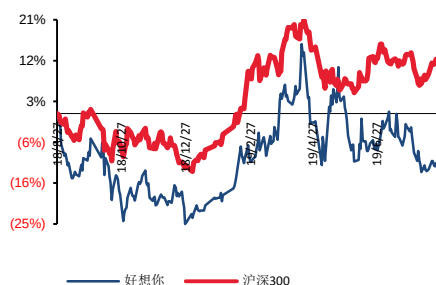


日常消费 食品、饮料与烟草

好想你中报点评：产品结构不断优化，线下模式逐步推进

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	516/261
总市值/流通(百万元)	4,528/2,295
12 个月最高/最低(元)	11.50/7.49

相关研究报告：

好想你(002582)《好想你一季报点评：净利率水平提升，百草味加速增长》--2018/04/28

好想你(002582)《好想你三季报点评：百草味重回高增长，新品迭出值得期待》--2017/10/26

好想你(002582)《好想你动态点评：百草味维持高增长，枣类渠道和产品升级》--2017/05/11

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师助理：李鑫鑫

电话：13246620312

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

点评事件：好想你发布 2019 年中报，上半年公司实现营收 28.57 亿元，同增 8.81%；归母净利润 1.27 亿元，同增 22.75%；扣非净利润 8340 万元，同降 3.32%；单二季度营收 9.47 亿元，同比+11.78%；归母净利润-603 万元，同比减亏 64.48%；扣非净利润-1879 万元，同比减亏 5.25%。

2019H1 公司毛利率 29.99%（同比+1.23pct）；期间费用率 25.33%（同比+1.39pct），其中销售费用率 21.12%（同比+1.38pct），管理费用率（含研发费用）3.46%（同比+0.48pct），归母净利率 4.44%（同比+0.50pct），归母扣非净利率 2.92%（同比-0.37pct）。2019H1 存货 6.14 亿元（同比-17.58%），主要系公司提高存货周转效率，合理备货减少库存所致，应付账款及票据 7.39 亿元（同比+76.86%），表明公司上下游议价能力逐步增强。

分部拆分：百草味表现突出，本部大幅减亏

百草味上半年营收 24.06 亿元，同比增长 15.11%，归母净利润 1.35 亿元，同比增长 31.46%，归母净利率 5.62%，同比提升 0.7pct。其中，单二季度百草味实现营收 7.73 亿元，同比增长 19.39%，归母净利润 896 万元，同比增长 63.21%，归母净利率 1.16%，同比提升 0.31pct，收入大幅增长主要得益于 618 等节庆线上龙头表现突出，净利率提升主要源于产品结构不断优化调整。

好想你本部上半年营收 4.51 亿元，同比下降 15.77%，归母净利润-508 万元，同比下降 241.22%，主要是一季度本部业绩拖累。其中，单二季度本部收入 1.62 亿元同比下降 13.60%，归母净利润-1290 万元，同比减亏 38.14%，主要是 2018Q2 公司商超直营模式大幅亏损，2018Q4 商超剥离实现减亏。

收入拆分：大单品策略显著起效，产品结构不断优化

大单品来看，大单品策略显著成效。上半年公司加强大单品和潜在新品打造，通过标准化营销，大单品策略显著成效。其中“每日坚果”系列销售额 2 亿元左右，“清菲菲”销售额突破 4000 万元。凭借极致

单品打造能力，我们预计公司大单品清菲菲全年目标 1 亿元、每日坚果全年目标 4 亿元实现有望。

分渠道来看，本部电商渠道已成为第一大渠道。上半年公司销售渠道仍以线上为主。上半年销售收入 28.35 亿元中电商 25.28 亿元，专卖 1.78 亿元，商超 8837 万元，其他 4026 万元。其中百草味渠道包括电商和商超（零售通），电商主导，好想你本部以电商、专卖为主，商超和其他为辅，上半年本部电商收入 2.03 亿元已超越传统专卖收入 1.79 亿元，成为第一大销售渠道。

分品类来看，产品结构不断优化。上半年公司坚果类、果干类稳健增长，分别实现 13%和 10%增长，肉脯/海鲜类、其他品类成新晋网红品类，增速较高，分别实现 42.65%和 62.34%增长，而红枣品类收入出现下滑，同比下降 11.27%。毛利率来看，百草味核心品类坚果、果干、肉脯/海鲜类毛利率均在 28%-29%左右，本部红枣品类毛利率在 38%左右。上半年百草味核心品类毛利率均有所提升，其中肉脯/海鲜类毛利率提升较大，达 9pct，而本部红枣品类毛利率下降明显，下降 4.13pct。优势品类毛利率不断提升收入增速较快，传统品类有所下滑，公司产品结构不断优化。

我们认为，公司大单品策略逐步起效，大单品清菲菲全年 1 亿元、每日坚果全年 4 亿元目标实现有望，公司产品结构不断优化，毛利率有望持续提升。

未来展望之百草味：线上份额战略优先，线下渠道不断推进

公司对赌期已结束，2019 年公司重心逐步转移到线上营销和线下渠道上。1) 线上稳步提升市占率：公司位居线上休闲零食前二，地位稳定，下半年公司将通过更高效的发展提升市占率，在稳固前二市场地位的前提下，实现新的突破。2) 线下积极布局新渠道：公司线下主要通过第三方平台（阿里零售通、京东新通路、百世店加）来拓展便利店、KA 渠道，此外积极布局线下门店。2019 年 6 月 18 日百草味首家线下门店在杭州开业，计划今年开出 10 家线下门店。3) 营销上继续加强，但费效比加强。2019 年初，百草味代言人更换为易烊千玺，当红流量明星站台，借助明星的知名度必将让大众更好地了解上市公司，预计能为公司带来新粉丝、新活力、新气象，为公司业绩的提升增加助力。

未来展望之本部：产品渠道放量，好百融合加速推进

2019 年好百融合不断推进，上半年公司成立好想你电商公司，将好想

你本部红枣电商业务搬至杭州，借助百草味优势，逐步实现规模化运营。2019 年全年来看，我们认为 1) 产品上：2018 年冻干产品收入约 1 亿元，2019 年冻干产品预期收入 1.5-2 亿元；枣类产品稳步推进；2) 好百融合：本部电商运营部门搬至杭州，本部与百草味物流、仓储等持续打通，上半年融合工作已完成，双十一准备工作已就绪，预计下半年有较好表现；3) 渠道改善：电商借力百草味；商超借鉴 2018 教训，2019 年稳步推进；专卖店部分 4.0 门店进入收获期，持续推进 4.0 门店建设。

盈利预测与评级：维持“增持”评级

好想你为红枣领导品牌，联手百草味进军休闲零食。百草味 2019 年线上保份额稳增长，线下积极开拓，成长性强，本部红枣期货利好业绩，清菲菲产品放量值得期待，同时好百融合管理、机制上不断推进。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.33 元、0.40 元、0.48 元，对应 PE 分别为 26X、22X、18X，基于对百草味行业地位的看好和本部的持续改善预期，我们维持公司“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧；食品安全问题；新品推出能力不及预期；费用控制不及预期；与百草味合作协同效果低于预期；回购进程不确定性等；

■ 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4949	5824	6807	7978
增长率 (%)	22%	18%	17%	17%
营业收入(百万元)	130	173	206	247
增长率 (%)	21%	33%	19%	20%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.33	0.40	0.48

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。