

杯装、液体奶茶齐增长，17经营年业绩向好

投资要点

- 业绩总结：**公司2018年上半年实现营业收入8.7亿元，同比增长55.4%；实现归母净利润-5459万元，同比-78.9%，扣非-6858万元，同比-49.4%。其中，Q2实现营业收入2.2亿元，同比-13.4%；实现归母净利润-8289万元，较去年同期亏损有所扩大。业绩符合市场预期。
- 固体奶茶恢复性增长，液体奶茶新品放量，17经营年业绩向好。**1、由于公司产品旺销主要在春节前后，故春节时点对自然年业绩波动影响较大，按公司经营年分析业绩较为客观。17经营年（17H2+18H1）公司实现收入约29.2亿元（不含其它业务收入），同比+32%。分产品看，椰果系列实现收入16.3亿元，美味系列实现9.9亿元，固体奶茶合计26.2亿元，同比+20.8%。固体奶茶在过去几年陷入瓶颈后重拾增长态势，主要原因：1) 美味系列的推出对传统椰果奶茶的升级，解决产品老化问题，更好地迎合消费升级需求，目前美味系列在固体奶茶中占比达44%；2) 公司进行“春困、秋乏、冬旺三大战”的营销活动，效果显著，有效激发市场需求。液体奶茶meco和兰芳园合计实现收入3亿，新品放量贡献增量收入显著。从经营年角度来看，公司业绩向好，较以往经营年个位数增长明显加速。2、就2018自然年上半年经营情况，18H1、18Q1、18Q2收入增速分别是55%、114%、-13.4%，Q1增速快主要受春节滞后影响以及液体奶茶旺销，Q2是传统淡季，增速放缓因为Q1出货较多以及17Q2基数较高。H1美味系列、椰果系列和液体奶茶分别实现3.2亿元(+97.5%)、4.1亿(+18.7%)、1.3亿(+205%)，固体奶茶恢复性增长，美味系列升级替代趋势明显，液体奶茶聚焦精准营销，呈现快速放量态势。1) 分渠道看，经销渠道仍是主力(占比96%)，电商渠道低基数下同比+201%，新开辟的国外市场亦贡献74万元收入。2) 分区域看，华东、华南、东北等市场增速较快，主要是因为液体奶茶的推广以及渠道的不断下沉。公司当前拥有1215名经销商，相比较17年末增加41名，公司在注重经销商扩容同时也进行优势劣汰，提升经销商队伍的战斗力。
- 新品拖累整体毛利率，淡季持续高费用投入致使Q2亏损加大。**1、公司H1整体毛利率30.95%，同比下降2.6pp，主要原因系占比不断提升的新品液体奶茶和美味系列毛利率较低，公司已在5月对美味系列提价，液体奶茶随销量增加毛利率亦有提升空间，整体毛利率有望改善。2、新品推广需要高费用投入，尤其是Q2淡季，公司加大对液体奶茶的品牌宣传、渠道推广及销售人力的投入，

| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2640.38 | 3182.64 | 3654.57 | 4187.44 |
| 增长率 | 10.49% | 20.54% | 14.83% | 14.58% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 267.77 | 296.32 | 378.01 | 470.82 |
| 增长率 | 0.63% | 10.66% | 27.57% | 24.55% |
| 每股收益EPS(元) | 0.67 | 0.74 | 0.94 | 1.18 |
| 净资产收益率ROE | 13.89% | 13.65% | 15.19% | 16.32% |
| PE | 29 | 26 | 20 | 16 |
| PB | 4.02 | 3.57 | 3.11 | 2.68 |

数据来源：Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：李光歌
执业证号：S1250517080001
电话：021-58351839
邮箱：lgg@swsc.com.cn

联系人：周金菲
电话：0755-23614240
邮箱：zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 4.00 |
| 流通A股(亿股) | 0.40 |
| 52周内股价区间(元) | 19.36-34.87 |
| 总市值(亿元) | 77.44 |
| 总资产(亿元) | 24.31 |
| 每股净资产(元) | 4.58 |

相关研究

1. 香飘飘(603711)：杯装奶茶领导者，打造液体奶茶新增长极 (2018-07-24)

致使 Q2 亏损加大。销售费用同比+54.7%，销售费用率维持在 36.5%较高水平。由于收入快速增长，管理费用率下降 1.75pp，三费率下降 2.2pp 至 42.1%。

- **固体奶茶增长仍有空间，液体奶茶+果汁茶放量打造新增长极。** 1、公司杯装奶茶销售规模超 24 亿，高市占率下仍有增长空间：1) 迎合消费者的产品结构升级将创造新的消费需求；2) 持续优化固体奶茶的深耕细作及渠道下沉，不断挖掘三线及以下城市的消费增长机会及潜力。2、公司新品“meco”和兰芳园液体奶茶已经获得市场认可，加上新推出新式茶饮“meco 蜜谷”果汁茶，与传统固体奶茶在消费情景、消费人群、季节性上形成完美互补，打造新增长极。同时液体饮品的推出也解决了经销商在传统淡季业务瓶颈问题，实现双赢。3、公司持续推进经销商的三专化（专营、专职、专项奖励），将有效提升经营效率和渠道推动力。随着公司产品矩阵和经销体系的完善，业绩有望进入新的快速增长期。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年收入复合增速为 16.6%，归母净利润复合增速为 20.7%，EPS 分别为 0.74、0.94、1.18 元，对应 PE 分别为 26X、20X、16X，维持“增持”评级。
- **风险提示：** 原材料价格或大幅波动，募投项目进度或不及预期，液体奶茶销售或不及预期。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 现金流量表 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 2640.38 | 3182.64 | 3654.57 | 4187.44 | 净利润 | 267.77 | 296.32 | 378.01 | 470.82 |
| 营业成本 | 1578.93 | 1879.83 | 2106.98 | 2363.72 | 折旧与摊销 | 52.41 | 87.27 | 100.92 | 117.24 |
| 营业税金及附加 | 20.24 | 24.40 | 28.02 | 32.10 | 财务费用 | -7.61 | -14.15 | -16.75 | -15.23 |
| 销售费用 | 617.23 | 795.66 | 913.64 | 1046.86 | 资产减值损失 | 7.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 114.31 | 137.81 | 158.24 | 175.87 | 经营营运资本变动 | -351.66 | 177.80 | 36.18 | 43.29 |
| 财务费用 | -7.61 | -14.15 | -16.75 | -15.23 | 其他 | 137.24 | -3.40 | -1.40 | -3.73 |
| 资产减值损失 | 7.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 105.47 | 543.83 | 496.95 | 612.39 |
| 投资收益 | 3.49 | 3.00 | 3.00 | 3.00 | 资本支出 | -292.68 | -200.00 | -200.00 | -200.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -114.38 | 3.00 | 3.00 | 3.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -407.06 | -197.00 | -197.00 | -197.00 |
| 营业利润 | 316.92 | 362.10 | 467.43 | 587.12 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 28.36 | 20.00 | 20.00 | 20.00 | 长期借款 | 49.80 | -109.77 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 345.28 | 382.10 | 487.43 | 607.12 | 股权融资 | 508.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 77.52 | 85.78 | 109.43 | 136.30 | 支付股利 | -112.10 | -53.55 | -59.26 | -75.60 |
| 净利润 | 267.77 | 296.32 | 378.01 | 470.82 | 其他 | 28.11 | 14.15 | 16.75 | 15.23 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 473.94 | -149.17 | -42.51 | -60.37 |
| 归属母公司股东净利润 | 267.77 | 296.32 | 378.01 | 470.82 | 现金流量净额 | 173.13 | 197.66 | 257.44 | 355.02 |
| 资产负债表 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 财务分析指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 1327.17 | 1524.83 | 1782.27 | 2137.29 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 210.20 | 199.16 | 237.75 | 271.78 | 销售收入增长率 | 10.49% | 20.54% | 14.83% | 14.58% |
| 存货 | 141.09 | 168.53 | 187.35 | 211.15 | 营业利润增长率 | 4.53% | 14.25% | 29.09% | 25.60% |
| 其他流动资产 | 131.53 | 158.55 | 182.06 | 208.60 | 净利润增长率 | 0.63% | 10.66% | 27.57% | 24.55% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 11.44% | 20.32% | 26.74% | 24.93% |
| 投资性房地产 | 19.29 | 19.29 | 19.29 | 19.29 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 659.60 | 774.83 | 876.41 | 961.67 | 毛利率 | 40.20% | 40.93% | 42.35% | 43.55% |
| 无形资产和开发支出 | 185.35 | 183.02 | 180.69 | 178.35 | 三费率 | 27.42% | 28.89% | 28.87% | 28.84% |
| 其他非流动资产 | 133.64 | 133.47 | 133.31 | 133.14 | 净利润率 | 10.14% | 9.31% | 10.34% | 11.24% |
| 资产总计 | 2807.87 | 3161.68 | 3599.11 | 4121.28 | ROE | 13.89% | 13.65% | 15.19% | 16.32% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 9.54% | 9.37% | 10.50% | 11.42% |
| 应付和预收款项 | 729.59 | 948.62 | 1065.97 | 1191.38 | ROIC | 43.06% | 32.99% | 40.31% | 45.81% |
| 长期借款 | 109.77 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 13.70% | 13.67% | 15.09% | 16.46% |
| 其他负债 | 40.86 | 42.65 | 44.00 | 45.52 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 880.22 | 991.27 | 1109.96 | 1236.90 | 总资产周转率 | 1.06 | 1.07 | 1.08 | 1.08 |
| 股本 | 400.01 | 400.01 | 400.01 | 400.01 | 固定资产周转率 | 5.75 | 5.05 | 5.36 | 5.60 |
| 资本公积 | 468.13 | 468.13 | 468.13 | 468.13 | 应收账款周转率 | 58.08 | 45.51 | 53.30 | 50.55 |
| 留存收益 | 1059.51 | 1302.28 | 1621.02 | 2016.24 | 存货周转率 | 13.57 | 12.10 | 11.76 | 11.77 |
| 归属母公司股东权益 | 1927.65 | 2170.41 | 2489.15 | 2884.37 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 110.65% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1927.65 | 2170.41 | 2489.15 | 2884.37 | 资产负债率 | 31.35% | 31.35% | 30.84% | 30.01% |
| 负债和股东权益合计 | 2807.87 | 3161.68 | 3599.11 | 4121.28 | 带息债务/总负债 | 12.47% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 业绩和估值指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 流动比率 | 2.45 | 2.14 | 2.22 | 2.35 |
| EBITDA | 361.72 | 435.21 | 551.60 | 689.13 | 速动比率 | 2.26 | 1.96 | 2.04 | 2.17 |
| PE | 28.92 | 26.13 | 20.49 | 16.45 | 股利支付率 | 41.86% | 18.07% | 15.68% | 16.06% |
| PB | 4.02 | 3.57 | 3.11 | 2.68 | 每股指标 | | | | |
| PS | 2.93 | 2.43 | 2.12 | 1.85 | 每股收益 | 0.67 | 0.74 | 0.94 | 1.18 |
| EV/EBITDA | 17.52 | 13.85 | 10.46 | 7.86 | 每股净资产 | 4.82 | 5.43 | 6.22 | 7.21 |
| 股息率 | 1.45% | 0.69% | 0.77% | 0.98% | 每股经营现金 | 0.26 | 1.36 | 1.24 | 1.53 |
| | | | | | 每股股利 | 0.28 | 0.13 | 0.15 | 0.19 |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|--------|--------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 汪文沁 | 机构销售 | 021-68415380 | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 机构销售 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 机构销售 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 陈乔楚 | 机构销售 | 18610030717 | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 机构销售 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| | 贾乔真 | 机构销售 | 18911542702 | 18911542702 | jqz@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 机构销售 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyl@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 机构销售 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |