

证券研究报告—动态报告/公司快评
食品饮料
食品
好想你 (002582)
重大事件快评
买入

(维持评级)

2019年07月17日

二季度实现减亏，百草味表现亮眼

证券分析师: 陈梦瑶 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080001
联系人: 孙山山 13751048798 sunss@guosen.com.cn

事项:

2019年07月16日晚间，公司发布2019年半年度业绩快报，预计2019年上半年公司营收28.57亿(+8.81%)，归母净利润1.27亿(+22.94%)。

国信观点:

我们认为中期业绩快报基本符合市场预期，二季度实现减亏是好想你本部和百草味共同发力的结果。休闲食品行业一般二三季度是消费者培育期(即淡季)，一四季度是收获期(旺季)。我们看好好百组合协同发展，预测2019-2021年EPS 0.33/0.41/0.52元，对应PE30/24/19，维持“买入”评级。

评论:

■ Q2 实现减亏，百草味表现亮眼

根据业绩快报，我们算出19Q2营收为9.35亿(+11.98%)，归母净利润为-0.06亿。同比18Q2归母净利润由-0.17亿收窄至-0.06亿，二季度实现减亏。

根据公司业绩快报及渠道调研，我们预计19H1百草味营收约24亿(+15%)，归母净利润约1.35亿(+30%)，其中19Q2百草味营收7.7亿(+19%)，归母净利润850万(50%+)。19H1好想你本部营收约4.57亿(-15%)，归母净利润亏损1300万，同比去年同期收窄700万。

我们认为二季度公司整体实现减亏，主要有以下几个原因：第一，18Q2公司亏损缘自商超直营模式，18Q4以后公司已将商超股权转让，实现减亏；第二，百草味产品进入好想你专卖店以及6月下旬在杭州开设第一家线下门店，这进一步增厚百草味业绩；第三，公司本部控本降费、开源节流，实现效率最大化；第四，百草味通过产品结构优化改善盈利空间。

■ 好百组合深度融合，营收和市值双百亿目标

公司坚持开创标准健康食养生活方式的发展战略，未来营收和市值目标双双破百亿。公司是线上休闲食品三巨头之一，旗下好想你主攻高端健康食品，百草味聚焦休闲健康食品。

今年是好百组合完成业绩对赌期后的第一年，好百组合融合进入新阶段。当前好百组合已逐步实现管理层、产品部分融合、供应链整合、渠道部分融合，我们认为随着融合的不断深入，好百组合的协同效应将逐步显现，后续发展值得期待。

整体而言，我们看好好百组合协同发展，预测2019-2021年EPS 0.33/0.41/0.52元，对应PE30/24/19，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全问题；旺季销售不及预期；核心产品销售不及预期。

关键财务指标

公司近三年营收、归母净利润稳步提升，由于线上红利逐步消失，增速在放缓。

图 1: 2013A-2018A 营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

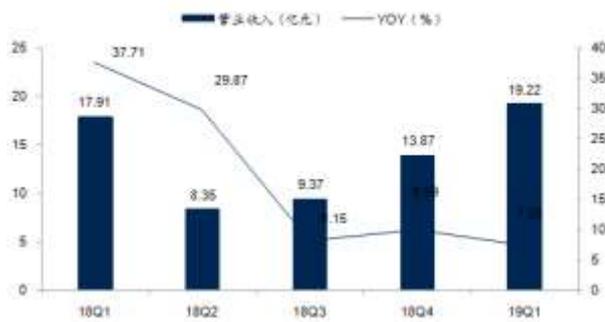
图 2: 2013A-2018A 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

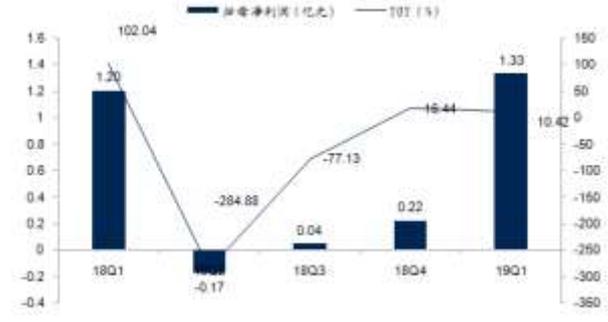
公司近四个季度营收、归母净利润基本稳步提升，18Q2 利润出现亏损，主要受商超拖累，目前商超已剥离出去。

图 3: 2018Q1-2019Q1 营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4: 2018Q1-2019Q1 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

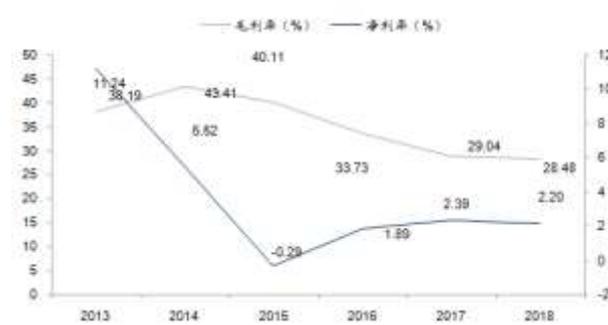
公司近三年销售费用率、管理费用率稳步下降，规模效应显成效；毛利率、净利率呈现先降后升的趋势，主因 17 年前后公司收购百草味提升盈利能力等所致。

图 5: 2013A-2018A 销售、管理费用率 (%) 一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

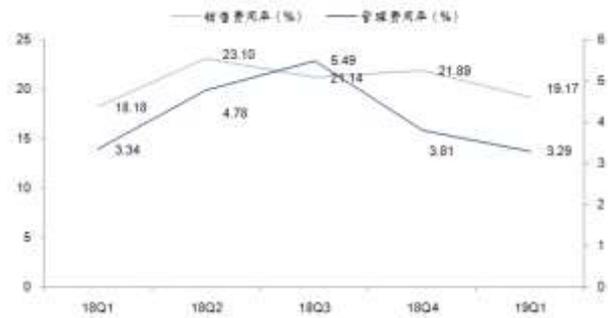
图 6: 2013A-2018A 毛利率及净利率 (%) 一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

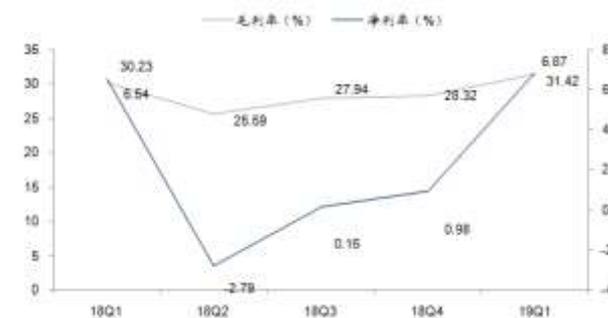
公司近四个季度销售费用率、管理费用率稳步下降，主因规模效应所致；近四个季度的毛利率和净利率稳步提升，规模效应下良好的经营水平。

图 7: 2018Q1-2019Q1 销售、管理费用率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2018Q1-2019Q1 毛利率及净利率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

可比公司估值对比

由于好想你是枣业龙头，我们选择来伊份、洽洽食品、盐津铺子作为公司的比较对象。

可比公司简介:

洽洽食品: 公司是线下休闲食品龙头，总部位于安徽合肥。主要产品包括瓜子、坚果类、薯片等，其中瓜子类占公司收入近 67%，坚果类占比近 12%。从具体产品来看，18 年蓝袋瓜子销售额超 7 亿，预计红袋、绿袋瓜子增速超 10%，蓝袋瓜子增速超 30%；小黄袋每日坚果销售额超 5 亿，山药产品销售额超 6000 万。公司立足于瓜子和坚果两大战略核心领域，逐步拓展休闲食品细分领域核心单品，以三大重点新品类“洽洽蓝袋瓜子”、“小黄袋每日坚果”、“山药妹/嘿铁棍山药脆片”为落脚点。未来 5 年百亿目标：瓜子 60 亿、坚果 40 亿。

来伊份: 公司是国内销售规模、拥有门店数量领先的休闲食品连锁经营企业之一，“以直营连锁为主、特许加盟等多种渠道为辅”的经营模式，产品坚果炒货、肉类零食、果干蜜饯、糕点饼干、果蔬零食、豆干小食、海味即食、糖果果冻、膨化食品、进口类产品等 10 大核心品类，近 1400 个产品。截止 2018 年，公司连锁门店总数 2697 家，其中直营门店 2381 家，加盟门店 316 家。

盐津铺子: 公司位于湖南省长沙市的浏阳市，于 2017 年 2 月在深交所上市。产品主要包括休闲豆制品、凉果蜜饯、坚果炒货、休闲素食、休闲肉制品、糕点制品等。公司前六大产品占比超 80%，其中豆制品占比近 19%，烘焙占比超 16%，肉制品占比超 14%，速冻鱼糜制品占比近 14%，蜜饯炒货占比近 13%，素食占比近 6%。公司超 70% 的营收来自中华和华中地区，其中中华占比 48%，华南占比 27%。

表 1: 可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2019-07-16	EPS			PE		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021
洽洽食品	买入	130	25.58	0.97	1.11	1.25	26.37	23.05	20.46
来伊份	无评级	48	14.2	0.43	0.51		33.02	27.84	
盐津铺子	无评级	41	31.8	0.74	1.00	1.29	33.13	22.55	17.01
平均				0.79	1.01	1.56	30.84	24.48	18.73
好想你	买入	51	9.87	0.33	0.41	0.52	29.79	23.90	19.16

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	668	927	1131	1417	营业收入	4949	5799	6675	7620
应收款项	510	556	604	626	营业成本	3540	4141	4757	5408
存货净额	1202	1196	1338	1452	营业税金及附加	30	33	37	40
其他流动资产	240	261	280	305	销售费用	1020	1200	1388	1592
流动资产合计	2620	2940	3352	3800	管理费用	183	209	242	278
固定资产	1459	1374	1289	1209	财务费用	29	31	24	19
无形资产及其他	286	274	263	252	投资收益	9	15	18	20
投资性房地产	1013	1013	1013	1013	资产减值及公允价值变动	(18)	(2)	(3)	(3)
长期股权投资	161	171	180	188	其他收入	20	0	0	0
资产总计	5539	5773	6098	6461	营业利润	158	198	243	298
短期借款及交易性金融负债	787	650	630	600	营业外净收支	(5)	(3)	(2)	(1)
应付款项	873	1108	1287	1481	利润总额	153	195	241	297
其他流动负债	174	196	219	243	所得税费用	44	51	60	71
流动负债合计	1834	1953	2136	2325	少数股东损益	(21)	(26)	(32)	(40)
长期借款及应付债券	217	217	217	217	归属于母公司净利润	130	171	213	266
其他长期负债	144	144	145	146					
长期负债合计	360	361	362	363	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2195	2314	2498	2687	净利润	130	171	213	266
少数股东权益	3	(2)	(10)	(22)	资产减值准备	7	1	(1)	(1)
股东权益	3341	3461	3610	3796	折旧摊销	129	143	154	160
负债和股东权益总计	5539	5773	6098	6461	公允价值变动损失	18	2	3	3
					财务费用	29	31	24	19
					营运资本变动	251	196	(5)	57
					其它	(11)	(7)	(7)	(11)
					经营活动现金流	523	507	357	474
					资本开支	(340)	(50)	(60)	(70)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(363)	(60)	(69)	(78)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	216	0	0	0
					支付股利、利息	(104)	(51)	(64)	(80)
					其它融资现金流	(338)	(137)	(20)	(30)
					融资活动现金流	(115)	(188)	(84)	(110)
					现金净变动	45	259	204	286
					货币资金的期初余额	622	668	927	1131
					货币资金的期末余额	668	927	1131	1417
					企业自由现金流	166	449	277	375
					权益自由现金流	43	290	239	331

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.25	0.33	0.41	0.52
每股红利	0.20	0.10	0.12	0.15
每股净资产	6.48	6.71	7.00	7.36
ROIC	3%	4%	5%	7%
ROE	4%	5%	6%	7%
毛利率	28%	29%	29%	29%
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	6%	6%	6%	6%
收入增长	22%	17%	15%	14%
净利润增长率	21%	32%	25%	25%
资产负债率	40%	40%	41%	41%
息率	2.0%	1.0%	1.3%	1.6%
P/E	39.3	29.8	23.9	19.2
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	23.9	20.6	18.7	16.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《好想你-002582-好百深度融合元年，静待时间的玫瑰》 ——2019-07-12
- 《好想你-002582-2018 年年报及 2019 年一季报：百草味表现亮眼，好百组合深度融合》 ——2019-04-19
- 《好想你-002582-冻干食品迎收获，好百组合共成长》 ——2018-10-25
- 《好想你-002582-产品战略转型，好百组合协同助腾飞》 ——2018-08-27
- 《好想你-002582-2017 年年报及 2018 年一季报点评：业绩符合预期，百草味如期开门红》 ——2018-04-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032