

2018年09月18日

证券研究报告·动态跟踪报告

好想你(002582) 食品饮料

增持(首次)

当前价: 8.55元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

“百好”融合加深，冻干食品成新增长点

投资要点

- **事件:** 近期, 我们参加好想你临时股东大会, 与公司领导就公司经营情况和发展战略进行交流。
- **百草味: 线上增速表现亮眼, “好百”融合进一步加深。** 1、据天猫旗舰店数据显示, 百草味 1-8 月份销售增速约 30%, 保持较好的增长态势, 在三大零食电商巨头中增速最快。在产品端公司继续实施产品差异化、高性价比的策略, 90 日鲜每日坚果等新品增长迅猛。公司积极扩充产品品类, 布局线下渠道, 现在已经和阿里新零售、京东新通路开展合作, 进入大润发、沃尔玛等商超渠道, 未来公司将开出线下体验店, 加码新零售。目前零食电商三巨头垄断态势已十分明显, 收割小品牌市场份额, 有望实现 20%-30% 销售增长。2、此次董事会换届, 好想你董事长邱总和总经理王总进入公司新一届董事会, 供应链总监周总成为监事会成员, 预示着“好百”在管理层层面的融合加深, 预期未来双方在产品、销售、经营层面开展进一步的合作, 发挥更好的协同效应。
- **好想你本部: 4.0 门店升级提升渠道效率, 冻干食品成新增长点。** 1、公司在今年 6 月份对部分门店升级至 4.0 版本, 聚焦“极致体验+生态运营+数据驱动”的商业模式, 利用数字化技术, 塑造极致的个性化体验, 打造好想你新一代健康冻干食品门店商业生态。新门店在客流量和营销额上较之前均有明显提升, 渠道效率大幅改善, 未来公司将快速推进好想你门店的升级转型。2、在传统枣类产品之外, 公司加码新一代健康食品--冻干食品, 核心大单品清菲菲(红枣银耳汤)自 2017 年上市以来销售额近 5000 万, 简单枣面等轻食化产品市场需求火爆。公司进一步延伸产品线至冻干水果类产品, 唱歌的果(冻干果干)、好想(溶果)、混合果脆等新品陆续上市, SKU 进一步丰富。冻干食品作为新一代健康食品, 市场需求空间巨大, 公司作为该领域先行者抢占先机, 冻干食品将成为公司新增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 好想你本部枣类和冻干食品双轮驱动成长, 百草味继续享受线上流量红利, 保持高速增长, “双百”融合加深, 发挥协同效应。预计 2018-2020 年公司收入分别为 53.4 亿(+31.2%)、67.6 亿(+26.6%)、85.1 亿元(+25.9%), 归母净利润 1.88 亿(+76.4%)、2.68 亿(+42%)、3.74 亿(+39.6%), EPS 分别为 0.37 元、0.52 元、0.72 元, 对应 PE 为 23X、16X、12X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动; 零食线上增速或有放缓风险; 冻干食品行业增速或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4070.45	5339.54	6760.78	8510.80
增长率	96.47%	31.18%	26.62%	25.88%
归属母公司净利润(百万元)	106.90	188.53	267.78	373.87
增长率	172.19%	76.37%	42.04%	39.62%
每股收益 EPS(元)	0.21	0.37	0.52	0.72
净资产收益率 ROE	2.97%	5.05%	6.86%	9.03%
PE	41	23	16	12
PB	1.35	1.30	1.24	1.17

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌

执业证号: S1250517080001

电话: 021-58351839

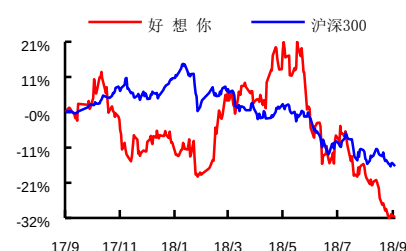
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲

电话: 0755-23614240

邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.16
流通 A 股(亿股)	2.47
52 周内股价区间(元)	8.51-15.24
总市值(亿元)	44.09
总资产(亿元)	47.55
每股净资产(元)	6.47

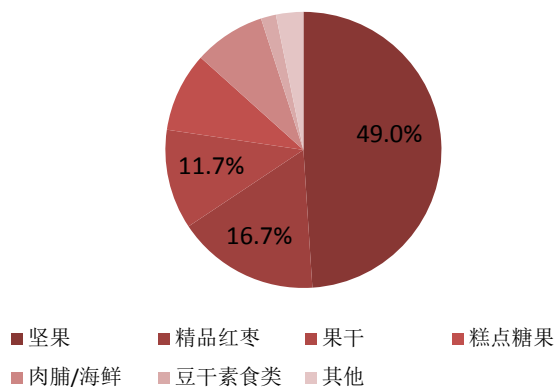
相关研究

公司概要：“百好”联手，打造休闲零食行业龙头

“好想你”公司创始于 1992 年，主要从事红枣、冻干产品、坚果、果干等健康食品的生产和销售。“好想你”是中国红枣领导品牌，目前红枣年产量、年销量均达到 2 万吨，是国内红枣制品种类最多、规模最大的红枣深加工企业。2016 年，公司并购零食电商“百草味”，产品品类由红枣拓展至坚果、糕点品类，SKU 进一步丰富，成为全国规模领先的零食企业。

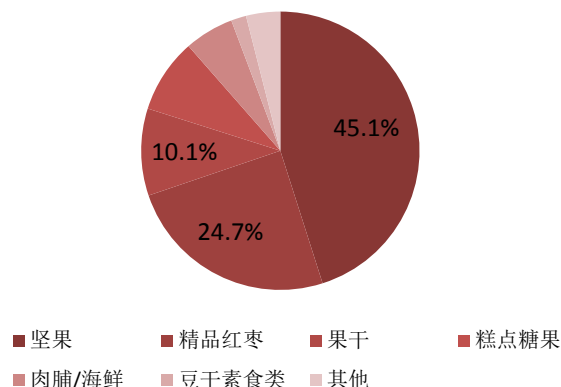
公司主营业务结构：18 年中期，公司坚果系列收入占比达 49.0%，红枣类收入占比 16.7%，果干系列占比 11.7%，糕点糖果、肉脯海鲜、豆干素食系列等业务收入占比较低。在毛利构成方面，坚果系列毛利占比 45.1%，红枣类贡献了 24.7% 的毛利，果干系列毛利占比 10.1%。

图 1：2018H1 好想你收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

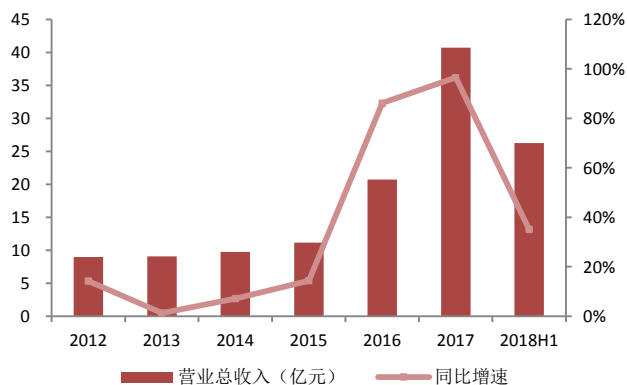
图 2：2018H1 好想你毛利结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

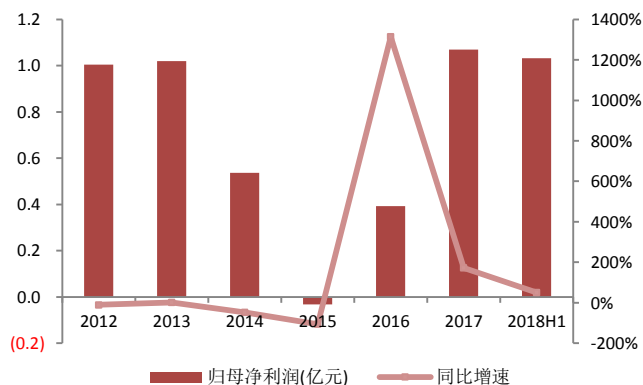
公司业绩状况：由于受宏观经济形势、礼品需求减弱和公司转型等原因影响，从 2011 年开始，公司营业收入增速放缓，同时销售费用及研发管理费用的增加也导致归母公司净利润逐年下降。公司逐步开始寻求新模式的创新，2016 年公司收购郝姆斯，将互联网零食销售大亨百草味收入囊下，改变了原有的产品结构，扩大了电商销售渠道。公司营业收入在 2016、2017 年实现暴增，分别同比增长 86%、96%。2017 年归母公司净利润重回一亿。2018 年以来，公司继续调整产品结构，优化销售渠道，提高知名度，并致力于业务扩张与产业链整合，开创新的局面。

图 3：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2011 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

关键假设

- 1) 假设线上流量红利继续，龙头企业继续蚕食小品牌市场份额，预计休闲零食电商龙头增速能保持在 20% 以上；
- 2) 假设冻干食品行业需求爆发，整体增速超 30%，好想你作为冻干食品领域先行者，享受行业爆发红利；
- 3) 假设公司销售费用率随着规模效应稳中有降，预计 18-20 年分别为 20%、19.5%、19%。

表 1：好想你各类产品收入整体预测表（百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
合计				
营业收入	4,070.45	5,339.54	6,760.78	8,510.80
yoy	96.5%	31.2%	26.6%	25.9%
营业成本	2,888.19	3,772.85	4,787.53	6,023.67
毛利率	29.04%	29.34%	29.19%	29.22%
好想你				
营业收入	1,003.56	1,124.64	1,241.93	1,366.24
Yoy	1.8%	12.1%	10.4%	10.0%
营业成本	601.71	682.99	759.24	835.60
毛利率	40.04%	39.27%	38.87%	38.84%
百草味				
收入	3,066.89	4,214.91	5,518.85	7,144.55
yoy	182.5%	37.4%	30.9%	29.5%
成本	2,286.48	3,089.85	4,028.28	5,188.07
毛利率	25.4%	26.7%	27.0%	27.4%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2018-2020 年公司收入分别为 53.4 亿（+31.2%）、67.6 亿（+26.6%）、85.1 亿元（+25.9%），归母净利润 1.88 亿（+76.4%）、2.68 亿（+42%）、3.74 亿（+39.6%），EPS 分别为 0.37 元、0.52 元、0.72 元，对应 PE 为 23X、16X、12X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况

	EPS			PE		
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
好想你	0.21	0.37	0.52	56.44	22.94	16.23
洽洽食品	0.63	0.76	0.89	25.08	20.22	17.10
盐津铺子	0.53	0.60	0.70	49.55	44.50	37.59
绝味食品	1.22	1.54	1.87	32.21	24.47	20.11
平均数	—	—	—	40.82	28.03	22.76

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4070.45	5339.54	6760.78	8510.80	净利润	97.37	171.72	243.91	340.54
营业成本	2888.20	3772.84	4787.53	6023.67	折旧与摊销	125.98	108.16	109.89	111.08
营业税金及附加	20.62	32.17	39.76	49.30	财务费用	34.27	21.36	20.28	17.02
销售费用	860.85	1078.59	1338.64	1659.61	资产减值损失	10.95	10.00	10.00	10.00
管理费用	188.19	202.90	250.15	306.39	经营营运资本变动	-69.85	-490.88	-240.61	-594.29
财务费用	34.27	21.36	20.28	17.02	其他	27.25	-30.00	-30.00	-30.00
资产减值损失	10.95	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	225.96	-209.65	113.47	-145.65
投资收益	16.92	20.00	20.00	20.00	资本支出	-74.46	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-15.12	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-89.58	10.00	10.00	10.00
营业利润	126.39	241.68	334.43	464.81	短期借款	294.65	181.73	125.58	450.74
其他非经营损益	-2.07	-0.94	-1.22	-1.05	长期借款	-90.30	0.00	0.00	0.00
利润总额	124.32	240.75	333.21	463.77	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	26.95	69.02	89.30	123.23	支付股利	-18.05	-49.13	-86.64	-123.07
净利润	97.37	171.72	243.91	340.54	其他	-213.31	-21.36	-20.28	-17.02
少数股东损益	-9.53	-16.81	-23.87	-33.33	筹资活动现金流净额	-27.01	111.24	18.65	310.65
归属母公司股东净利润	106.90	188.53	267.78	373.87	现金流量净额	109.35	-88.41	142.12	175.00
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	622.36	533.95	676.08	851.08	成长能力				
应收和预付款项	547.56	1184.91	1349.94	1708.94	销售收入增长率	96.47%	31.18%	26.62%	25.88%
存货	1168.63	1526.58	1937.14	2437.32	营业利润增长率	1157.50%	91.22%	38.38%	38.99%
其他流动资产	171.66	120.46	152.53	192.01	净利润增长率	149.07%	76.37%	42.04%	39.62%
长期股权投资	138.07	138.07	138.07	138.07	EBITDA 增长率	144.50%	29.50%	25.17%	27.62%
投资性房地产	47.70	47.70	47.70	47.70	获利能力				
固定资产和在建工程	1221.52	1140.61	1057.96	974.13	毛利率	29.04%	29.34%	29.19%	29.22%
无形资产和开发支出	1091.41	1075.98	1060.56	1045.14	三费率	26.61%	24.40%	23.80%	23.30%
其他非流动资产	144.91	143.09	141.27	139.44	净利率	2.39%	3.22%	3.61%	4.00%
资产总计	5153.82	5911.35	6561.24	7533.82	ROE	2.97%	5.05%	6.86%	9.03%
短期借款	708.45	890.18	1015.75	1466.49	ROA	1.89%	2.90%	3.72%	4.52%
应付和预收款项	651.62	1083.30	1425.64	1699.92	ROIC	3.48%	4.67%	5.87%	7.22%
长期借款	0.91	0.91	0.91	0.91	EBITDA/销售收入	7.04%	6.95%	6.87%	6.97%
其他负债	518.34	539.88	564.58	594.68	营运能力				
负债合计	1879.32	2514.26	3006.89	3762.00	总资产周转率	0.80	0.97	1.08	1.21
股本	515.68	515.68	515.68	515.68	固定资产周转率	3.59	4.70	6.31	8.53
资本公积	2228.87	2228.87	2228.87	2228.87	应收账款周转率	11.61	10.08	8.96	9.29
留存收益	527.30	666.70	847.84	1098.64	存货周转率	2.55	2.80	2.76	2.75
归属母公司股东权益	3271.85	3411.25	3592.39	3843.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.93%	—	—	—
少数股东权益	2.64	-14.17	-38.04	-71.37	资本结构				
股东权益合计	3274.49	3397.09	3554.35	3771.82	资产负债率	36.46%	42.53%	45.83%	49.93%
负债和股东权益合计	5153.82	5911.35	6561.24	7533.82	带息债务/总负债	53.95%	47.55%	43.94%	47.10%
					流动比率	1.75	1.63	1.61	1.57
					速动比率	0.94	0.89	0.85	0.83
					股利支付率	16.88%	26.06%	32.36%	32.92%
					每股指标				
					每股收益	0.21	0.37	0.52	0.72
					每股净资产	6.35	6.59	6.89	7.31
					每股经营现金	0.44	-0.41	0.22	-0.28
					每股股利	0.04	0.10	0.17	0.24
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	286.64	371.20	464.61	592.91					
PE	41.25	23.39	16.47	11.79					
PB	1.35	1.30	1.24	1.17					
PS	1.08	0.83	0.65	0.52					
EV/EBITDA	15.81	12.93	10.30	8.53					
股息率	0.41%	1.11%	1.97%	2.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn