

证券研究报告—动态报告
食品饮料
饮料
香飘飘(603711)
买入
2019 年中报

(维持评级)

2019 年 08 月 13 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)	419/46
总市值/流通(百万元)	15,977/1,764
上证综指/深圳成指	2,775/8,795
12 个月最高/最低(元)	38.40/12.61

相关研究报告:

《香飘飘-603711-2019 年一季报:业绩超预期,产能继续爬坡》——2019-04-22
 《香飘飘-603711-2018 年年报:产品矩阵成型,果汁茶表现亮眼》——2019-03-28
 《香飘飘-603711-重大事件快评:业绩符合预期,果汁茶持续发力》——2019-03-25
 《香飘飘-603711-重大事件快评:股票激励计划顺利实施,果汁茶助力公司腾飞》——2018-12-18
 《香飘飘-603711-2018 年三季报点评:如期迎来收获,新品表现亮眼》——2018-10-23

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
联系人: 孙山山
 电话: 13751048798
 E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

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

业绩扭亏为盈, 果汁茶持续放量

● 业绩扭亏为盈, 规模效应显著

2019H1 营收 13.77 亿 (+58.26%), 归母净利润 0.24 亿 (+143.11%), 其中 19Q2 营收 5.40 亿 (+148.22%), 归母净利润-0.28 亿 (+65.69%), 19Q2 归母净利润同比同期亏损明显收窄。公司中报业绩实现扭亏为盈, 我们认为果汁茶居功至伟, 二季度是公司传统淡季, 此时果汁茶放量增厚公司业绩, 19Q2 果汁茶营收 4.17 亿, 占 Q2 营收比重超 77%。随着果汁茶放量, 公司规模效应下盈利能力改善明显、费用率下降明显: 19Q2 毛利率 33.58% (+16.39pcts), 19Q2 净利率-5.27% (+32.83pcts)。19H1 预收款 1.07 亿, 相比 18 年年末下降 56.60%, 主因进入销售淡季经销商订单减少所致。

● 产品结构持续优化, 果汁茶望成十亿大单品

从产品来看, 公司产品结构持续优化, 传统固体奶茶 19H1 营收为 7.12 亿 (-2.81%), 占比下降至 50% 左右, 二季度冲泡类收入出现下滑主因进入淡季及二季度主动控货去库存所致; 由于液体奶茶当前并非公司主推业务, 19H1 实现营收 0.63 亿, 保持 13% 的自然增长; 公司主推的果汁茶 19H1 营收 5.88 亿, 上市一年多以来果汁茶共实现营收 7.89 亿, 我们预计 19 年底果汁茶有望冲击十亿大单品。随着公司产品结构持续优化, 我们认为公司业绩季节性波动有望得到改善。从区域来看, 公司各区域拓展顺利, 大本营华东地区占比从 18H1 的 45% 下降至 19H1 的 36% 左右, 其他区域如华北、东北地区表现亮眼, 其增速分别为 120.19%、324.03%。截止 2019H1, 公司共有 1377 个经销商, 净增加 90 个。

● 新品丰富产品矩阵, 天津工厂增厚业绩

产品方面, 公司目前已形成固体奶茶系列(经典系列、美味系列)、果汁茶(三种口味, 定位新一代茶饮)、液体奶茶(MECO 牛乳茶、兰芳园系列)产品矩阵。此外, 5 月推出三种口味的轻奶茶及 8 月全新推出兰芳园鸳鸯奶茶, 有效补充和丰富公司产品线。渠道方面, 2019H1 果汁茶已实现铺货门店数 41.79 万家, 铺货率仅为 12.6%。香飘飘在网点数铺货占比仅有 48.9%, 市场铺货空间仍较大。产能方面, 公司目前有四个生产基地, 其中天津液体工厂正在进行调试, 预计四季度产能释放。

● 投资建议

预测 2019-2021 年 EPS 0.88/1.06/1.33 元, 对应 PE40/33/27, 维持“买入”评级。

● 风险提示

食品安全问题; 产品季节性风险; 果汁茶销量不及预期;

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,640	3,251	4,108	4,914	5,830
(+/-%)	10.5%	23.1%	26.4%	19.6%	18.6%
净利润(百万元)	268	315	369	445	559
(+/-%)	0.6%	17.5%	17.3%	20.5%	25.7%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.75	0.88	1.06	1.33
EBIT Margin	11.7%	10.9%	10.9%	11.0%	11.7%
净资产收益率(ROE)	13.9%	14.2%	14.9%	16.0%	17.6%
市盈率(PE)	43.62	51.14	40.17	33.32	26.52
EV/EBITDA	34.8	40.8	29.3	24.2	19.6
市净率(PB)	6.06	7.27	5.99	5.32	4.67

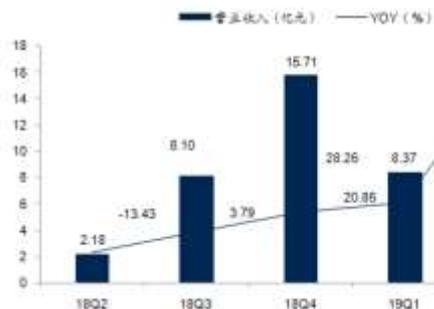
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

关键财务指标

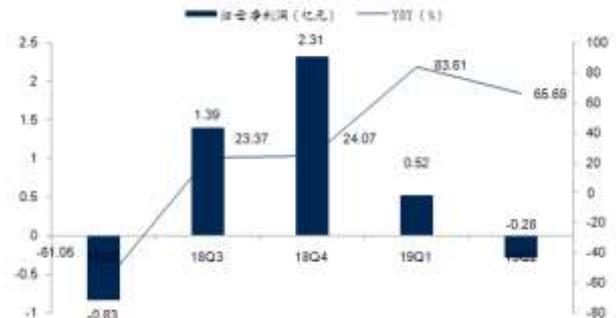
公司近五个季度营收、归母净利润呈现季节性波动，一四季度是公司销售旺季。随着果汁茶的放量，季节性波动有望得到改善。

图 1: 2018Q2-2019Q2 营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

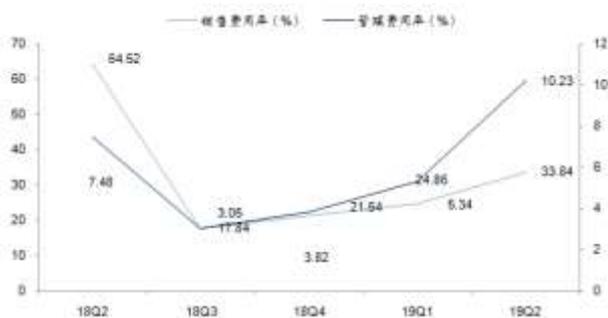
图 2: 2018Q2-2019Q2 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

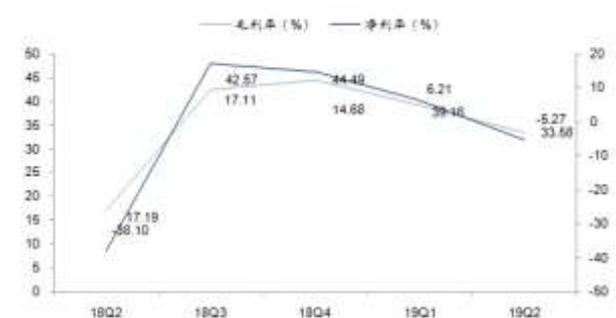
公司近五个季度销售费用率、管理费用率、毛利率和净利率波动正常，随着规模效应的不断显现，费用率有所下降，盈利能力有所提升，这一点在19Q2已体现。

图 3: 2018Q2-2019Q2 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: 2018Q2-2019Q2 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

香飘飘属于饮料类，我们选择同属于饮料类的伊利股份、养元饮品作比较。

可比公司简介:

伊利股份: 公司是国内乳业双龙头之一, 总部位于内蒙古呼和浩特, 于 1993 年成立, 1996 年上市。公司主要从事各类乳制品及健康饮品的加工、制造与销售活动, 旗下拥有液体乳、乳饮料、奶粉、冷冻饮品、酸奶、健康饮品、奶酪几大产品系列。据尼尔森零研数据显示, 公司常温及低温液态奶业务的零售额市占份额为 36.8%、16.6%, 公司婴幼儿配方奶粉的零售额市占份额为 5.8%。由荷兰合作银行发布的 2018 年度“全球乳业 20 强”榜单显示, 公司继续蝉联亚洲第一。

养元饮品：公司总部位于河北衡水，于 1997 年成立，2018 年上市。公司主要产品为同时标注“养元”商标、“六个核桃”商标的植物蛋白饮料核桃乳，具体品种主要有养元低糖精品型六个核桃核桃乳、养元（低糖）智汇养生六个核桃核桃乳、养元精研型六个核桃核桃乳和养元添加磷脂六个核桃核桃乳等。目前公司在原来衡水总部单一基地的基础上，已发展成为拥有河北衡水、安徽滁州、江西鹰潭三个自有生产基地和河南临颖、四川简阳两个委托加工基地的全国性布局，是我国核桃乳饮料产销量最大的企业。

表 1：可比公司估值

公司	投资 评级	市值 (亿)	股价(元) 2019-08-13	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
伊利股份	买入	1720	28.21	1.25	1.48	1.72	22.57	19.06	16.40
养元饮品	买入	323	30.65	2.75	3.02	3.36	11.15	10.15	9.12
平均	-			2.00	2.25	2.54	16.86	14.60	12.76
香飘飘	买入	148	35.38	0.88	1.06	1.33	40.17	33.32	26.52

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	1183	1184	1322	1596	营业收入	3251	4108	4914	5830
应收款项	56	56	81	112	营业成本	1938	2448	2922	3427
存货净额	153	196	233	274	营业税金及附加	27	31	36	43
其他流动资产	558	616	639	700	销售费用	800	1019	1224	1457
流动资产合计	1949	2053	2275	2681	管理费用	130	164	190	218
固定资产	1107	1409	1638	1793	财务费用	(10)	(17)	(17)	(21)
无形资产及其他	194	187	179	171	投资收益	13	2	2	2
投资性房地产	90	90	90	90	资产减值及公允价值变动	1	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	22	0	0	0
资产总计	3340	3738	4181	4734	营业利润	402	463	559	704
短期借款及交易性金融负债	0	30	30	30	营业外净收支	0	10	10	10
应付款项	392	653	700	775	利润总额	402	473	569	714
其他流动负债	688	534	616	699	所得税费用	88	103	124	155
流动负债合计	1081	1217	1346	1504	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	315	369	445	559
其他长期负债	44	48	51	54					
长期负债合计	44	48	51	54	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1125	1265	1397	1558	净利润	315	369	445	559
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(8)	(0)	(0)	(0)
股东权益	2215	2473	2785	3176	折旧摊销	66	103	127	150
负债和股东权益总计	3340	3738	4181	4734	公允价值变动损失	(1)	3	3	3
					财务费用	(10)	(17)	(17)	(21)
关键财务与估值指标					营运资本变动	126	8	47	29
每股收益	0.75	0.88	1.06	1.33	其它	8	0	0	0
每股红利	0.10	0.26	0.32	0.40	经营活动现金流	506	482	621	741
每股净资产	5.28	5.90	6.65	7.58	资本开支	(503)	(400)	(350)	(300)
ROIC	13%	15%	17%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	15%	16%	18%	投资活动现金流	(503)	(400)	(350)	(300)
毛利率	40%	40%	41%	41%	权益性融资	152	0	0	0
EBIT Margin	11%	11%	11%	12%	负债净变化	(110)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	14%	14%	支付股利、利息	(41)	(111)	(133)	(168)
收入增长	23%	26%	20%	19%	其它融资现金流	3	30	0	0
净利润增长率	18%	17%	21%	26%	融资活动现金流	(147)	(81)	(133)	(168)
资产负债率	34%	34%	33%	33%	现金净变动	(144)	2	138	274
息率	0.3%	0.7%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	1327	1183	1184	1322
P/E	47.1	40.2	33.3	26.5	货币资金的期末余额	1183	1184	1322	1596
P/B	6.7	6.0	5.3	4.7	企业自由现金流	(33)	59	248	415
EV/EBITDA	37.9	29.3	24.2	19.6	权益自由现金流	(140)	102	261	431

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