



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 百草味盈利稳增，母公司费用投放效果待显现

### ——好想你（002582）18 年及 19Q1 财报点评

2019 年 04 月 19 日

推荐/维持

好想你

财报点评

#### 投资要点：

- **事件：**（1）2018 年公司实现营收 49.49 亿元，同比增长 21.59%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 21.21%，每 10 股派息数 0.79 元（含税）。（2）公司 2019Q1 实现营收 19.22 亿元，同比增长 7.33%；实现归母净利润 1.33 亿元，同比增长 10.42%，不及预期。（3）证监会批准郑商所开展红枣期货交易，4 月 30 日合约正式挂牌。为应对红枣业务方面的原料价格波动，公司制订《期货套期保值业务管理制度》，锁定原料成本，有效规避价格风险。
- **百草味稳增，产品结构向坚果倾斜。**18 年及 19Q1 百草味营收同比增长 26.33%、13.19%，净利同比增长 42.80%、29.93%，18 年坚果销售额 21.67 亿，同比增长 24.59%，占比由 42.72% 上升至 43.78%，坚果业务增长平衡。受疲软的红枣市场影响，红枣业务 18 年同比增长 4.36%，但其开展的 FD 冻干食品等其他大健康食品业务增速 49.75%，较为迅猛。18 年及 19Q1 母公司收入同比增长 7.42%、-23.34%，一方面是红枣业务的下行，另一方面新产品的市场开拓有一定时间的波动期。
- **红枣价格上涨影响毛利率微降，套期保值应对原枣价格波动。**18 年及 19Q1 公司毛利率分别为 28.48%、31.42%，同比增长 -0.56pct、1.19pct，18 年受制于上游原枣价格上涨，红枣类产品毛利率下降 3.37pct，随郑商所红枣期货交易的挂牌，公司可通过红枣套期保值来有效地锁定原料成本，平抑波动，红枣业务毛利率情况有望改善。18 年坚果类产品毛利率微增，同比上升 0.49pct，肉脯/海鲜类同比上升 5.17pct，随产品结构调整，公司毛利率有望提升。
- **费用投放增加，效果待显现。**受大规模促销活动与运输费用提升等因素影响，2018 年公司销售费用同比增长 18.51%，其中母公司销售费用同比增长 9.82%，19Q1 公司销售费用同比增长 13.14%，其中母公司同比增长 21.55%，母公司的大量新品 Q1 投入费用大力宣传，效果待显现；百草味 Q1 线上的宣传力度未减，春节易烊千玺成品牌新代言人，线上打折促销活动不段，春节的线上销售数据也很亮眼，但其 Q1 的销售费用增速放缓，我们认为一方面，部分广告费用的投放提前支付到了 18 年确认，另一方面，公司线上的投入性价比在提升。19Q1 的净利率同比提升 0.33pct。
- **大爆品支撑品类多样化，产品升级拥抱健康化趋势。**2018 年公司大单品战略取得丰硕成果，“每日坚果”系列销售额突破 2 亿元，“清菲菲”贡献销售额超 7000 万，在此基础上，公司加大研发费用投放，18 年内共计上市 328 款新品，同比激增 95%，抢占细分市场，迎合消费升级需求。此外，截止 2018 年底，公司共推出低糖或低钠或低脂产品 147 款，其中全符合 FOP 标识的 26 款，拥抱消费升级健康化的产品趋势，预计主打“锁鲜”特点每日坚果与 FD 冻干产品有望放量。
- **线上电商渠道增长稳定，线下渠道将迎来新一轮铺设。**公司并购百草味后，致力于推动线上+线下销售渠道融合，线上电商渠道销售占比逐年提升，2018 年度销售额同比增长 23.06%，占整体销售额的 82.30%，线上会员人数超过 6000 万人，已经成为公司最大的销售渠道。未来将投入更多成本进行线下渠道铺设。与阿里零售通、京东新通路合作推进便利店与 KA 渠道建设，在维持商超渠道通畅的基础上，与经销商合作加速线下销售终端的布局，全年动销店数达 73 万家，全国一二线城市布局的 800 家专卖店 4.0 门店也将进入收获期，线上线下全渠道同时发力。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到行业的竞争格局激烈，我们预计公司 19-21 年实现收入 49.5/56.9/66.0 亿，增速 14.9%/16%/16.9%，同期实现归母净利润 1.3/1.7/2.2 亿，同比增速 23.8%/27.4%/29.6%，EPS 为 1.23/1.40/1.61，维持“推荐”评级。

#### 首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

#### 分析师：娄倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519020001

#### 交易数据

|                |                   |
|----------------|-------------------|
| 52 周股价区间（元）    | 42.75-52.93       |
| 总市值（亿元）        | 258.66            |
| 流通市值（亿元）       | 67.67             |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 47062.60/47062.60 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | /                 |
| 52 周日均换手率      | 0.96              |

#### 52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《好想你（002582）：业绩不达预期，春节动销强劲，好想你有望实现突破式增长》2019-02-28
- 2、《好想你（002582）：二季度波动不改全年高增速预期，好想你 H2 值得期待》2018-08-29
- 3、《好想你（002582）：好想你开门红，高增长趋势可持续》2018-04-03
- 4、《好想你（002582）：好想你市值低估，利润增速拐点处实现戴维斯双击》2018-03-27

■ **风险提示：** 市场扩张不及预期、提价过快导致放量不及预期

财务指标预测

| 指标        | 2017A    | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 4,070.45 | 4,949.44 | 5,691.85 | 6,602.55 | 7,724.98 |
| 增长率（%）    | 96.47%   | 21.59%   | 14.98%   | 16.00%   | 16.99%   |
| 净利润（百万元）  | 97.37    | 108.99   | 135.15   | 171.64   | 223.13   |
| 增长率（%）    | 149.07%  | 11.94%   | 23.85%   | 27.41%   | 29.65%   |
| 净资产收益率（%） | 3.27%    | 3.88%    | 3.55%    | 3.98%    | 4.56%    |
| 每股收益(元)   | 0.21     | 0.25     | 1.23     | 1.40     | 1.61     |
| PE        | 53.48    | 44.92    | 9.10     | 7.99     | 7.00     |
| PB        | 1.77     | 1.73     | 1.52     | 1.34     | 1.18     |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 公司盈利预测表

| 资产负债表   |        |        |        |        |        | 单位:百万元    |           | 利润表    |         |        | 单位:百万元 |  |  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|-----------|--------|---------|--------|--------|--|--|
|         | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |           | 2017A     | 2018A  | 2019E   | 2020E  | 2021E  |  |  |
| 流动资产合计  | 2510   | 2620   | 2678   | 3130   | 3686   | 营业收入      | 4070      | 4949   | 5692    | 6603   | 7725   |  |  |
| 货币资金    | 622    | 668    | 1708   | 1981   | 2317   | 营业成本      | 2888      | 3540   | 3535    | 4107   | 4797   |  |  |
| 应收账款    | 371    | 451    | 468    | 543    | 635    | 营业税金及附加   | 21        | 30     | 77      | 79     | 104    |  |  |
| 其他应收款   | 47     | 59     | 68     | 79     | 93     | 营业费用      | 861       | 1020   | 1070    | 1254   | 1483   |  |  |
| 预付款项    | 129    | 164    | 179    | 195    | 214    | 管理费用      | 188       | 183    | 237     | 275    | 321    |  |  |
| 存货      | 1169   | 1202   | 138    | 160    | 187    | 财务费用      |           | 29     | -1      | -2     | -2     |  |  |
| 其他流动资产  | 92     | 73     | 117    | 172    | 239    | 资产减值损失    | 10.95     | 18.37  | 3.00    | 3.00   | 3.00   |  |  |
| 非流动资产合  | 2644   | 2919   | 3709   | 3913   | 4083   | 公允价值变动收益  | 0.00      | 0.00   | 0.00    | 0.00   | 0.00   |  |  |
| 长期股权投资  | 138    | 161    | 0      | 0      | 0      | 投资净收益     | 16.92     | 8.55   | 20.00   | 20.00  | 20.00  |  |  |
| 固定资产    | 1165   | 1223   | 2385   | 2644   | 2871   | 营业利润      | 126       | 158    | 792     | 906    | 1038   |  |  |
| 无形资产    | 290    | 286    | 280    | 274    | 269    | 营业外收入     | 2.68      | 1.40   | 22.00   | 20.00  | 20.00  |  |  |
| 其他非流动资  | 20     | 7      | 70     | 70     | 70     | 营业外支出     | 4.75      | 6.28   | 2.00    | 2.00   | 2.00   |  |  |
| 资产总计    | 5154   | 5539   | 6386   | 7043   | 7769   | 利润总额      | 124       | 153    | 812     | 924    | 1056   |  |  |
| 流动负债合计  | 1430   | 1834   | 2422   | 2571   | 2719   | 所得税       | 27        | 44     | 175     | 200    | 228    |  |  |
| 短期借款    | 708    | 753    | 1256   | 1248   | 1206   | 净利润       | 97        | 109    | 135     | 172    | 223    |  |  |
| 应付账款    | 553    | 790    | 968    | 1125   | 1314   | 少数股东损益    | 0         | 0      | 0       | 0      | 0      |  |  |
| 预收款项    | 53     | 55     | 55     | 56     | 57     | 归属母公司净利润  | 97        | 109    | 135     | 172    | 223    |  |  |
| 一年内到期的  | 0      | 34     | 34     | 34     | 34     | EBITDA    | 279       | 328    | 1021    | 1201   | 1365   |  |  |
| 非流动负债合  | 449    | 360    | 217    | 217    | 217    | BPS (元)   | 0.21      | 0.25   | 1.23    | 1.40   | 1.61   |  |  |
| 长期借款    | 1      | 217    | 217    | 217    | 217    | 主要财务比率    |           |        |         |        |        |  |  |
| 应付债券    | 305    | 0      | 0      | 0      | 0      |           | 2017A     | 2018A  | 2019E   | 2020E  | 2021E  |  |  |
| 负债合计    | 1879   | 2195   | 2639   | 2788   | 2936   | 成长能力      |           |        |         |        |        |  |  |
| 少数股东权益  | 3      | 3      | 3      | 3      | 3      | 营业收入增长    | 96.47%    | 21.59% | 14.98%  | 16.00% | 16.99% |  |  |
| 实收资本(或股 | 516    | 516    | 516    | 516    | 516    | 营业利润增长    | -1157.50% | 24.84% | 401.88% | 14.40% | 14.55% |  |  |
| 资本公积    | 2229   | 2229   | 2229   | 2229   | 2229   | 归属于母公司净利  | 24.00%    | 21.21% | 23.85%  | 27.41% | 29.65% |  |  |
| 未分配利润   | 451    | 542    | 765    | 1019   | 1308   | 获利能力      |           |        |         |        |        |  |  |
| 归属母公司股  | 3272   | 3341   | 3811   | 4318   | 4897   | 毛利率(%)    | 36.13%    | 37.70% | 37.90%  | 37.80% | 37.90% |  |  |
| 负债和所有者  | 5154   | 5539   | 6386   | 7043   | 7769   | 净利率(%)    | 2.39%     | 2.20%  | 2.37%   | 2.61%  | 2.89%  |  |  |
| 现金流量表   | 单位:百万元 |        |        |        |        | 总资产净利润(%) | 7.81%     | 1.88%  | 1.97%   | 2.11%  | 2.44%  |  |  |
|         | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  | ROE(%)    | 3.27%     | 3.88%  | 3.55%   | 3.98%  | 4.56%  |  |  |
| 经营活动现金  | 226    | 572    | 1855   | 980    | 1109   | 偿债能力      |           |        |         |        |        |  |  |
| 净利润     | 97     | 109    | 637    | 724    | 828    | 资产负债率(%)  | 36%       | 40%    | 41%     | 40%    | 38%    |  |  |
| 折旧摊销    | 118.70 | 141.20 | 230.09 | 296.09 | 329.09 | 流动比率      |           |        |         |        |        |  |  |
| 财务费用    | 34     | 29     | -1     | -2     | -2     | 速动比率      |           |        |         |        |        |  |  |
| 应收账款减少  | 0      | 0      | -17    | -75    | -92    | 营运能力      |           |        |         |        |        |  |  |
| 预收帐款增加  | 0      | 0      | 1      | 1      | 1      | 总资产周转率    | 0.80      | 0.93   | 0.95    | 0.98   | 1.04   |  |  |
| 投资活动现金  | -90    | -358   | -1153  | -483   | -483   | 应收账款周转率   | 12        | 12     | 12      | 13     | 13     |  |  |
| 公允价值变动  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 应付账款周转率   | 7.20      | 7.37   | 6.47    | 6.31   | 6.33   |  |  |
| 长期股权投资  | 0      | 0      | 191    | 0      | 0      | 每股指标(元)   |           |        |         |        |        |  |  |
| 投资收益    | 17     | 9      | 20     | 20     | 20     | 每股收益(最新摊  | 0.21      | 0.25   | 1.23    | 1.40   | 1.61   |  |  |
| 筹资活动现金  | -27    | -173   | 338    | -224   | -289   | 每股净现金流(最  | 0.21      | 0.08   | 2.02    | 0.53   | 0.65   |  |  |
| 应付债券增加  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 每股净资产(最新  | 6.34      | 6.48   | 7.39    | 8.37   | 9.50   |  |  |
| 长期借款增加  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 估值比率      |           |        |         |        |        |  |  |
| 普通股增加   | 258    | 0      | 0      | 0      | 0      | P/E       | 53.48     | 44.92  | 9.10    | 7.99   | 7.00   |  |  |
| 资本公积增加  | -258   | 0      | 0      | 0      | 0      | P/B       | 1.77      | 1.73   | 1.52    | 1.34   | 1.18   |  |  |
| 现金净增加额  | 109    | 40     | 1040   | 273    | 337    | EV/EBITDA | 22.13     | 18.70  | 5.48    | 4.42   | 3.61   |  |  |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

### 姜倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。