并表带动业绩提速，好百合作协同效应可期

2017 年 04 月 20 日

证券分析师　马浩博
执业资格证书号码：S0600515090002
mahb@dwzq.com.cn
021-60199762

证券分析师　张宇光
执业资格证书号码：S0600517040003
zhangyg@dwzq.com.cn

投资评级：买入（维持）

事件：好想你公布 16 年年报与 17 年一季报，16 年实现营收 20.7 亿，同比增 86.1%；归母净利 0.39 亿，同比扭亏，每股收益 0.15 元。拟每 10 股转增 10 股，派现 0.7 元（含税）。测算 4Q16 收入 11.2 亿，同比增 327%；归母净利 0.24 亿，同比增 186%，每股收益 0.09 元。1Q17 实现营收 13 亿，同比增 368%；归母净利 0.6 亿，同比增 231%，每股收益 0.23 元。

投资要点：

■ **1Q17 业绩符合之前预告。**1Q17 净利增 231%，主要源于收入增长、销售与管理费用率分别降 12.8pct 与 5.6pct，应是与好想你本部剥离商超减少费用，以及与百草味并表后综合费用率降低有关。

■ **并表导致 1Q17 营收大增，百草味增速略放缓。**好想你与百草味 16 年 8 月开始并表，1Q17 营收大增 368%。我们估计其中百草味收入约 10 亿，同比增 30%-40%，增速下行主要受到春节提前，实际售卖天数减少影响，此外也可能有受到业绩承诺制约，费用投放暂缓因素存在；好想你收入接近 3 亿，同比略有下降，应是与剥离商超渠道有关。往 17 年看预计好想你本部将实现营收 10 亿，增速约 10%；百草味收入约 30 亿，增 36%，合并报表营收规模约 40 亿。

■ **百草味贡献一季度大部分利润增量，好想你仍在调整过程中。**估计 1Q17 百草味净利超 5 千万，完成全年大部分计划；好想你仍在调整过程中，一季度在盈亏平衡线附近。目前好想你专卖店数量约 1200 家，16 年收入约 5 亿，略亏损，未来将丰富品类增加客流量，实现扭亏；商超已剥离由什佰互联运营，2H16 已止损，预计 17 年微利；本部电商 16 年收入规模约 1.9 亿，同比增 166%，预计 17 年应略有盈利。公司之前公告回购公司债，按回购金额 2.11 亿、利率 8.5%计算，17 年可节省财务费用约 1000 万。17 年预计好想你本部净利超 3 千万，百草味承诺业 8500 万，合并报表约 1.2 亿。

■ **好百合作，将在多方面产生协同效应。**16 年抱抱果热销表明二者合作首战告捷，未来将产生更多协同效应：一是产品品类可能丰富，有望推出深加工产品，强化公司竞争力；二是可能强化品牌形象与消费者品牌意识；三是渠道协同互补，市场渗透率有望提升；四是加深产业链合作，包括生产、采购、仓储等方面合作。公司公告“好百”高管人事已调动磨合，并将在 3 年内完成总监至经理级调动，双方有望实现深度融合。

■ **盈利预测与估值：**考虑公司利润释放节奏可能低于预期，向下修正 17 年盈利预测，预计 17-19 年 EPS 为 0.47、0.67、0.86 元，同比增 207%、43%、29%。两家公司利润均未能充分释放，采取 PS 估值法。17 年公司仅 1.7 倍 PS 显著低估，合理市值应在 95 亿，还有 30%空间。考虑到二者均为业内龙头，品牌、渠道均有明显优势，融合开始未来有望产生较好协同效应，维持“买入”投资评级。

■ **风险提示：**融合进度不及预期、原料价格上涨、食品安全事件。

股价走势

市场数据

收盘价（元）	26.91
一年最低价/最高价	25.21/36.50
市净率	2.14
流通市值（亿）	26.38

基础数据

每股净资产	5.04
资产负债率	29.13
总股本（百万股）	257.84
流通股 A 股（百万股）	98.02

相关研究

1. **好想你：股价超跌+休闲食品电商行业和百草味高增长+红枣业务扭亏——20170330**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 1：好想你三年预测财务报表

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	**2366.0**	**3889.4**	**4588.2**	**5283.7**
现金	510.8	500.0	480.0	480.0
应收款项	393.6	798.9	974.1	1144.7
存货	1099.7	2126.7	2569.7	2996.6
其他	361.9	463.8	564.5	662.4
非流动资产	**2680.1**	**3013.4**	**3330.4**	**3637.1**
长期股权投资	94.4	94.4	94.4	94.4
固定资产	1247.8	1587.3	1910.2	2222.6
无形资产	184.1	178.0	172.0	166.3
其他	1153.7	1153.7	1153.7	1153.7
资产总计	**5046.0**	**6902.9**	**7918.7**	**8920.8**
流动负债	**1181.5**	**2972.7**	**3898.5**	**4789.6**
短期借款	413.8	1929.7	2380.7	3171.8
应付账款	578.4	633.9	1058.6	1063.8
其他	189.3	409.2	459.2	554.0
非流动负债	**676.8**	**676.8**	**676.8**	**676.8**
长期借款	91.2	91.2	91.2	91.2
其他	585.6	585.6	585.6	585.6
负债总计	**1858.3**	**3649.5**	**4575.4**	**5466.4**
少数股东权益	4.7	10.0	13.6	13.6
归属母公司股东权益	3183.0	3243.4	3329.7	3440.8
负债和股东权益总计	**5046.0**	**6902.9**	**7918.7**	**8920.8**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-351.6	-1005.7	86.6	-193.0
投资活动现金流	-165.7	-460.5	-471.2	-487.1
筹资活动现金流	895.7	1455.5	364.6	680.1
现金净增加额	378.4	-10.8	-20.0	0.0
企业自由现金流	-1742.9	-1469.6	-373.3	-642.8

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2071.8**	**4023.2**	**4905.6**	**5764.7**
营业成本	1373.0	2655.3	3208.3	3741.3
营业税金及附加	14.7	24.1	29.4	34.6
营业费用	543.3	965.6	1152.8	1343.2
管理费用	140.6	221.3	264.9	299.8
财务费用	30.2	57.2	85.5	125.0
投资净收益	25.3	25.3	25.3	25.3
其他	-7.2	0.0	0.0	-0.0
营业利润	**-12.0**	**125.0**	**189.9**	**246.2**
营业外净收支	69.0	50.0	50.0	50.0
利润总额	**57.0**	**175.0**	**239.9**	**296.2**
所得税费用	17.9	43.7	60.0	74.0
少数股东损益	-0.2	10.5	7.2	0.0
归属母公司净利润	**39.3**	**120.7**	**172.7**	**222.1**
EBIT	0.2	156.9	250.2	345.9
EBITDA	85.5	286.3	404.4	526.3

重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	0.15	0.47	0.67	0.86
每股净资产(元)	12.34	12.58	12.91	13.34
发行在外股份(百万股)	257.8	257.8	257.8	257.8
ROIC(%)	0.0%	2.4%	3.1%	3.9%
ROE(%)	1.2%	3.7%	5.2%	6.5%
毛利率(%)	33.7%	34.0%	34.6%	35.1%
EBIT Margin(%)	0.0%	3.9%	5.1%	6.0%
销售净利率(%)	1.9%	3.0%	3.5%	3.9%
资产负债率(%)	36.8%	52.9%	57.8%	61.3%
收入增长率(%)	86.1%	94.2%	21.9%	17.5%
净利润增长率(%)	-1314.7%	207.4%	43.1%	28.6%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn