

香飘飘(603711)

2Q 业绩低点或是买入良机

——香飘飘跟踪报告

✉：张海涛 执业证书编号：S1230517080002
☎：021-80106029 李晓璐
✉：lixiaolu@stocke.com.cn

核心观点：

□ 公司基本面良好

2018Q4 公司营收同比增 21%，净利润同比增 24%；2019Q1 年公司营收同比增 28%，净利润同比增 84%。2019Q1 末公司的预收款为 2.12 亿元，显著高于 2018 年同期水平（仅为 8700 万元），同时应收账款和票据仅为 3000 万元，维持低位。我们认为刚刚过去的两个季度数据均表明公司的动销状况十分良好。

□ 果汁茶有望成为即饮板块的第一大单品

分品类看，冲泡类产品通过营销改革及渠道下沉保持了良好的增长态势，而广受关注的即饮类拳头产品果汁茶 2018Q3、2018Q4、2019Q1 分别实现营收 5612 万元、1.44 亿元、1.7 亿元，表现相当抢眼。果汁茶作为新晋网红茶饮料，目前在年轻群体中已经得到相当程度的认可，而渠道的铺设还处在初期阶段，未来的发展空间大。今年公司将聚焦 100 个左右的重点城市进行推广，若后期产能爬坡速度超预期，2019 年的果汁茶营收达到 8 亿元体量也并非不可能。此外，公司于 5 月 8 日推出即饮新品——轻奶茶，含三个口味（白桃乌龙、太妃奶红、抹茶拿铁），一杯容量 300ml，预计零售指导价与果汁茶接近，5-6 元/杯。据我们初步对比，这款产品在品类和价位等方面与竞品阿萨姆奶茶接近。

□ 预估净利润将进入快速上升期

从更远一点的视角看，我们认为公司已经迈入新一轮的成长周期，预计随着营收规模的扩大，将重新迎来净利润的快速上升期。对于市场普遍关注的新品果汁茶，其订单回转情况十分良好。目前液体产品线位于湖州和江门两地，产能爬坡的瓶颈目前已经得到较大幅度的缓解，利于公司顺利迎接销售旺季。

□ 盈利预测及评级

当前冲泡类产品按 1Q 数据计算仍占公司总营收的约 75%，因此 2Q 作为传统销售淡季，我们悲观假设下初步预估公司延续季节性亏损，但减亏。预计公司 2019-2021 年分别实现营收 41.71 亿元、49.52 亿元、58.59 亿元，同比分别增长 28%、19%、18%，归母净利润分别为 3.9 亿元、4.82 亿元、6.15 亿元，同比分别增长 24%、23%、28%，对应每股收益 0.93 元、1.15 元、1.47 元。5/13 收盘股价对应 2019 年和 2020 年市盈率分别为 33 倍和 27 倍。综上，我们认为本年 2 季度公司极可能是全年业绩低点，而紧接着 6 月份至 8 月份将进入即饮产品的销售旺季，因此当前时重申买入。

□ 风险因素

1、食材成本超预期上涨；2、包材成本超预期上涨；3、广告营销费用超预期增加却未能带来相应的营收增长。

评级

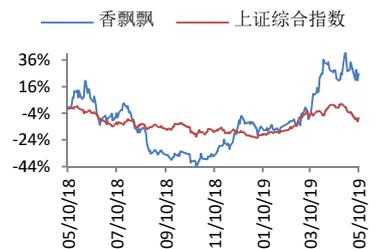
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥31.50

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2019	0.12
4Q/2018	0.55
3Q/2018	0.35
2Q/2018	-0.21



公司简介

“香飘飘”为知名杯装固体冲泡奶茶品牌，根据 AC 尼尔森数据，2016 年公司杯装奶茶市占率近 60%，远超第二名（优乐美约 30%）。2017 年之后陆续推出液体奶茶和液体茶饮料，有望成为公司新的增长点。

相关报告

- 《2019 年开局良好，1Q 利润增速超预期》2019.04.22
- 《顺利实现第一期股权激励目标》2019.03.28
- 《果汁茶销售旺季即将开启》2019.03.22
- 《开启新一轮成长周期》2019.03.07
- 《新业务蓝图渐清晰》2019.01.29

报告撰写人：张海涛

数据支持人：李晓璐

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	3251.09	4171.05	4951.79	5858.71
(+/-)	23.13%	28.30%	18.72%	18.32%
净利润	314.70	389.68	481.83	615.33
(+/-)	17.53%	23.82%	23.65%	27.71%
每股收益(元)	0.75	0.93	1.15	1.47
P/E	41.27	33.33	26.95	21.11

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1948.84	2405.64	2778.88	3437.23	营业收入	3251.09	4171.05	4951.79	5858.71
现金	1182.72	1782.37	2004.22	2578.71	营业成本	1938.03	2385.24	2775.03	3257.42
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	27.23	37.95	45.06	53.31
应收账款	47.65	70.38	92.28	82.98	营业费用	800.22	1041.58	1260.57	1485.57
其它应收款	8.14	31.20	33.53	32.72	管理费用	130.10	228.20	271.30	292.67
预付账款	95.37	119.37	150.99	166.85	研发费用	8.84	11.34	13.46	15.92
存货	152.79	188.57	228.71	260.93	财务费用	-10.11	-22.39	-28.29	-34.07
其他	462.17	213.75	269.15	315.02	资产减值损失	-0.98	4.92	8.00	9.47
非流动资产	1390.78	1651.01	1894.68	2143.42	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
金额资产类	18.80	18.80	18.80	18.80	投资净收益	13.26	4.32	2.00	2.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营收益	30.97	11.39	15.33	19.23
固定资产	828.50	1008.90	1232.02	1424.42	营业利润	402.00	499.91	623.98	799.65
无形资产	194.35	236.27	264.80	290.21	营业外收支	0.45	12.82	10.00	10.00
在建工程	278.19	296.51	279.28	323.00	利润总额	402.46	512.73	633.98	809.65
其他	70.94	90.54	99.78	86.98	所得税	87.76	123.06	152.16	194.32
资产总计	3339.62	4056.65	4673.56	5580.64	净利润	314.70	389.68	481.83	615.33
流动负债	1080.75	1272.04	1400.70	1691.48	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	314.70	389.68	481.83	615.33
应付款项	392.28	659.25	670.32	782.17	EBITDA	452.40	552.97	684.54	871.77
预收账款	247.61	294.93	331.96	417.75	EPS (最新摊薄)	0.75	0.93	1.15	1.47
其他	440.86	317.86	398.42	491.57	主要财务比率				
非流动负债	43.76	28.00	34.42	35.39		2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	43.76	28.00	34.42	35.39	营业收入增长率	23.13%	28.30%	18.72%	18.32%
负债合计	1124.51	1300.04	1435.12	1726.88	营业利润增长率	26.85%	24.36%	24.82%	28.15%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润增	17.53%	23.82%	23.65%	27.71%
归属母公司股东权益	2215.11	2756.61	3238.44	3853.77	获利能力				
负债和股东权益	3339.62	4056.65	4673.56	5580.64	毛利率	40.39%	42.81%	43.96%	44.40%
					净利率	9.68%	9.34%	9.73%	10.50%
					ROE	15.19%	15.68%	16.07%	17.35%
					ROIC	13.58%	13.52%	14.21%	15.29%
					偿债能力				
					资产负债率	33.67%	32.05%	30.71%	30.94%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.80	1.89	1.98	2.03
					速动比率	1.66	1.74	1.82	1.88
					营运能力				
					总资产周转率	1.06	1.13	1.13	1.14
					应收账款周转率	51.97	71.68	58.66	58.56
					应付账款周转率	5.26	5.11	4.82	5.00
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.75	0.93	1.15	1.47
					每股经营现金流(最新)	1.46	1.73	1.20	2.14
					每股净资产(最新摊薄)	5.28	6.57	7.72	9.19
					估值比率				
					P/E	41.27	33.33	26.95	21.11
					P/B	5.86	4.71	4.01	3.37
					EV/EBITDA	17.08	20.26	16.04	11.94

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>