

好想你(002582)

点评报告

行业公司研究——食品加工行业——

证券研究报告

百草味表现亮眼，好想你减亏

——好想你点评报告

✍️：申晟 执业证书编号：S1230118090046
☎️：
✉️：shensheng@stocke.com.cn

好想你公布 2019 年半年报快报，上半年共录得收入 28.6 亿元，同比+8.81%，录得归母净利 1.27 亿元，同比+22.94%。其中 Q2 单季取得收入 9.35 亿元，同比+12.0%，单季亏损 583 万元，同比 18Q2 亏损 1,699 万元，同比减亏明显。

投资要点

□ 百草味表现亮眼，好想你减亏

据渠道调研反馈，预计百草味 19H1 收入约为 24 亿元，同比+15%，实现归母净利近 1.4 亿元，同比+30%，其中 Q2 单季百草味同比+16%，录得净利润 700 万，同比+40%，表现亮眼。而好想你预计 H1 收入 4.6 亿元，同比-15%，而 Q2 单季本部收入同比-3%，利润同比减亏。

□ 百草味提结构、拓渠道，好想你控费用、精渠道

百草味产品策略为核心品类稳增长，美味零食快速扩张，新品类寻求新突破，今年以来线上电商以促销推广新品为主，价格战的趋势以及促销的力度在逐渐好转，百草味亦从容应对竞品降价行为，整体利润提升明显，同时百草味产品进入好想你专卖店以及试水线下门店，以弥补线上增速放缓以及引流成本增加的问题，持续拓展新渠道。而好想你去年年底将商超渠道转让，今年商超直营部分不再拖累，减亏效用明显，本部今年将继续控本降费，实现效率最大化。

□ 对赌结束后，双方继续融合

今年两家内部管理融合将体现在：（1）将好想你的本部电商迁往杭州，学习百草味的管理经验；（2）将供应链管理进行融合。利用好想你郑州基地的厂房基地，为百草味提供发货仓基地，节省租金；（3）提升资产效率，借助百草味供应链的人才优化好想你未发挥作用的资产；（4）规划产品和渠道更大幅度融合。好想你把生产做好，百草味把营销做好。

□ 盈利预测及估值

我们预计 2019-2021 年公司分别实现收入 57.4 亿元/65.1 亿元/71.7 亿元，分别同比+16.0%/13.4%/10.1%，实现净利 1.66 亿元/2.02 亿元/2.47 亿元，分别同比+28.1%/21.4%/22.6%，目前公司股价对应 19/20 年 PE 分别为 29X/24X，考虑到今年好百的加速融合，以及资产效率的提升，维持“买入”评级。

风险提示：线上竞争加剧、线下渠道铺设费用增加影响费效比

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	4,949	5,739	6,508	7,166
(+/-)	21.59%	15.96%	13.39%	10.12%
净利润	130	166	202	247
(+/-)	21.21%	28.10%	21.44%	22.61%
每股收益(元)	0.25	0.32	0.39	0.48
P/E	37.17	29.02	23.89	19.49

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥9.34

单季度业绩

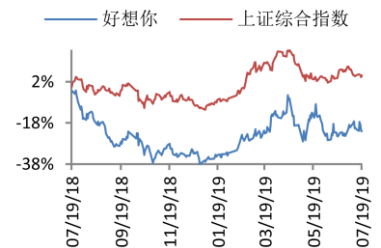
元/股

1Q/2019 0.26

4Q/2018 0.03

3Q/2018 0.00

2Q/2018 -0.05



公司简介

好想你是中国红枣龙头企业，百草味是线上零食领先电商。

相关报告

1《百草味业绩对赌完成，期待经营效率改善》2019.04.24

报告撰写人：申晟

数据支持人：申晟

1. 业绩基本符合预期，Q2-3 不是旺季，以培育消费者为主

休闲食品本身具有较强的季节性，即二、三季度为淡季，多以培养消费者为主，一、四季度为旺季，收获前期市场培育的结果。Q2 业绩减亏主要来源于（1）好想你 Q4 将亏损的商超直营股权转让，使得亏损减少；（2）好想你控本降费，提高资产效率；（2）百草味方面，目前线上零食已经度过了前期的爆发期，收入增速逐步放缓，今年百草味并没有盲目跟进投费用和价格战，目前毛利率水平逐季提升。

2. 对赌结束后，今年好百继续融合

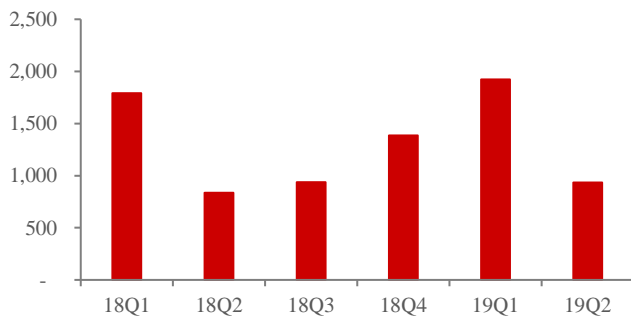
公司预算 19 年规划 57 亿收入，+15.6%，利润 1.6 亿同比+23.8%。今年好想你本部的改善来源于（1）公司 18 年在 4 月份引进了新的销售团队，整合好想你的专卖商超和电商，进行了大范围的活动省区设点，今年是新的销售团队计划执行的第一年；（2）好想你去年 40% 的收入来源于电商树上粮仓，今年将好想你的电商全部交给百草味运营，整个运营效率方面会提升，同时将好想你的本部电商迁往杭州，学习百草味的管理经验；（3）加强后端供应链物流，统一好想你与百草的发货仓，增加效率。而今年百草味产品策略为核心品类稳增长，美味零食快速扩张，新品类寻求新突破，今年以来线上电商以促销推广新品为主，价格战的趋势以及促销的力度在逐渐好转，百草味亦从容应对竞品降价行为，整体利润提升明显，同时百草味产品进入好想你专卖店以及试水线下门店，以弥补线上增速放缓以及引流成增加的问题，持续拓展新渠道

3. 盈利预测

我们预计 2019-2021 年公司分别实现收入 57.4 亿元/65.1 亿元/71.7 亿元，分别同比+16.0%/13.4%/10.1%，实现净利 1.66 亿元/2.02 亿元/2.47 亿元，分别同比+28.1%/21.4%/22.6%，目前公司股价对应 19/20 年 PE 分别为 29X/24X，考虑到今年好百的加速融合，以及资产效率的提升，维持“买入”评级。

风险提示：线上竞争加剧、线下渠道铺设费用增加影响费效比

图 1：好想你单季度收入（百万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：好想你单季度利润（百万元）

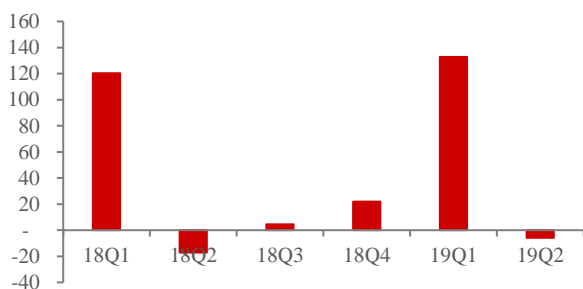
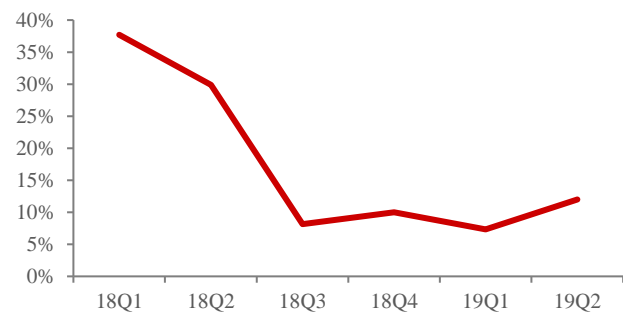
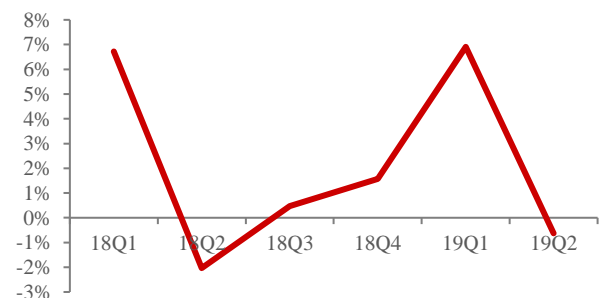


图 2：好想你单季度收入增速（%）



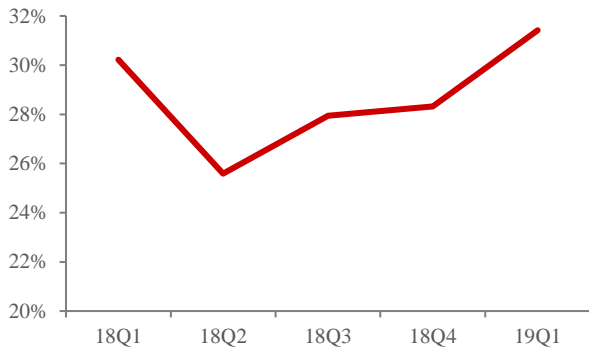
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：好想你单季度利润率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

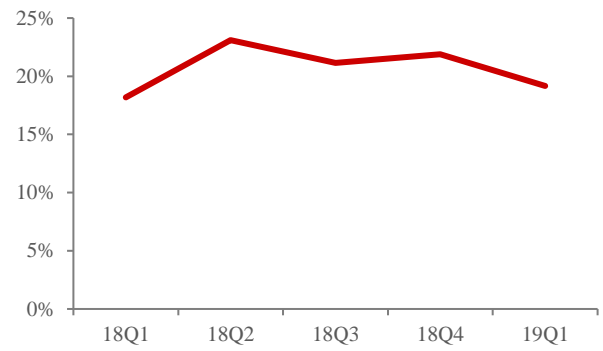
图 5: 好想你毛利率 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 好想你销售费用率 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,620	2,941	3,356	3,872
现金	668	718	858	1,154
交易性金融资产	-	-	-	-
应收账款	451	503	550	585
其它应收款	59	69	78	86
预付账款	164	188	212	228
存货	1,202	1,389	1,570	1,722
其他	75	75	87	97
非流动资产	2,919	2,833	2,733	2,608
金额资产类	30	30	30	30
长期投资	161	190	220	250
固定资产	1,223	1,190	1,125	1,033
无形资产	286	271	256	241
在建工程	235	172	122	74
其他	983	981	980	981
资产总计	5,539	5,774	6,088	6,480
流动负债	1,834	2,024	2,229	2,454
短期借款	753	780	720	680
应付款项	873	1,038	1,269	1,499
预收账款	55	69	85	100
其他	154	138	155	175
非流动负债	360	278	238	194
长期借款	217	167	117	67
其他	144	112	122	128
负债合计	2,195	2,302	2,467	2,648
少数股东权益	3	(23)	(40)	(40)
归属母公司股东权	3,341	3,495	3,661	3,872
负债和股东权益	5,539	5,774	6,088	6,480
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	572	206	364	471
净利润	109	140	185	247
折旧摊销	135	151	158	163
财务费用	29	27	25	14
投资损失	(9)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	323	59	158	177
其它	(15)	(162)	(153)	(122)
投资活动现金流	(358)	(61)	(52)	(34)
资本支出	(237)	(31)	(23)	(5)
长期投资	(54)	(29)	(30)	(30)
其他	(68)	(1)	1	1
筹资活动现金流	(173)	(95)	(171)	(140)
短期借款	44	27	(60)	(40)
长期借款	216	(50)	(50)	(50)
其他	(433)	(73)	(61)	(50)
现金净增加额	40	50	141	296

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,949	5,739	6,508	7,166
营业成本	3,540	4,085	4,616	5,064
营业税金及附加	30	29	33	37
营业费用	1,020	1,171	1,315	1,419
管理费用	183	212	244	272
研发费用	30	35	40	44
财务费用	29	27	25	14
资产减值损失	18	20	23	25
公允价值变动损益	-	-	-	-
投资净收益	9	9	9	9
其他经营收益	50	23	30	34
营业利润	158	191	251	334
营业外收支	(5)	(5)	(5)	(5)
利润总额	153	186	247	330
所得税	44	47	62	82
净利润	109	140	185	247
少数股东损益	(21)	(26)	(17)	-
归属母公司净利润	130	166	202	247
EBITDA	314	364	428	506
EPS (最新摊薄)	0.25	0.32	0.39	0.48
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	21.59%	15.96%	13.39%	10.12%
营业利润	24.84%	21.08%	31.63%	32.99%
归属母公司净利润	21.21%	28.10%	21.44%	22.61%
获利能力				
毛利率	28.48%	28.83%	29.07%	29.34%
净利率	2.20%	2.43%	2.84%	3.45%
ROE	3.92%	4.87%	5.68%	6.63%
ROIC	2.93%	3.58%	4.51%	5.57%
偿债能力				
资产负债率	39.62%	39.87%	40.53%	40.87%
净负债比率	45.72%	41.12%	33.91%	28.19%
流动比率	1.43	1.45	1.51	1.58
速动比率	0.77	0.77	0.80	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.93	1.01	1.10	1.14
应收帐款周转率	12.05	11.80	11.68	11.52
应付帐款周转率	5.27	4.72	4.41	4.02
每股指标(元)				
每股收益	0.25	0.32	0.39	0.48
每股经营现金	1.11	0.40	0.71	0.91
每股净资产	6.48	6.78	7.10	7.51
估值比率				
P/E	37.17	29.02	23.89	19.49
P/B	1.44	1.38	1.32	1.24
EV/EBITDA	13.44	13.81	11.11	8.64

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>