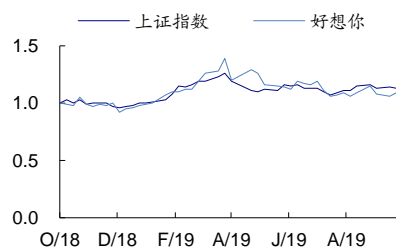


证券研究报告—动态报告
食品饮料
食品
好想你(002582)
买入
2019年三季度报

(维持评级)

2019年10月25日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	516/412
总市值/流通(百万元)	4,538/3,624
上证综指/深圳成指	2,938/9,534
12个月最高/最低(元)	11.60/7.35

相关研究报告:

《好想你-002582-2019年中报:业绩符合预期,盈利能力稳步提升》——2019-08-26
 《好想你-002582-重大事件快评:二季度实现减亏,百草味表现亮眼》——2019-07-17
 《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年一季度报: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

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

证券分析师: 孙山山

电话: 13751048798
 E-MAIL: sunss@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519100001

独立性声明:

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。

财报点评

业绩符合预期,百草味持续发力

● 业绩符合预期,净利率稳步提升

2019Q1-Q3 营收 40.41 亿 (+13.44%), 归母净利润 1.31 亿 (+21.24%), 其中 19Q3 营收 11.84 亿 (+26.39%), 归母净利润 0.04 亿 (-13.72%), 环比实现盈利, 同比略微下滑, 业绩符合预期。我们认为三季度业绩略微下滑, 主要有以下几个原因: 第一, 19Q3 本部营收下滑拖累整体利润; 第二, 本部电商占比提升拖累整体毛利率。19Q1-Q3 毛利率 28.80% (+0.26pcts), 其中 19Q3 毛利率 25.94% (-2pcts), 主因本部电商占比提升拖累整体毛利率。19Q1-Q3 净利率 3.20% (+0.52pcts), 其中 19Q3 净利率 0.31% (+0.15pcts), 主因毛利率下降及规模效应下管理费用率下降 1.1pct 等所致。

● 百草味持续发力, 本部蓄势待发

从产品来看, 我们预计 19Q1-Q3 百草味营收 33.76 亿 (+21%), 归母净利润约 1.4 亿 (+32%), 其中 19Q3 百草味营收 9.7 亿 (+39%), 19Q3 好想你本部营收 2.14 亿 (-10%)。我们预计 19Q1-Q3 每日坚果销售额 3 亿元左右, 清菲菲销售额 5500 万元左右。从渠道来看, 我们预计 19Q1-Q3 公司线上营收 36 亿左右, 占比 89.1%; 其中百草味线上 33.7 亿。

● 增资子公司贡献业绩, 解禁致股价短期承压

产品端: 好百组合以“每日坚果”、“清菲菲”为核心, 以礼盒类、坚果类等为重点。渠道端: 专卖店渠道集中资源于河南市场, 电商渠道积极融合本部电商, 积极备战四季度; 线下渠道, 百草味于 618 期间在杭州开设第一家线下旗舰店, 计划今年开设 10 家门店。截止 2019Q3, 公司尚未完成股权回购, 我们预计完成后公司将进行股权激励或员工持股计划。此外, 公司于 2019 年 10 月与普洛斯(上海)签署合作协议, 为公司全资子公司好想你仓储物流增资扩股; 如果本次增资完成后, 公司股权将下降至 49%, 预计将给公司带来 5000 万左右的利润贡献。考虑 10 月 14 日解禁流通 1.35 亿限售股, 我们认为公司股价短期受到承压。

● 投资建议

当前百草味进入四季度旺季, 料完成全年目标(19 年公司目标 56 亿, 其中百草味目标 45 亿)无虞, 维持 19-21 年 EPS 为 0.33/0.41/0.52 元, 当前股价对应 PE 分别为 28/22/18, 未来一年合理估值区间为 11.28-12.10 元, 维持“买入”评级。

● 风险提示

食品安全问题; 原材料上涨; 核心产品销售不及预期; 旺季销售不及预期;

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,070	4,949	5,799	6,675	7,620
(+/-%)	96.5%	21.6%	17.2%	15.1%	14.1%
净利润(百万元)	107	130	171	213	266
(+/-%)	172.2%	21.2%	31.9%	24.7%	24.7%
摊薄每股收益(元)	0.21	0.25	0.33	0.41	0.52
EBIT Margin	2.8%	3.6%	3.7%	3.8%	3.9%
净资产收益率(ROE)	3.3%	3.9%	4.9%	5.9%	7.0%
市盈率(PE)	48.97	34.94	27.59	22.13	17.75
EV/EBITDA	30.8	22.0	19.6	17.8	16.1
市净率(PB)	2.95	1.36	1.36	1.31	1.24

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

关键财务指标

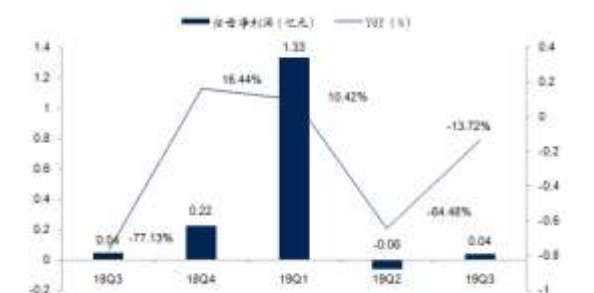
公司近五个季度营收、归母净利润呈现季节性波动，一四季度是休闲食品行业旺季。19Q3 业绩略微下滑，主要有以下几个原因：第一，19Q3 本部营收下滑拖累整体的利润；第二，本部电商占比提升拖累整体毛利率。

图 1: 2018Q3-2019Q3 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: 2018Q3-2019Q3 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

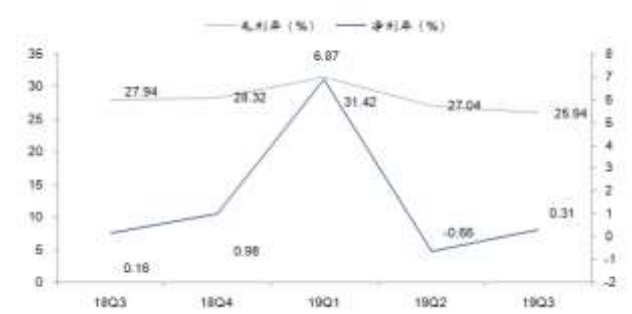
公司近五个季度销售费用率、管理费用率、毛利率和净利率波动正常，随着规模效应的不断显现，费用率有所下降，盈利能力有所提升。

图 3: 2018Q3-2019Q3 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 4: 2018Q3-2019Q3 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

好想你属于休闲食品，我们选择同属于休闲食品的洽洽食品、盐津铺子作比较。

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/黑铁棍山药脆片”为落脚点。未来 5 年百亿目标：瓜子 60 亿、坚果 40 亿。

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，其中华中占比 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) 2019-10-24	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
洽洽食品	买入	167	33.03	0.97	1.11	1.25	34.05	29.76	26.42
盐津铺子	买入	50	38.81	0.85	1.25	1.59	45.66	31.05	24.41
平均	-			0.91	1.18	1.42	39.86	30.40	25.42
好想你	买入	47	9.14	0.33	0.41	0.52	27.70	22.29	17.58

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
关键财务与估值指标					营运资本变动	251	196	(5)	57
每股收益	0.25	0.33	0.41	0.52	其它	(11)	(7)	(7)	(11)
每股红利	0.20	0.10	0.12	0.15	经营活动现金流	523	507	357	474
每股净资产	6.48	6.71	7.00	7.36	资本开支	(340)	(50)	(60)	(70)
ROIC	3%	4%	5%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	4%	5%	6%	7%	投资活动现金流	(363)	(60)	(69)	(78)
毛利率	28%	29%	29%	29%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%	负债净变化	216	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(104)	(51)	(64)	(80)
收入增长	22%	17%	15%	14%	其它融资现金流	(338)	(137)	(20)	(30)
净利润增长率	21%	32%	25%	25%	融资活动现金流	(115)	(188)	(84)	(110)
资产负债率	40%	40%	41%	41%	现金净变动	45	259	204	286
息率	2.2%	1.1%	1.4%	1.7%	货币资金的期初余额	622	668	927	1131
P/E	36.4	27.6	22.1	17.7	货币资金的期末余额	668	927	1131	1417
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	166	449	277	375
EV/EBITDA	22.6	19.6	17.8	16.1	权益自由现金流	43	290	239	331

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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，并向客户发布的行为。

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