食品牌运营商“百草味”。

在零食界，公司率先开拓电商渠道和电商品牌，是第一个“吃螃蟹的人”，其风险大、潜在收益也大。并购“百草味”拉低了公司的整体盈利性——而未来电商的盈利性如何，目前还看不清楚。但是，比较明确的是，公司已经建立相应的行业“护城河”，并且销售规模和市场份额都在稳步扩大。

预测公司 2017、2018、2019 年的每股收益摊薄后分别为 0.21 元、0.36 元和 0.46 元，同比增长 36.92%、75.41%、27.75%。对应 7 月 5 日收盘价 11.87 元，公司 2017、2018、2019 年的估值分别为 56.52、32.97 和 25.80 倍。我们首次覆盖公司，给予公司“买入”评级。

4.2 风险提示:

- 1, 公司并购“百草味”, 将 8 亿元的并购溢价归于“商誉”项下。如“百草味”业绩不达预期, 公司须对商誉做减值计提, 将会大幅影响公司当期业绩, 甚至导致亏损。
- 2, 公司的销售费用投入过大, 销售费用率将是今后密切关注的指标。如公司销售严重依赖于大肆的空中投放, 那么公司将毫无前景可言。
- 3, “百草味”是电商品牌运营商, 其产品全部依靠线下代工, 导致产品的标准化和安全度经常会被质疑, 这也将波及二级市场股价。
- 4, 食安风险。

利润表（百万元）

	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2071.83	4350.00	5511.00	6675.85
营业收入	2071.83	4350.00	5511.00	6675.85
营业总成本	2109.06	4232.57	5286.29	6366.01
营业成本	1373.04	3189.00	3953.73	4731.77
营业税金及附加	14.67	33.93	48.50	65.42
销售费用	543.34	817.80	1025.05	1235.03
管理费用	140.62	147.47	192.89	233.65
财务费用	30.19	44.37	66.13	100.14
资产减值损失	7.19	7.00	7.00	7.00
其他经营收益	25.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益				
投资净收益	25.27	0.00	0.00	0.00
营业利润	(11.95)	117.44	224.71	309.83
加：营业外收入	75.97	10.00	10.00	10.00
减：营业外支出	7.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	57.01	127.44	234.71	319.83
减：所得税	17.92	20.39	46.94	79.96
净利润	39.09	107.05	187.77	239.88
减：少数股东损益	(0.18)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	39.27	107.05	187.77	239.88
每股收益：				
基本每股收益	0.15	0.21	0.36	0.46
同比增长（%）		36.92%	75.41%	27.75%
净利率（%）	1.89%	2.46%	3.41%	3.59%

资料来源：中原证券

资产负债表（百万元）

	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产：				
货币资金	510.79	417.09	280.00	330.00
应收账款	330.66	350.00	372.09	420.00
预付款项	300.21	310.00	320.00	340.00
其他应收款	62.92	60.00	65.00	70.00
存货	1099.74	1400.00	1500.00	1600.00
其他流动资产	61.67	65.00	68.00	70.00
流动资产合计	2365.98	2602.09	2605.09	2830.00
非流动资产：				
可供出售金融资产	29.72	29.72	29.72	29.72
长期股权投资	94.44	94.44	94.44	94.44
投资性房地产	33.22	30.00	30.00	30.00
固定资产	1103.76	1147.79	1191.79	1216.79
在建工程	144.03	100.00	56.00	31.00
生产性生物资产	77.35	80.00	86.00	90.00
无形资产	184.10	184.10	184.10	184.10
商誉	801.00	801.00	801.00	801.00
长期待摊费用	26.79	24.00	24.00	24.00
递延所得税资产	3.96	3.00	3.00	3.00
其他非流动资产	181.69	170.00	165.00	155.00
非流动资产合计	2680.06	2664.04	2665.04	2659.04
资产总计	5046.04	5266.13	5270.13	5489.04
流动负债：				
短期借款	413.80	450.00	460.00	500.00
应付账款	578.37	550.00	530.00	500.00
预收款项	47.33	65.00	75.00	200.91
应付职工薪酬	39.96	40.00	40.00	40.00
应交税费	7.87	10.00	10.00	10.00
应付利息	29.70	30.00	30.00	30.00
其他应付款	64.47	60.00	58.00	55.00
流动负债合计	1181.49	1205.00	1203.00	1335.91
非流动负债：				
长期借款	91.22	90.00	90.00	90.00
应付债券	498.70	498.70	498.70	498.70
递延所得税负债	19.03			
递延收益-非流动负债	67.44	70.00	73.00	75.00
其他非流动负债	0.44			
非流动负债合计	676.82	658.70	661.70	663.70
负债合计	1858.31	1863.70	1864.70	1999.61
所有者权益（或股东权益）：				

实收资本(或股本)	257.84	516.00	516.00	516.00
资本公积金	2486.71	2486.71	2486.71	2486.71
盈余公积金	72.97	75.00	78.00	82.00
未分配利润	365.48	320.00	320.00	400.00
归属于母公司所有者权 益合计	3183.01	3397.71	3400.71	3484.71
少数股东权益	4.72	4.72	4.72	4.72
所有者权益合计	3187.73	3402.43	3405.43	3489.43
负债和所有者权益总计	5046.04	5266.13	5270.13	5489.04

资料来源：中原证券

现金流量表（百万元）

	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	2384.27	4768.53	5960.66	7152.80
收到的税费返还	9.91			
收到其他与经营活动有关的现金	222.22	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计	2616.39	4768.53	5960.66	7152.80
购买商品、接受劳务支付的现金	1986.16	3972.32	4846.23	5815.47
支付给职工以及为职工支付的现金	261.12	266.34	279.66	293.64
支付的各项税费	112.44	166.08	449.16	539.04
支付其他与经营活动有关的现金	608.27	286.08	298.05	357.64
经营活动现金流出小计	2967.99	4690.81	5873.09	7005.79
经营活动产生的现金流量净额	(351.61)	77.72	87.57	147.01
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	180.00	180.00	180.00	180.00
取得投资收益收到的现金	20.20	22.00	22.00	22.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	46.99			
收到其他与投资活动有关的现金	25.52	20.00	20.00	20.00
投资活动现金流入小计	272.71	222.00	222.00	222.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	353.29	100.00	100.00	100.00
投资支付的现金	2.25	90.00	95.00	100.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	80.45			
支付其他与投资活动有关的现金	2.46	30.00	30.00	30.00
投资活动现金流出小计	438.44	220.00	225.00	230.00
投资活动产生的现金流量净额差额(合计平衡项目)				
投资活动产生的现金流量净额	(165.73)	2.00	(3.00)	(8.00)
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	951.50			
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	4.90			
取得借款收到的现金	473.80	540.00	550.00	580.00
收到其他与筹资活动有关的现金	14.64			
发行债券收到的现金				
筹资活动现金流入小计	1439.94	540.00	550.00	580.00
偿还债务支付的现金	485.81	260.00	270.00	290.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	55.97	60.00	60.00	60.00
支付其他与筹资活动有关的现金	2.46			
筹资活动现金流出小计	544.24	320.00	330.00	350.00
筹资活动产生的现金流量净额	895.71	220.00	220.00	230.00
现金及现金等价物净增加额	378.37	299.72	304.57	369.01

期初现金及现金等价物余额	132.42	510.79	810.50	1115.07
期末现金及现金等价物余额	510.79	810.50	1115.07	1484.08

资料来源：中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。