

好想你 (002582.SZ) 食品行业

评级：买入 维持评级

公司点评

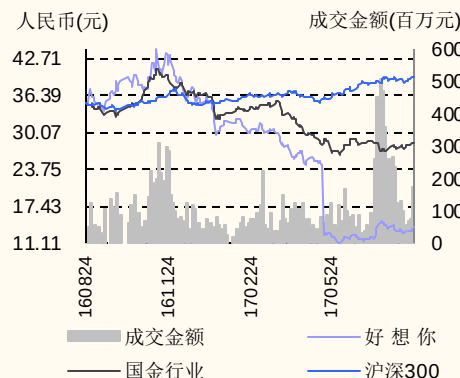
市场价格 (人民币): 13.81 元

百草味淡季不淡，Q2 盈利扭亏为盈

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)	204.35
总市值 (百万元)	7,121.60
年内股价最高最低 (元)	44.21/11.11
沪深 300 指数	3756.09
深证成指	10619.34



相关报告

1. 《线上销售增速提速，盈利水平持续改善-好想你公司点评》，2017.7.17

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	-0.022	0.152	0.247	0.470	0.714
每股净资产 (元)	9.36	12.34	12.84	13.78	15.21
每股经营性现金流 (元)	1.07	-1.36	-1.85	0.21	1.29
市盈率 (倍)	-713.09	231.17	55.94	29.41	19.34
行业优化市盈率 (倍)	123.42	99.47	79.28	79.28	79.28
净利润增长率 (%)	N/A	N/A	224.14%	90.24%	52.09%
净资产收益率 (%)	-0.23%	1.23%	3.85%	6.82%	9.39%
总股本 (百万股)	147.60	257.84	515.68	515.68	515.68

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 2017H1 好想你共录得收入 19.4 亿元，同比+342.7%，其中百草味实现收入 14.8 亿元，同比+35%，好想你实现收入 4.56 亿元，同比+3.9%。公司录得归母净利 4,174 万元，同比+224.1%，其中 Q2 单季净利相比去年扭亏为盈，录得 919 万元。公司预计前三季度归母净利在 7,495 万元-8,236 万元之间，同比+406%-456%。

经营分析

- **百草味淡季不淡，Q2 增速超 Q1：**百草味 Q2 收入同比+44.4%，超过 Q1 同比 31.4% 的增速，我们认为收入增速改善的主要原因来源于（1）整体坚果价格战激烈程度较去年同期有所缓和，降价幅度的减少带来销售总额提升；（2）新的大单品抱抱果、麻薯及混合果仁的发力；（3）精准 360 度营销，植入热播电视剧《三生三世十里桃花》、《我的前半生》进一步提高了品牌热度；（4）Q1 的收入增速受到春节的提前因素影响。
- **产品结构持续优化，坚果比例下滑：**百草味持续优化产品结构，坚果收入占比从 2016 年年底的 42% 下滑至 35.3%，而毛利较高的礼盒系列占比由去年的 24.8% 提升至 30.5%。好想你本部收入中，原枣类和休闲类分别下滑-7.46%/-1.2%。今年本部收入的亮点在于电商“树上粮仓”的开拓，H1 实现收入 1.41 亿元，同比+120.77%，陆续推出健康品类爆品锁鲜枣和枣夹核，规模迅速扩张。
- **渠道多元化，入仓比例上升：**今年上半年入仓渠道收入占比由去年同期的 0.29% 上升至 26.94%，总共录得收入 5.23 亿元。其中好想你电商“树上粮仓”入仓模式同比增长近 300%。但由于毛利较低的入仓比例的上升影响了总体毛利水平，Q2 单季毛利率环比-2.8ppt 至 30%，我们预计 Q2 毛利下滑的另外原因是由于二季度较多的平台促销（如 618 大促等）活动导致。分产品方面，除了坚果礼盒毛利率相比 2016 年小幅上升，坚果和肉脯/海鲜系列出现了小幅下滑，我们预计主要是由于辅料成本如包材、糖价格上升所致，我们预计这部分辅料成本压力将在今年下半年得到缓解，但由于 H2 将有较多的线上平台促销活动，毛利率提升的可能性不大。
- **精选 IP 植入广告，节省了销售费用：**去年公司进行了较多的品牌植入，广告转化为收入效果不够明显。今年公司立志改善品牌建设，不通过高举高打的广告模式，而是进行精准渠道和人群布局，提高广告投放的效率。Q2 和

申晟

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

于杰

分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

Q3 一直是线上电商的淡季，我们相信经过两个季度的调整摸索，百草味能够制定更加适合自身的发展规划，为 Q4 旺季做准备。

投资建议

- 我们预计百草味 2017 年收入可达 35 亿元，增速达 50%，加上本部收入约 10 亿元，好想你总体收入今年可达 45.6 亿元。我们预计 2017-2019 年收入分别为 45.6 亿元/60.0 亿元/72.5 亿元，利润分别为 1.27 亿/2.42 亿/3.68 亿元，对应 EPS 为 0.247 元/0.470 元/0.714 元，目前公司股价对应 17/18 年 PE 分别为 56X/29X。结合可比公司估值，我们给予 2017 年 PS 1.8X 估值水平，对应目标价 16 元，维持买入评级。

风险提示

- 线上竞争加剧/原材料成本上升/销售费用超预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	973	1,113	2,072	4,562	6,003	7,246
增长率		14.4%	86.1%	120.2%	31.6%	20.7%
主营业务成本	-551	-667	-1,373	-3,123	-4,036	-4,838
%销售收入	56.6%	59.9%	66.3%	68.5%	67.2%	66.8%
毛利	422	446	699	1,439	1,968	2,408
%销售收入	43.4%	40.1%	33.7%	31.5%	32.8%	33.2%
营业税金及附加	-6	-8	-15	-32	-42	-51
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-261	-344	-543	-935	-1,201	-1,413
%销售收入	26.8%	30.9%	26.2%	20.5%	20.0%	19.5%
管理费用	-89	-105	-141	-274	-330	-362
%销售收入	9.1%	9.5%	6.8%	6.0%	5.5%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	67	-11	0	198	395	582
%销售收入	6.8%	n.a	0.0%	4.3%	6.6%	8.0%
财务费用	-16	-28	-30	-51	-98	-118
%销售收入	1.7%	2.5%	1.5%	1.1%	1.6%	1.6%
资产减值损失	-7	-3	-7	-6	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	24	25	25	25	25
%税前利润	14.2%	-422.6%	44.3%	14.9%	7.8%	5.1%
营业利润	52	-17	-12	167	320	488
营业利润率	5.4%	n.a	n.a	3.7%	5.3%	6.7%
营业外收支	10	11	69	3	3	3
税前利润	62	-6	57	170	323	491
利润率	6.4%	n.a	2.8%	3.7%	5.4%	6.8%
所得税	-9	3	-18	-42	-81	-123
所得税率	13.9%	n.a	31.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	54	-3	39	127	242	368
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	54	-3	39	127	242	368
净利率	5.5%	n.a	1.9%	2.8%	4.0%	5.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	54	-3	39	127	242	368
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	58	71	106	143	167	187
非经营收益	19	4	-25	37	87	108
营运资金变动	-224	87	-472	-783	-442	-329
经营活动现金净流	-94	158	-352	-476	54	334
资本开支	-393	-274	-306	-507	-407	-307
投资	0	-67	97	0	0	0
其他	-160	40	43	25	25	25
投资活动现金净流	-553	-301	-166	-481	-382	-282
股权募资	0	0	951	0	0	0
债权募资	598	160	-12	1,135	523	203
其他	-16	-60	-44	-65	-115	-137
筹资活动现金净流	582	100	896	1,069	408	66
现金净流量	-65	-42	378	112	80	118

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	175	138	511	623	703	821
应收款项	163	231	394	669	881	1,063
存货	554	385	1,100	1,283	1,548	1,723
其他流动资产	49	239	362	530	667	787
流动资产	941	993	2,366	3,106	3,798	4,395
%总资产	42.0%	41.8%	46.9%	50.4%	53.5%	56.2%
长期投资	30	152	157	157	157	157
固定资产	844	986	1,325	1,709	1,964	2,097
%总资产	37.7%	41.5%	26.3%	27.8%	27.7%	26.8%
无形资产	138	126	1,012	1,001	991	983
非流动资产	1,300	1,385	2,680	3,053	3,298	3,423
%总资产	58.0%	58.2%	53.1%	49.6%	46.5%	43.8%
资产总计	2,241	2,378	5,046	6,159	7,096	7,818
短期借款	100	260	414	1,548	2,071	2,273
应付款项	122	128	690	477	617	738
其他流动负债	62	45	78	142	175	204
流动负债	284	432	1,181	2,167	2,862	3,214
长期贷款	2	2	91	91	91	92
其他长期负债	555	562	586	586	586	586
负债	841	996	1,858	2,844	3,539	3,892
普通股股东权益	1,400	1,382	3,183	3,310	3,552	3,921
少数股东权益	0	0	5	5	5	5
负债股东权益合计	2,241	2,378	5,046	6,159	7,096	7,818

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.364	-0.022	0.152	0.247	0.470	0.714
每股净资产	9.487	9.365	12.345	12.838	13.778	15.206
每股经营现金净流	-0.636	1.073	-1.364	-1.845	0.210	1.295
每股股利	0.100	0.000	0.070	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.84%	-0.23%	1.23%	3.85%	6.82%	9.39%
总资产收益率	2.40%	-0.14%	0.78%	2.07%	3.41%	4.71%
投入资本收益率	2.87%	-0.28%	0.00%	2.72%	4.75%	6.41%
增长率						
主营业务收入增长率	7.15%	14.40%	86.14%	120.19%	31.59%	20.71%
EBIT 增长率	-15.53%	-116.09%	-101.51%	122328.67%	99.15%	47.43%
净利润增长率	-47.37%	N/A	N/A	224.14%	90.24%	52.09%
总资产增长率	45.66%	6.10%	112.21%	22.05%	15.23%	10.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.6	56.6	46.9	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	303.2	256.9	197.3	150.0	140.0	130.0
应付账款周转天数	33.3	26.7	81.9	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	206.9	217.8	208.1	117.2	98.5	83.3
偿债能力						
净负债/股东权益	30.32%	44.95%	15.46%	45.71%	55.04%	52.03%
EBIT 利息保障倍数	4.1	-0.4	0.0	3.9	4.0	4.9
资产负债率	37.52%	41.87%	36.83%	46.17%	49.87%	49.79%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	6	6	7
增持	0	1	3	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.33	1.33	1.30

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	2016-03-01	买入	22.87	26.00~28.00
2	2016-07-26	买入	36.89	36.00~36.00
3	2017-07-17	买入	14.33	16.00

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 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 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%以上。

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