

好想你 (002582.SZ) 食品行业

评级：买入 评级变动

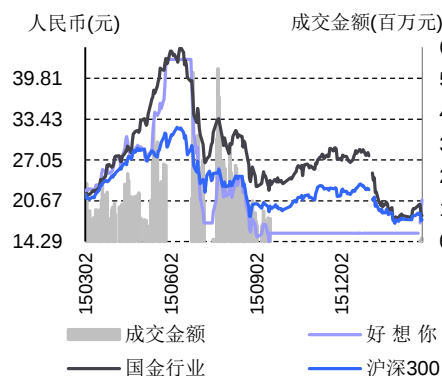
公司研究

市场价格 (人民币): 20.79 元
 目标价格 (人民币): 26.00-28.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 95.14
 总市值 (百万元) 3,068.60
 年内股价最高最低 (元) 42.77/14.29
 沪深 300 指数 2948.03
 深证成指 9573.70



公司基本情况 (人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益 (元)	0.691	0.364	0.125	0.255	0.308
每股净资产 (元)	9.22	9.49	9.49	9.60	9.80
每股经营性现金流 (元)	1.22	-0.64	0.04	-0.13	-0.73
市盈率 (倍)	32.72	50.66	137.53	67.55	55.94
行业优化市盈率 (倍)	50.65	52.07	133.85	133.85	133.85
净利润增长率 (%)	1.59%	-47.37%	-65.59%	103.58%	20.76%
净资产收益率 (%)	7.49%	3.84%	1.32%	2.65%	3.14%
总股本 (百万股)	147.60	147.60	147.60	147.60	147.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

公告摘要

好想你发布重大资产重组公告: (1) 以发行股份和支付现金的方式购买杭州郝姆斯 (百草味母公司) 100% 的股权, 交易价格 96,000 万元。其中发行股份支付比例合计为 85%, 共发行 5,065 万股, 每股 16.11 元, 总计为人民币 8.16 亿元; 其余 15% 现金支付 1.44 亿元。(2) 向石聚彬、好想你第一期员工持股计划等 10 名特定对象非公开发行股票募集配套资金, 募集资金总额不超过 9.6 亿元, 认购股数 5,959 万股, 每股 16.11 元。其中 1.44 亿用于支付购买郝姆斯现金支出, 其余分别用于补充标的公司营运资金, 建设上市公司智慧门店, 以及支付部分中介机构费用。

公告点评

■ 交易绝大部分转化为上市公司股份, 利益互绑, 诚意满满

方案一: 向目标公司发行 5,065 万股, 解禁期为 1-3 年, 分五期解除股份转让限制, 实现百草味原有股东和上市公司的利益绑定。

方案二: 向好想你控制人和员工非公开发行 5,959 万股, 解禁期 3 年, 实现好想你高层管理者的利益绑定。

■ 大股东、员工和战投纷纷大额认购配套资金募集, 信心满满

实际控制人石聚彬先生认购 2,241 万股, 占总配套认购股数的 37.6%, 同时引入多名战略投资者, 为未来资本运作打开空间。

同时计划成立的第一期员工持股计划涉及核心骨干成员, 募集资金将全部用于认购配套资金的认购计划, 员工积极参与, 提振士气。

■ 目标公司业绩承诺

郝姆斯 2016 年度、2017 年度及 2018 年度承诺净利润分别为人民币 5,500 万元、人民币 8,500 万元和人民币 11,000 万元。如标的公司当年实现的净利润小于当年承诺净利润, 则郝姆斯应向上市公司进行现金或股份补偿。

■ 业绩预期:

我们预计好想你主体 2015 年-2017 年的收入分别为 11.8 亿/14.0 亿/18.7 亿, 同比增速分别为 21%/19%/33%, 实现归母净利 1800 万/3800 万/4500 万, 同比增速分别为 -65%/103%/20%, 对应 2015-2017 年 EPS 分别为 0.13 元/0.25 元/0.31 元。停牌前 20 亿市值较为合理。

百草味作为线上销量第二的坚果商, 凭借过硬的质量和丰富的品类, 我们预计公司 2016、2017、2018 年收入分别为 21.4 亿、29.9 亿、38.9 亿, 净利润分别为

相关报告

1. 《二次创业正当时: 好想你公司研究》, 2015.8.13

申晟

联系人
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

刘枝花

分析师 SAC 执业编号: S1130515060001
 (8621)61038289
 liuzhih@gjzq.com.cn

1 亿、1.6 亿、2.3 亿。百草味合理估值在 48 亿市值，对应 2017 年 PE30 倍。

投资建议

好想你原主业合理估值在 20 亿市值左右。百草味合理估值在 48 亿市值，对应 2017 年 PE30 倍。因此，我们给予上市公司 6-12 个月目标市值 68 亿。不考虑员工激励配套融资，公司并购重组完成后的合理股价在 34/股左右。考虑员工激励配套融资，公司目标股价在 26 元/股左右。

风险提示：食品安全风险/行业竞争加剧风险/业绩不达预期风险。

内容目录

事件	4
要点	4
方案综述	4
我们的观点	7
估值预测	9

图表目录

图表 1: 郝姆斯股东情况	5
图表 2: 配套资金方案	5
图表 3: 配套资金用途	6
图表 4: 员工持股计划	6
图表 5: 公司股权（不考虑配套融资）	7
图表 6: 公司股权（考虑配套融资）	7
图表 7: 中国主要坚果进口量	7
图表 8: 各坚果品类市场规模	7
图表 9: 坚果市场份额	8
图表 10: 天猫双十一数据	9
图表 11: 可比公司估值比较	9
图表 12: 百草味业绩预测	10
图表 13: 三只松鼠收入、融资额	10
图表 14: A 股上市公司 PS 估值	10

事件

好想你发布重大资产重组公告，(1) 以发行股份和支付现金的方式购买杭州郝姆斯（百草味母公司）100%的股权，交易价格 96,000 万元。其中发行股份支付比例合计为 85%，共发行 5,065 万股，每股 16.11 元，总计为人民币 8.16 亿元；其余 15% 现金支付 1.44 亿元。(2) 向石聚彬、好想你第一期员工持股计划等 10 名特定对象非公开发行股票募集配套资金，募集资金总额不超过 9.6 亿元，认购股数 5,959 万股，每股 16.11 元。其中 1.44 亿用于支付购买郝姆斯现金支出，其余分别用于补充标的公司营运资金，建设上市公司智慧门店，以及支付部分中介机构费用。

同时计划成立第一期员工持股计划，员工持股计划的参加对象包括公司董事、监事、高级管理人员、公司及其下属企业的核心及骨干员工，合计不超过 290 人。员工持股计划募集上限为 13.9 亿元，全部用于认购配套资金的认购计划。员工持股计划的存续期为 4 年，锁定期 3 年。

要点

■ 交易绝大部分转化为上市公司股份，利益互绑，诚意满满

方案一：向目标公司发行 5,065 万股，解禁期为 1-3 年，分五期解除股份转让限制，实现百草味原有股东和上市公司的利益绑定。

方案二：向好想你控制人和员工非公开发行 5,959 万股，解禁期 3 年，实现好想你高层管理者的利益绑定。

■ 大股东、员工和战投纷纷大额认购配套资金募集，信心满满

实际控制人石聚彬先生认购 2,241 万股，占总配套认购股数的 37.6%，同时引入多名战略投资者，为未来资本运作打开空间。

同时计划成立的第一期员工持股计划涉及核心骨干成员，募集资金将全部用于认购配套资金的认购计划，员工积极参与，提振士气。

■ 目标公司业绩承诺

郝姆斯 2016 年度、2017 年度及 2018 年度承诺净利润分别为人民币 5,500 万元、人民币 8,500 万元和人民币 11,000 万元。如标的公司当年实现的净利润小于当年承诺净利润，则郝姆斯应向上市公司进行现金或股份补偿。

方案综述

- **方案一：**以发行股份和支付现金的方式购买杭州郝姆斯（百草味母公司）100%的股权，交易价格 96,000 万元。其中发行股份支付比例合计为 85%，共发行 5,065 万股，每股 16.11 元，总计为人民币 8.16 亿元；其余 15% 现金支付 1.44 亿元。

图表 1：郝姆斯股东情况

序号	交易对方	发行前		发行股份购买资产后		募集配套资金后	
		持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例
1	杭州浩红	-	-	34,239,768	17.27%	34,239,768	13.28%
2	杭州越群	-	-	4,479,039	2.26%	4,479,039	1.74%
3	中比基金	-	-	3,039,106	1.53%	3,039,106	1.18%
4	朱伟海	-	-	3,217,877	1.62%	3,217,877	1.25%
5	高志刚	-	-	4,305,400	2.17%	4,305,400	1.67%
6	何航	-	-	1,370,577	0.69%	1,370,577	0.53%
合计		-	-	50,651,767	25.55%	50,651,767	19.64%

来源：国金证券研究所

- **方案二：**向石聚彬、好想你第一期员工持股计划等 10 名特定对象非公开发行股票募集配套资金，募集资金总额不超过 9.6 亿元，认购股数 5,959 万股，每股 16.11 元。

图表 2：配套资金方案

序号	配套资金认购对象	认购金额（万元）	认购股数（股）
1	石聚彬	36,110.97	22,415,253
2	好想你第一期员工持股计划	13,889.03	8,621,370
3	嘉实基金	10,000.00	6,207,324
4	安赐成长	10,000.00	6,207,324
5	杭州聚远	5,000.00	3,103,662
6	中文安赐	5,000.00	3,103,662
7	广西德炫	3,389.00	2,103,662
8	沈淋涛	6,611.00	4,103,662
9	秉鸿创投	3,000.00	1,862,197
10	北信瑞丰	3,000.00	1,862,197
合计		96,000.00	59,590,313

来源：国金证券研究所

其中 1.44 亿用于支付购买郝姆斯现金支出，其余分别用于补充标的公司营运资金，建设上市公司智慧门店，以及支付部分中介机构费用。

图表 3：配套资金用途

序号	项目名称	金额（万元）	具体用途	实施主体
1	支付现金对价	14,400.00	支付购买郝姆斯 100%股权的现金对价部分	上市公司
2	补充标的公司营运资金	44,800.00	用于补充郝姆斯正常经营所需的营运资金	标的公司
3	智慧门店	36,000.00	用于上市公司智慧门店建设	上市公司
4	支付部分中介机构费用	800.00	支付本次重组过程中产生的部分中介机构费用	上市公司
合计		96,000.00		

来源：国金证券研究所

- **方案三：**计划成立第一期员工持股计划，员工持股计划的参加对象包括公司董事、监事、高级管理人员、公司及其下属企业的核心及骨干员工，合计不超过 290 人。员工持股计划募集上限为 13.9 亿元，全部用于认购配套资金的认购计划。

图表 4：员工持股计划

持有人		职务	出资额（元）	比例
董事、监事、高级管理人员及核心管理人员	张艳菊	董事、副总经理	5,316,300	3.83%
	石聚领	董事、副总经理	3,222,000	2.32%
	司胤衡	董事、副总经理	4,204,710	3.03%
	杨伏玲	监事会主席	1,536,894	1.11%
	董琚	监事	7,732,800	5.57%
	孙啸	监事	1,053,594	0.76%
	张卫峰	监事	2,416,500	1.74%
	卢国杰	副总经理	1,611,000	1.16%
	卢占军	副总经理	5,316,300	3.83%
	邵琰	副总经理	7,765,020	5.59%
	王帅	财务负责人	753,948	0.54%
	豆妍妍	董事会秘书、副总经理	1,986,363	1.43%
其他员工（不超过 278 人）			95,974,842	69.10%
合计			138,890,271	100.00%

来源：国金证券研究所

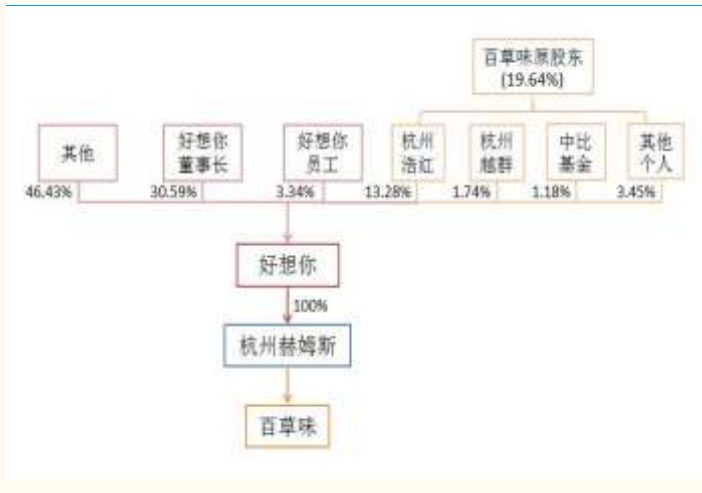
交易完成后，社会公众持股比例为 28.53%，公司实际控制人并未发生变化。

图表 5：公司股权（不考虑配套融资）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司股权（考虑配套融资）



来源：公司公告，国金证券研究所

我们的观点

■ 坚果行业空间大、增速快，竞争格局未定

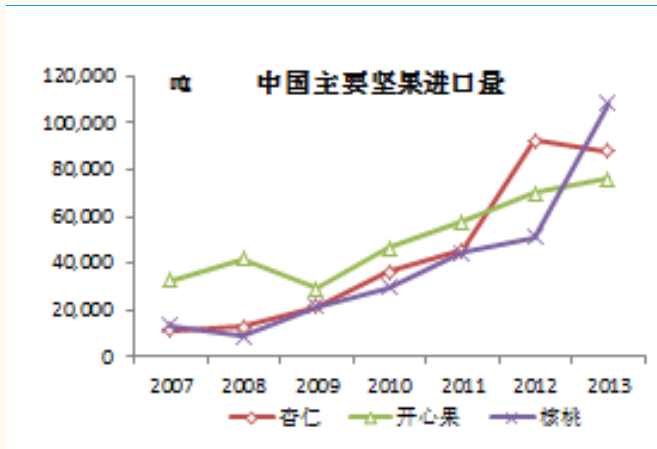
根据零点咨询，2012 年全国 POS 销售的树坚果产品规模约为 60 亿美元（约 400 亿人民币），复合增速达到 19.4%。淘宝坚果销售 2012 年才开始爆发，2014 年零食/坚果/特产整体在阿里平台上销售额为 156 亿。2014 年阿里平台零食坚果增速 50%。另外，近年来中国主要坚果的进口量处于持续高速增长中，从侧面反映了中国坚果市场的旺盛需求。

与美、日等发达国家相比差距更远。其中美国杏仁人均消费量约为每年 820g，日本约为每年 170g，而中国仅为 27g。中国人以往主要将坚果作为年节产品，特别在春节期间进行消费。问卷调查表明，仅有 16% 的中国消费者将坚果视为零食，在日常生活中经常购买。

随着健康消费意识崛起，坚果的日常消费提升，坚果空间依然非常大。与薯片等行业，巨头参与、集中度高不同，坚果行业目前集中度并不算高，给予百草味较大发展空间。

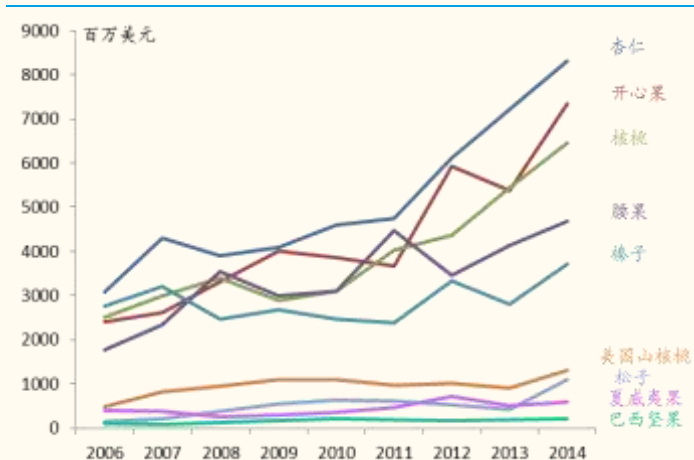
预期龙头老大三只松鼠未来几年将从“要收入”转向“要利润”，整个行业的竞争将趋缓。百草味乘着资本的东风，存在弯道超车可能性。

图表 7：中国主要坚果进口量



来源：IFC, 国金证券研究所

图表 8：各坚果品类市场规模



来源：IFC, 国金证券研究所

■ 百草味稳扎稳打，仅引进过千万级风投

百草味走过了较长的学习曲线，早年在学校附近开设专卖店，2011 年前后租金及寒暑假销售季节性太强等原因，转为主攻线上。线上早期卖蜜饯为主，但客单价太低，随后卖花茶，但重复购买率太低，再来主攻坚果，目前做到坚果第二。公司过去仅引入过千万级别的风险投资，2013、2014 年均盈利。可见目前的销售收入非常扎实。

■ 投电商即投人，百草味高管全部“绑定”

线上坚果行业大部分 OEM 生产，轻资产模式，差异在品牌运营和日常运营，人是坚果电商核心竞争力。

较早做线上坚果的新农哥，2012 年即做到电商第一名。随后赚了钱不做投入、且人员流动大、核心团队离开，发展放缓。

百草味团队曾经在 2012 年前后出现动荡，随后稳定，目前公司进入新的高速增长期，且随着与好想你实现重大资产重组，核心高管全部被“绑定”。

图表 9：坚果市场份额

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
三只松鼠	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	5.6%	10.9%
百草味	0.9%	1.1%	1.4%	1.7%	2.1%	2.6%	3.2%	3.9%	4.8%
恒康	4.4%	4.6%	4.7%	4.4%	4.4%	4.3%	4.4%	4.6%	4.7%
姚生记	3.9%	4.2%	4.5%	4.6%	4.7%	4.6%	4.3%	4.1%	4.2%
大好大	3.7%	3.7%	3.6%	3.5%	3.7%	3.6%	3.5%	3.7%	3.8%
农哥	0.9%	1.1%	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%	2.6%	3.1%	3.7%
锅旺	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%
天喔	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.8%	1.8%	2.1%	2.0%
百味林	1.6%	1.7%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
其他	81.0%	80.0%	79.2%	78.9%	77.6%	76.9%	73.2%	69.0%	62.0%

来源：Euromonitor，国金证券研究所

■ 重复购买率是核心价值之一

线上解决了多层级销售，门店租金高等问题。同时相比其他线上商品，坚果具备客单价不低，重复购买率高、购买频次高等特点，天生适合走线上。

截至 2015 年底，郝姆斯运营的天猫旗舰店等网店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。

随着未来竞争格局的明晰，高重复购买率将有利于降低公司的引流成本。

■ 产品品质是决胜的基石

百草味的生产并非简单的代工，而是由公司确定产品配方，所有调味添加剂由公司统一采购，供应商在百草味指导下将原材料加工完成。与三只松鼠不同，百草味保证了口味的稳定性。

公司入库质检退货率之高，在业内有名。去年更是引进农夫质检总监，可见对安全的重视程度。

随着消费者对健康的意识加强，充斥网上的假牛肉、问题蜜饯小作坊企业份额会不断萎缩。有利百草味做强做大。

■ 丰富的 SKU 是决胜的必要条件

网上由于比价的方便性，丰富的 SKU，确保长尾效应是胜出的必要条件。三只松鼠曾一度将小美花茶等独立出来运作，后证明战略失误又回归合并。

“百草味”系列产品线包括坚果、糕点糖果、果干、肉脯/海鲜、礼盒等 5 大系列有 300 多个 SKU，丰富的 SKU 是决胜的必要条件。

■ 线下线上强强大融合。

目前好想你已经有 1400 余家专卖店，2000 家 KA 门店，且已经在线上但品类做到双十一销售第一，百草味做到线上零食销售额第二、坚果第二。两者强强结合，农产品销售规模前五的品类，除了茶、蜂蜜类，公司品类基本已经全覆盖。

图表 10：天猫双十一数据

年份	零食销量排名	品牌名称	年份	红枣销量排名	品牌名称	年份	坚果销量排名	品牌名称
2014	1	三只松鼠	2014	1	好想你	2013	1	三只松鼠
	2	百草味		2	楼兰蜜语		2	百草味
	3	良品铺子		3	西域农美		3	好想你
	4	楼兰蜜语		4	和田玉枣		4	楼兰蜜语
	5	费列罗		5	三只松鼠		5	费列罗
	6	德芙		6	爱意		6	新农哥
	7	好想你		7	果仓		7	德芙
	8	西域美农		8	哎呦喂		8	周黑鸭
	9	新农哥		9	西域良品		9	和田玉枣
	10	来伊份		10	昆仑玉		10	德菲丝

来源：国金证券研究所

估值预测

■ 好想你主体（主营枣类业务）

我们预计好想你主体 2015 年-2017 年的收入分别为 11.8 亿/14.0 亿/18.7 亿，同比增速分别为 21%/19%/33%，实现归母净利 1800 万/3800 万/4500 万，同比增速分别为-65%/103%/20%，对应 2015-2017 年 EPS 分别为 0.13 元/0.25 元/0.31 元。

好想你停牌前收盘价为 14.17 元，市值 20.97 亿。若不考虑与百草味的协同效应，不考虑智慧门店的增发带来的高速增长，我们认为公司合理估值在 20 亿左右。

图表 11：可比公司估值比较

	总市值 (亿元)	收盘价	P/E			P/B			ROE (%)			股息率 (%)	
			2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016
百润股份	233	26.00	27.6	19.8	15.1	11.26	7.90	5.71	33.77	34.83	33.30	0.2%	2.8%
汤臣倍健	214	29.38	32.6	24.7	19.4	6.92	5.73	4.76	21.13	22.30	23.30	1.7%	2.5%
桃李面包	166	36.91	52.9	43.5	36.6	9.77	8.11	6.71	23.70	21.70	20.10	0.0%	0.0%
双塔食品	83	6.56	38.7	24.1	19.3	2.50	2.46	2.28	7.49	11.34	12.95	1.5%	2.3%
上海梅林	79	8.44	43.3	19.5	17.4	2.44	2.20	1.95	5.00	10.74	10.17	0.7%	0.7%
洽洽食品	77	15.23	21.0	18.4	15.9	2.68	2.47	2.16	13.19	13.33	12.63	3.6%	3.5%
三全食品	65	8.06	76.3	62.3	51.2	3.38	3.29	3.02	4.05	5.00	6.05	0.4%	1.2%
爱普股份	62	38.62	34.0	28.7	24.5	4.37	3.86	3.40	13.92	14.44	14.82	0.0%	0.0%
涪陵榨菜	50	15.10	31.4	27.1	22.1	3.63	3.30	2.75	12.54	12.76	13.04	0.9%	0.9%
克明面业	48	43.10	49.3	39.8	31.6	5.96	5.11	4.21	11.92	11.61	12.32	0.8%	0.9%
黑芝麻	46	14.29	36.6	31.3	22.1	2.53	2.49	2.11	6.70	6.90	8.70	0.8%	0.8%
好想你	23	15.62	55.5	42.3	34.1	1.64	1.60	1.56	2.95	3.70	4.42	0.6%	0.8%
平均			43.5	33.0	26.7	4.95	4.19	3.50	13.01	14.12	14.47	0.7%	1.2%

来源：Wind，国金证券研究所

■ 百草味（主营坚果线上零食品类）

百草味作为线上销量第二的坚果商，凭借过硬的质量和丰富的品类，2015 年扭亏为盈，前三季度利润率达 1.75%。百草味承诺 2016、2017、2018 年收入 19、25、30 亿，净利润 0.55、0.85、1.1 亿。我们预计公司 2016、2017、2018 年收入分别为 21.4 亿、29.9 亿、38.9 亿，净利润分别为 1 亿、1.6 亿、2.3 亿。

核心假设：

- 1) 收入端：2014 年阿里平台坚果行业增速 50%，我们预期未来 2-3 年电商坚果行业增速会维持在 30%-40%之间，且行业集中度会显著提升。百草味增速显著高于行业增速，我们预估 2016 年全年预估增速 70%，2017、2018 年增速 40%、30%。
- 2) 预期未来三年百草味的毛利率比较平稳，在 25%左右。
- 3) 费用率方面，假定未来三年物流费从 10%左右下降到 8-9%。运营推广费维持在 3.8%，平台佣金维持在 3%左右。
- 4) 预期其他费用增速和收入增速一致。

图表 12：百草味业绩预测

单位：亿元	2013	2014	9M2015	2015E	2016E	2017E	2018E
收入承诺					19	25	30
净利润承诺					0.55	0.85	1.1
收入预测	2.3	6.1	8.2	12.6	21.4	29.9	38.9
收入增速%		167.5%		106%	70%	40%	30%
净利润预测	-0.0010	-0.067	0.14	0.22	1.00	1.60	2.30
利润增速%				NA	348%	50%	40%
利润率%			1.7%	1.8%	4.7%	5.4%	5.9%

来源：国金证券研究所

■ PS 估值/PE 估值

我们估值体系参照几个指标：

一级市场三只松鼠估值：14 年收入 10 亿时，估值 10 亿，PS 为 1X，而 15 年收入翻倍时，相应估值 PS 也上升至 1.6X。

A 股的食品综合类上市公司的平均 2016 年 PS 约为 3.4X。

洽洽食品 PS 为 2.5 倍。

因此我们认为给予百草味 2017 年 1.5-2 倍 PS 比较合理，对应市值 45-60 亿。或给予百草味 2017 年 PE30 倍比较合理，即 48 亿市值。

图表 13：三只松鼠收入、融资额

	收入(元)	融资额	估值(元)
2012年	3000万	150万美元	
2013年	3.26亿	617万美元	
2014年	10亿	1.2亿人民币	10亿
2015年	25亿	3亿人民币	40亿
2020年E	100亿		



来源：国金证券研究所

图表 14：A 股上市公司 PS 估值

	收入增速%		P/S	
	2016	2017	2016	2017
黑芝麻	22.0%	32.1%	2.2	1.6
三全食品	9.4%	11.7%	1.6	1.4
双塔食品	40.2%	20.2%	6.4	5.3
涪陵榨菜	13.9%	15.0%	5.0	4.3
洽洽食品	12.3%	12.7%	2.4	2.1
好想你	21.4%	19.9%	1.6	1.4
克明面业	17.2%	18.8%	2.5	2.1
汤臣倍健	29.0%	26.7%	8.3	6.5
上海梅林	60.2%	2.8%	0.4	0.4
平均			3.4	2.8

来源：国金证券研究所

■ 综合估值

好想你本次购买资产交易拟发行股份 50,65 万股，总股本增加至 1.99 亿股。配套融资 5959 万股，股本总价值 2.5784 亿股。

好想你合理估值在 20 亿市值左右。

百草味合理估值在 48 亿市值，对应 2017 年 PE30 倍。

因此，我们给予上市公司 6-12 个月目标市值 68 亿。

不考虑员工激励配套融资，公司并购重组完成后的合理股价在 34/股左右。考虑员工激励配套融资，公司合理股价在 26 元/股左右。

附录：三张报表预测摘要(不含百草味)
损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	897	908	973	1,178	1,409	1,870
增长率		1.3%	7.1%	21.1%	19.5%	32.8%
主营业务成本	-610	-561	-551	-693	-817	-1,091
%销售收入	68.1%	61.8%	56.6%	58.8%	58.0%	58.3%
毛利	286	347	422	486	592	780
%销售收入	31.9%	38.2%	43.4%	41.2%	42.0%	41.7%
营业税金及附加	-3	-4	-6	-5	-6	-9
%销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%
营业费用	-106	-171	-261	-356	-416	-542
%销售收入	11.8%	18.8%	26.8%	30.2%	29.5%	29.0%
管理费用	-84	-93	-89	-110	-124	-161
%销售收入	9.4%	10.2%	9.1%	9.3%	8.8%	8.6%
息税前利润 (EBIT)	93	79	67	15	46	68
%销售收入	10.3%	8.7%	6.8%	1.3%	3.3%	3.6%
财务费用	3	-8	-16	-25	-35	-46
%销售收入	-0.4%	0.8%	1.7%	2.1%	2.5%	2.4%
资产减值损失	-2	-3	-7	-2	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	43	9	20	20	20
%税前利润	0.8%	35.9%	14.2%	94.2%	46.2%	38.3%
营业利润	94	111	52	9	31	42
营业利润率	10.5%	12.3%	5.4%	0.8%	2.2%	2.2%
营业外收支	10	8	10	12	13	10
税前利润	104	119	62	21	43	52
利润率	11.6%	13.1%	6.4%	1.8%	3.1%	2.8%
所得税	-4	-17	-9	-3	-6	-7
所得税率	3.6%	14.1%	13.9%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	100	102	54	18	38	45
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	100	102	54	18	38	45
净利率	11.2%	11.2%	5.5%	1.6%	2.7%	2.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	100	102	54	18	38	45
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	34	46	58	61	72	83
非经营收益	6	-28	19	-11	5	18
营运资金变动	-105	61	-224	-63	-133	-254
经营活动现金净流	36	180	-94	6	-19	-108
资本开支	-212	-193	-393	-303	-99	-1
投资	0	38	0	0	0	0
其他	16	30	-160	20	20	20
投资活动现金净流	-196	-124	-553	-283	-79	19
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-103	-179	598	292	84	158
其他	-32	-28	-16	-21	-55	-69
筹资活动现金净流	-135	-207	582	271	29	89
现金净流量	-295	-151	-65	-6	-69	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	415	240	175	169	100	100
应收款项	102	157	163	184	227	297
存货	484	361	554	569	672	896
其他流动资产	26	58	49	58	68	88
流动资产	1,027	815	941	979	1,066	1,381
%总资产	64.8%	53.0%	42.0%	38.6%	40.0%	47.5%
长期投资	6	30	30	30	30	30
固定资产	354	471	844	1,097	1,062	915
%总资产	22.3%	30.6%	37.7%	43.3%	39.9%	31.5%
无形资产	78	87	138	89	84	80
非流动资产	558	723	1,300	1,556	1,596	1,524
%总资产	35.2%	47.0%	58.0%	61.4%	60.0%	52.5%
资产总计	1,586	1,539	2,241	2,535	2,662	2,905
短期借款	110	0	100	400	482	638
应付款项	61	93	122	113	129	174
其他流动负债	19	29	62	72	81	94
流动负债	190	122	284	585	692	905
长期贷款	71	2	2	2	2	3
其他长期负债	50	53	555	548	550	551
负债	311	177	841	1,134	1,244	1,459
普通股股东权益	1,274	1,361	1,400	1,401	1,417	1,446
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,586	1,539	2,241	2,535	2,662	2,905

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.680	0.691	0.364	0.125	0.255	0.308
每股净资产	8.632	9.223	9.487	9.492	9.603	9.798
每股经营现金净流	0.243	1.222	-0.636	0.040	-0.125	-0.730
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.120	0.144	0.113
回报率						
净资产收益率	7.88%	7.49%	3.84%	1.32%	2.65%	3.14%
总资产收益率	6.33%	6.63%	2.40%	0.73%	1.41%	1.56%
投入资本收益率	6.12%	4.96%	2.87%	0.58%	1.67%	2.29%
增长率						
主营业务收入增长率	14.24%	1.28%	7.15%	21.11%	19.54%	32.79%
EBIT 增长率	-12.74%	-14.81%	-15.53%	-76.87%	198.17%	48.11%
净利润增长率	-9.78%	1.59%	-47.37%	-65.59%	103.58%	20.76%
总资产增长率	-0.90%	-2.96%	45.66%	13.12%	5.00%	9.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.4	44.5	51.6	51.6	53.4	51.6
存货周转天数	273.2	274.8	303.2	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	21.8	25.2	33.3	24.0	24.8	25.8
固定资产周转天数	117.6	152.9	206.9	202.7	212.2	170.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.35%	-17.50%	30.32%	52.17%	62.16%	71.78%
EBIT 利息保障倍数	-27.6	10.3	4.1	0.6	1.3	1.5
资产负债率	19.64%	11.52%	37.52%	44.74%	46.75%	50.22%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-13	增持	23.06	25.00~28.00

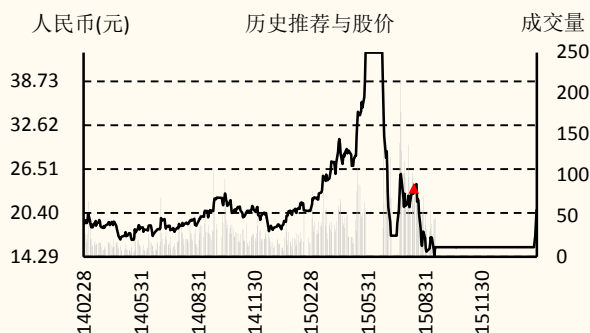
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD