



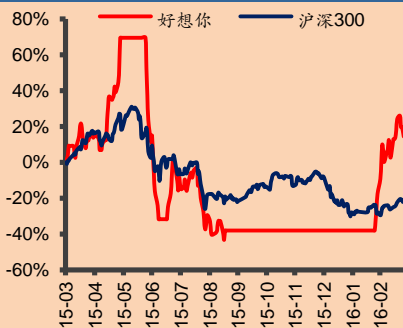
好想你 (002582)

投资评级: 买入 (首次覆盖)

报告日期: 2016-03-29

当前价格 (元) 27.90
目标价格 (元) 36.09
目标期限 (月) 6

股价走势:



主要数据

总股本(百万股) 148.00
A股股本(百万股) 148.00
总市值(亿元) 43.10
第一大股东 石聚彬
第一大股东持股比例 38.25%
12个月最高/最低(元) 42.87/14.17

韩君

0551-65161830
Hjun2613@126.com
S0010513030001

洪叶

021-60956105
hy_hazq@126.com
S0010113110005

杨青

0551-65161837
yangqinglin1988@sohu.com
S001011511100

好想你 (002582): 牵手百草味, 迈向休闲食品电商新蓝海

主要观点:

□ 红枣行业市场前景向好, 枣类加工品增速快, 电商模式崛起

近年来, 我国枣产品市场总体保持良好的增长势头, 2009-2014 年年均增速 15%左右。未来, 红枣作为传统保健养生类食品, 伴随老龄人口的增多、居民可支配收入的提高以及食品保健知识的普及, 枣产品市场需求有望继续增长。从产品类别上看, 枣类加工产品的增长速度高于行业平均水平。从销售模式上看, 电商渠道是增速最快的渠道, 比重逐步提升。

□ 公司作为红枣行业龙头企业, 将充分受益于行业发展

公司是我国红枣种植加工行业的龙头企业。目前, 公司在原枣类及枣类深加工领域市场占有率排名第一, 原枣类市场占有率 1.8%左右, 枣类深加工市场占有率 11.6%左右。公司将充分受益红枣行业快速成长。

□ 公司积极深化产品与渠道转型, 为腾飞蓄势

在产品端, 公司顺应市场, 向优质化、休闲化、差异化、无核化转变。收缩产品线, 突出核心单品优势; 向休闲食品转型, 推出小包装产品; 包装设计体现时尚休闲, 迎合了年轻人的需求; 打造即食无核枣, 方便快捷。此外, 还向红枣深加工领域延伸, 推出枣片、红枣干、枣粉等产品。

在渠道端, 公司确立了精耕细作连锁专卖渠道、强力发展商超渠道、规范并大力发展电子商务渠道、重视和利用好流通渠道的思路。公司 2013 年开始转型淘汰优化专卖店, 并加大商超和电商渠道建设。目前, 公司商超已覆盖超过 2000 家, 重点城市商超渠道的覆盖率超 90%, 电商收入从 2012 年的 2896 万元增至 2014 年的 8449 万元。

□ 与百草味强强联合, 迈向休闲食品电商新蓝海

休闲食品市场呈现高成长性、高景气度, 2004-2014 年, 复合增长率 21.78%, 尤其是在网购火热的大背景下, 休闲食品电商站在了高增长的风口。

百草味是国内领先的纯互联网休闲零食品牌, 居休闲食品电商类品牌前三名, 百草味的客户基数庞大, 具备品牌与市场优势。随着并购的落地, 好想你的业绩有望得到提升, 产品种类有望丰富, 线上线下的双重优势更加明显。更重要的是, 牵手百草味, 好想你迅速抢占休闲食品电商的战略支点, 并开启公司新的成长阶段。

□ 盈利预测与估值

公司行业地位稳固, 枣类产品具有强大的品牌影响力。近年, 公司不断优化产品结构, 深化多元渠道体系建设, 为未来的增长夯实了基础。随着并购百草味的落地, 公司有望在产品与渠道上进一步实现质的飞跃, 并打开公司新的成长空间。我们预计 2015-2017 年公司营业收入 10.34 亿、30.2 亿、36.85 亿, 净利润 0.16 亿、0.82 亿、1.07 亿, EPS 为 0.11、0.32、0.41, 给予“买入”评级。

盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	973	1034	3020	3685
收入同比 (%)	7%	6%	192%	22%
归属母公司净利润	54	16	82	107
净利润同比 (%)	-47%	-70%	413%	30%
毛利率 (%)	43.4%	40.9%	30.2%	28.8%
ROE (%)	3.8%	1.2%	2.5%	3.2%
每股收益	0.36	0.11	0.32	0.41
P/E	71.22	239.56	81.61	62.58
P/B	2.73	2.76	1.19	1.16
EV/EBITDA	26	34	34	22

资料来源：wind、华安证券研究所

目 录

1 公司概况	5
1.1 公司已成为中国红枣业领导品牌，并逐步向休闲食品供应商拓展.....	5
1.2 红枣行业竞争加剧，公司业绩承压.....	5
1.3 原枣类为核心的多元化产品体系基本形成.....	6
2 枣业前景向好	7
2.1 我国枣资源丰富而集中.....	7
2.2 需求基础坚实，我国枣市场前景向好.....	8
2.3 枣加工品增速快，电商兴起.....	9
2.4 行业集中度有待提高，利好龙头企业.....	10
3 产品与渠道两翼齐飞	11
3.1 完善产品端.....	11
3.2 拓展渠道端.....	12
4 强强联合，迈向休闲食品电商新蓝海	16
4.1 百草味实力不凡，强强联合相得益彰.....	16
4.2 休闲食品电商是消费新蓝海.....	18
5 预测假设与投资建议	20

图表目录

图表 1 公司的沿革	5
图表 2 公司近年业绩	6
图表 3 公司市场占有率变化	6
图表 4 公司产品示例	7
图表 5 公司分类产品收入占比 (2014 年)	7
图表 6 公司分类产品毛利占比 (2014 年)	7
图表 7 枣树种植情况	8
图表 8 枣产地分布	8
图表 9 枣产量及增速	8
图表 10 枣产品销售额及增速	8
图表 11 枣的营养优势	9
图表 12 老龄人口及占比	9
图表 13 不同产品市场销售额变化	10
图表 14 不同产品市场销售额增速	10
图表 15 枣市场产品结构 (2012 年)	10
图表 16 枣市场渠道结构 (2012 年)	10
图表 17 原枣类市场竞争格局 (2009 年)	11
图表 18 枣类深加工市场竞争格局 (2009 年)	11
图表 19 产品系列变化	12
图表 20 包装与形象设计	12
图表 21 枣淘帮	12
图表 22 新产品	12
图表 23 分渠道收入占比 (2014 年)	13
图表 24 专卖店数量	13
图表 25 覆盖商超家数	13
图表 26 电商收入	13
图表 27 专卖店展示图	14
图表 28 专卖店收入 (亿)	14
图表 29 单店收入 (万)	14
图表 30 商超渠道收入	15
图表 31 销售费用	15
图表 32 网购市场规模	16
图表 33 电商渠道收入占比	16
图表 34 电商平台官方旗舰店	16
图表 35 近三年百草味业绩	18
图表 36 百草味产品及比例变化	18
图表 37 百草味分渠道收入占比及变化	18
图表 38 百草味产品毛利率及变化	18
图表 39 网民规模	19
图表 40 网购渗透率	19
图表 41 网购交易规模	19
图表 42 网络消费占社会消费品零售总额比例	19

图表 43 休闲食品市场产值	20
图表 44 休闲食品细分类别占比	20
图表 45 预测假设（好想你）	21
图表 46 预测假设（百草味）	21

1 公司概况

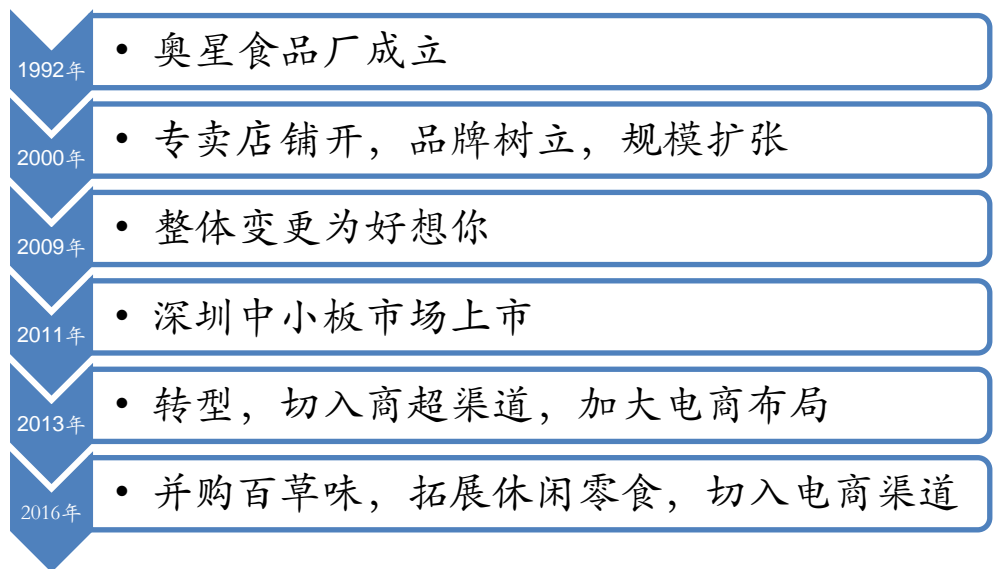
1.1 公司已成为中国红枣业领导品牌，并逐步向休闲食品供应商拓展

公司前身是 1992 年创立的郑州市新郑县奥星食品厂，2009 年整体变更为好想你枣业股份有限公司。2000 年开始，公司凭借专卖店的模式，迅速扩展河南省内市场，并逐步走向全国市场。专卖店模式成为奠定公司市场地位的不二功臣，“好想你”品牌由此成为红枣业第一品牌。2011 年 5 月 20 日在深交所中小板上市。2013 年，公司开始进行渠道拓展，加大了商超和电商渠道的开拓力度，逐步拓宽公司的渠道网络。

经过 20 多年的发展，公司已成为中国红枣业领导品牌，红枣种植加工行业的龙头企业。目前，公司在原枣类及枣类深加工领域市场占有率排名第一，原枣类市场占有率 1.8%左右，枣类深加工市场占有率 11.6%左右。

出于对休闲食品电商前景的看好，并结合公司自身的发展战略，2016 年，公司以 9.6 亿收购杭州郝姆斯食品有限公司，迅速抢占休闲食品电商的战略支点。未来，“好想你”与“百草味”产品与电商渠道的深度融合，将开启公司新的成长阶段。

图表 1 公司的沿革



资料来源：公司公告、华安证券研究所

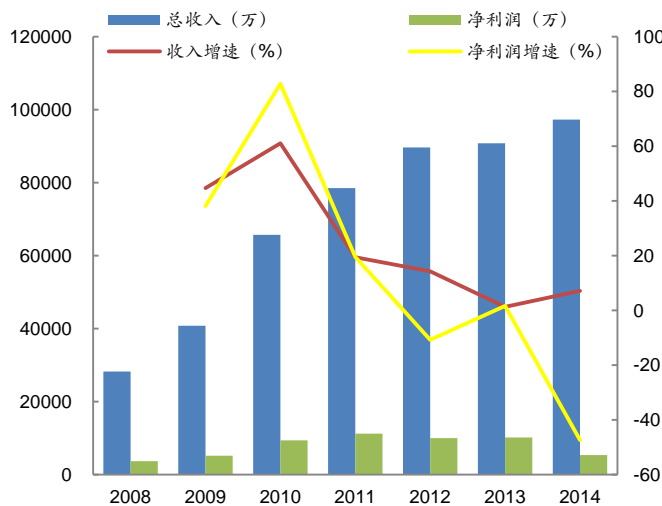
1.2 红枣行业竞争加剧，公司业绩承压

2011 年上市前，公司专卖店模式处在迅速拓展期，2007 年公司拥有 479 家专卖店，到 2012 年专卖店数量到达峰值 2217 家，数年间扩张了近 4 倍。在此期间，公司营业收入、净利润、市场占有率逐步提高，2008 年公司营业收入 2.82

亿，净利润 0.37 亿，市场占有率 1.5%，2011 年公司营业收入 7.85 亿，净利润 1.13 亿，市场占有率 2.7%，分别提高 178.17%，201.78%，80%。

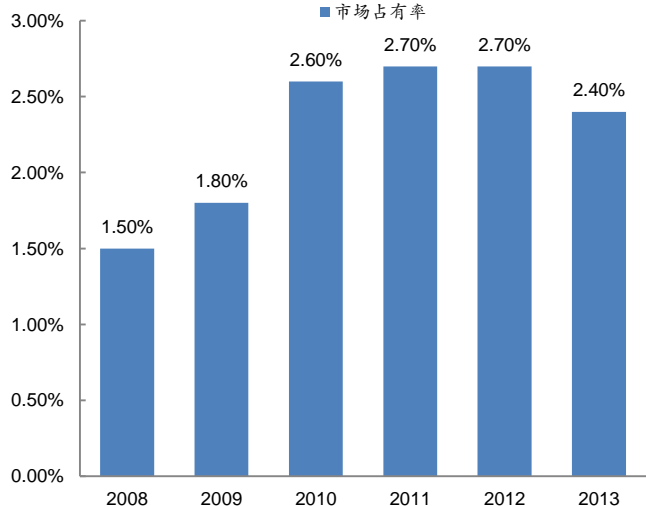
2012 年开始，由于消费需求不振，红枣行业竞争加剧，公司产品定位过高等原因，使得公司专卖店成本大幅上升，部分专卖店开始亏损，公司业绩开始转折，当年净利润下滑 10.74%。2012 年公司营业收入与净利润增速为 14.24%，-10.74%；2013 年营业收入与净利润增速为 1.28%，1.59%；2014 年营业收入与净利润增速为 7.15%，-47.37%；2015 年净利润预计下滑 75%至 65%。

图表 2 公司近年业绩



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 3 公司市场占有率变化



资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.3 原枣类为核心的多元化产品体系基本形成

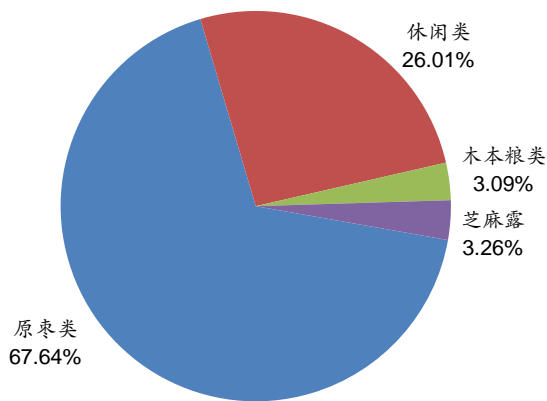
公司的主要产品为原枣、枣类深加工产品以及其他休闲类零食。公司的产品体系经过调整后，形成以原枣类为核心，休闲类、木本粮类、芝麻露为补充的四大产品系列。2014 年，公司收入 9.73 亿，其中原枣类收入 6.46 亿，占收入 67.64%，贡献 71.31% 的毛利；休闲类收入 2.48 亿，占收入 26.01%，贡献 23.40% 的毛利；木本粮类收入 0.3 亿，占收入 3.09%，贡献 3.1% 的毛利；芝麻露收入 0.31 亿，占收入 3.26%，贡献 2.18% 的毛利；原枣类产品是公司收入与利润主要来源。

图表 4 公司产品示例



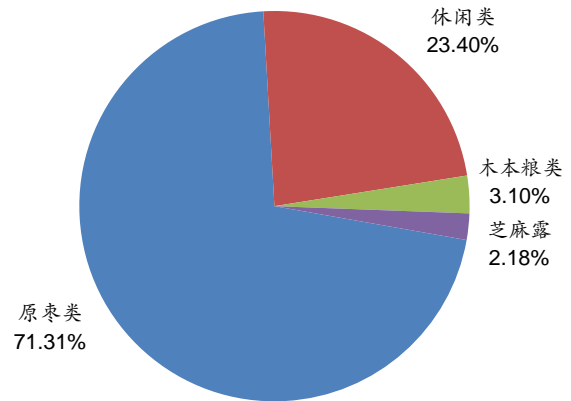
资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 5 公司分类产品收入占比 (2014 年)



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 6 公司分类产品毛利占比 (2014 年)



资料来源：wind、华安证券研究所

2 枣业前景向好

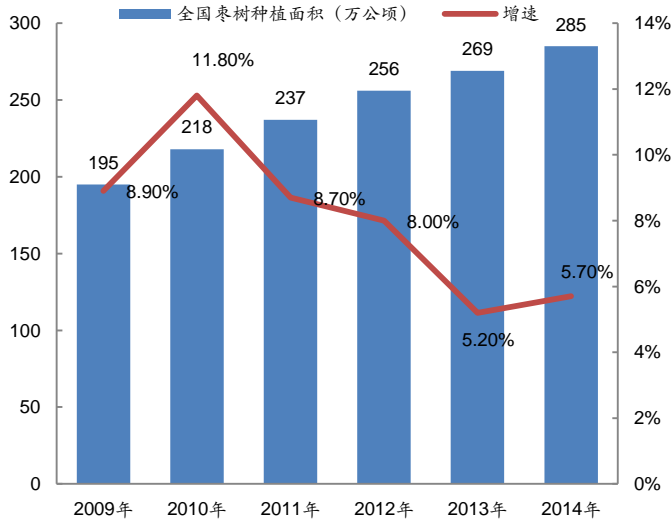
2.1 我国枣资源丰富而集中

我国是世界上枣树种植面积最大的国家，枣树资源十分丰富，99%的红枣产于中国。枣树种植兼具经济价值和环保价值，近几年，枣树种植成为我国经济林发展中的新热点。2009年，我国枣树种植面积195万公顷，2014年，种植面积上升至285万公顷，种植面积逐年上升，年均增幅18万公顷。

另外，我国的枣树资源分布也相对集中。河北、山东、河南、山西、陕西和新疆是我国枣的主产区，合计产量占全国总产量的87%。河北、山东、河南、山西、陕西作为老牌产枣大省，枣产量稳步增长；而新疆作为后起之秀，枣产量及市场份额快速提升。

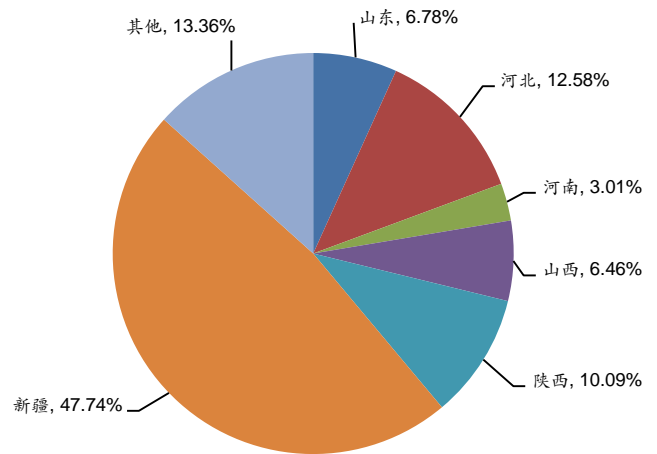
丰富而集中的枣资源有利于降低枣类加工企业的成本，有利于我国枣产业的规模化开发与经营。

图表 7 枣树种植情况



资料来源：中国林业年鉴、华安证券研究所

图表 8 枣产地分布

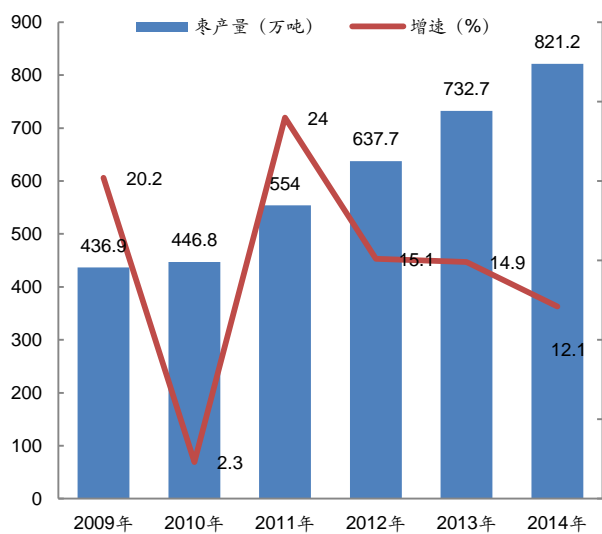


资料来源：中国林业年鉴、华安证券研究所

2.2 需求基础坚实，我国枣市场前景向好

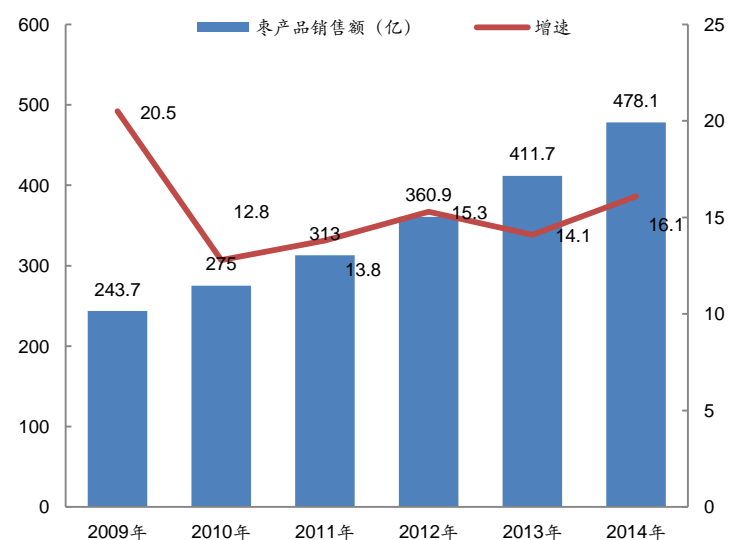
近年来，中国枣产品市场总体保持良好的增长势头。2009年，全国枣产量436.9万吨，2014年枣产量达到821.2万吨，5年间枣产量增长了近1倍。2009年枣产品市场规模243.7亿元，2014年枣产品市场规模达到478.1亿元，5年间增长了96.18%，年均增速15%左右。

图表 9 枣产量及增速



资料来源：中国农业年鉴、华安证券研究所

图表 10 枣产品销售额及增速



资料来源：中国农业年鉴、华安证券研究所

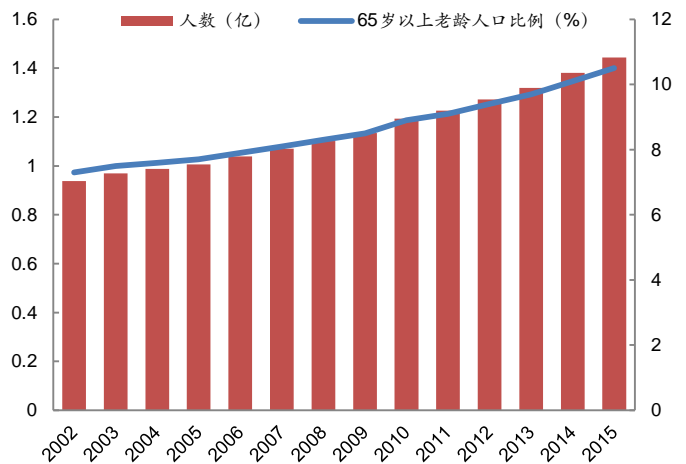
作为我国传统的保健养生类食品，红枣富含丰富的营养成分，如红枣多糖分子、芦丁、膳食纤维、环磷酸腺苷、氨基酸、维生素、矿物质元素等，具有健脾、养胃、补血、护肝、益气、安神等功效，是重要滋补食品和药用食品。当前，“药补不如食补”的观念和做法正深入人心并日益流行，枣越来越受到广大消费人群的青睐，成为自食或访亲拜友的佳品。特别是近年来，随着枣类深加工生的发展，可供消费者选择的枣产品种类不断增多，使得红枣产品走向了千家万户。

另外，老年人口增多，保健市场发展迅速，对枣产品的需求不断增大。据国家统计局统计的数据显示，2015年，我国65周岁以上老龄人口约为1.44亿，占总人口的10.5%，占比逐年提高。预计未来几年内，伴随老龄人口的增多、居民可支配收入的提高以及食品保健知识的普及，枣产品市场需求有望继续增长。

图表 11 枣的营养优势



图表 12 老龄人口及占比



资料来源：互联网、华安证券研究所

资料来源：国家统计局、华安证券研究所

2.3 枣加工品增速快，电商兴起

我国枣产品市场产品结构基本保持稳定，原枣是最大份额的品类。2012年，原枣销售额达到296.0亿元，占比82.0%，以蜜饯等为代表的粗加工产品销售额达到38.6亿元，占比10.7%，以枣片、枣饮料、枣粉等为代表的深加工产品销售额26.3亿元，占比7.3%。

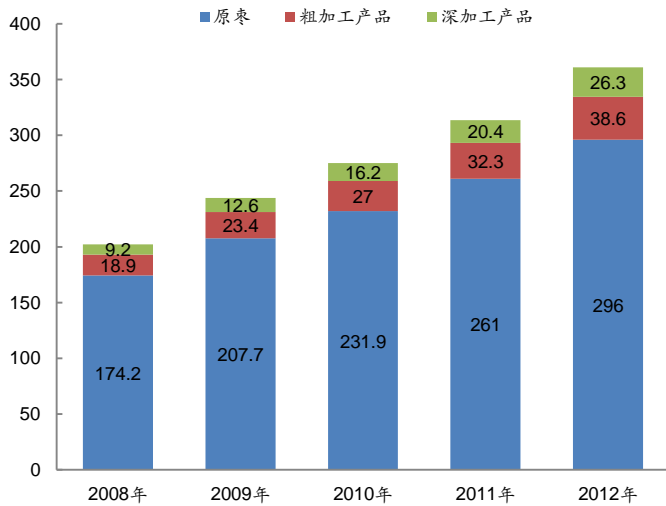
原枣、粗加工产品和深加工产品均保持较快的增长速度，但枣类加工产品的增长速度最快，粗加工产品、深加工产品的比重不断增加。原枣在市场上所占比例从2008年的86.1%下降到2012年的82.0%，而粗加工产品由2008年的9.4%上升到2012年的10.7%，深加工产品由2008年的4.5%上升到2012年的7.3%。未来，随着生活节奏的加快以及消费者口味的多样化，红枣加工产品将越来越为消费者青睐，占比也将继续提升。

目前，原枣类市场份额最大，但毛利率相对较低，红枣加工品市场规模较小，但盈利能力比较好，原枣的毛利率在15%左右，加工产品毛利率在25%左-35%。总体看来，技术门槛越高、品质好的深加工枣产品，其盈利能力越强。

流通和商超仍占红枣产品销售渠道的大部分份额，但电商渠道从无到有迅速

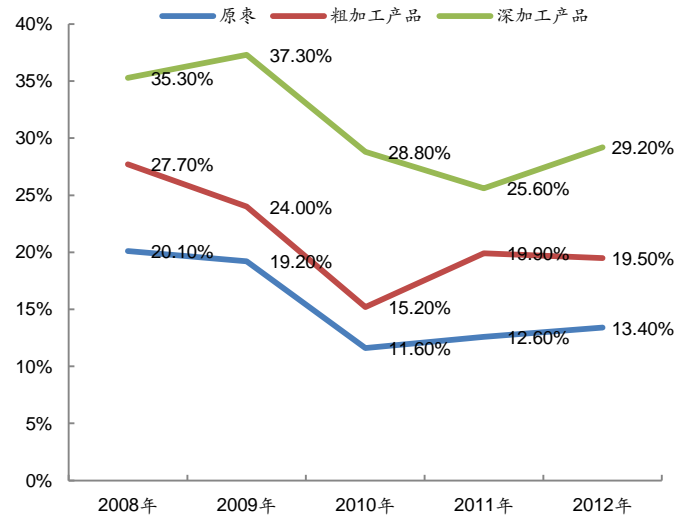
占领 14.9% 的市场份额。2012 年流通和商超两者合计占比 64.6%，以好想你为代表的专卖店渠道占比 16.6%，红枣电子商务模式占比 14.9%。未来，电商渠道将是增速最快的渠道，渠道占比有望提升。

图表 13 不同产品市场销售额变化



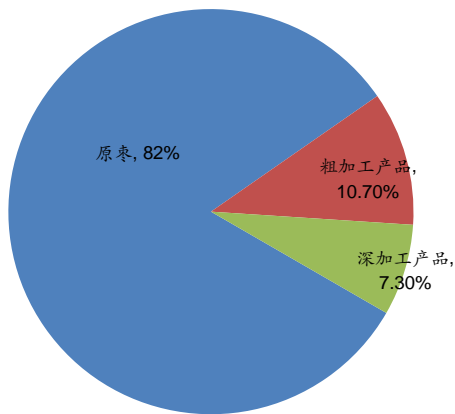
资料来源：赛迪顾问、华安证券研究所

图表 14 不同产品市场销售额增速



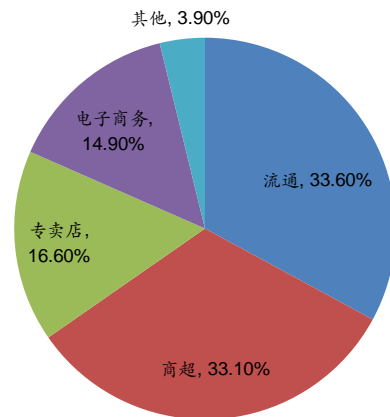
资料来源：赛迪顾问、华安证券研究所

图表 15 枣市场产品结构 (2012 年)



资料来源：赛迪顾问、华安证券研究所

图表 16 枣市场渠道结构 (2012 年)



资料来源：赛迪顾问、华安证券研究所

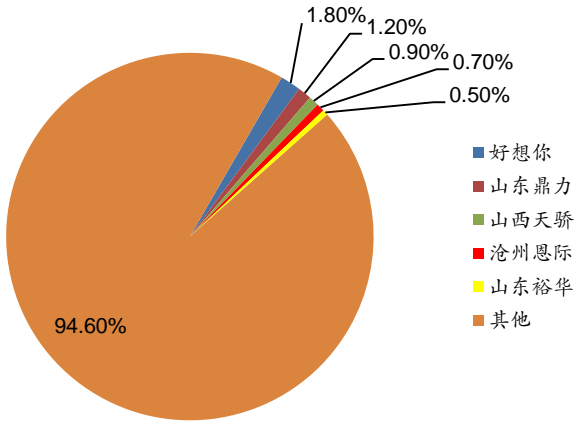
2.4 行业集中度有待提高，利好龙头企业

我国红枣生产加工企业多达上千家，且小企业众多，具有一定规模的企业目前还比较少，行业集中度较低。公司虽然是行业龙头，但市占率也不超过 3%，在原枣类市场占有率 1.8% 左右，枣类深加工市场占有率 11.6% 左右。

目前，枣产品市场品牌结构由三个梯队组成。第一梯队以公司为代表，凭借其品牌影响力，在中国枣产品消费领域占有一定的份额。第二梯队由国内知名度

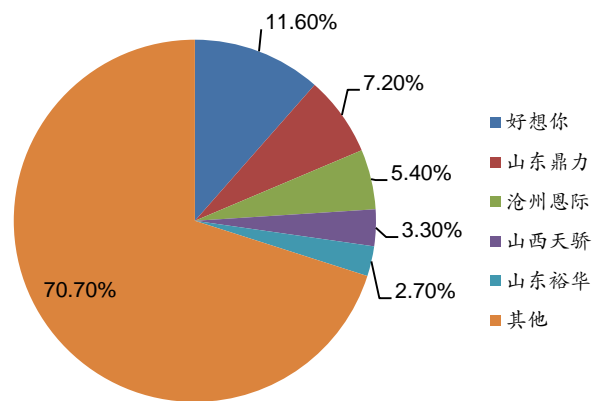
较高、实现规模化生产的企业组成，包括和田昆仑山枣业有限责任公司、山东鼎力枣业食品集团有限公司、新疆叶河源果业股份有限公司、山西天骄生物集团有限公司等。这类企业依托近靠优质红枣种植地的优势和对细分市场的把控，借助电子商务等创新销模式，成长性较好。第三梯队由国内众多的中小型加工企业组成，这类企业规模偏小，渠道建设尚不完善，产品品质与第一梯队企业差距明显。

图表 17 原枣类市场竞争格局（2009 年）



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 18 枣类深加工市场竞争格局（2009 年）



资料来源：公司公告、华安证券研究所

3 产品与渠道两翼齐飞

3.1 完善产品端

目前，红枣行业市场空间很大，但是在产品上存在两个问题，一是行业集中度低，产品同质化严重，二是以原枣类为主，枣类加工品的开发和生产的份额小。公司在产品端顺应市场，做了四大方向的调整，即优质化、休闲化、差异化、无核化。

优质化，公司收缩产品线，将原有的 300 多个单品整合成 4 大类 100 多中单品，突出核心单品优势。

休闲化，将产品定位由商务礼品向休闲食品转型，推出小包装产品，提升食用便利性，在产品的包装与宣传上也做了调整，重新设计包装，体现时尚休闲，尤其是在电商渠道的形象设计上更是迎合了年轻人的需求。

差异化，根据需求设置不同枣类商品，如商超渠道面对大众消费群体，以袋装即食无核枣为主打；专卖店以定制礼盒等高端产品为主；电商是年轻人消费主要渠道之一，好想你推出“淘枣帮”系列产品，此外，还向红枣深加工领域延伸，推出如好想你枣片、枣博士产品、红枣干、枣粉等产品。

无核化，公司重点打造即食无核枣，方便快捷，2014 年公司无核红枣收入 1.9 亿，占比 20%。无核枣市场，公司具有先发优势，未来公司将会聚集无核枣单品，2015 年无核红枣收入及占比均有望继续提升。

图表 19 产品系列变化

转型前	转型后
<input type="checkbox"/> 健康情枣	<input type="checkbox"/> 原枣类
<input type="checkbox"/> 精品红枣	<input type="checkbox"/> 休闲类
<input type="checkbox"/> 枣片	<input type="checkbox"/> 木本粮类
<input type="checkbox"/> 蜜饯	<input type="checkbox"/> 芝麻露
<input type="checkbox"/> 枣干	
<input type="checkbox"/> 金丝去核枣	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 20 包装与形象设计



资料来源：互联网、华安证券研究所

图表 21 枣淘帮



资料来源：互联网、华安证券研究所

图表 22 新产品

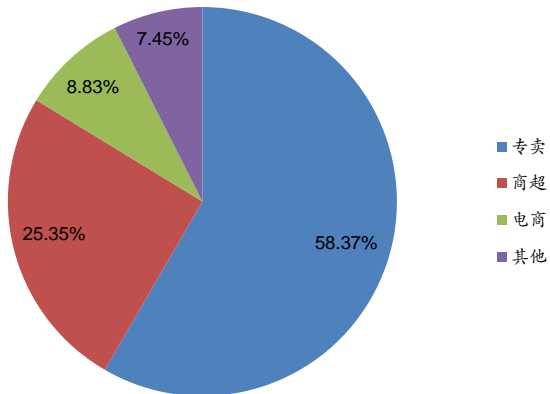


资料来源：互联网、华安证券研究所

3.2 拓展渠道端

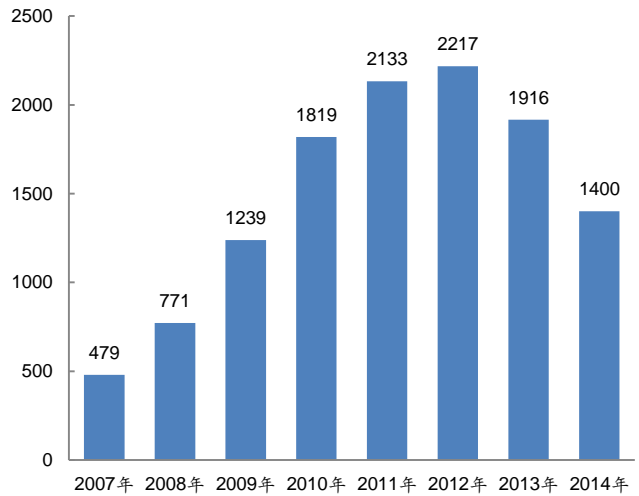
在渠道端，公司确立了精耕细作连锁专卖渠道、强力发展商超渠道、规范并大力发展电子商务渠道、重视和利用好流通渠道的思路。公司 2012 年拥有 2217 家专卖店，2013 年开始转型淘汰不合格专卖店，2014 年公司专卖店数量下降至 1400 家以下；而从 2012 年至 2014 年，公司商超 KA 渠道从 202 家增长至 2000 家，重点城市商超渠道的覆盖率超 90%；2012 年至 2014 年，电商收入从 2896 万元增长至 8449 万元。

图表 23 分渠道收入占比 (2014 年)



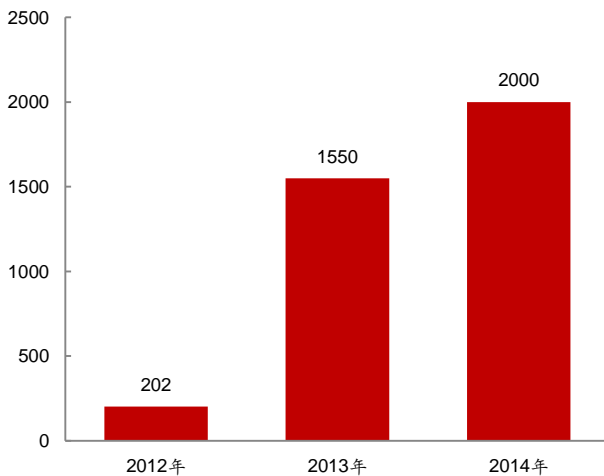
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 24 专卖店数量



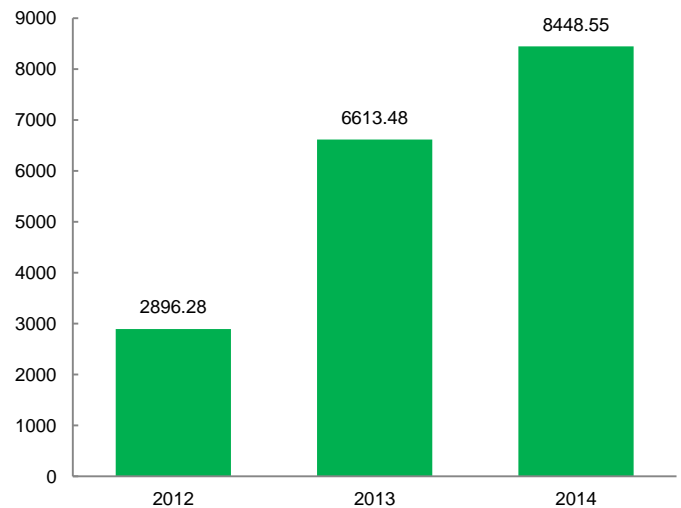
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 25 覆盖商超家数



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 26 电商收入



资料来源：公司公告、华安证券研究所

(1) 专卖店持续升级

专卖店是公司的传统渠道，收入占比最大，但是过度依赖专卖店数量扩张的粗放发展模式已经难以适应市场的环境。因此，从 2013 年开始，公司着手清理专卖店，实行标准化、信息化，融入体验互动功能，加强市场与消费者沟通，增强门店的粘合力、传播力、影响力。一方面淘汰不合格门店，2 年时间内专卖店减少 800 余家，另一方面对原有的专卖店进行升级，2014 年公司共升级 378 家店面，新开店面 186 家，店面升级后，形象统一，风格一致，产品陈列更加合理，实现了连锁企业连锁标准化的基本要求，实现了品牌与渠道相匹配、产品定位与经营场所相匹配、产品及购物环境与消费者需求相匹配。

公司在升级专卖店的同时，也探索出四种专卖店发展的模式：好想你红枣旗舰店、好想你生活家健康零食店、好想你 O2O 移动连锁店、想你好食养生活馆。

与传统的专卖店相比，旗舰店不仅有了更加舒适的购物环境，而且提升了店

面的营业收入；生活家健康零食店，丰富了产品品类，店面客流有了成倍的提升，红枣销量和店面整体销量均实现大幅增长；O2O 移动连锁店扩大了固定店面的覆盖范围，实现了店面销量增加、店面成本下降、店面会员增多的三重功效，报告期内新增会员 30 万名，会员总量达到 260 万人；食养生活馆，借助智能健康检测设备为消费者提供健康评估，根据云健康系统数据进行分析，为消费者提供定制化食疗食养配方和食材。

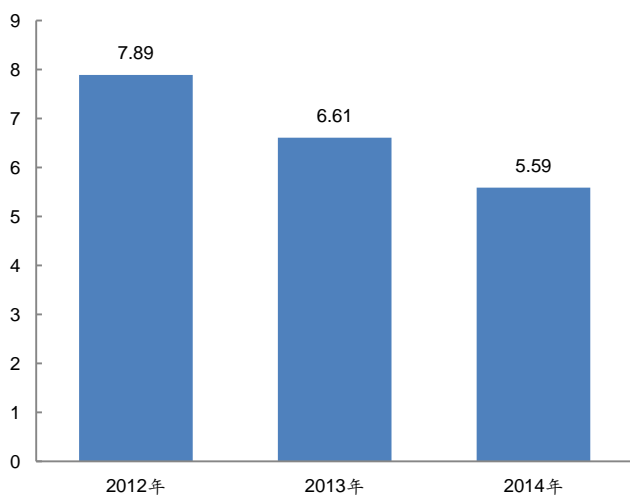
从 2014 年专卖店的经营数据来看，在店面数量急剧下滑的情况下，专卖店渠道的收入下滑趋缓，单店收入明显提升，我们预计 2015 年公司专卖店渠道的收入有望回升。

图表 27 专卖店展示图



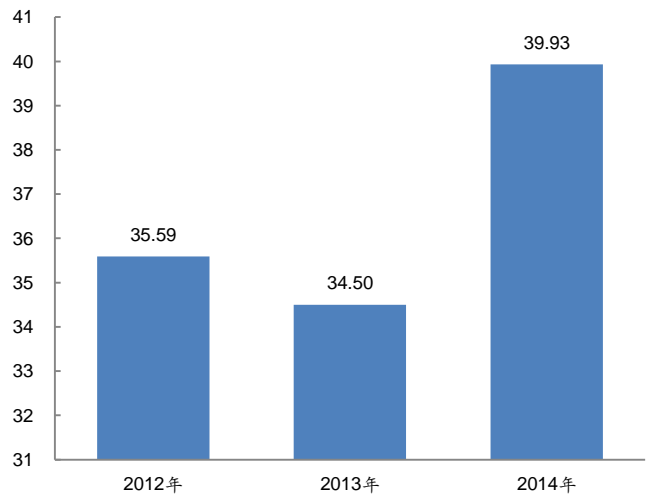
资料来源：公司网站、华安证券研究所

图表 28 专卖店收入 (亿)



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 29 单店收入 (万)



资料来源：公司公告、华安证券研究所

(2) 强力发展商超渠道

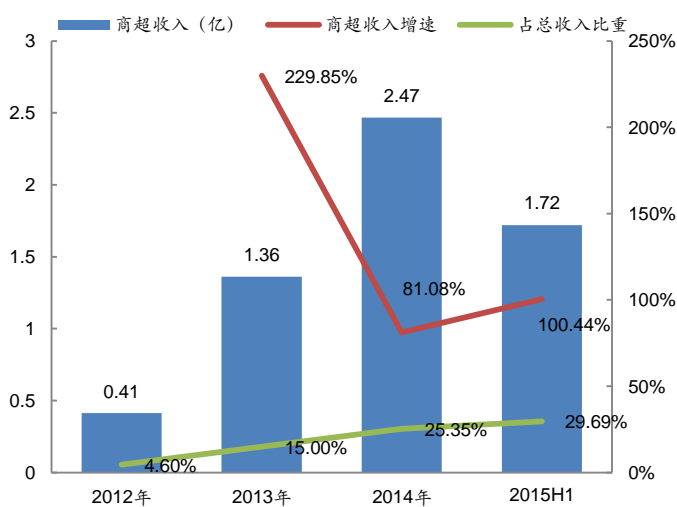
“重点打造样板市场，细化建设成熟市场，垂直管理核心系统，心智聚焦无

核产品”是公司的商超策略。在商超渠道，公司大力推广无核单品，将差异化的产品配以广泛的广告宣传，有利于快速切入商超消费群体，树立好想你“休闲化”的品牌形象和“健康零食”的产品特征。

2013年开始，公司商超战略快速推进，商超覆盖增加1348家，达到1550家，到2014年商超渠道已覆盖约2000家，进入全国各大省份及主要市场，涵盖乐购、大润发、大商、世纪联华、沃尔玛、家乐福等大型国际、国内连锁卖场，在重点市场上海、武汉、郑州，商超KA系统渠道覆盖率已达到90%以上。2014年，商超渠道收入2.47亿，占比25.35%，已成为次于专卖店的第二大渠道。2015年上半年，商超渠道实现收入17,179.09万元，较去年同期增长8,608.50万元，增长率100.44%。

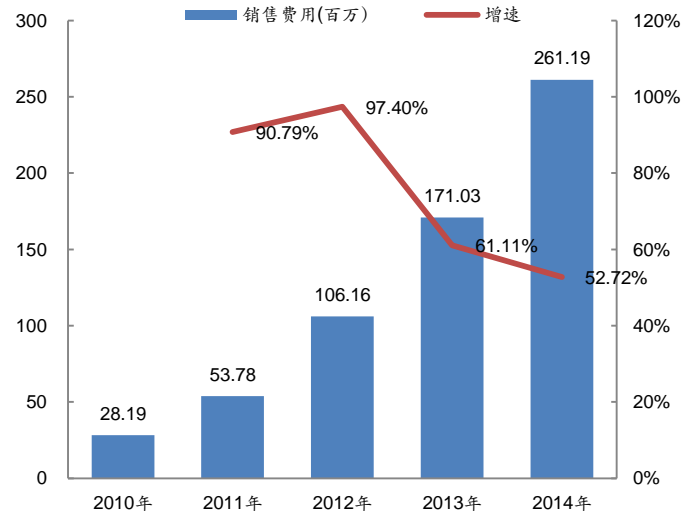
未来，商超渠道投入力度可能会保持适度增加。首先，打通商超渠道，有利于公司重点产品的推广，因而KA会继续保持投入，但是鉴于目前商超渠道的基数已经比较大，而且费用开支比例相对较大，因而投入力度将会保持适度。从公司披露的2015年的计划来看，计划2015年底KA门店数量达到2158家，增速降至8%，未来公司可能将重点放到提升KA单店收入上。从费用开支上看，拓展商超渠道，销售人员增加带来的工资大幅增加，宣传促销活动引起的宣传费用与促销费用大幅增长，公司销售费用增速较快，也给公司的业绩带来了一定的压力。

图表 30 商超渠道收入



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 31 销售费用



资料来源：公司公告、华安证券研究所

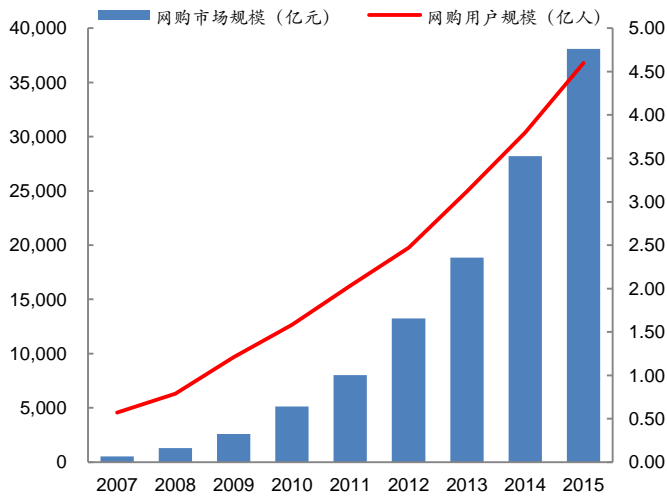
(3) 电商渠道有望加速

休闲食品电商近年增长迅速，网络购物彰显年轻、休闲、时尚等特征，契合好想你的休闲食品定位。因此，公司也加快了电商渠道的建设，相继在天猫、京东、1号店等主流B2C平台建立电商官方旗舰店，同时推出“淘枣帮”，打造电商红枣第一品牌。2012年、2013年、2014年电商销售收入分别为0.19亿、0.66亿、0.84亿，占收入比重由3.23%升至8.68%。

电商渠道未来发展趋势向好。一是网购集方便、快捷、性价比高等特性于一身，市场快速扩大，休闲食品电商作为其中一种具备高成长特质；二是公司电商渠道团队基本稳定，投入力度逐渐加大，发展势头也表现较好，有持续性；三是

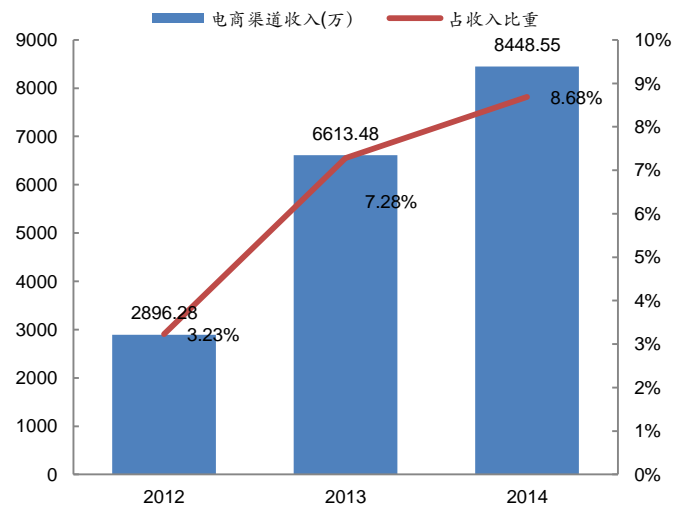
公司线上渠道具有平台属性，未来将可叠加其他类产品，收入将放大。

图表 32 网购市场规模



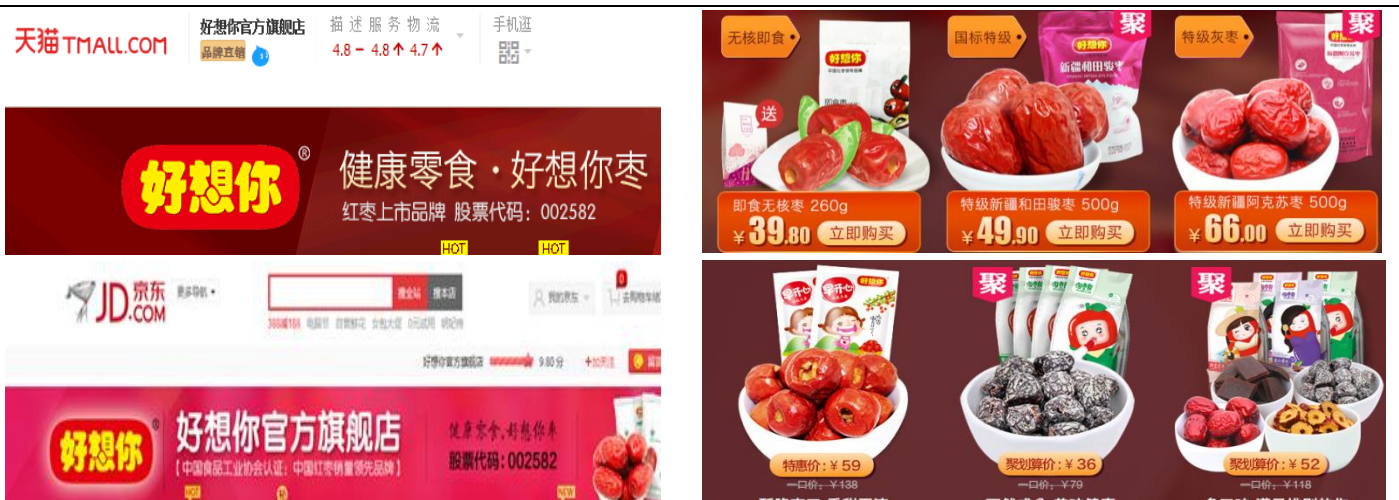
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 33 电商渠道收入占比



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 34 电商平台官方旗舰店



资料来源：互联网、华安证券研究所

4 强强联合，迈向休闲食品电商新蓝海

4.1 百草味实力不凡，强强联合相得益彰

据好想你公告称，拟以 9.6 亿元收购杭州郝姆斯食品有限公司 100% 股权。郝姆斯主要从事休闲零食的研发、分装、销售及品牌运营业务，旗下“百草味”品牌是国内领先的纯互联网休闲零食品牌，目前百草味的 B2C 途径的销售占据总收入的 80% 以上，据阿里的数据，三只松鼠、百草味、良品铺子居天猫商城零食类目品牌前三名。

百草味的客户基数庞大，具备品牌与市场优势。截至 2015 年底，公司拥有消费客户累计超 1,300 万，6 个月内活跃用户（即 6 个月内重复购买 1 次以上的老客户）占比约 60%，仅天猫旗舰店 2015 年度访客量就超过 1.15 亿人次。公司可以获取消费客户的快递信息、ID 信息等资料，并据此分析消费者购买偏好、购买频次，以对客户实施“消费画像”，从而可结合客户的消费习性、年龄层次等信息实施精准营销。此外，随着客户数量及消费信息不断增加，公司未来新品推广、二次营销成本将大幅降低，这是其他后来者在短期内难以超越的。

百草味拥有高效的供应链体系。公司 2013 年与圆通快递、中通快递、韵达快递等大型快递物流公司达成深度战略合作，公司在物流公司仓库内设立分拣流水线，完成包装后直接由物流公司进行配送，减少中间运送环节，加快物流周转速度；2014 年完成全国 8 大分仓建设，辐射主要销售区域；2015 年改造了自动发货流水线，使每条拣货流水线的包裹处理量达到 800 单/小时，大幅提高了发货的准确性，降低人工成本，大大提升了发货效率。目前已达到 40 万单/天的发货能力，除重大节假日、大促活动日外，能确保绝大部分订单实现“次日达”。

百草味拥有严格的品控体系，为提供稳定、优质的产品奠定了基础。食品安全问题是所有食品企业面临的最大风险，从创建“百草味”品牌开始，公司就十分重视食品安全，坚定维护自身的品牌价值。公司建立了完善、独立的品控团队，从选品类、选供应商、选产品以及产品检测等方面建立一体化的品控体系，从而降低了潜在的食品安全风险。

目前，百草味正处于高速增长时期。2014 年营业收入 61,213.12 万元，较 2013 年增加 38,330.96 万元，同比增长 167.51%，2015Q1-3 公司销售收入为 81,546.15 万元，已超过 2014 年全年营业收入水平，并实现 1424 万元的净利润。随着并购的落地，我们预计 2016-2018 年，相比并购前，好想你的营业收入有望增加 192%、235%、256%，净利润有望增加 203%、256%、296%。

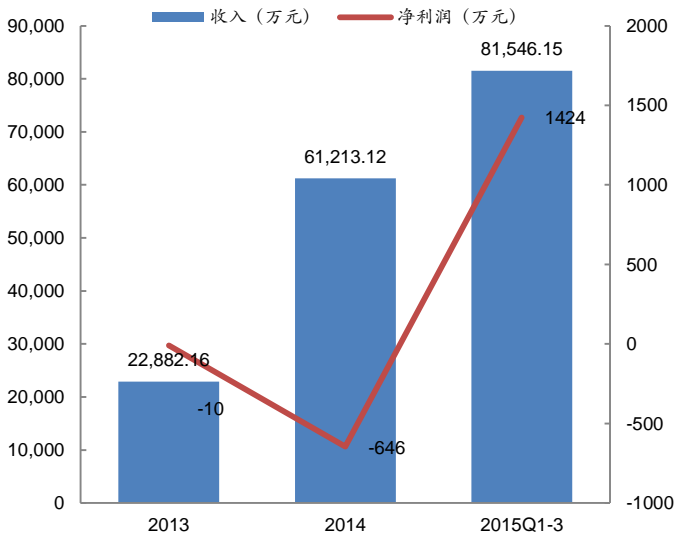
百草味拥有坚果系列、糕点糖果系列、果干系列、肉脯/海鲜系列及礼盒系列等 5 大系列 300 多个 SKU 产品，其中坚果系列占比最大，但近 3 年比重逐渐减少，而礼盒系列则明显增加。坚果系列销售收入从 2013 年的占比 72.51% 降低至 2015 年 Q1-3 的 47.95%；其他产品系列呈现逐年递增的趋势，其中礼盒系列的占比增幅最大，从 2013 年的占比 4.92% 上升至 2015 年 Q1-3 的 22.12%。百草味的产品结构逐步完善。目前，消费者需求日趋多元化，好想你单一的品类不仅蕴藏较高的风险，而且不利于满足消费者多元化的需求，与百草味产品端的融合有望成为公司破局之举，快速实现产品端的丰富。

在百草味的销售渠道中，B2C 和入仓模式占据对大部分收入份额，是主要的销售渠道模式。其主要依托天猫、淘宝、京东、一号店等电子商务平台，天猫旗舰店的营业收入占比超过 50%，销售渠道集中度较高。好想在渠道建设上的思路就是巩固线下渠道、拓展电子商务渠道，但优势还是处于线下渠道，线上渠道相对薄弱。好想你的专卖店及商超渠道与郝姆斯的电子商务渠道互相补充，将产生协同效应。未来，公司凭借线上线下的双重优势，可高效推行 O2O 模式，好想你与百草味产品均有望受益。

另外，百草味的产品综合毛利率有望提升，盈利能力逐步增强。2013 年、2014 年以及 2015 年 1-9 月，标的公司主要产品类别综合毛利率分别为 26.56%、22.96% 及 24.58%。受坚果原材料采购成本上升及坚果市场激烈竞争价格下滑的影响，2014 年公司毛利率出现下滑，但 2015 年，一方面市场激烈竞争后，休闲零食电商领域的竞争格局已趋于相对稳定，逐渐形成了三只松鼠、标的公司以及良品铺

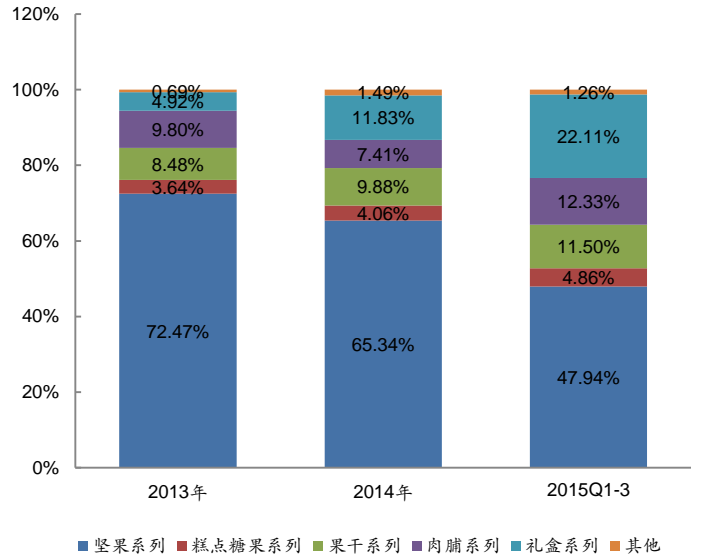
子三足鼎立的态势，主打产品坚果系列毛利率企稳回升，另一方面公司 2015 年度开始大力推进多品类并重的经营策略，果干、糕点糖果、肉脯海鲜、礼盒等系列产品的营业收入占比已从 2014 年度的 33.18% 提升至 50.82%，由于该等产品的市场竞争尚不充分，因此毛利率较高，随着该等系列产品销售收入占比提升，综合毛利率将提升。

图表 35 近三年百草味业绩



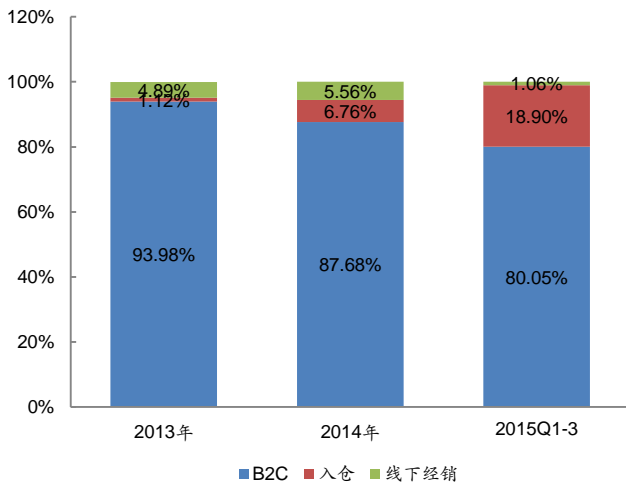
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 36 百草味产品及比例变化



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 37 百草味分渠道收入占比及变化



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 38 百草味产品毛利率及变化



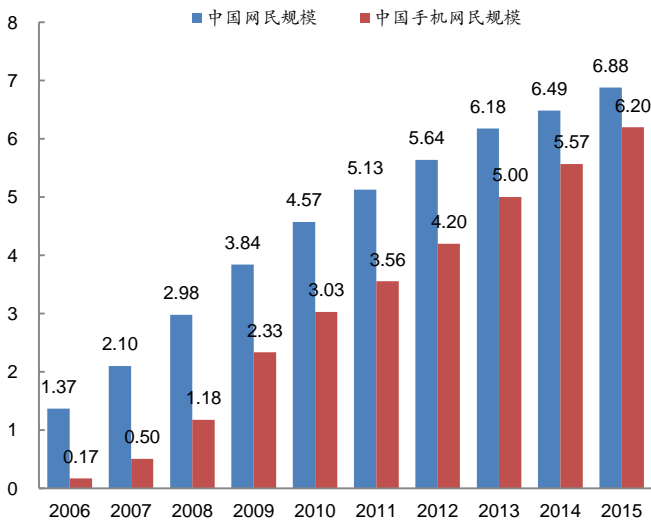
资料来源：公司公告、华安证券研究所

4.2 休闲食品电商是消费新蓝海

网络购物模式已逐渐深入人心，电商已具备较大群众基础。根据中国互联网信息中心披露的最新数据，截至 2015 年 12 月，我国网民规模达 6.88 亿，手

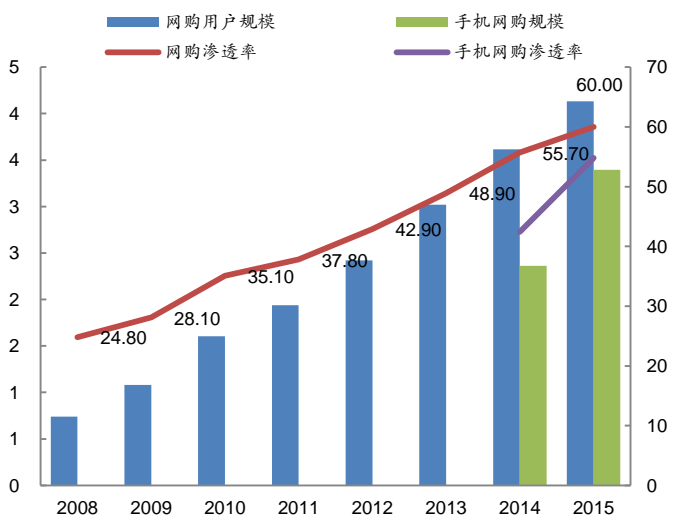
机网络用户 6.2 亿,再创新高。其中,网络购物用户 4.13 亿,网购渗透率达到 60%,手机网络购物用户 3.4 亿,手机网购渗透率 54.8%。近几年,庞大的网络用户基础为我国网络购物市场高速增长提供强大动力,2008 年网络购物市场规模 1300 亿,2015 年增长到 38085 亿,7 年时间市场规模增长了近 30 倍。网络消费占社会消费品零售总额比例也保持着持续上升的趋势,2015 年这一比例达到 12.66%。未来,我国网络消费市场仍将高速发展,预计在 2016 年,市场规模将达到 5 万亿元。

图表 39 网民规模



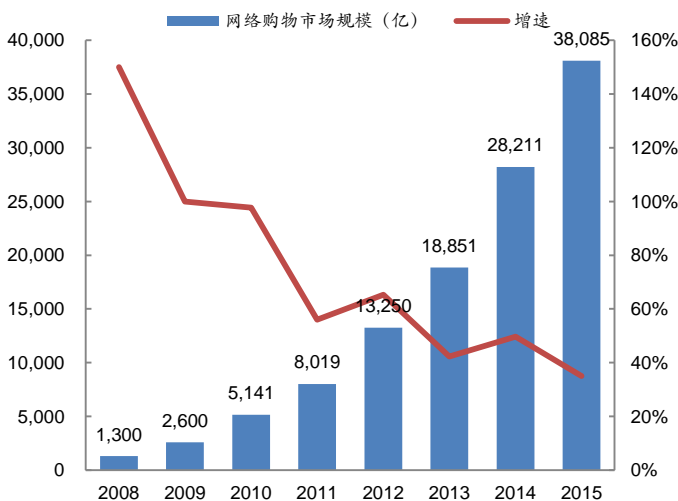
资料来源:中国互联网络信息中心、华安证券研究所

图表 40 网购渗透率



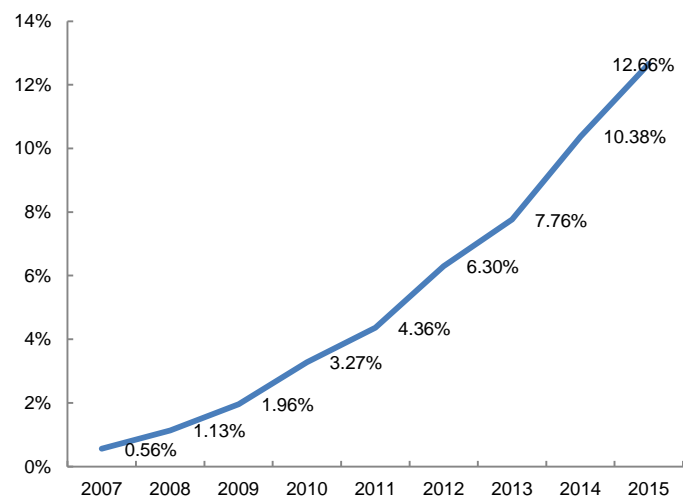
资料来源:中国互联网络信息中心、华安证券研究所

图表 41 网购交易规模



资料来源:中国电子商务研究中心、华安证券研究所

图表 42 网络消费占社会消费品零售总额比例

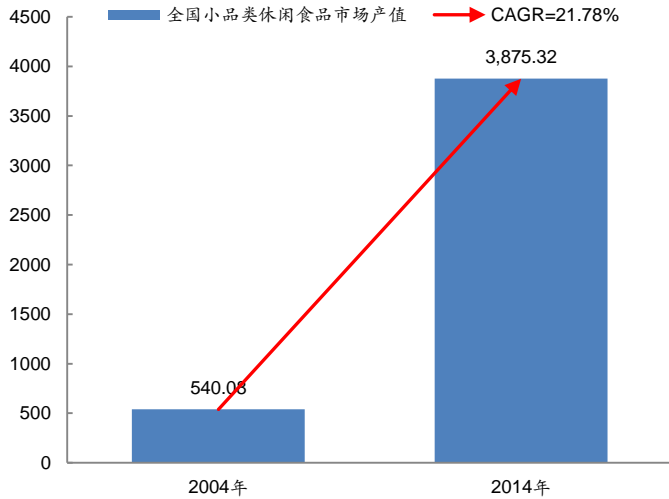


资料来源:国家统计局、中国电子商务研究中心、华安证券研究所

休闲食品市场呈现高成长性、高景气度。中国食品工业协会数据显示:从 2004 年到 2014 年,全国小品类休闲食品市场产值从约 540.08 亿元增长到约 3,875.32 亿元,净增长约 3,335.24 亿元,复合增长率 21.78%,远远高于我国 GDP 的增长率。在休闲食品中,果脯蜜饯、坚果炒货和休闲素食蔬果为规模最大的三个品类。

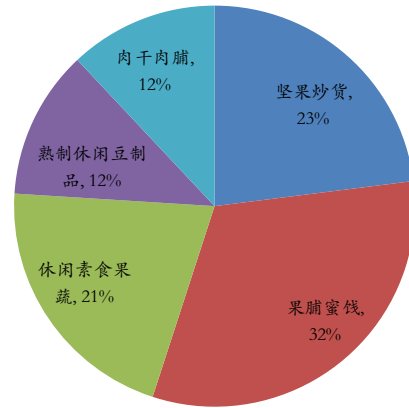
市场龙头企业充分受益。以 2015 年双十一购物节的数据为例，市场前三的三只松鼠、百草味和良品铺子分别实现 2.5 亿、1.23 亿和 1.2 亿的销售规模，均同比增长 2-3 倍。

图表 43 休闲食品市场产值



资料来源：中国食品工业协会、华安证券研究所

图表 44 休闲食品细分类别占比



资料来源：中国食品工业协会、华安证券研究所

目前，休闲食品电商行业存在几个明显特点：(1) 进入门槛低，行业主体数量众多。(2) 产品具有同质性，竞争仍旧是以价格为主的初级竞争，整体竞争激烈。(3) 尚未出现全品类、全国性的龙头企业，各企业的市场占有率很小。(4) 未来行业集中度逐步提升。近年来，前三品牌与后面品牌的差距已逐渐拉大，已经在行业内呈现三足鼎立格局，三只松鼠、百草味和良品铺子已经大大超过其他家的销售量。

未来，休闲食品电商的发展将存在以下趋势：(1) 线上线下深度融合与普及。中国互联网络信息中心公布的数据显示：一线城市中表示“经常使用”或“使用”“O2O”模式的用户占比已达 39.2%，二三线城市 O2O 业务布局也正在逐步展开，巨大的消费潜力将使 O2O 市场进入增量增长阶段。(2) 移动端爆发，休闲食品适合顾客利用移动终端在“碎片时间”内选购，未来将持续受益。(3) 消费人群的多样化将倒逼休闲食品产品种类不断丰富，产品线更加齐全，以适应不同人群的口味、偏好和习惯。目前，消费主体已经由原来以儿童和青少年为主，拓展到以年轻成人为主，其中儿童、青年人中的女性消费者更是上升为当前休闲食品的主流消费者。从年龄和性别上看，15-34 岁年轻女性成为引导时尚食品消费的主流群体。从职业类别上看，休闲食品消费者中，在读学生和办公室白领在总体中的占比超过半数。

5 预测假设与投资建议

预测假设：

未来三年，好想你四类产品中，原枣类市场趋于饱和，给予 0-5% 的预计增速；重点开发的休闲类产品给予 10%-15% 的预计增速；占比较小的木本粮类及芝麻露产品给予 5%-10% 的预计增速。

百草味五大系列产品中，主打产品坚果系列预计增速 10-15%；糕点糖果系列预计增速 30-50%；果干系列预计增速 30-45%；肉脯系列预计增速 40%左右，礼盒系列预计增速 15-30%。

图表 45 预测假设（好想你）

单位：百万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
原枣类	665.17	685.13	705.68	726.85
休闲类	297.97	342.67	376.93	414.63
木本粮类	32.51	35.76	39.33	43.26
芝麻露	32.73	34.36	36.08	37.89

资料来源：华安证券研究所

图表 46 预测假设（百草味）

单位：百万元

	2016 年	2017 年	2018 年
坚果系列	867.26	997.70	1117.41
糕点糖果系列	141.88	217.79	295.49
果干系列	325.98	463.56	606.87
肉脯系列	267.35	435.06	544.41
礼盒系列	291.45	372.57	435.90
其他	22.39	31.35	40.76

资料来源：华安证券研究所

公司行业地位稳固，枣类产品具有强大的品牌影响力。近年，公司不断优化产品结构，深化多元渠道体系建设，为未来的增长夯实了基础。随着并购百草味的落地，公司有望在产品与渠道上进一步实现质的飞跃，并打开公司新的成长空间。我们预计 2015-2017 年公司营业收入 10.34 亿、30.2 亿、36.85 亿，净利润 0.16 亿、0.82 亿、1.07 亿，EPS 为 0.11、0.32、0.41，给予“买入”评级。

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。