安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 04 月 20 日

公司快报

证券研究报告

其他食品

好想你（002582.SZ）

收入端保持高增长，盈利能力持续提升

■**事件：公司发布 2016 年年报及 2017 年一季报。**2016 年公司实现营业收入 20.72 亿元，同比增长 86.14%，归属于上市公司股东的净利润 3927.24 万元，同比增长 1314.69%。2017 年一季度公司实现营业收入 13.00 亿元，同比增长 368.34%，归属于上市公司股东的净利润 5951.92 万元，同比增长 230.64%。

■**本部收入略有增长，增速主要来自百草味贡献：**结合历史财务数据及草根调研情况，我们推算百草味最近两个季度收入分别约 8、10 亿，保持高速增长；公司本部近两个季度收入均在 3 亿左右，同比略有增长。由于今年春节提前导致百草味一季度发货时间较短，剔除这一因素，我们估算百草味旺季收入实际同比增速依然超过 50%，维持此前对百草味 17 年收入增长 40%至 32 亿的预测。

■**产品结构升级带动毛利率不断提升，协同效应下费用率有望持续下行：**由于主营业务及经营模式的差异，并表百草味后公司整体毛利率及费用率均明显降低。但随着好想你和百草味主动进行产品升级并加快特色新品的推出，预计毛利率中长期将不断提升。而从费用端来看，目前好想你与百草味已在加快融合步伐，随着双方未来在渠道、营销、供应链管理等多方面加强协同，规模效应和共享优势将越发突出，费用率持续下行仍会是大势所趋。17 年一季度公司净利率已环比提升 2.3pct 至 4.5%，未来仍有较大改善空间。

■**本部传统调整基本到位，电商渠道有望迎来加速增长：连锁店渠道，**公司在省内聚焦店面升级；省外则致力于推广“1+2”模式，样板市场单店零售额和盈利水平明显提升，有利于稳定加盟商加快扩张步伐。**商超渠道，**公司与安徽什伯开展合作，通过精细化管理提升终端经营效率，年底已成功扭亏为盈，预计 17 年将迎来收入利润双增长。**电商渠道，**公司充分挖掘市场需求推出爆款大单品并取得了优异成绩，16 年收入同比增长 165.96%至 1.95 亿元，同时公司提出了 17 年 4.2 亿的高收入目标，充分彰显公司发展信心。

■**全面融合步伐加快，17 年加速成长可期：**百草味已在今年初完成了高管人事变动与磨合，且将在未来三年内完成总监至经理级调动。人事调整往往是全面整合开始的第一步，随着人事初步调整到位，双方在供应链、产品研发、销售渠道等方面的融合都会更加顺畅和迅速，17 年加速成长可期。

■**投资建议：**我们预计公司 2017、2018 年收入分别为 43.42、58.50 亿元，净利润分别为 1.88、3.30 亿元。预计百草味 2017 年收入 32 亿，谨慎给予 2.2 倍 P/S，对应市值 70 亿；好想你原业务 1.3 倍 P/S，对应市值 15 亿元，合计市值 85 亿，维持买入-A 的投资评级和目标价 33.00 元。

■**风险提示：**市场风格转换，行业竞争加剧，食品安全问题。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,113.1	2,071.8	4,342.4	5,850.1	7,450.0
净利润	-3.2	39.3	188.1	329.7	506.6
每股收益(元)	-0.01	0.15	0.73	1.28	1.96
每股净资产(元)	5.36	12.34	13.07	14.35	16.02

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-2,141.3	176.3	36.8	21.0	13.7
市净率(倍)	5.0	2.2	2.1	1.9	1.7
净利润率	-0.3%	1.9%	4.3%	5.6%	6.8%
净资产收益率	-0.2%	1.2%	5.6%	8.9%	12.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%
ROIC	0.4%	0.8%	5.5%	9.6%	14.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	33.00 元
股价（2017-04-19）	26.85 元

交易数据

总市值（百万元）	6,923.06
流通市值(百万元)	2,631.79
总股本（百万股）	257.84
流通股本(百万股)	98.02
12 个月价格区间	25.49/44.21 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.41	-19.59	-7.2
绝对收益	-12.25	-11.24	-9.98

苏铖 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

毕晓静 报告联系人
bixj@essence.com.cn
021-35082689

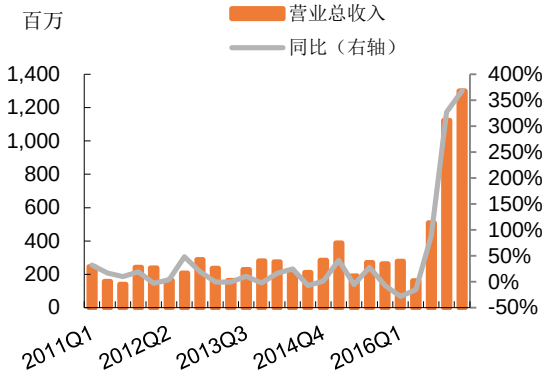
相关报告

好想你：百草味贡献增速，利润率有所提升	2017-03-30
好想你：协同效应开始显现，盈利能力有望持续提升	2017-01-24
好想你：双十二表现抢眼，看好战略单品持续放量	2016-12-20
好想你：双十一排名稳固，商业模式有望继续升级	2016-11-13
好想你：并表百草味致业绩大幅增长，看好 IP 式营销新机制	2016-10-21

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

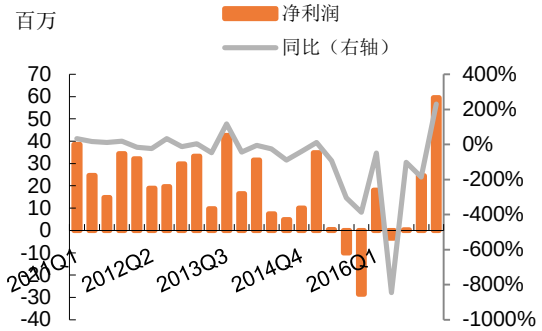
事件：公司发布 2016 年年报及 2017 年一季报。2016 年公司实现营业收入 20.72 亿元，同比增长 86.14%，归属于上市公司股东的净利润 3927.24 万元，同比增长 1314.69%；四季度实现收入 11.24 亿，同比增长 327%，归属于上市公司股东的净利润 0.24 亿，较去年同期的亏损 0.29 亿实现扭亏为盈。公司普通股利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.7 元（含税），同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。公司公布 2017 年第一季度报告。2017 年一季度公司实现营业收入 13.00 亿元，同比增长 368.34%，归属于上市公司股东的净利润 5951.92 万元，同比增长 230.64%。

图 1：近两个季度并表后收入均大幅增长



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：净利润也保持快速增长



资料来源：wind，安信证券研究中心

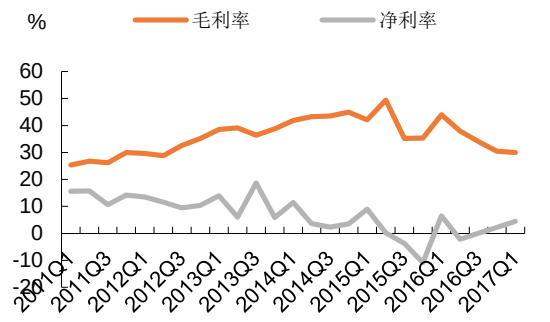
本部收入略有增长，增速主要来自百草味贡献

结合历史财务数据及草根调研情况，我们推算百草味最近两个季度收入分别约 8、10 亿，保持高速增长；公司本部近两个季度收入均在 3 亿左右，同比略有增长。一四季度为坚果行业的传统旺季，由于今年春节提前导致百草味一季度发货时间较短，剔除这一因素，我们估算百草味旺季收入实际同比增速依然超过 50%，维持此前对百草味 17 年收入增长 40%至 32 亿的预测。

产品结构升级带动毛利率不断提升，协同效应下费用率有望持续下行

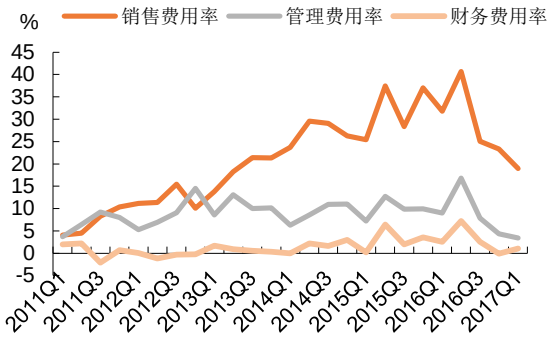
由于主营业务及经营模式的差异，并表百草味后公司整体毛利率及费用率均明显降低，且由于一四季度礼盒产品占比较多毛利率会相对较高，二三季度的毛利率可能环比略有下降。但随着好想你和百草味主动进行产品升级并加快特色新品的推出，预计毛利率将在中长期不断提升。而从费用端来看，公司的费用投放存在一定季度间不均衡现象，但整体趋势保持减少。目前好想你与百草味已在加快融合步伐，随着双方未来在渠道、营销、供应链管理等多方面加强协同，规模效应和共享优势将越发突出，费用率持续下行仍会是大势所趋。17 年一季度公司净利率已环比提升 2.3pct 至 4.5%，未来仍有较大改善空间。

图 3：盈利能力持续提升



资料来源：wind

图 4：费用率不断下行



资料来源：wind

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

本部传统调整基本到位，电商渠道有望迎来加速增长

连锁店渠道，公司在省内聚焦店面升级；省外则致力于推广“1+2”模式，样板市场销售额同比增长 7.63%，单店零售额和盈利水平也有明显提升，有利于稳定加盟商加快扩张步伐。**商超渠道，**公司与安徽什伯开展合作，通过精细化管理提升终端经营效率，年底已成功扭亏为盈，预计 17 年将迎来收入利润双增长。**电商渠道，**公司充分挖掘市场需求推出爆款大单品并取得了优异成绩，16 年收入同比增长 165.96%至 1.95 亿元，多项销售指标均位列全网第一，同时公司提出了 17 年 4.2 亿的高收入目标，充分彰显公司发展信心。

全面融合步伐加快，17 年加速成长可期

据公司公告，百草味已在今年初初步完成了高管人事变动与磨合，且公司将在未来三年内完成总监至经理级调动，以充分发挥人才互补优势及资源共享。我们认为人事调整往往是全面整合开始的第一步，随着人事初步调整到位，双方在供应链、产品研发、销售渠道等方面的融合都会更加顺畅和迅速，17 年加速成长可期。

投资建议：我们预计公司 2017、2018 年收入分别为 43.42、58.50 亿元，净利润分别为 1.88、3.30 亿元。预计百草味 2017 年收入 32 亿，谨慎给予 2.2 倍 P/S，对应市值 70 亿；好想你原业务 1.3 倍 P/S，对应市值 15 亿元，合计市值 85 亿，维持买入-A 的投资评级和目标价 33.00 元。

风险提示：市场风格转换，行业竞争加剧，食品安全问题。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,113.1	2,071.8	4,342.4	5,850.1	7,450.0
减:营业成本	666.6	1,373.0	3,017.2	4,022.1	5,119.6
营业税费	7.6	14.7	28.5	39.8	50.8
销售费用	344.5	543.3	845.6	1,083.4	1,307.4
管理费用	105.2	140.6	194.2	231.8	276.1
财务费用	27.6	30.2	63.2	62.2	48.3
资产减值损失	3.1	7.2	2.0	2.0	2.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	24.4	25.3	34.0	20.0	20.0
营业利润	-17.0	-12.0	225.8	428.8	665.9
加:营业外净收支	11.2	69.0	65.0	13.0	13.0
利润总额	-5.8	57.0	290.8	441.8	678.9
减:所得税	-2.6	17.9	101.8	110.5	169.7
净利润	-3.2	39.3	188.1	329.7	506.6

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	138.4	510.8	564.5	877.5	1,117.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	230.6	393.6	571.4	663.6	867.8
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	41.9	300.2	1.5	445.4	180.3
存货	384.5	1,099.7	1,582.2	1,564.1	1,422.1
其他流动资产	197.6	61.7	55.5	58.3	64.1
可供出售金融资产	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	87.0	94.4	94.4	94.4	94.4
投资性房地产	35.0	33.2	33.2	33.2	33.2
固定资产	664.1	1,181.1	1,202.3	1,195.0	1,178.3
在建工程	321.6	144.0	83.4	47.0	26.0
无形资产	92.4	184.1	173.7	163.3	152.9
其他非流动资产	155.1	1,013.4	987.3	983.3	997.4
资产总额	2,377.9	5,046.0	5,379.3	6,155.0	6,163.8
短期债务	260.0	413.8	582.4	811.3	478.0
应付帐款	89.3	642.8	381.9	1,032.9	765.7
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	83.2	124.9	263.7	220.6	388.5
长期借款	1.5	91.2	197.1	-	-
其他非流动负债	561.6	585.6	577.3	382.1	390.3
负债总额	995.6	1,858.3	2,002.5	2,446.9	2,022.6
少数股东权益	-	4.7	5.7	7.3	9.9
股本	147.6	257.8	257.8	257.8	257.8
留存收益	1,234.7	2,925.2	3,113.2	3,443.0	3,873.6
股东权益	1,382.3	3,187.7	3,376.7	3,708.1	4,141.3

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	14.4%	86.1%	109.6%	34.7%	27.3%
营业利润增长率	-132.6%	-29.7%	-1989.2	89.9%	55.3%
净利润增长率	-106.0%	-1314.7	378.9%	75.3%	53.6%
EBITDA 增长率	-40.5%	63.0%	251.1%	57.3%	40.0%
EBIT 增长率	-84.4%	71.4%	1483.9%	69.9%	45.4%
NOPLAT 增长率	-89.9%	110.3%	1401.5%	96.1%	45.4%
投资资本增长率	9.5%	112.3%	12.8%	-3.8%	-4.2%
净资产增长率	-1.3%	130.6%	5.9%	9.8%	11.7%
利润率					
毛利率	40.1%	33.7%	30.5%	31.2%	31.3%
营业利润率	-1.5%	-0.6%	5.2%	7.3%	8.9%
净利润率	-0.3%	1.9%	4.3%	5.6%	6.8%
EBITDA/营业收入	5.7%	5.0%	8.4%	9.8%	10.8%
EBIT/营业收入	1.0%	0.9%	6.7%	8.4%	9.6%
运营效率					
固定资产周转天数	197	160	99	74	57
流动营业资本周转天数	175	138	110	94	69
流动资产周转天数	313	292	213	196	175
应收帐款周转天数	64	54	40	38	37
存货周转天数	152	129	111	97	72
总资产周转天数	747	645	432	355	298
投资资本周转天数	496	435	300	232	175
投资回报率					
ROE	-0.2%	1.2%	5.6%	8.9%	12.3%
ROA	-0.1%	0.8%	3.5%	5.4%	8.3%
ROIC	0.4%	0.8%	5.5%	9.6%	14.5%
费用率					
销售费用率	30.9%	26.2%	19.5%	18.5%	17.5%
管理费用率	9.5%	6.8%	4.5%	4.0%	3.7%
财务费用率	2.5%	1.5%	1.5%	1.1%	0.6%
三费/营业收入	42.9%	34.5%	25.4%	23.5%	21.9%
偿债能力					
资产负债率	41.9%	36.8%	37.2%	39.8%	32.8%
负债权益比	72.0%	58.3%	59.3%	66.0%	48.8%
流动比率	2.30	2.00	2.26	1.75	2.24
速动比率	1.41	1.07	0.97	0.99	1.37
利息保障倍数	0.39	0.60	4.58	7.90	14.80
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	0.29
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-3.2	39.1	188.1	329.7	506.6
加:折旧和摊销	67.6	99.0	74.8	81.1	87.1
资产减值准备	3.1	7.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	32.4	31.8	63.2	62.2	48.3
投资损失	-24.4	-25.3	-34.0	-20.0	-20.0
少数股东损益	-	-0.2	0.9	1.7	2.5
营运资金的变动	239.6	-523.8	-460.0	94.9	92.0
经营活动产生现金流量	158.3	-351.6	-167.1	549.5	716.5
投资活动产生现金流量	-300.9	-165.7	9.0	-7.0	-19.0
融资活动产生现金流量	100.1	895.7	211.8	-229.5	-457.5

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	-0.01	0.15	0.73	1.28	1.96
BVPS(元)	5.36	12.34	13.07	14.35	16.02
PE(X)	-2,141.3	176.3	36.8	21.0	13.7
PB(X)	5.0	2.2	2.1	1.9	1.7
P/FCF	399.0	-4.6	260.2	22.5	21.1
P/S	6.2	3.3	1.6	1.2	0.9
EV/EBITDA	39.8	89.8	20.3	12.1	7.9
CAGR(%)	-568.0%	135.3%	52.1%	-568.0%	135.3%
PEG	3.8	1.3	0.7	-0.0	0.1
ROIC/WACC	0.0	0.1	0.6	1.0	1.5
REP	36.3	32.8	3.3	1.8	1.2

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。