

证券研究报告

公司研究——中报点评

香飘飘 (603711.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.08.05

王见鹿 行业分析师

执业编号: S1500517100001

联系电话: +86 21 61678591

邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

联系电话: +86 21 61678587

邮箱: biqiaochu@cindasc.com

相关研究

《20190805 香飘飘 (603711) 首次覆盖报告: 换个角度, 海阔天空》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

周期性波动不改发展本色, 看好即饮茶规模扩张带动盈利能力提升

2019年08月14日

事件: 香飘飘 2019年8月13日发布半年报。1H2019, 公司营业收入 13.77 亿元, 同比增长 58.26%; 归母净利润 0.24 亿元, 较去年同期的-0.55 亿元扭亏为盈; 扣非归母净利润为 0.0002 亿元, 刚过盈亏平衡线, 但较去年同期的-0.69 亿元有明显进步; 摊薄每股收益 0.06 元。

2Q2019 单季, 公司营业收入 5.40 亿元, 同比增长 148.22%; 归母净利润-0.28 亿元, 同比少亏 0.54 亿元; 扣非归母净利润-0.50 亿元, 同比少亏 0.36 亿元。公司单季度亏损的原因主要因 2Q 为相对淡季。1H2019 和 2Q2019, 公司毛利率分别为 36.97% 和 33.58%; 净利率分别为 1.71% 和 -5.27%。

点评:

➤ **果汁茶公司自推出后一整年销售 8 个亿, 成为引领潮流新爆款。**截止 1H2019, 公司的产品类型按销售规模排序分别为经典系列、好料系列、液体奶茶及果汁茶, 对应收入 4.67/2.44/0.63/5.88 亿元, 同比变动幅度为+7.90%/-18.34%/-50.60%/无。上半年固体奶茶整体收入为 7.11 亿元, 同比下降 2.8%, 主要原因是公司更换系列包装。固体奶茶业务上半年处于调整期, 为 3Q 升级新产品蓄力, 下半年为固体奶茶销售旺季, 鉴于 18 年 H2 固体奶茶销售额占比 74%, 全年完成 30.6 亿指引目标压力不大。液体奶茶收入下降主要由于公司销售重点为爆款果汁茶, 资源倾斜所致。果汁茶自 18 年 7 月推出后, 销售情况良好, 季度销售额环比大幅增长, 18Q3/18Q4/19Q1/19Q2 收入分别为 0.56/1.45/1.71/4.18 亿元, 一个销售财年贡献 7.89 亿收入, 成为软饮市场大爆款。即饮系列的推出弥补公司季节性缺陷, 19Q2 占收入比例 32.7%, 相比 18Q2 同期增加了 25.1 个百分点。分渠道来看, 1H2019 经销商、电子商务、出口、直营收入分别为 12.94/0.57/0.10/0.02 亿元, 增速分别为 57.16%/64.03%/1211.17%/无, 各个渠道均大幅增长。

➤ **从“以销订购”到“以销定产”, 市场动销情况良好。**公司主要采取“以销订购”模式进行采购, 供应链中心根据公司销售订单情况及公司与经销商共同制定的年度及月度销售计划, 制定公司年度及月度生产计划, 编制采购预算, 制订采购计划, 安排下达采购订单并追踪入库。同时, 坚持“以销定产”的生产模式有利于公司严格控制库存, 确保产品新鲜度, 更符合产品对原材料品质的需求。1H2019, 公司预收款 1.07 亿, 环比下降 1.05 亿元, 主要因果汁茶产能瓶颈缓解, “以销定产”订单常态化所致。分地区来看, 公司按销售规模排序的区域市场依次为华东、西南、华中、西北、华南、华北、东北, 对应收入 4.99/2.25/2.08/1.34/0.92/0.85/0.51 亿元, 同比增长 29.57%/60.38%/90.59%/55.26%/77.48%/120.19%/324.03%。强势区域华东达到 30% 增长, 非强势区域增速持续走高。值得一提的是, 果汁茶当前在全

国可售卖的终端网点的覆盖率仅为 12.6%，同时在公司在册网点数铺货占比也仅有 48.9%，在公司借助经销商的力量逐步实现终端扩张的基础上，果汁茶覆盖率提升空间广阔。截止 2019 年 6 月末，公司在全国共有 1377 家经销商，已经建立了基本覆盖国内大中型城市及县区的全国性销售网络。报告期内湖州，成都，天津等奶茶厂产能释放，同时渠道持续下沉带来市场需求增加。

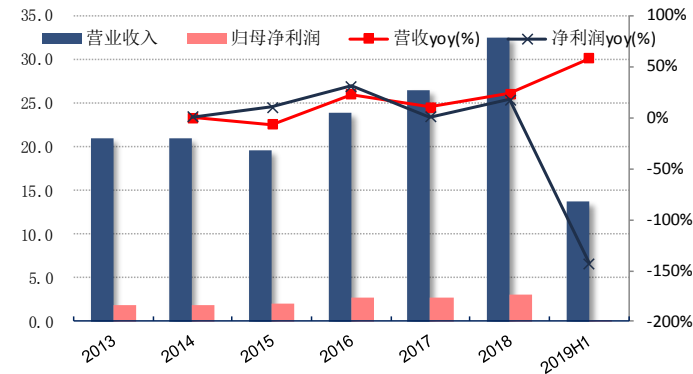
- **短期波动因销售淡季所致，盈利能力有望持续提升。**公司毛利率 2Q 普遍较低，主要因为公司生产淡季，产能利用率不够高，导致单位成本中枢上移。这一情形类比啤酒企业，其对应淡季 4Q 也往往录得单季度亏损，并不代表公司没有长期盈利能力。但是今年果汁茶弥补公司产品强季节性特点，同时 2Q 经销商积极采购，体现为毛利率环比下降幅度缩小，达到 36.97%，同比提升 6.02 个百分点。我们判断随着果汁茶销售规模的进一步提升，下半年毛利率将进一步改善（见图 3-4）。费用率每季度绝对值变化不大，因为费用的投放一方面是保证公司的稳定经营需要的固定费用，另一方面是保证在新品投放时有足够的造势。全年四项费用率合计为 35.80%，同比下降 6.33 个百分点。其中，占比最大销售费用率为 28.38%，大幅下降了 8.09 个百分点，销售费用的提升主要由于广告费、市场推广费等费用增长所致，同时今年运费成本达到 7907 万元，增长 113%，对应的是果汁茶相对固体奶茶单箱净重增加。管理费用率为 7.26%，主要系公司股权激励费用计提 3181 万元；研发费用率 1.31%，增加了 0.89 个百分点，主要由研发新品及湖州工厂技改导致；财务费用率 0.16% 基本平稳。综上所述，我们认为随着公司新财年（公司与经销商以 7 月 1 日-次年 6 月 30 日为记账周期）的到来以及 4Q 备货旺季临近，2H19 的业绩将环比改善。且公司果汁茶规模增长会进一步降低公司单位成本，抹平公司产品过度单一的季节性影响，逐步释放前期的培育成果。
- **盈利预测与评级：**我们预计香飘飘 19-21 年归母净利润 3.80/4.88/6.24 亿元，增速 20.88%/28.40%/ 27.70%；EPS（摊薄）为 0.91 元/1.16 元/1.49 元。维持公司“买入”评级。
- **股价催化剂：**1) 解决产能瓶颈问题，把握国内消费市场。2) 利润拐点将在 2019 年出现。
- **风险因素：**1) 新品市场反应不及预期；2) 传统产品增长放缓；3) 产品生命周期较短；4) 竞争对手低价倾销，销售费用率高企；5) 公司募投项目产能实施情况尚不确定，投产后产能利用率过低。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	2,640.38	3,251.09	4,231.39	5,419.95	6,869.41
增长率 YoY %	10.49%	23.13%	30.15%	28.09%	26.74%
归属母公司净利润(百万元)	267.77	314.70	380.42	488.46	623.74
增长率 YoY%	0.63%	17.53%	20.88%	28.40%	27.70%
毛利率%	40.20%	40.39%	41.34%	41.52%	42.00%
净资产收益率 ROE%	16.78%	15.19%	15.82%	17.20%	18.37%
EPS(摊薄)(元)	0.64	0.75	0.91	1.16	1.49
市盈率 P/E(倍)	55	47	39	30	24
市净率 P/B(倍)	7.70	6.70	5.72	4.81	4.00

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

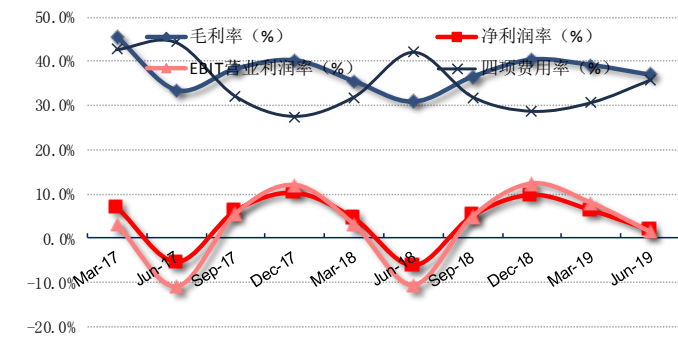
注: 股价为2019年8月13日收盘价

图 1 公司 2013-1H2019 营业收入和归母净利润及增速(亿元, %)

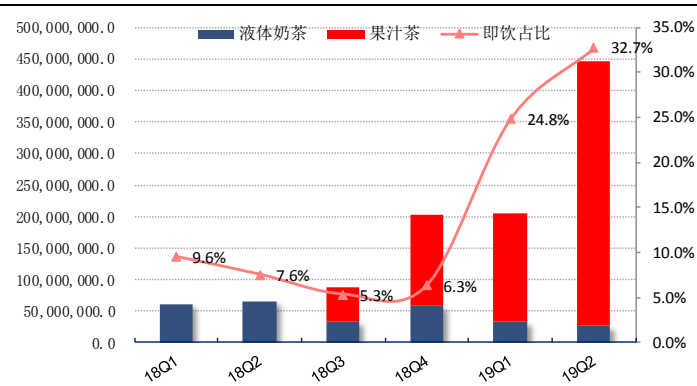


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

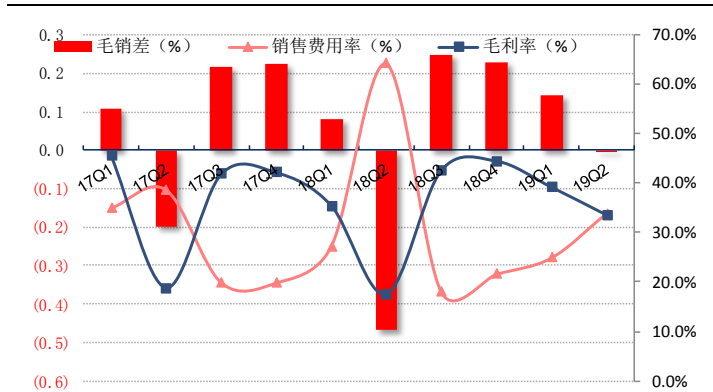
图 2 毛利率、净利率率、营业利润率和四项费用率情况 (%)



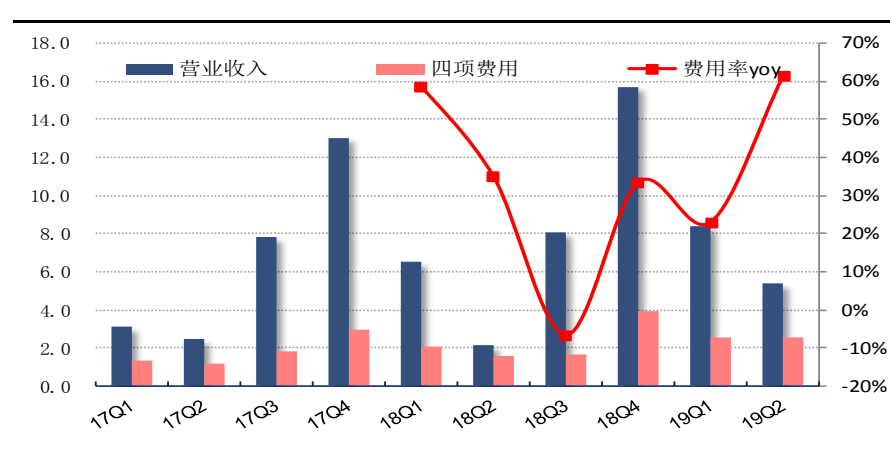
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 3 公司即饮系列收入及占比 (元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 4 毛销差同比大幅改善 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 5 费用和收入对比情况 (亿元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,809.99	1,948.84	2,401.60	3,355.36	4,486.27
货币资金	1,327.17	1,182.72	1,551.44	2,399.77	3,405.11
应收票据	4.25	0.19	0.24	0.31	0.40
应收账款	77.65	47.47	61.78	79.13	100.29
预付账款	101.01	95.37	122.15	155.97	196.07
存货	141.09	152.79	195.68	249.86	314.10
其他	158.82	470.31	470.31	470.31	470.31
非流动资产	997.87	1,390.78	1,754.98	1,947.06	2,095.62
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	609.81	828.50	1,202.29	1,547.20	1,656.82
无形资产	185.35	194.35	209.58	230.19	244.48
其他	202.71	367.94	343.12	169.67	194.33
资产总计	2,807.87	3,339.62	4,156.58	5,302.42	6,581.90
流动负债	738.96	1,080.75	1,517.29	2,174.67	2,830.40
短期借款	0.00	0.00	197.58	559.67	860.00
应付票据	35.00	8.00	10.25	13.08	16.45
应付账款	353.21	384.28	492.17	628.44	790.01
其他	350.75	688.47	817.29	973.48	1,163.95
非流动负债	141.26	43.76	43.76	43.76	43.76
长期借款	109.77	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	31.49	43.76	43.76	43.76	43.76
负债合计	880.22	1,124.51	1,561.04	2,218.43	2,874.16
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1,927.65	2,215.11	2,595.54	3,083.99	3,707.74
负债和股东权益	2,807.87	3,339.62	4,156.58	5,302.42	6,581.90

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,640.38	3,251.09	4,231.39	5,419.95	6,869.41
同比(%)	10.49%	23.13%	30.15%	28.09%	26.74%
归属母公司净利润	267.77	314.70	380.42	488.46	623.74
同比(%)	0.63%	17.53%	20.88%	28.40%	27.70%
毛利率(%)	40.20%	40.39%	41.34%	41.52%	42.00%
ROE%	16.78%	15.19%	15.82%	17.20%	18.37%
EPS(摊薄)(元)	0.64	0.75	0.91	1.16	1.49
P/E	55	47	39	30	24
P/B	7.70	6.70	5.72	4.81	4.00
EV/EBITDA	34.92	31.25	24.03	18.89	14.95

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,640.38	3,251.09	4,231.39	5,419.95	6,869.41
营业成本	1,578.93	1,938.03	2,482.14	3,169.41	3,984.21
营业税金及附加	20.24	27.23	35.43	45.39	57.53
销售费用	617.23	800.22	1,075.66	1,377.81	1,746.27
管理费用	114.31	130.10	167.41	214.43	271.78
研发费用	0.00	8.84	11.50	14.73	18.67
财务费用	-7.61	-10.11	-8.65	-6.25	5.39
减值损失合计	7.32	-0.98	2.07	3.04	1.69
投资净收益	3.49	13.26	6.03	7.59	8.96
其他	3.47	30.97	17.73	24.57	21.15
营业利润	316.92	402.00	489.58	633.56	813.99
营业外收支	28.36	0.45	17.65	17.72	17.67
利润总额	345.28	402.46	507.23	651.28	831.66
所得税	77.52	87.76	126.81	162.82	207.91
净利润	267.77	314.70	380.42	488.46	623.74
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	267.77	314.70	380.42	488.46	623.74
EBITDA	408.37	474.80	625.74	815.13	1,050.15
EPS(当年)(元)	0.67	0.75	0.91	1.16	1.49

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	105.47	613.22	647.45	833.89	1,062.73
净利润	267.77	314.70	380.42	488.46	623.74
折旧摊销	52.41	67.68	111.84	151.08	182.56
财务费用	10.68	4.66	6.67	12.78	35.93
投资损失	-3.49	-13.26	-6.03	-7.59	-8.96
营运资金变动	-219.10	231.17	152.85	186.83	228.13
其它	-2.79	8.27	1.70	2.33	1.33
投资活动现金流	-407.06	-763.93	-469.65	-334.86	-321.81
资本支出	-344.85	-484.19	-475.68	-342.45	-330.77
长期投资	1,416.63	1,027.76	6.03	7.59	8.96
其他	-1,478.84	-1,307.50	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	473.94	-13.63	190.91	349.31	264.41
吸收投资	530.34	151.82	0.00	0.00	0.00
借款	49.80	-109.77	197.58	362.08	300.33
支付利息或股息	103.31	41.16	6.67	12.78	35.93
现金流净增加额	173.13	-164.60	368.72	848.33	1,005.34

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。