

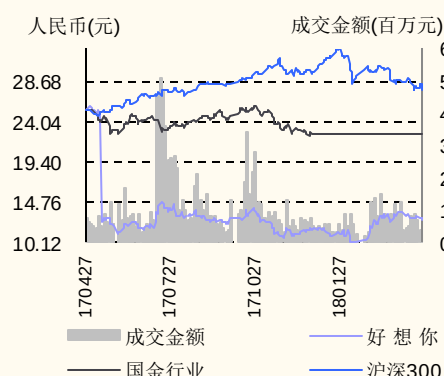
好想你 (002582.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 12.71 元

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)	6,554.35
年内股价最高最低(元)	25.79/10.12
沪深 300 指数	3755.49
深证成指	10292.12

**相关报告**

- 1.《春节+新品+渠道融合，业绩增速超预期-好想你公司点评》，2018.3.31
- 2.《收入依然保持高增速，利润增速上限下移-好想你公司点评》，2018.1.30
- 3.《运营效率持续改善，百草味 Q3 维持高增速-好想你公司点评》，2017.10.26
- 4.《百草味淡季不淡，Q2 盈利扭亏为盈-好想你公司点评》，2017.8.25
- 5.《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

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

于杰

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

爆款产品结构升级战略，全产业链融合**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.152	0.207	0.390	0.595	0.833
每股净资产(元)	12.34	6.34	6.67	7.19	7.95
每股经营性现金流(元)	-1.36	0.44	0.54	0.43	0.92
市盈率(倍)	231.17	56.45	32.55	21.36	15.26
行业优化市盈率(倍)	99.47	74.63	74.03	74.03	74.03
净利润增长率(%)	N/A	172.19%	88.36%	52.36%	40.05%
净资产收益率(%)	1.23%	3.27%	5.86%	8.27%	10.48%
总股本(百万股)	257.84	515.68	515.68	515.68	515.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 年好想你共录得收入 40.7 亿元，同比+96.47%，其中百草味贡献收入 30.8 亿元，同比+32%，2017 年归母净利润为 1.07 亿元，同比+172.2%，其中百草味贡献利润 9,736 万元。18Q1 公司录得收入 17.9 亿元，同比+37.71%，录得净利 1.2 亿元，同比+102%。

经营分析

- **爆款产品结构升级战略，全产业链融合：**2017 年是百草味并入好想你报表后的第一个完整年度，双方在仓储、物流、采购、生产全产业链融合取得成效，经营效率显著提升。百草味凭借不断推出新品，重点推出大单品策略，2017 年收入增速好于竞争对手，而好想你本部专营店收入增速止跌回稳，线上电商发力带动好想你收入同比实现个位数增速。2017 年好想你开发了较多高品质新品，如无添加的清菲菲、燕菲菲系列和锁鲜枣系列，同时升级主力产品枣生核原料，提高产品品质。同时将线上的新品同步推广至线下，助推本部业绩逐渐好转。
- **并表影响毛利率，提升费用率：**由于 2016 年 8 月百草味并入好想你报表，坚果电商的毛利低于好想你本部毛利率，致使 2017 年整体毛利率同比-4.7ppt 至 29%。同时原枣类产品毛利率亦同比-2.34ppt 至 45.4%，主要系职工薪酬增加所带来的人工成本的增加。费用方面，百草味并表后显著提升了好想你整体的运营效率，销售费用率同比-5.1ppt/管理费用率同比-2.2ppt。我们预计随着两家公司产业链的进一步协调融合，以及规模效应显现，费用率有继续下滑的空间
- **2018 年协同效应将发挥更大作用：**2016 年好想你和百草味的结合，意义就非常明确。百草味需要好想你的产能、线下渠道以及融资平台，而好想你需要百草味的创新能力、线上运营经验以及品类拓展能力。我们相信在度过了两年的磨合期后，百草味和好想你协同效应会更加明显，在理顺各自的市场定位、互学互补后，在零食电商整体度过爆发期后，更加健康稳健的发展。

盈利预测

- 我们预计 2018-2020 年收入分别为 52.9 亿/65.0 亿/77.7 亿元，同比+30%/23%/20%，净利润分别为 2.0 亿/3.1 亿/4.3 亿元，同比+88%/52%/40%，目前公司股价对应 18/19 年 PE 为 33X/21X，维持“买入”评级。

风险提示

- 零食电商竞争加剧，投放的费用效用低于预期，将影响利润水平。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,113	2,072	4,070	5,289	6,504	7,770
增长率		86.1%	96.5%	29.9%	23.0%	19.5%
主营业务成本	-667	-1,373	-2,888	-3,658	-4,460	-5,274
%销售收入	59.9%	66.3%	71.0%	69.2%	68.6%	67.9%
毛利	446	699	1,182	1,631	2,044	2,496
%销售收入	40.1%	33.7%	29.0%	30.8%	31.4%	32.1%
营业税金及附加	-8	-15	-21	-28	-34	-40
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-344	-543	-861	-1,074	-1,301	-1,515
%销售收入	30.9%	26.2%	21.1%	20.3%	20.0%	19.5%
管理费用	-105	-141	-188	-249	-312	-381
%销售收入	9.5%	6.8%	4.6%	4.7%	4.8%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	-11	0	113	281	397	559
%销售收入	n.a	0.0%	2.8%	5.3%	6.1%	7.2%
财务费用	-28	-30	-34	-29	-7	-2
%销售收入	2.5%	1.5%	0.8%	0.6%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-3	-7	-11	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	24	25	17	22	27	32
%税前利润	-422.6%	44.3%	20.6%	8.0%	6.4%	5.3%
营业利润	-17	-12	84	270	416	588
营业利润率	n.a	n.a	2.1%	5.1%	6.4%	7.6%
营业外收支	11	69	-2	5	8	10
税前利润	-6	57	82	275	424	598
利润率	n.a	2.8%	2.0%	5.2%	6.5%	7.7%
所得税	3	-18	-27	-82	-127	-179
所得税率	n.a	31.4%	32.8%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	-3	39	55	192	297	419
少数股东损益	0	0	-10	-9	-10	-11
归属于母公司的净利润	-3	39	107	201	307	430
净利率	n.a	1.9%	2.6%	3.8%	4.7%	5.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	-3	39	97	192	297	419
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	71	106	137	129	134	142
非经营收益	4	-25	-2	15	-13	-24
营运资金变动	87	-472	-6	-59	-198	-64
经营活动现金净流	158	-352	226	278	220	474
资本开支	-274	-306	-191	-158	-152	-150
投资	-67	97	0	0	0	0
其他	40	43	102	22	27	32
投资活动现金净流	-301	-166	-90	-136	-125	-118
股权募资	0	951	7	0	0	0
债权募资	160	-12	9	-4	33	-277
其他	-60	-44	-44	-43	-58	-54
筹资活动现金净流	100	896	-27	-47	-25	-331
现金净流量	-42	378	109	96	70	24

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	138	511	622	718	788	812
应收款项	231	394	418	481	592	707
存货	385	1,100	1,169	1,353	1,528	1,589
其他流动资产	239	362	221	227	263	300
流动资产	993	2,366	2,430	2,779	3,170	3,408
%总资产	41.8%	46.9%	47.9%	50.9%	53.9%	55.5%
长期投资	152	157	215	215	215	215
固定资产	986	1,325	1,283	1,326	1,360	1,386
%总资产	41.5%	26.3%	25.3%	24.3%	23.1%	22.6%
无形资产	126	1,012	1,110	1,110	1,102	1,095
非流动资产	1,385	2,680	2,644	2,681	2,708	2,727
%总资产	58.2%	53.1%	52.1%	49.1%	46.1%	44.5%
资产总计	2,378	5,046	5,074	5,461	5,878	6,135
短期借款	260	414	708	713	746	468
应付款项	128	690	662	831	940	1,077
其他流动负债	45	78	60	126	141	155
流动负债	432	1,181	1,430	1,670	1,827	1,700
长期贷款	2	91	1	1	1	2
其他长期负债	562	586	368	359	359	359
负债	996	1,858	1,799	2,030	2,187	2,061
普通股股东权益	1,382	3,183	3,272	3,437	3,708	4,101
少数股东权益	0	5	3	-6	-16	-27
负债股东权益合计	2,378	5,046	5,074	5,461	5,878	6,135

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	-0.022	0.152	0.207	0.390	0.595	0.833
每股净资产	9.365	12.345	6.345	6.665	7.190	7.953
每股经营现金净流	1.073	-1.364	0.438	0.539	0.427	0.918
每股股利	0.100	0.000	0.070	0.070	0.070	0.070
回报率						
净资产收益率	-0.23%	1.23%	3.27%	5.86%	8.27%	10.48%
总资产收益率	-0.14%	0.78%	2.11%	3.69%	5.22%	7.00%
投入资本收益率	-0.28%	0.00%	1.76%	4.40%	5.83%	8.04%
增长率						
主营业务收入增长率	14.40%	86.14%	96.47%	29.95%	22.96%	19.46%
EBIT 增长率	N/A	-101.51%	#####	149.90%	41.06%	40.95%
净利润增长率	N/A	N/A	172.19%	88.36%	52.36%	40.05%
总资产增长率	8.90%	112.21%	0.55%	7.62%	7.65%	4.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.6	46.9	31.5	29.0	29.0	29.0
存货周转天数	256.9	197.3	143.3	135.0	125.0	110.0
应付账款周转天数	26.7	81.9	71.5	65.0	60.0	58.0
固定资产周转天数	217.8	208.1	110.0	84.1	67.5	55.4
偿债能力						
净负债/股东权益	44.95%	15.46%	11.96%	8.76%	7.14%	-0.92%
EBIT 利息保障倍数	-0.4	0.0	3.3	9.6	57.6	241.8
资产负债率	41.87%	36.83%	35.47%	37.17%	37.20%	33.60%

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	5	6	7	14
增持	0	3	4	7	9
中性	0	1	1	1	2
减持	0	1	1	1	1
评分	0.00	1.80	1.75	1.75	1.62

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-26	买入	36.89	36.00~36.00
2	2017-07-17	买入	14.33	16.00
3	2017-08-25	买入	13.20	N/A
4	2017-10-26	买入	14.10	N/A
5	2018-01-30	买入	11.15	N/A
6	2018-03-31	买入	13.56	N/A

来源：国金证券研究所

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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH