

好想你市值低估，利润增速拐点处实现戴维斯双击

——好想你（002582）深度报告

2018年03月27日

强烈推荐/首次

好想你

深度报告

报告摘要：

健康休闲食品行业新定义为龙头企业诞生创造机会。大食品行业归纳看是三大类：（1）标准化长保零食（膨化类，坚果类，肉脯类，糖果类）；（2）短保类卤制品；（3）（非）标准化烘焙类。人均消费水平的增长使休闲零食行业的体量不断扩大，未来休闲零食一定是朝着高端化、个性化的方向发展。“新零售”促进休闲零食的不同销售场景相互融合，进一步开发门店价值，为垄断式龙头企业的崛起提供了机会。

从电商渠道彻底打开到新品焕然一新，好想你本部业务实现全面提升。

- ◆ 好想你的升华更多来自渠道，一方面是线下门店升级改造，4.0版本值得期待，店内不仅丰富了产品结构，更扩充了社交场景，在线下门店改造的过程中领跑了行业内的其他公司；另一方面，电商的高增速预示着公司单一的线下销售模式被彻底根除，线上线下相互引流成为可能。
- ◆ 产品端，公司FD产品实现迅速放量，打造“清菲菲”爆款产品，通过差异化的产品抢占市场。

百草味竞争格局在不断改善，有望实现利润的高增速。

休闲零食行业渠道渗透基本达到稳态，未来提升产品附加值成为抢占市场份额的主要方式，净利率提升到8%-10%是可以预期的过程。百草味高毛利产品占比不断提升，叠加上未来在渠道共享上的想象空间，18年实现利润高增速，未来收入增速不减。在这一过程中实现戴维斯双击。

公司盈利预测：预计2018年本部业务收入13.2亿，利润0.6亿，百草味收入41.2亿，利润1.8亿，预计18/19/20年好想你实现收入54.4/73.4/99.9亿，同期实现归母净利润2.4/3.7/6.5亿，呈现利润增速趋势，作为健康休闲食品龙头公司，在利润实现拐点处给予40X估值水平，实现戴维斯双击，目标价18.6元，对应42%成长空间，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：食品安全问题，贸易战蔓延导致原材料价格波动

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,113.05	2,071.83	4,069.11	5,440.00	7,340.00
增长率（%）	14.40%	86.14%	96.40%	33.69%	34.93%
净利润（百万元）	-3.23	39.09	111.50	241.93	369.26
增长率（%）	-106.02	-1309.10	185.22%	116.98%	52.63%
净资产收益率（%）	-0.23%	1.23%	3.24%	6.74%	10.15%
每股收益（元）	-0.02	0.21	0.22	0.45	0.68
PE	-653.00	62.19	60.40	29.04	19.28
PB	1.39	1.06	1.96	1.96	1.96

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

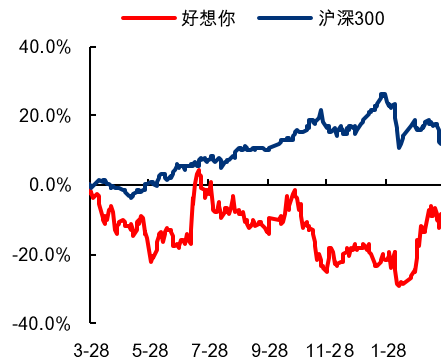
执业证书编号：

S1480517120001

交易数据

52周股价区间（元）	13.06-29.44
总市值（亿元）	67.35
流通市值（亿元）	30.82
总股本/流通A股（万股）	51568/23596
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	3.07

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《好想你（002582）中期财报点评：上半年扣非后亏损，期待百草味贡献业绩》
2016-08-18
- 2、《好想你（002582）：好想你“尝百草”》
2016-03-18

目 录

1. 消费升级扩大休闲健康食品消费场景，未来三年是优势企业争夺龙头的窗口期	4
1.1 人均消费水平提升扩大休闲零食行业体量，“消费碎片化”带来“品类多样化”	4
1.1.1 行业体量的扩大为休闲零食行业的发展创造可想象空间	4
1.1.2 消费人群结构更加广泛，业务边界不断向外延伸	5
1.1.3 业务分化更加细致，零食品类更加多样	5
1.2 “健康化需求”带来休闲食品的高端化趋势	6
1.2.1 人均收入增长、消费人口结构升级催生了零食的高端化、个性化需求	6
1.2.2 新型消费观念主导健康化的休闲零食新趋势	7
1.2.3 新的消费形势塑造新的龙头企业和行业格局	8
1.3 “新零售”背景下休闲食品的差异化分类标准，三大类别实现跨平台融合	9
1.3.1 新零售蓬勃发展，不同品类实现跨界融合	9
1.3.2 战略探索新零售，开发门店价值，打造休闲零食品牌航母	11
2. 好想你华丽转型，双主业齐头并进	12
2.1 好想你“枣业”触底反弹，增速超预期	12
2.2 百草味业绩对赌无忧，在资本市场已经领先“三只松鼠”	12
2.2.1 百草味对赌业绩即将完美收官，抢占资本市场先机	12
2.2.2 好想你携手百草味，双轮驱动，共谋发展	13
3. 好想你核心竞争优势被市场低估，公司基础扎实向龙头迈进	14
3.1 好想你不断激发线下门店潜力，4.0 版本值得期待	14
3.1.1 线上线下融合是趋势，专卖店销售场景被看重	14
3.1.2 门店数量众多，持续升级，价值前景巨大	14
3.1.3 新零售助力好想你与百草味的线下渠道融合	15
3.2 好想你产品结构均不断丰富，逐步在行业实现差异化竞争	15
3.3 礼盒战略助阵百草味销量遥遥领先，毛利率不断攀升	17
4. 公司增长点清晰，行业龙头渐行渐近	19
4.1 休闲零食行业进入盈利拐点期，百草味净利率有大幅度提升空间，利润增速时期有望实现戴维斯双击	19
4.1.1 零食行业竞争格局趋缓，提升产品附加值成为抢占市场的新方向	19
4.1.2 以产品定英雄的竞争时代，百草味借力好想你实现腾飞	19
4.2 好想你电商迅猛发展，18 年有望成为第一大渠道	20
4.3 好想你紧握红枣定价权，未来防范成本波动	21
5. 盈利预测：好想你利润增速拐点处实现戴维斯双击	22
6. 风险提示	23

表格目录

表 1:健康食品购买溢价指标	8
表 2:多数休闲食品采取线上线下渠道融合	11
表 3:百草味承诺的对赌协议	12
表 4:休闲零食行业积极开拓线下专卖店	14
表 5:好想你的产品类型不断丰富	16
表 6:红枣价格对毛利率的影响	22
表 8: 公司盈利预测表	24

插图目录

图 1:城镇居民家庭人均可支配收入保持高速增长	4
图 2:休闲食品行业市场规模不断扩大	5
图 3:消费者消费休闲零食的主要原因	5
图 4:达利集团的差异化品牌战略	6
图 5:15~35 岁消费者未来消费能力保持高速增长	6
图 6:休闲零食网购消费者年龄集中分布在 20~30 岁之间	7
图 7:购买休闲零食的考虑因素日趋多样化	7
图 8:休闲零食的销售结构不断发生变化	8
图 9:休闲零食的特点	9
图 10:阿里巴巴年度整体活跃买家数量同比增速	10
图 11:京东新获客成本 (元/人)	10
图 12:各连锁超市年度坪效对比 (万元/㎡)	11
图 13:百草味在对赌协议中承诺的目标利润 (万元)	13
图 14:2016 年好想你收入结构分析	13
图 15:好想你门店升级前后对比图	15
图 17:“清菲菲”食用方便快捷	17
图 18:从开启年货节开始百草味的礼盒年销量逐年递增	18
图 19:百草味不同产品的毛利率	18
图 20:百草味毛利率逐年上升	18
图 21:来伊份和盐津铺子的利润率 (%) 呈上升趋势	19
图 22:百草味营业收入百分比结构变动趋势	20
图 23:好想你本部电商收入逐年上升	20
图 24:2017 年红枣价格走势不稳定	21

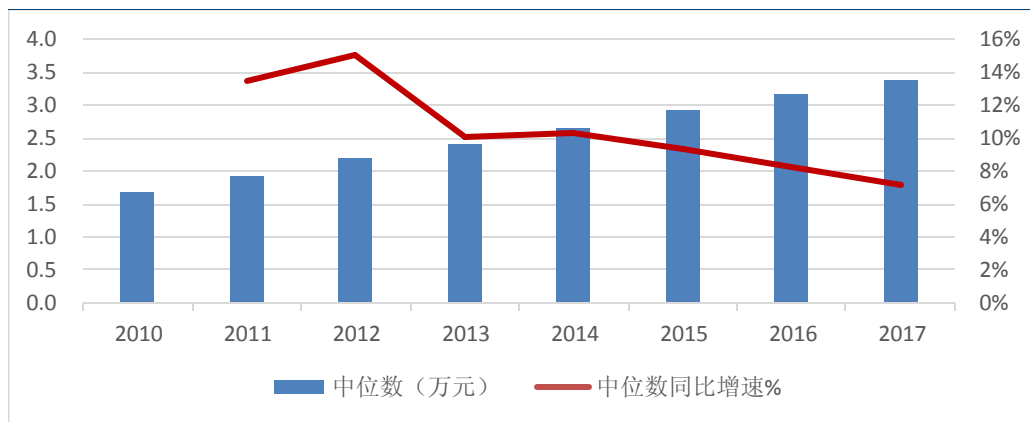
1. 消费升级扩大休闲健康食品消费场景，未来三年是优势企业 争夺龙头的窗口期

1.1 人均消费水平提升扩大休闲零食行业体量，“消费碎片化”带来“品类多样化”

1.1.1 行业体量的扩大为休闲零食行业的发展创造可想象空间

经济的发展带动了人均收入水平的提升，而收入的增加又使消费需求更加旺盛，进一步促进了消费需求的升级。在新型的消费模式下，人们的消费场景更加多样化，产品丰富度不断提升，传统的休闲零食行业不断进阶升级。一方面，休闲零食行业的传统业务部分的市场体量不断扩大；另一方面，休闲零食行业迎合消费场景的转换和消费需求的升级，不断开拓休闲零食的业务领域。

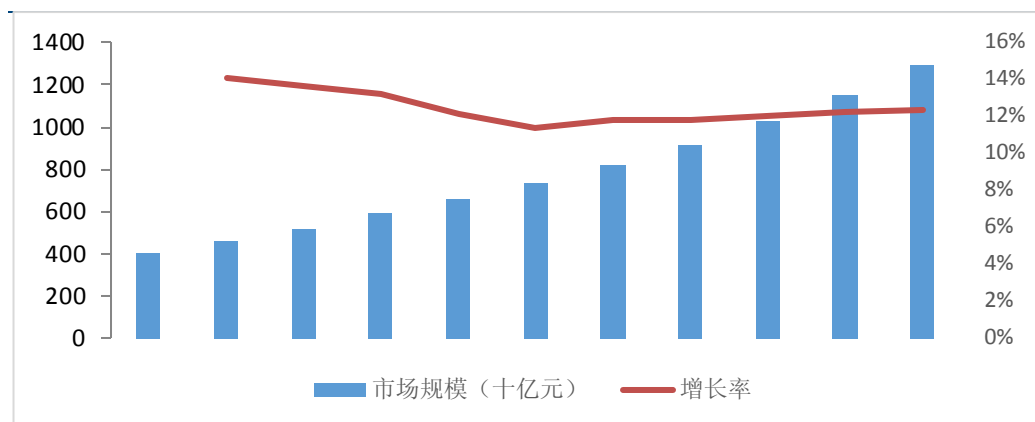
图 1:城镇居民家庭人均可支配收入保持高速增长



资料来源：wind 东兴证券研究所

居民可支配收入增长为休闲食品行业发展提供充足需求。中商产业研究院《2016-2020 年休闲食品行业发展机遇报告》指出，2015 年中国休闲食品市场总销售额为 5225 亿元，2011 年至 2015 年复合年增长率为 9.31%。预计 2018 年休闲食品行业规模将破万亿，到 2020 年达到 12004 亿元。零食已经成为人们日常食品消费中的重要组成部分，休闲食品行业的市场体量不断扩大。

图 2:休闲食品行业市场规模不断扩大



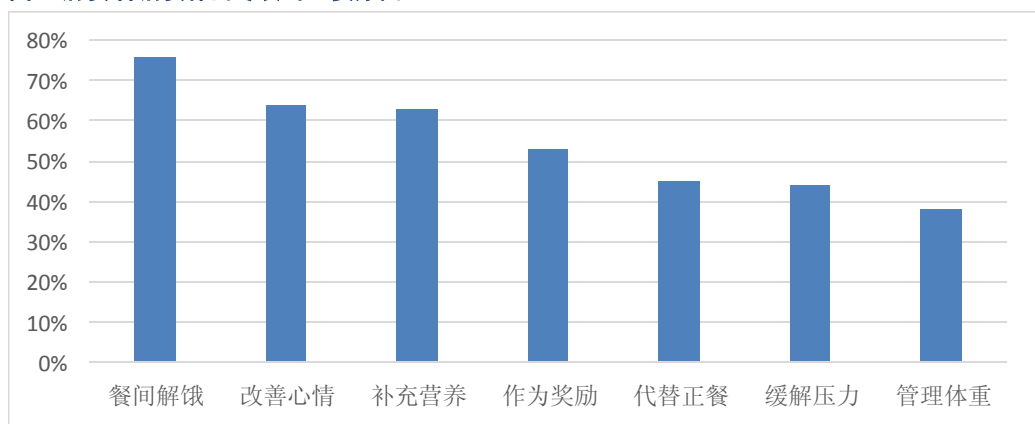
资料来源：中国产业信息网东兴证券研究所

1.1.2 消费人群结构更加广泛，业务边界不断向外延伸

消费场景的增多和消费需求的旺盛促进了休闲食品业务领域的拓展，人们日益精细化的消费需求又使得休闲零食市场进一步细分。

消费人群的拓展推动了休闲零食业务领域向外延伸。休闲零食的主流消费人群由儿童向更多人群发展，包括注重养生保健的中老年群体、年轻时尚的少年群体以及高收入的青年白领群体。而每一受众人群对休闲零食都有不同的要求，他们都有自己主要集中的消费场景。为了满足不同类型的消费者群体对休闲零食的要求，各龙头企业不断开发新的产品，从而使得整个行业的业务边界不断向外延伸。

图 3:消费者消费休闲零食的主要原因



资料来源：尼尔森东兴证券研究所

1.1.3 业务分化更加细致，零食品类更加多样

人均可支配收入的提升使人们的消费结构不断升级。消费者不再满足于简单的零食用于消遣，而是不断追求能完全满足自己需求的功能化、个性化零食。各主流企业也抓住机会在细分领域内不断推出新型产品，以在细分品类中争取最有利的地位，这一趋

势从侧面促进休闲零食品类的不断多样化。达利食品集团根据不同的消费场景和消费人群，在细分市场上创建了“好吃点”“乐虎”“可比克”等知名子品牌，每一个子品牌都在不同的市场上占据重要位置。这种细致的业务分化使达利食品可以应用于多种消费场景，扩大了消费人群，是休闲零食的发展方向。

图 4:达利集团的差异化品牌战略



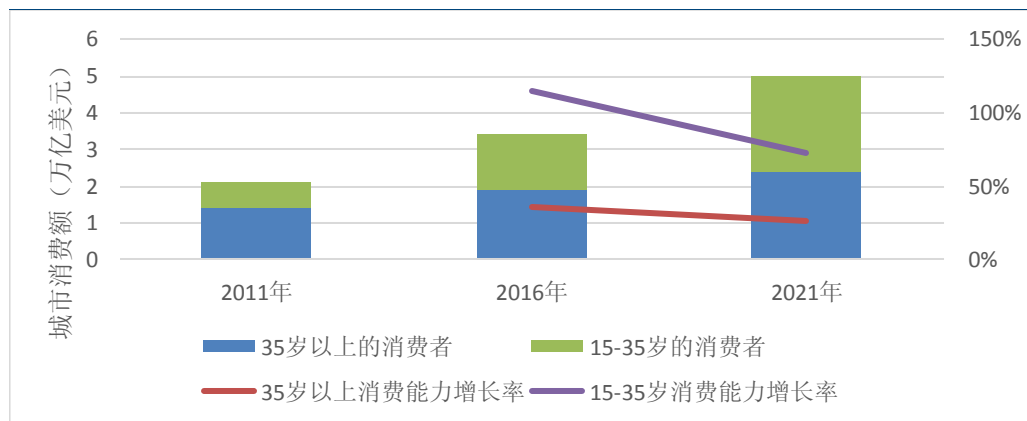
资料来源：百度图片东兴证券研究所

1.2 “健康化需求”带来休闲食品的高端化趋势

1.2.1 人均收入增长、消费人口结构升级催生了零食的高端化、个性化需求

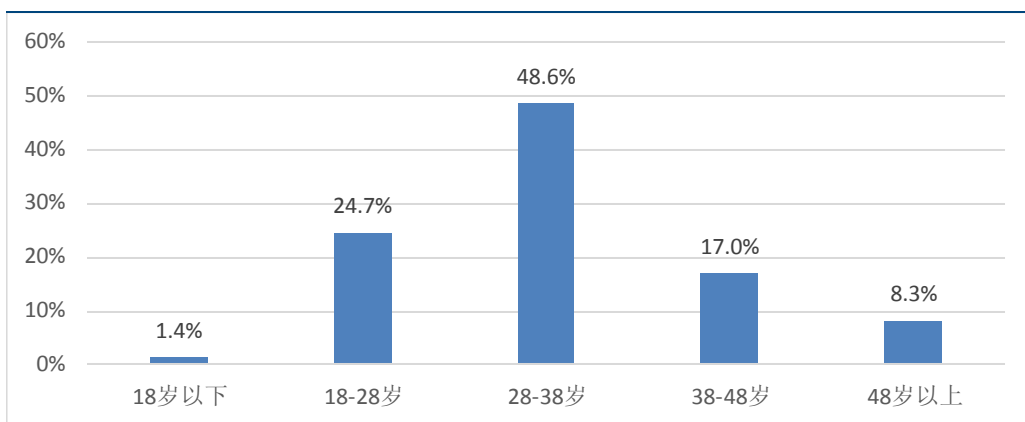
目前，80后、90后中的大多数人已经步入工作岗位，成了社会的中坚力量。随着经济实力变强，他们成了休闲食品消费的新生代主力军。他们的消费习惯影响着休闲食品行业的发展方向。

图 5:15~35 岁消费者未来消费能力保持高速增长



资料来源：BCG 东兴证券研究所

图 6: 休闲零食网购消费者年龄集中分布在 20~30 岁之间

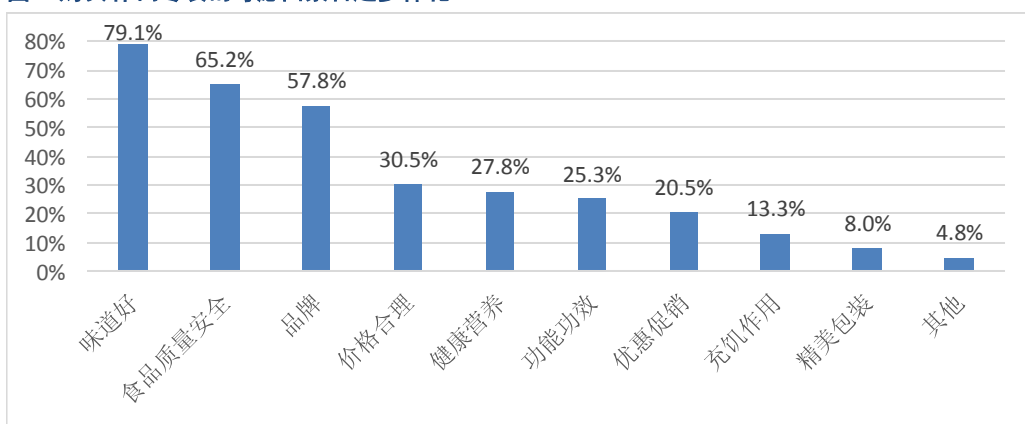


资料来源: 尼尔森东兴证券研究所

作为休闲零食的新消费主力军, 80 后、90 后对零食有更高的要求, 刺激了休闲零食向个性化高端化方向升级。

这一代人从小生活富足, 从而使他们现在对休闲零食的档次要求也很高。他们更注重高端的包装、贴心的服务, 肯为休闲零食的品牌溢价买单。从休闲零食的消费中展现自我的个性, 追求品牌背后的文化。作为休闲类零食的新生代主力军, 80 后、90 后的消费习惯自然会形成休闲零食行业发展的风向标, 休闲零食消费升级现象明显, 高端化和个性化将成为未来的发展趋势。

图 7: 购买休闲零食的考虑因素日趋多样化



资料来源: 途途研究院东兴证券研究所

1.2.2 新型消费观念主导健康化的休闲零食新趋势

伴随着 80 后、90 后消费群体的崛起, 带有原生态、有机、无添加、非油炸、非转基因、低热量、低脂肪等概念的休闲食品销量增长迅速, 利润率不断提升。人们愿意为这些健康类食品付出更多的产品溢价。

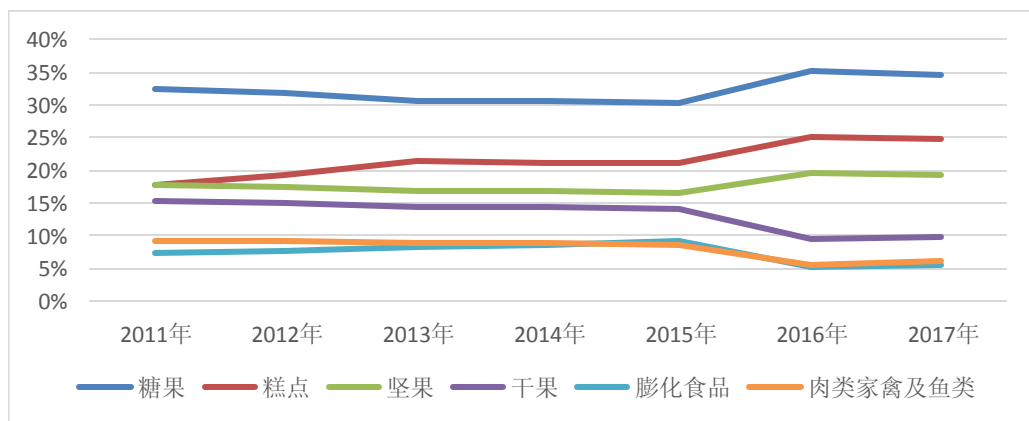
表 1:健康食品购买溢价指标

指标	全球平均	亚太	欧洲	中东/非洲	拉美	北美
纯天然	39%	43%	31%	52%	51%	24%
非转基因	33%	35%	29%	36%	37%	25%
非人工色素	31%	34%	25%	41%	37%	23%
非人工香味	31%	35%	23%	40%	37%	20%
果蔬原材料	31%	34%	24%	43%	44%	21%
天然口味	29%	31%	20%	45%	46%	21%

资料来源：尼尔森东兴证券研究所

随着休闲零食的消费场景不断增加，人们对零食的消费需求将会不断上升。因为需求的增加必然伴随着要求的提升，因此未来健康化将成为休闲零食的一个必备条件。新兴的一些高端坚果（例如碧根果、巴旦木、夏威夷果）营养健康，其销售总额呈逐年增长的趋势。未来，传统肉食和蜜饯等高脂高糖的食品销量放缓，坚果和乳制品成为最热门食品。

图 8:休闲零食的销售结构不断发生变化



资料来源：中商情报网东兴证券研究所

1.2.3 新的消费形势塑造新的龙头企业和行业格局

新的消费形势提供了新的发展契机，为垄断式龙头企业的诞生提供了机会。

在新型消费模式下，如果一个企业的产品能够迎合新的消费潮流，打造健康化、高端化的产品，那么它就能在快速发展的行业中立于不败之地。而新生代消费者对知名休闲食品品牌的认可度和忠诚度也不断提升，因此品牌力的提升为龙头企业的崛起提供了肥沃的土壤。

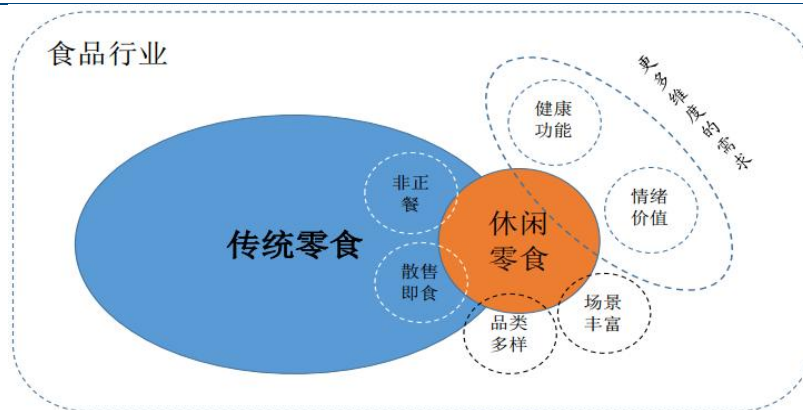
目前，我国的休闲食品的市场集中度有很大的提升空间，休闲食品整体 CR10 约为 30%，缺乏垄断式的龙头企业。良品铺子、三只松鼠、百草味等行业老大虽然在激烈的竞争中存活了下来，但是产品趋于同质、利润水平低下。未来，这些企业要增强自

身特色, 提升利润空间, 参照费列罗巧克力竞争思路, 通过别致的设计、独特的口感, 脱颖而出, 成为竞争者望其项背的标杆, 同时增强了自身的壁垒。

1.3 “新零售”背景下休闲食品的差异化分类标准, 三大类别实现跨平台融合

随着经济的发展和消费水平的提高, 人们的消费场景更加多样, 产品丰富度不断提升, 健康的需求也使得市场出现了越来越多的高端休闲食品。休闲零食不再局限于糖果、饼干、方便食品等传统概念里的零嘴儿, 它的范围逐渐扩大到人们在闲暇时所吃的非主食类产品, 消费场景多, 涵盖范围大, 有着消磨时间、愉悦心情的功效。归纳来看主要是三大类: (1) 标准化长保零食 (膨化类, 坚果类, 肉脯类, 糖果类); (2) 短保类卤制品; (3) (非) 标准化烘焙类。

图 9: 休闲零食的特点



资料来源: 网络公开资料东兴证券研究所

标准化长保零食过去统治着休闲零食界, 如今依然占据着半壁江山, 但短保类卤制品和烘焙类近几年的发展势如破竹, 迅速占领了大片的休闲零食市场。这些新兴的休闲零食品类是在传统的标准长保零食的基础上, 结合现代人的生活方式和消费需求迅速发展起来的, 具有很强的生命力, 为休闲零食企业的突破式发展提供了契机。

未来, 休闲食品企业在升级原有明星业务的同时, 可以尝试在新兴的休闲零食领域里开拓新产品, 形成自己新的增长点。

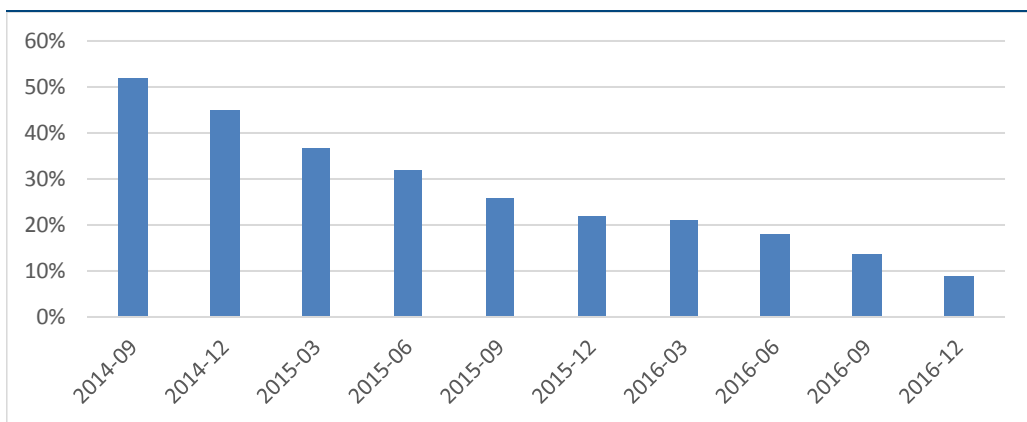
1.3.1 新零售蓬勃发展, 不同品类实现跨界融合

新零售是一种新型的销售模式, 其核心在于推动线上和线下的融合, 使线上的互联网力量和线下的实体店终端形成真正意义上的合力, 从而完善电商零售平台和实体零售店面在商业维度上的优化升级。

电子商务在经历了近年来的高速发展之后, 开始面临线上用户数量增速放缓、流量红利渐趋萎缩等现实问题与挑战。与此同时, 随着我国居民人均可支配收入的提高和商

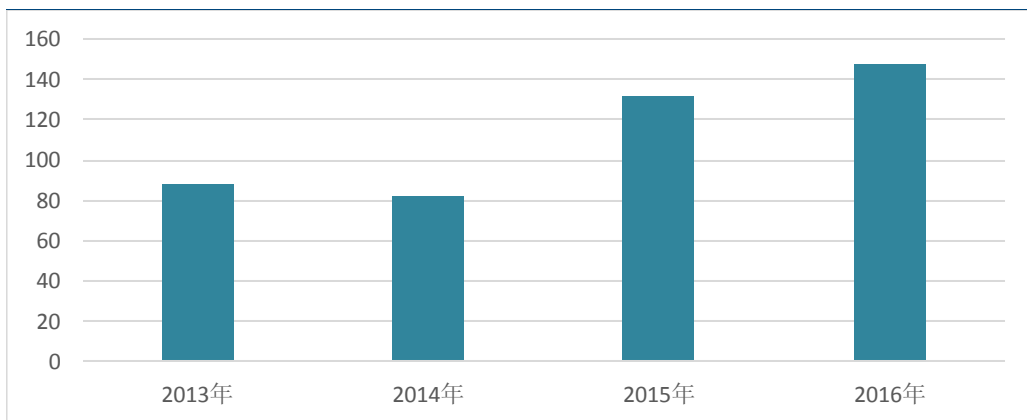
品市场的持续繁荣发展，人们越来越重视购物过程的体验而非商品价格的高低，线上电子商务在满足消费者体验方面的短板也日益突显。

图 10: 阿里巴巴年度整体活跃买家数量同比增速



资料来源：阿里年报东兴证券研究所

图 11: 京东新获客成本（元/人）



资料来源：京东年报东兴证券研究所

新零售是一种将实体店的优势与网上购物信息丰富的好处进行全面融合的销售实践。在新零售的模式下，一方面，可以让消费者享受到线下的服务体验，另一方面，可以帮助商品生产者与服务者更好的理解消费者的需求，进而实现消费的精准定位。

休闲零食对购买场景并没有特殊的要求，许多新品类的休闲零食同样可以在线下销售。但是，目前很多品牌的线下门店产品陈列并不符合消费者的需求。在线上线下一体化的背景下，新零售的精准定位可以最大限度的利用专卖店的空间，降低公司的经营成本，提高经营效率。未来，随着人们对实体购物体验的需求不断提升，线下的产品销量将更值得期待。爆款不仅仅出现在网上，线下门店也应该打造自己的销售爆款。

1.3.2 战略探索新零售, 开发门店价值, 打造休闲零食品牌航母

在以消费者体验为中心的数据驱动的泛零售时代, 只追求线上拓展或线下规模都可能会逐渐被淘汰。

目前, 龙头企业都在实行线上线下双管齐下的策略, 例如, 休闲零食领域的线上三巨头, 百草味、三只松鼠、良品铺子, 都在积极拓展线下门店, 通过门店营造自己的品牌文化, 提升消费者的消费体验。传统的线下品牌在对专卖店进行精雕细琢的同时也积极探索线上销售, 好想你、来伊份等线下品牌都有线上旗舰店。

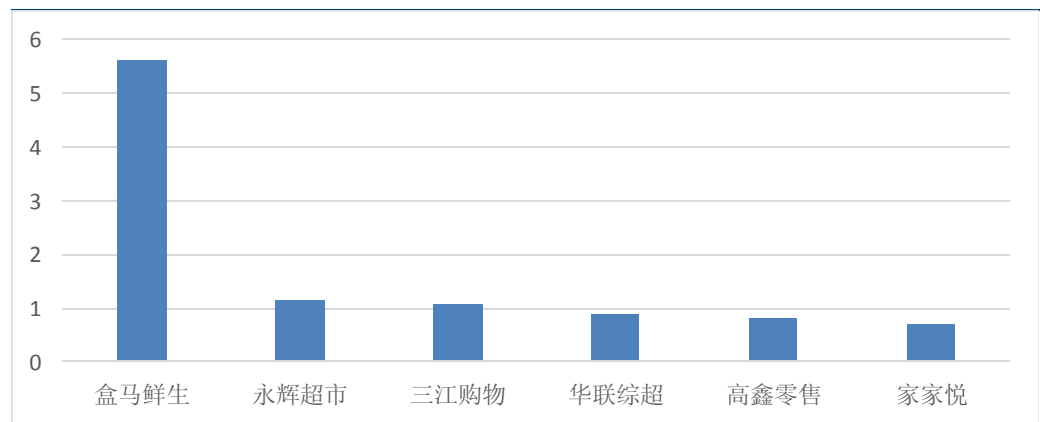
表 2:多数休闲食品采取线上线下渠道融合

企业	电商自营平台	自营线上商城	门店	O2O 业务	移动终端 APP
百草味-好想你	✓	✓	✓	✓	✓
来伊份	✓	✓	✓		✓
周黑鸭	✓		✓	✓	
绝味鸭脖	✓		✓	✓	
盐津铺子	✓				
良品铺子	✓	✓	✓	✓	✓
三只松鼠	✓		✓		✓

资料来源: 东兴证券研究所

新零售将充分开发传统门店的内在价值。目前的休闲零食龙头企业都有自己的线下门店传统门店, 好想你等老牌线下企业更有 1000 多家门店。如果这些门店的价值被充分挖掘, 坪效大幅度提升, 那么休闲零食企业借助新零售可以从门店中获得巨额利润。规模越大的休闲零食公司从新零售的销售模式中获得的好处越多, 并逐渐发展成为行业的规则制定者。

图 12:各连锁超市年度坪效对比 (万元/㎡)



资料来源: 公开资料整理、年报东兴证券研究所

2. 好想你华丽转型，双主业齐头并进

2.1 好想你“枣业”触底反弹，增速超预期

作为中国红枣行业的领先企业，经过 20 多年的发展和沉淀，“好想你”这一品牌已经深入人心，被消费者广泛认可，成长为中国红枣领导品牌，连续多年全国销量领先。

随着健康意识的逐步提高和红枣加工业的发展，红枣产品也逐渐成为消费者关注的保健食品。我国红枣产量稳步提升，枣制品市场有望持续增长，好想你作为红枣的老大自然会分得一杯羹。

好想你本部未来会加大产品的研发力度，提升门店质量；同时不断整合红枣产业链的上下游，实现对产业话语权的不断提升。在经历了稳健但又平淡的一年之后，2018 年好想你实现重大突破，本部这边有望实现 40% 以上的收入增长。同时经过产品结构升级、降费增效（有裁员）和亏损门店止亏等措施，利润增长有望达到 90% 的水平。

2.2 百草味业绩对赌无忧，在资本市场已经领先“三只松鼠”

2.2.1 百草味对赌业绩即将完美收官，抢占资本市场先机

好想在收购百草味之后，好想你的交易对手方杭州浩红和杭州越群做出承诺，百草味所属的杭州郝姆斯食品有限公司 2016 年度、2017 年度及 2018 年度承诺净利润分别为 5500 万元、8500 万元和 1.1 亿元。如果未达到承诺净利润，杭州浩红和杭州越群将对实现净利润与承诺净利润之间的差额按照交易双方的约定进行补偿。为此，好想你给百草味定的任务是，2016-2018 年三年销售额要分别达到 19.16 亿元、25.18 亿元及 30.41 亿元，年收入增幅超过 34%。

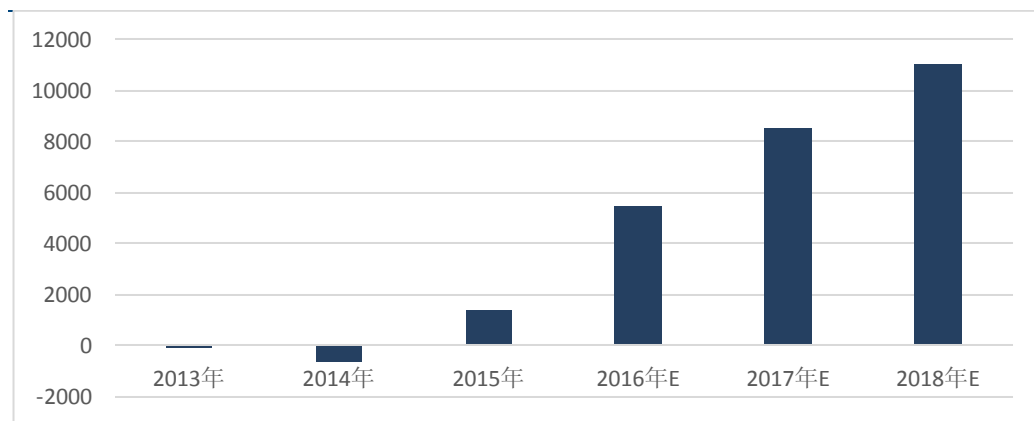
表 3: 百草味承诺的对赌协议

对赌协议关于补偿的约定		
净利润与承诺 利润的差额	补偿方 式	当年应补偿金额
<当年承诺利 润的 15% (含 15%)	现金	当年应补偿金额=当年承诺利润-当年实现的净利润
>当年承诺利 润的 15%	分别补 偿机制	当年应补偿现金=当年承诺净利润×15% 当年应补偿的股份数=(当年承诺净利润×85%—当年实现的净利润) ÷2016 年至 2018 年累计承诺净利润数总和×杭州浩红、杭州越群 因本次交易获得的好想你股份总数

资料来源：招股说明书东兴证券研究所

从完成情况来看, 2016 年和 2017 年都顺利完成对赌业绩; 2018 年预计百草味收入仍维持 40%以上的增速水平, 规模效应逐渐显现, 盈利能力逐渐提升, 完成对赌协议没有压力, 并且今年是对赌最后一年, 超额完成目标是大概率事件。

图 13:百草味在对赌协议中承诺的目标利润 (万元)



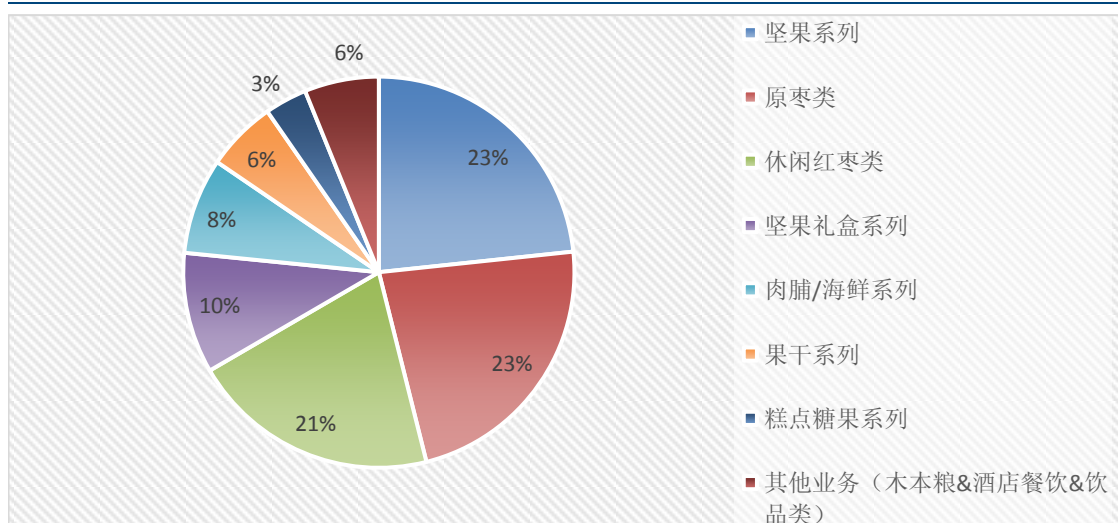
资料来源: 好想你招股书东兴证券研究所

百草味通过好想你顺利实现了上市, 而它的最大的竞争对手“三只松鼠”目前依然忙于 IPO, 从这一点来看, 百草味已经在资本市场上比三只松鼠抢占了先机。由于还处于业绩对赌期, 百草味没有大规模市场投入, 未来会凭借行业的窗口期加大投放力度, 并且在渠道融合上有更多想象空间。

2.2.2 好想你携手百草味, 双轮驱动, 共谋发展

作为唯一一家枣类上市公司, 好想你的红枣业务非常成熟; 在合并了百草味之后, 公司的业务更加丰富, 红枣和零食形成了公司发展的两大支柱力量。

图 14:2016 年好想你收入结构分析



资料来源: 公司年报东兴证券研究所

好想在合并百草味的同时谋求企业转型, 一方面, 好想你加强枣及枣周边产品的研发投入, 形成自己的技术壁垒, 本部产品不断升级。公司利用 FD (freezing drying) 技术生产的产品销售反馈良好, 属于高毛利产品 (45-50%), 预计 18 年实现 1.2-1.5 亿的收入。属于横向的产品扩张, 口感很好。未来枣类产品占比会不断下降。另一方面, 借助百草味的优势, 好想你从专卖店、商超、电商三个角度出发, 构建健康的销售渠道体系。

3. 好想你核心竞争优势被市场低估, 公司基础扎实向龙头迈进

3.1 好想你不断激发线下门店潜力, 4.0 版本值得期待

3.1.1 线上线下融合是趋势, 专卖店销售场景被看重

未来线上线下融合是销售的大趋势, 线下专卖店的价值潜力将进一步被挖掘, 成为新的主战场。

随着线上销售格局的成熟, 休闲零食的线上竞争日趋激烈, 一方面, 线上的流量还在增长, 增速放缓, 但线下可以促进线上更好地增长, 增强用户黏性; 另一方面, 中国目前阶段, 网购用户只有 6 亿多人, 线下还存在红利。基于以上两方面的考虑, 休闲零食的龙头企业都在积极开拓线下专卖店。线下模式不会逐渐萎缩, 只是需要升级, 未来的线下店一定要让消费者体验到不同的生活方式。

表 4: 休闲零食行业积极开拓线下专卖店

公司	截至 2016 年 主要的销售领 域	截至 2016 年线下门店数量
良品铺子	线下门店	2100 家
三只松鼠	纯电商	2016 年 9 月开设第一家线下体验店, 预计两年内线下门店的数量达到 100 家
来伊份	线下门店	2260 家
盐津铺子	商超渠道	重度依赖商超渠道
好想你	线下门店	1083 家

资料来源: 公开资料整理东兴证券研究所

3.1.2 门店数量众多, 持续升级, 价值前景巨大

作为一个传统线下零食制造企业, 好想你门店数量多, 但坪效开发不足, 未来潜力巨大。目前公司正大刀阔斧地进行管理变革, 关闭低效门店, 聚焦区域市场和样板门店, 向精细化管理迈进。集中优化购物者行为的终端动销效能, 积极布局基于人工智能的业务管理信息系统“杭大掌柜”, 推进精细化管理; 引入智能货架、智能机器人促销员等技术, 大幅降低了经营成本, 提升坪效, 改善了购物体验 and 会员关系, 复购率达到 24%。

未来好想你的门店将向智慧门店 4.0 升级, 专卖店数量不会增多 (目前 1083 家), 但质量不断提升, 加强休闲区域, 主推新品, 枣为辅助。目前 300 多家是直营, 700 家是加盟, 直营店贡献额 70% 的利润。

图 15: 好想你门店升级前后对比图



资料来源: 百度图片东兴证券研究所

3.1.3 新零售助力好想你与百草味的线下渠道融合

“新零售”为好想你和百草味的销售渠道融合提供了技术支持, 拓展好想你门店的产品类别, 提升单店效率。

在“新零售”的背景下, 线上线下融合、产业链整合、大数据聚合以及互联网技术应用于线下布局等都将成为零售的大趋势。好想你的 1000 多家门店是一笔宝贵的财富, 百草味以好想你的线下渠道为助跑, 直接将自己的产品逐步下放到好想你的线下专卖店和商超渠道, 既节约资金又快速拓展了线下市场。好想你也可以在将百草味的产品陈列于店中的同时, 鼓励客户通过商品旁边的二维码在线上旗舰店下单, 然后可以直接送货上门。这是 16 年公司刚刚实现并购时候, 市场的愿景, 但是一直未能实现, 主要愿意是在业绩对赌期百草味不敢贸然扩张渠道, 在对赌完成之后, 渠道融合这件事是会稳步推进的, 这将极大带动公司全品类的销售

作为传统食品企业, 好想你还可以在门店中应用更多的互联网技术、大数据等, 如动漫体验。未来, “新零售”和门店升级双管齐下, 将会为好想你和百草味带来发展加速度。

3.2 好想你产品结构均不断丰富, 逐步在行业实现差异化竞争

公司以红枣为基础, 构建了产品品类的 T 型战略, 即将红枣做精、做深, 提高红枣产品的技术壁垒, 将红枣相关类以消费场景为导向做高频、做粘性、做品质。未来枣类产品的占比不会下降, 预计枣博士、枣夹核桃等主打枣产品 2018 年销售额将达 10 个亿以上。

与好想你门店同步进行的,是好想你产品的不断升级。红枣 1.0 产品做创新,开启“黄金鲜甜比”的锁鲜灰枣;红枣 2.5 产品做新吃法,利用冻干脆片、脆冬枣引爆健康食品;红枣 3.0 产品做母婴,利用枣片、阿妈泥婴儿辅食和儿童健康零食引领“亚洲人的育儿零食”;红枣礼品做新国货,将文创、非物质文化遗产与好想你文化、红枣文化的结合,打造中国的新国货。

表 5:好想你的产品类型不断丰富

年份	主要产品类型
2011 年	原枣类 (健康情枣、精品红枣)、休闲类 (枣片、枣干、蜜饯系列、金丝去核枣)
2012 年	原枣类 (健康情枣、精品红枣)、休闲类 (枣片、枣干、蜜饯系列、金丝去核枣)
2013 年	原枣类、休闲类、木本粮类、饮品类
2014 年	原枣类、休闲类、木本粮类、饮品类
2015 年	原枣类、休闲类、木本粮类、饮品类、酒店餐饮类、其他业务
2016 年	原枣类、休闲红枣类、木本粮类、饮品类、酒店餐饮类、坚果系列、糕点糖果系列、果干系列、肉铺/海鲜系列、坚果礼盒系列、其他
2017 年	原枣类、休闲红枣类、木本粮类、饮品类、酒店餐饮类、坚果系列、糕点糖果系列、果干系列、肉铺/海鲜系列、坚果礼盒系列、其他

资料来源: 公司年报东兴证券研究所

好想你枣 T 性战略的基础上,大力推广 FD 真空冻干技术在产品中的运用,将“清菲菲”(红枣湘莲银耳汤)作为爆款产品打造。

“清菲菲”是一款方便健康的代餐类休闲食品,它利用真空冻干技术,不损害食物中的营养,符合现代人的健康理念。同时,“清菲菲”的食用方法非常方便快捷,非常适合广大的上班族食用,属于方便、健康且符合中国人饮食习惯的代餐类食品,市场前景巨大。

图 16:“清菲菲”食用方便快捷



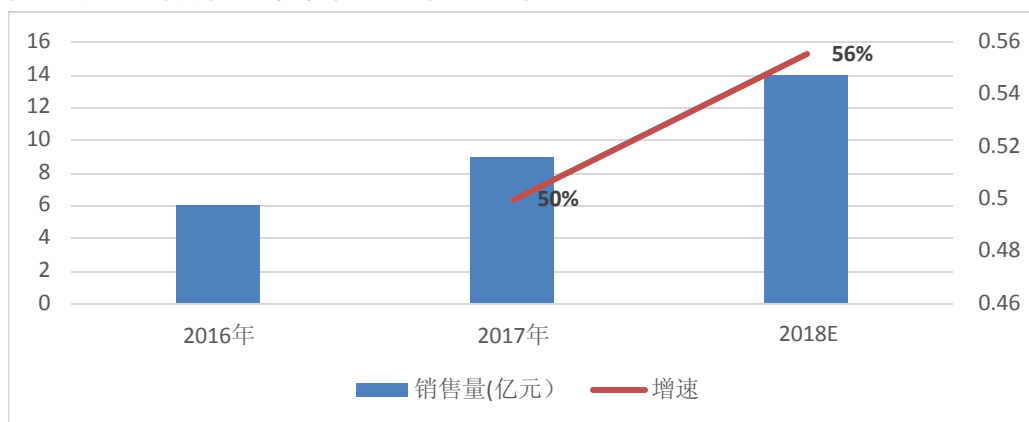
资料来源：百度图片东兴证券研究所

“清菲菲”在 17 年两个月的销售量已达 2000 多万，且线上增速明显，市场前景巨大。FD 产品自身的技术壁垒并不高，但是好想你能够实现应用领域的突破还是非常不易的，这种高毛利产品（45%-50%）属于横向产品扩张，并且未来不会只局限在桂圆莲子羹这个单品，可想象空间很大，我们认为 FD 产品有效的解决了消费场景的问题，并且符合健康化的消费升级趋势，对于冲饮式的产品是一个强有力的替代。

3.3 礼盒战略助阵百草味销量遥遥领先，毛利率不断攀升

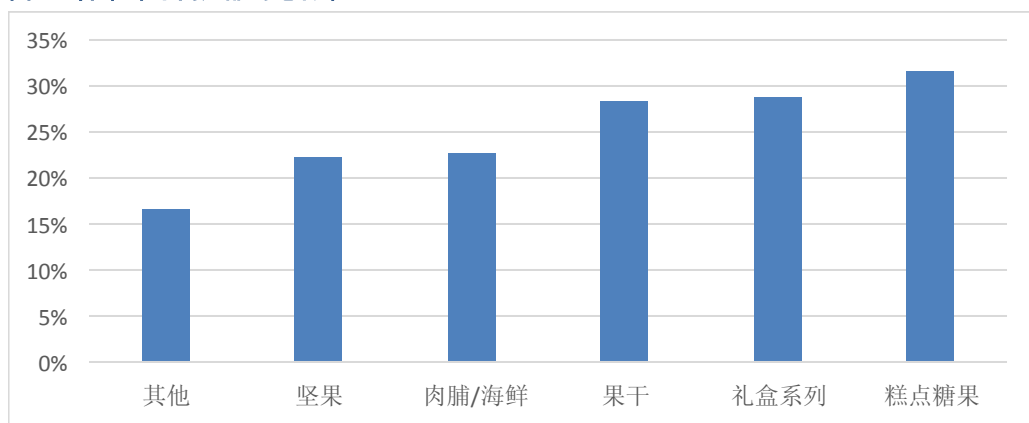
百草味的礼盒增速很快，随着消费的升级，消费者更加注重产品的外观和文化，从散装坚果消费逐渐改为礼盒装。近几年，百草味通过各个渠道推广坚果礼盒，通过礼盒通过礼盒打造了一种消费场景，走情怀路线，销售反馈非常好。例如，百草味通过推出“外婆的灶台”、“茶几上的春晚”等礼盒，从不同的场景和角度诠释了记忆中的年的味道，被广大 80 后、90 后消费者所推崇。在 2017 年春节期间，百草味仅单款礼盒《外婆的灶台》就曾创下日销 35 万盒的记录，稳坐零食礼盒市场的头把交椅。

图 17:从开启年货节开始百草味的礼盒年销量逐年递增



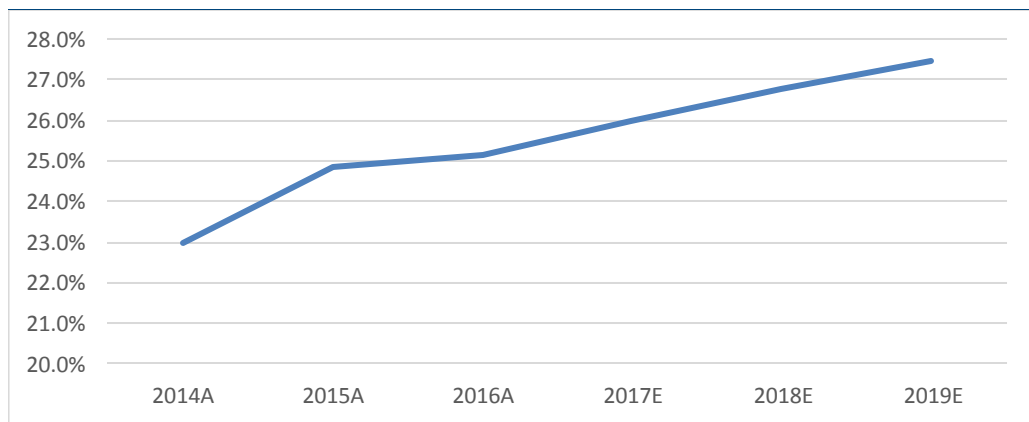
资料来源: 东兴证券研究所

图 18:百草味不同产品的毛利率



资料来源: 公司调研, 东兴证券研究所

图 19:百草味毛利率逐年上升



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

礼盒产品的毛利率高于散装产品, 且销量增速非常大, 18 年春节增速预计在 60% 的水平。我们草根调研的情况看, 春节期间全国范围内礼盒在 KA 渠道都是断销的情况, 百草味通过礼盒的销量带动产品的整体销量。

4. 公司增长点清晰, 行业龙头渐行渐近

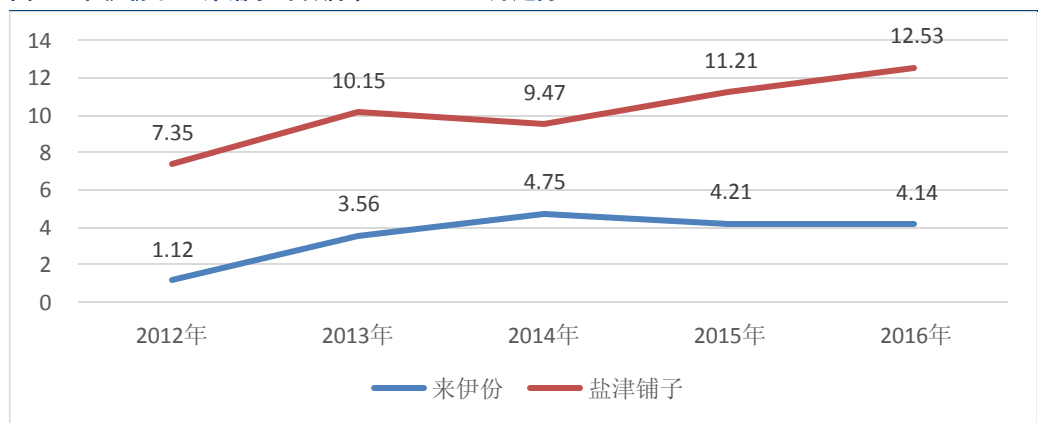
4.1 休闲零食行业进入盈利拐点期, 百草味净利率有大幅度提升空间, 利润增速时期有望实现戴维斯双击

4.1.1 零食行业竞争格局趋缓, 提升产品附加值成为抢占市场的新方向

一直以来市场对于休闲零食行业的诟病就是盈利能力不强, 由于产品同质化过于严重, 行业缺乏进入门槛, 导致线上线下的竞争过于激烈。线上零食品牌经过近三年的洗牌之后, 逐步形成了一定的品牌壁垒, 同时消费者也逐步形成了一定的品牌黏性。线下的门店扩张速度在放缓, 提升单店坪效成为了各家企业的核心问题。

在此背景下, 基于我们对于产业的深度理解, 判断各家企业从今年开始会逐渐从要份额向要利润转移。目前各家企业在线上的渗透率基本都到稳态, 线下的布局有条不紊, 销量不存在大规模突增的情况下, 控费要利润会是各家企业的最大诉求。我们认为行业的竞争格局逐步呈现一种良性循环, 行业整体的净利率将会从 5% 以下逐步迈向 10% 的水平, 各龙头企业慢慢倾向于以独特的口感、别致的设计来提高产品的附加值, 以独特的产品来争夺市场。

图 20: 来伊份和盐津铺子的利润率 (%) 呈上升趋势



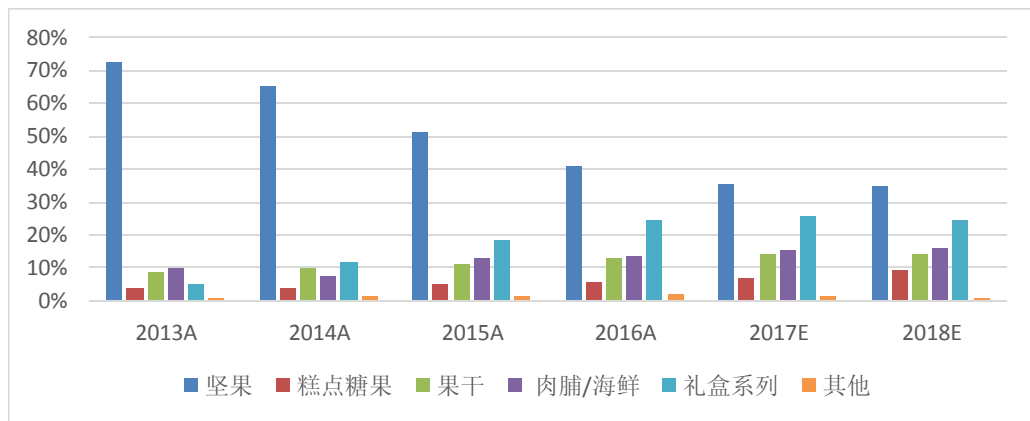
资料来源: wind 东兴证券研究所

4.1.2 以产品定英雄的竞争时代, 百草味借力好想你实现腾飞

百草味目前正在借助好想你成熟的生产线、优质的原材料供应实现了产品结构不断优化, 随着高毛利产品的占比不断提升, 百草味的毛利率会实现不断攀升。目前, 百草味在公司“开创标准健康食养生活方式”的战略指引下, 致力于新产品的开发设计,

调整产品结构, 着力“产品思维”升级。在坚果产品之外推出牛轧奶芙、“夜半小卤”系列、小小面包、拉面丸子、缤纷果干、香菇脆等 20 余款新品, 着力探索新零售模式, 不断累积品牌的核心印象, 增强品牌粘性。

图 21: 百草味营业收入百分比结构变动趋势

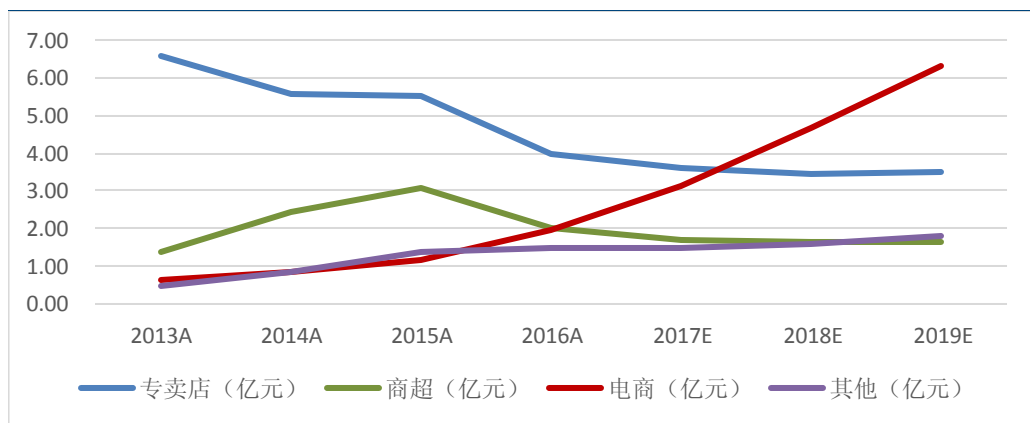


资料来源: 东兴证券研究所

4.2 好想你电商迅猛发展, 18 年有望成为第一大渠道

好想你本部的电商渠道近几年迅速发展, 已成为线上红枣销量的冠军, 而线上销售收入势头不减, 预计 18 年将成为本部的主要收入来源。2011 年初, 好想你开始布局线上渠道, 到 2017 年本部电商实现 3 亿收入, 进一步巩固了好想你在线上渠道全网第一的红枣龙头地位。

图 22: 好想你本部电商收入逐年上升



资料来源: 公司公告东兴证券研究所

相比之下, 同为传统线下休闲零食生产企业, 洽洽的电商渠道建设不如好想你成功。在主业遇冷的情况下, 洽洽于 2015 年进行销售体制改革, 开始试水线上销售, 但 2016 年洽洽的电商渠道销售收入占比仍然未达预期。好想你的在渠道上的转型之路还是比

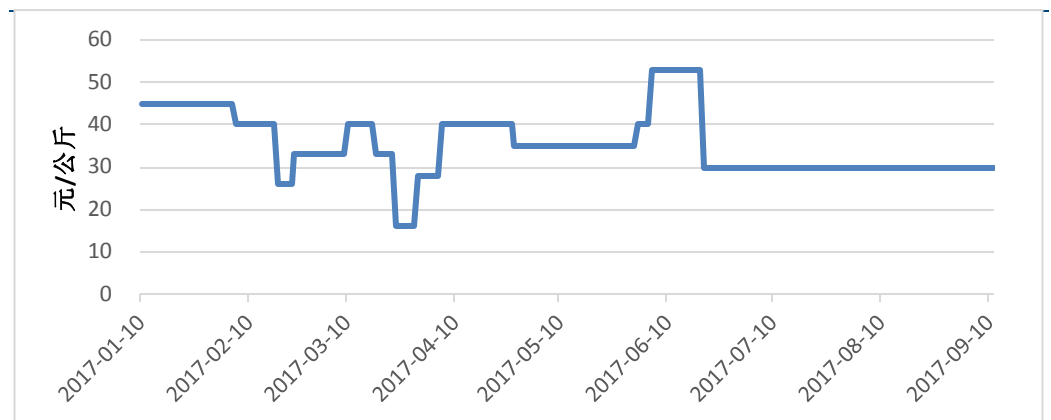
较成功的。未来, 好想你将继续投入精力, 一方面, 改革线下门店, 提升坪效; 另一方面, 继续加大电商渠道建设, 拓宽市场, 实现渠道无短板。公司 2018 年保守预计电商实现超过 5 亿规模, 专卖店实现 5 亿左右水平, 商超实现超过 2 亿规模。

4.3 好想你紧握红枣定价权, 未来防范成本波动

好想你的主营业务包括红枣系列产品的研发、生产和销售, 原枣是好想你的主要原料。农产品的价格会受到上游种植环节决策信息、流通环节以及自然条件等众多因素的影响, 与此同时, 红枣加工制品所处的行业透明度高, 竞争激烈, 几乎没有行业壁垒, 因此好想你很难在上游原枣价格发生波动时调整销售价格以转移成本。原枣行业的一举一动都会对好想你产生重要影响。

上游红枣产量从 2001 年起呈逐年递增趋势, 年复合增长率大约为 12.9%。最近三年红枣市场呈现供大于求的局面, 导致红枣价格不断下滑, 红枣种植面积基本没有变化, 短期内红枣的供给量具有相对稳定性, 但是市场上的红枣存量并不多。

图 23:2017 年红枣价格走势不稳定



资料来源: wind 东兴证券研究所

好想你产品对枣的质量要求很高, 市场上高品质红枣的价格波动对公司的毛利率会产生很大影响, 进而影响公司的业绩。鉴于红枣业务主要由好想你的母公司负责经营, 红枣价格变动对母公司毛利率的影响尤为显著。利用好想你 2017 年的毛利润和红枣的价格可以算出毛利率对红枣价格的弹性为-2.07, 也就是说红枣价格没下降 1%, 好想你公司的毛利率会上升 2.07%, 上游原材料市场的价格变动对好想你公司的业绩影响可见一斑。

表 6: 红枣价格对毛利率的影响

	营业收入	营业成本	毛利润	毛利率
2017 年上半年	363,034,342.86	277,063,727.23	85,970,615.63	23.68%
2017 年第三季度	249,068,558.87	164,073,630.35	84,994,928.52	34.13%
2017 上半年加权平均枣价		38.122		
2017 年第三季度加权平均枣价		30		
枣价变化率		-21.30%		
毛利率变化率		44.10%		
弹性		-2.07		
结论: 枣价每下降 1%, 毛利率上升 2.07%				

资料来源: wind 东兴证券研究所

毛利率对红枣价格变动的敏感性是好想你稳定利润的又一核心优势。因为好想你对上游红枣原材料拥有一定的定价权, 能够清晰的判断红枣行业的价格走势。未来公司会逐步将原枣行业的定价权掌握在手中, 达到原材料抗波动的效果。

5. 盈利预测: 好想你利润增速拐点处实现戴维斯双击

我们认为 2018 年是好想你厚积薄发的元年, 不仅仅是报表端的高增速, 更代表着整个商业模式的升华。分开来看:

- (1) 好想你的升华更多来自渠道, 一方面是线下门店升级改造, 不仅丰富了产品结构, 更扩充了社交场景, 在线下门店改造的过程中领跑了行业内的其他公司; 另一方面, 电商的高增速预示着公司单一的线下销售模式被彻底根除; 叠加 FD 产品的迅速放量, 本部业务值得期待。
- (2) 百草味的升华更多来自在整个行业的竞争格局改善的背景下, 百草味有望实现利润的高增速, 在这一过程中实现戴维斯双击。百草味的产品结构不断丰富, 高毛利产品占比不断提升, 叠加未来在渠道共享上的想象空间, 百草味 18 年就可以实现利润的高增速, 未来收入增速不减。

预计 2018 年好想你本部业务实现收入 13.2 亿, 贡献利润 0.6 亿, 百草味实现收入 41.2 亿, 贡献利润 1.8 亿, 预计 17/18/19 年好想你实现收入 40.69/54.4/73.4 亿, 公司盈利能力逐步提升, 同期实现归母净利润 1.1/2.4/3.7 亿, 我们判断公司未来呈现收入降速, 利润增速的趋势, 好想你作为健康休闲食品龙头公司, 在利润实现拐点的时候应当给予更高的估值, 实现戴维斯双击, 给予好想你 18 年 41 估值水平, 目标价 18.6 元, 对应 42% 成长空间, 给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

食品安全问题, 贸易战蔓延导致原材料价格波动

特别鸣谢

刘鑫: 东兴食品饮料团队实习生, 中国财政科学研究院会计学硕士在读。

表 7: 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		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	993	2366	3894	5254	7181	营业收入	1113	2072	4069	5440	7340
货币资金	138	511	773	1088	1468	营业成本	667	1373	2543	3199	4279
应收账款	201	331	669	894	1207	营业税金及附加	8	15	33	43	58
其他应收款	29	63	124	165	223	营业费用	344	543	1058	1485	1984
预付款项	42	300	555	874	1302	管理费用	105	141	326	426	564
存货	385	1100	1672	2103	2814	财务费用		30	33	34	35
其他流动资产	17	62	102	129	167	资产减值损失	3.09	7.19	5.00	6.00	7.00
非流动资产合计	1385	2680	2101	1943	1783	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	87	94	94	95	95	投资净收益	24.45	25.27	28.35	28.00	22.50
固定资产	597	1104	1099	951	803	营业利润	-17	-12	100	275	436
无形资产	92	184	166	147	129	营业外收入	12.57	75.97	50.00	40.00	40.00
其他非流动资产	116	182	0	0	0	营业外支出	1.36	7.00	8.00	6.00	5.00
资产总计	2378	5046	5915	7117	8883	利润总额	-6	57	142	309	471
流动负债合计	432	1181	2391	3582	5329	所得税	-3	18	31	67	102
短期借款	260	414	1793	2849	4381	净利润	-3	39	111	242	369
应付账款	37	578	418	526	703	少数股东损益	0	0	0	10	20
预收款项	39	47	68	95	132	归属母公司净利润	-3	39	111	232	349
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	153	280	300	475	638
非流动负债合计	563	677	92	92	92	BPS (元)	-0.02	0.21	0.22	0.45	0.68
长期借款	2	91	91	91	91	主要财务比率					
应付债券	498	499	0	0	0						
负债合计	996	1858	2482	3674	5420	成长能力					
少数股东权益	0	5	5	15	35	营业收入增长	14.40%	86.14%	96.40%	33.69%	34.93%
实收资本 (或股	148	258	516	516	516	营业利润增长	-132.63%	-29.69%	-938.49%	173.99%	58.79%
资本公积	835	2487	2487	2487	2487	归属于母公司净利	183.91%	-1314.69%	183.91%	108.01%	50.59%
未分配利润	337	365	221	-81	-535	获利能力					
归属母公司股东	1382	3183	3441	3441	3441	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	37.50%	41.20%	41.70%
负债和所有者权益	2378	5046	5854	7056	8822	净利率 (%)	-0.29%	1.89%	2.74%	4.45%	5.03%
现金流量表						总资产净利润 (%)	-0.14%	0.78%	1.88%	3.26%	3.93%
						ROE (%)	-0.23%	1.23%	3.24%	6.74%	10.15%
						偿债能力					
经营活动现金流	158	-352	-1137	-490	-777	资产负债率 (%)	42%	37%	42%	52%	61%
净利润	-3	39	111	242	369	流动比率	2.30	2.00	1.63	1.47	1.35
折旧摊销	142.00	261.64	0.00	166.76	166.76	速动比率	1.41	1.07	0.93	0.88	0.82
财务费用	28	30	33	34	35	营运能力					
应收账款减少	0	0	-338	-225	-312	总资产周转率	0.48	0.56	0.75	0.84	0.92
预收账款增加	0	0	20	27	37	应收账款周转率	6	8	8	7	7
投资活动现金流	-301	-166	435	14	9	应付账款周转率	22.80	6.73	8.17	11.53	11.94
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	-1	-2	0	每股收益 (最新摊	-0.02	0.21	0.22	0.45	0.68
投资收益	24	25	28	28	23	每股净现金流 (最	-0.29	1.47	0.51	0.61	0.74
筹资活动现金流	100	896	964	791	1148	每股净资产 (最新	9.36	12.34	6.67	6.67	6.67
应付债券增加	0	0	-499	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	-653.00	62.19	60.40	29.04	19.28
普通股增加	0	110	258	0	0	P/B	1.39	1.06	1.96	1.96	1.96
资本公积增加	0	1651	0	0	0	EV/EBITDA	16.70	13.79	26.15	18.07	15.27
现金净增加额	-42	378	262	315	380						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。