

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

业绩符合预期, 费控能力彰显

——好想你 (002582) 中报点评

证券研究报告-中报点评

买入 (维持)

市场数据 (2017-08-31)

发布日期: 2017年09月01日

收盘价(元)	13.11
一年内最高/最低(元)	44.45/10.57
沪深300指数	3822.09
市净率(倍)	2.12
流通市值(亿元)	26.79

基础数据 (2017-6-30)

每股净资产(元)	6.27
每股经营现金流(元)	1.29
毛利率(%)	29.06
净资产收益率-摊薄(%)	2.12
资产负债率(%)	24.77
总股本/流通股(万股)	51568.42/20435.12
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

投资要点:

- 20171H, 公司整体业绩符合预期, 收入规模达到目标, 当期费用控制较好。20171H, 公司实现收入 19.43 亿元, 同比增长 342.60%; 同期, 公司的营业成本 13.79 亿元, 同比增长 438.67%; 营业总成本 18.89 亿元, 同比增长 291.10%。可见, 公司的生产成本增长过快, 费用增长控制较好, 收入增速符合预期。
- 20171H, 本部实现收入 3.63 亿元, 同比仅增 2.25%; 同期, 本部的营业成本 2.77 亿元, 同比增 18.88%, 远远高于收入增长。制造成本大幅上升是造成本部业绩欠佳的主要原因之一。除了营业成本压力大以外, 公司在上半年处置了上海和江浙两处营销公司, 造成投资收益-0.50 亿元, 加大了业绩亏损。
- 20171H, 公司的期间费用率为 25.60%, 环比下降 8.87 个百分点。其中, 销售费用率为 20.16%, 环比下降 6.07 个百分点。从数据来看, 公司的费用控制能力完全彰显、异常出彩, 是半年报中的一大亮点, 排除了我们之前对费用持续高企的担忧。通过严控费用, 尽管公司的产品毛利率持续下滑, 20171H 公司的净利率却上升 1.49 个百分点, 达到 3.38%。
- 我们维持之前给予公司的盈利预测, 预测公司 2017、2018、2019 年的每股收益 (摊薄) 分别为 0.21 元、0.36 元和 0.46 元, 同比增长 36.92%、75.41%、27.75%。对应 8 月 31 日收盘价 13.11 元, 公司 2017、2018、2019 年的估值分别为 62.43、36.42 和 28.50 倍。从中报来看, 公司的费用控制能力超出预期, 百草味的收入和业绩增长符合预期, 基本面没有发生重大变化, 我们维持对公司的“买入”评级。

风险提示: 营业成本持续大幅上升。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11.13	20.72	43.50	55.11	66.76
增长比率		14.40	86.14	109.96	26.69
净利润(百万元)	0.69	0.39	1.07	1.88	2.40
增长比率		-106.02	1314.69	36.92	75.41
每股收益(元)	0.13	0.15	0.21	0.36	0.46
市盈率(倍)	100.85	87.40	62.43	36.42	28.50

资料来源: 贝格数据, 中原证券

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

1. 公司发布 2017 年半年报

2017H1, 公司实现收入 19.43 亿元, 同比增长 342.60%; 实现净利润 0.69 亿元, 同比增长 371.87%, 业绩增幅高于收入增幅。2017H1, 公司的综合毛利率 29.06%, 进一步下滑。

2. 公司整体业绩符合预期

2017H1, 公司整体业绩符合预期, 收入规模达到目标, 当期费用控制较好。

2017H1, 公司实现收入 19.43 亿元, 同比增长 342.60%; 同期, 公司的营业成本 13.79 亿元, 同比增长 438.67%; 营业总成本 18.89 亿元, 同比增长 291.10%。可见, 公司的生产成本增长过快, 费用增长控制较好, 收入增速符合预期。

三大费用中, 当期的销售费用为 3.92 亿元, 同比增长 154.55%; 管理费用为 0.88 亿元, 同比增长 69.23%; 由于带息债券的赎回, 公司的财务费用下降。整体看, 公司上半年的费用控制情况较好。

2017H1, 公司实现营业利润 0.59 亿元, 同比增长 326.92%, 与收入增长相当; 营业外的收入为 0.35 亿元, 主要为资产处置所得, 增厚了当期业绩。

3. 好想你本部业绩欠佳

2017H1, 本部实现收入 3.63 亿元, 同比仅增 2.25%; 同期, 本部的营业成本 2.77 亿元, 同比增 18.88%, 远远高于收入增长。制造成本大幅上升是造成本部业绩欠佳的主要原因之一。制造成本增长过快的原因可能有: 物流、包材、能源等价格上涨过快; 此外, 也有可能是开工率下降造成单位固定成本较高。

除了营业成本压力大以外, 公司在上半年处置了上海和江浙两处营销公司, 造成投资收益 -0.50 亿元, 加大了业绩亏损。

2017H1, 母公司实现营业利润 -0.57 亿元, 营业成本增长过快、投资收益导致巨额亏损是本部亏损的重要原因。

今年, 公司着手对店面展开整顿和升级。店面数量减半后, 费用支出将会大幅减少; 此外, 店面优化和升级将会带来单店业绩的显著提升。我们预计, 随着店面业绩的改善, 本部的收入和业绩都将会有所改善, 今年应该是本部业绩的转折点。

4. 现金流情况与收入一致

2017H1, 公司销售商品流入现金为 23.65 亿元, 同比增长 384.63%, 与同期的收入及其增速基本一致, 佐证了百草味的收入增长。我们预计, 2017 年全年百草味完成 40 亿元的销售目标是大概率事件。

2017H1, 公司购买商品支出 10.91 亿元, 同比增长 465.28%, 比销售流入的增长快, 且

支出主要出自百草味。结合利润表来看，我们估计，上半年，百草味加大了原料和产品的采购量，此外，不排除百草味向上游的采购价格可能有所上涨。

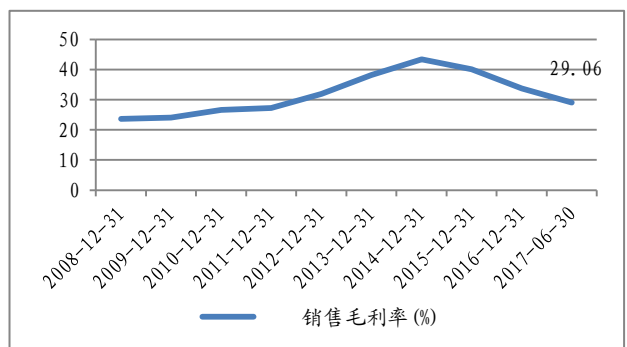
5. 费用控制效果显著

20171H，公司的销售毛利率为 29.06%，持续下滑，印证了前面“营业成本上涨较快”的分析。

20171H，公司的期间费用率为 25.60%，环比下降 8.87 个百分点。其中，销售费用率为 20.16%，环比下降 6.07 个百分点。从数据来看，公司的费用控制能力完全彰显、异常出彩，是半年报中的一大亮点，排除了我们之前对费用持续高企的担忧。

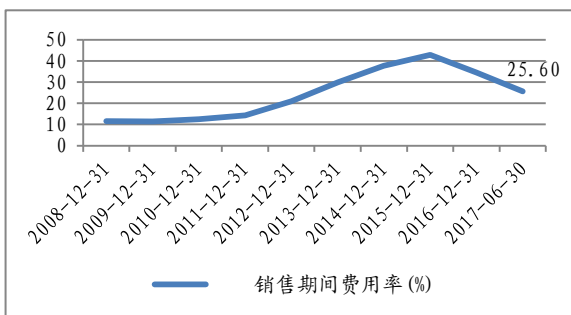
通过严控费用，尽管公司的产品毛利率持续下滑，20171H 公司的净利率却上升 1.49 个百分点，达到 3.38%。在电商为主的经营模式下，业务盈利能够突破 3% 的水平，实属难得。我们估计，“入仓”模式不断扩大，为公司节省下了可观的物流和导流费用，是净利率提升较快的重要原因。

图 1：公司的毛利率持续下滑



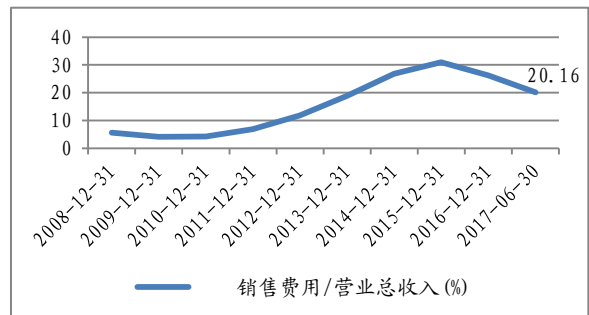
资料来源：中原证券 WIND

图 2：公司的期间费用率控制良好



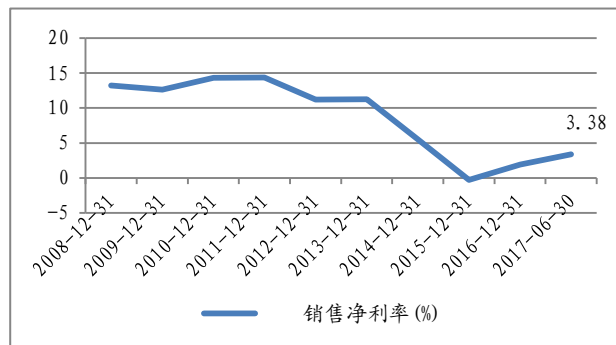
资料来源：中原证券 WIND

图 3：公司的销售费用率控制良好



资料来源：中原证券 WIND

图 4: 费用严控下, 公司的净利率显著上升

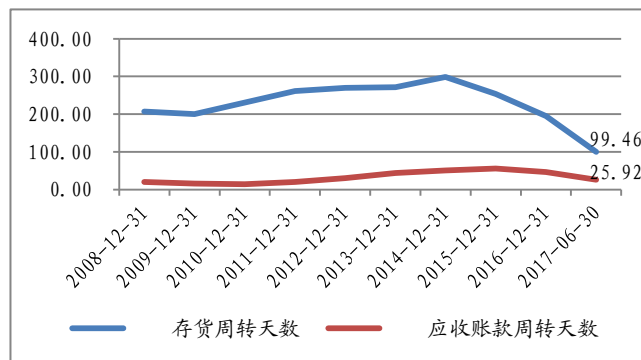


资料来源: 中原证券 WIND

6. 公司的运营能力提升

公司存货的周转天数大大缩短, 存货加快周转与需求回升和销售模式改变都有关系。此外, 公司的应收账款周转情况也有好转。

图 5: 公司整体周转提速



资料来源: 中原证券 WIND

7. 投资评级

我们维持之前给予公司的盈利预测, 预测公司 2017、2018、2019 年的每股收益 (摊薄) 分别为 0.21 元、0.36 元和 0.46 元, 同比增长 36.92%、75.41%、27.75%。对应 8 月 31 日收盘价 13.11 元, 公司 2017、2018、2019 年的估值分别为 62.43、36.42 和 28.50 倍。从中报来看, 公司的费用控制能力超出预期, 百草味的收入和业绩增长符合预期, 基本面没有发生重大变化, 我们维持对公司的“买入”评级。

8. 风险提示

目前来看, 公司的主要风险是营业成本持续上涨的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	854.9	1176.4	1611.7	2123.3	2731.5	成长性					
减: 营业成本	211.1	280.4	354.6	424.7	491.7	营业收入增长率	134.3%	37.6%	37.0%	31.7%	28.6%
营业税费	123.5	155.1	282.1	382.2	491.7	营业利润增长率	-135.2%	138.8%	55.0%	40.6%	48.5%
销售费用	188.3	249.7	419.0	552.1	682.9	净利润增长率	-121.0%	155.5%	31.9%	40.6%	48.5%
管理费用	163.9	180.9	177.3	233.6	273.1	EBITDA 增长率	-151.4%	103.7%	45.0%	36.8%	46.1%
财务费用	-2.8	-6.1	-21.9	-32.6	-44.7	EBIT 增长率	-134.1%	139.5%	50.1%	40.1%	49.2%
资产减值损失	62.6	57.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	-120.1%	141.4%	32.6%	40.1%	49.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-20.2%	-23.3%	37.4%	-64.0%	-36.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	6.3%	14.7%	19.6%	4.7%	6.7%
营业利润	108.2	258.5	400.6	563.5	836.9	利润率					
加: 营业外净收支	-2.4	9.8	-	-	-	毛利率	75.3%	76.2%	78.0%	80.0%	82.0%
利润总额	105.9	268.3	400.6	563.5	836.9	营业利润率	12.7%	22.0%	24.9%	26.5%	30.6%
减: 所得税	17.9	43.5	104.2	146.5	217.6	净利润率	10.3%	19.1%	18.4%	19.6%	22.7%
净利润	88.0	224.8	296.5	417.0	619.3	EBITDA/营业收入	16.4%	24.3%	25.7%	26.7%	30.4%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	12.3%	21.5%	23.5%	25.0%	29.0%
货币资金	364.2	724.9	865.7	1,507.9	1,746.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	200	137	95	68	49
应收帐款	54.1	20.1	51.5	7.4	38.1	流动营业资本周转天数	182	70	61	23	-22
应收票据	17.6	-	9.0	2.8	4.7	流动资产周转天数	456	425	399	376	334
预付帐款	5.7	13.4	6.3	17.3	10.0	应收帐款周转天数	15	11	8	5	3
存货	717.3	803.2	1,009.1	878.3	760.6	存货周转天数	315	233	202	160	108
其他流动资产	26.0	33.2	38.0	42.0	46.0	总资产周转天数	719	612	522	457	392
可供出售金融资产	0.0	0.0	-	-	-	投资资本周转天数	392	224	168	100	34
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.9%	15.3%	16.9%	22.7%	31.5%
投资性房地产	17.8	15.0	15.0	15.0	15.0	ROA	4.9%	10.2%	12.0%	14.3%	20.4%
固定资产	459.8	435.8	417.5	389.8	360.7	ROIC	8.4%	25.6%	44.2%	45.1%	187.0%
在建工程	4.0	8.4	1.6	0.7	0.6	费用率					
无形资产	55.8	54.1	52.9	51.6	50.2	销售费用率	22.0%	21.2%	26.0%	26.0%	25.0%
其他非流动资产	72.5	95.5	5.0	4.1	3.2	管理费用率	19.2%	15.4%	11.0%	11.0%	10.0%
资产总额	1,794.8	2,203.5	2,471.5	2,916.9	3,035.6	财务费用率	-0.3%	-0.5%	-1.4%	-1.5%	-1.6%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	40.9%	36.1%	35.6%	35.5%	33.4%
应付帐款	333.7	439.4	309.2	516.5	357.6	偿债能力					
应付票据	6.3	85.4	39.4	55.0	54.3	资产负债率	28.6%	33.3%	28.9%	36.9%	35.3%
其他流动负债	165.8	200.2	365.9	505.0	659.5	负债权益比	40.1%	49.9%	40.7%	58.5%	54.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.34	2.20	2.77	2.28	2.43
其他非流动负债	7.6	9.1	-	-	-	速动比率	0.92	1.09	1.36	1.47	1.72
负债总额	513.4	734.0	714.5	1,076.5	1,071.3	利息保障倍数	-37.18	-41.17	-17.32	-16.26	-17.70
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	488.5	488.5	488.5	488.5	488.5	DPS(元)	0.08	0.46	0.49	0.68	1.01
留存收益	792.8	981.0	1,268.4	1,351.8	1,475.7	分红比率	41.6%	100.0%	80.0%	80.0%	80.0%
股东权益	1,281.4	1,469.5	1,757.0	1,840.4	1,964.2	股息收益率	0.2%	1.4%	1.4%	2.0%	3.0%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	88.0	224.8	296.5	417.0	619.3	EPS(元)	0.18	0.46	0.61	0.85	1.27
加: 折旧和摊销	36.3	34.8	36.2	37.0	37.6	BVPS(元)	2.62	3.01	3.60	3.77	4.02
资产减值准备	62.6	57.9	-	-	-	PE(X)	188.8	73.9	56.0	39.8	26.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.0	11.3	9.5	9.0	8.5
财务费用	-	0.1	-21.9	-32.6	-44.7	P/FCF	55.8	39.8	280.5	17.0	22.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	19.4	14.1	10.3	7.8	6.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	115.0	55.1	37.9	26.6	17.9
营运资金的变动	64.5	39.8	-448.0	445.9	-58.9	CAGR(%)	68.0%	40.2%	-189.1%	68.0%	40.2%
经营活动产生现金流量	234.0	381.9	-137.2	867.1	553.3	PEG	2.8	1.8	-0.3	0.6	0.7
投资活动产生现金流量	30.6	-204.6	-10.0	-7.0	-7.0	ROIC/WACC	0.8	2.4	4.2	4.3	17.8
融资活动产生现金流量	-	-36.7	288.0	-217.9	-307.7	REP	24.3	10.2	4.3	11.2	4.2

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。