

果汁茶强势放量，即饮板块打造第二增长曲线

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年年报，全年实现收入 32.51 亿元 (+23.1%)，归母净利润 3.15 亿元 (+17.5%)。其中 18Q4 实现收入 15.7 亿元 (+21%)，归母净利润 2.3 亿元 (+24%)，同时公司拟每 10 股派发现金股息 2.5 元 (含税)。2019 年公司预计实现销售收入 39 亿 (+20%)，净利润 3.4 亿元 (+10%)。
- **冲泡与即饮齐增长，果汁茶新品开局表现优异。**公司在 17/18 年相继推出液体奶茶、果汁茶，加码即饮板块，目前已经形成清晰的产品矩阵。分产品来看：1) 冲泡业务合计实现收入 28 亿 (+17%)，其中经典系列 17.72 亿 (+10.5%)、好料系列 10.32 亿 (+29.9%)。在品类重新定位和渠道精细化运作下，传统冲泡业务保持 10%+ 的恢复性增长态势，2018 年市占率达 63%，龙头地位遥遥领先。2) 液体奶茶牛乳茶和兰芳园合计实现收入 2.18 亿元，同比略有增长，在收缩聚焦核心市场和核心消费群体后，牛乳茶和兰芳园虽然增速出现放缓，动销表现明显好转，目前渠道库存相对良性。3) 果汁茶自 7 月推出，在未投费用且产能供应不足的情况下实现销量突破 500 万箱，销售收入达 2 亿元，作为新品开局表现优异，随着江门和天津的产能逐步投产，果汁茶有望在 19 年快速放量。
- **销售端高举高打，即饮新品影响整体毛利率，盈利能力存在改善空间。**1、公司奶茶业务整体毛利率 46.7%，同比基本持平，冲泡奶茶在好料系提价和产品结构优化下毛利率提升 0.8pp，液体奶茶及果汁茶由于产量较低折旧高导致毛利率短暂性较低，随着放量毛利率有望达到 40% 以上。2、公司销售费用同比 +30%，在广告和市场推广上继续高投入，在各大主流媒体、社交平台保持曝光度，打造 meco 新品牌形象；管理费用同比 +29.6%，主要系增加 1060 万的股权激励费用。公司整体三费率 (含研发费用) 达 28.6%，同比提升 1.2pp，净利率下降 0.28pp 至 9.86%。考虑到公司未来三年即饮板块将快速放量且规模效应带动毛利率提升、费用率下降，公司盈利能力存在较大改善空间。
- **即饮板块打造第二增长曲线，重视第一阶段投资机会。**1、传统冲泡业务增速逐步放缓，公司积极寻求突破，以液体奶茶与果汁茶为代表的即饮业务有望成为公司第二增长曲线。短期看果汁茶放量为收入和利润带来高弹性，长期看即饮板块再造一个“香飘飘”。2、历史证明新品的爆发能够有效带动公司业绩和市值的提升，果汁茶放量将是香飘飘最核心的上涨逻辑。果汁茶的产品属性、公司渠道和产能能够支持数十亿的规模体量，以目前的态势看，果汁茶成长为超级大单品概率大。对应投资机会，新品爆发初期对业绩和估值的影响弹性最大，投资新品处于放量初期公司将获得比较明显的超额收益，而香飘飘果汁茶目前正处于放量初期，逻辑即将进入数据验证期，当市场预期从分歧到一致，将有较好市场表现，务必重视第一阶段投资机会。
- **盈利预测与评级。**预计 2019-2021 年收入分别为 40.9 亿元、51.2 亿元、61.6 亿元，归母净利润分别为 3.6 亿元、4.7 亿元、6.4 亿元，三年复合增速 26%，EPS 分别为 0.86 元、1.11 元、1.52 元，对应动态 PE 分别为 38 倍、29 倍、21 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动；新品果汁茶放量或不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3251.09	4091.82	5118.10	6160.37
增长率	23.13%	25.86%	25.08%	20.36%
归属母公司净利润 (百万元)	314.70	359.67	466.58	635.60
增长率	17.53%	14.29%	29.72%	36.23%
每股收益 EPS (元)	0.75	0.86	1.11	1.52
净资产收益率 ROE	14.21%	14.32%	16.05%	18.43%
PE	43	38	29	21
PB	6.15	5.43	4.69	3.95

数据来源: Wind, 西南证券

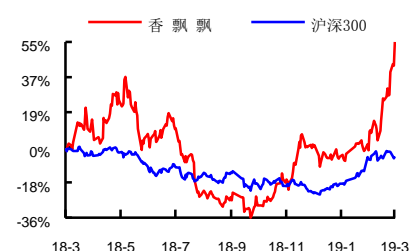
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
 执业证号: S1250513110001
 电话: 023-63786049
 邮箱: zhzh@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)	4.19
流通 A 股(亿股)	0.46
52 周内股价区间(元)	13.36-32.5
总市值(亿元)	136.29
总资产(亿元)	33.40
每股净资产(元)	5.28

相关研究

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3251.09	4091.82	5118.10	6160.37	净利润	314.70	359.67	466.58	635.60
营业成本	1938.03	2422.77	3045.02	3610.76	折旧与摊销	67.68	70.63	92.97	114.33
营业税金及附加	27.23	34.27	42.86	51.59	财务费用	-10.11	-8.18	-7.68	-7.39
销售费用	800.22	990.22	1230.90	1447.69	资产减值损失	-0.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	130.10	212.77	230.31	264.90	经营营运资本变动	54.99	92.38	103.45	96.44
财务费用	-10.11	-8.18	-7.68	-7.39	其他	186.93	-9.73	-8.27	-10.91
资产减值损失	-0.98	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	613.22	504.76	647.05	828.06
投资收益	13.26	10.00	10.00	10.00	资本支出	-489.46	-400.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-274.47	-40.00	-40.00	-40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-763.93	-440.00	-340.00	-340.00
营业利润	402.00	449.97	586.68	802.84	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.45	10.00	10.00	10.00	长期借款	-109.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	402.46	459.97	596.68	812.84	股权融资	164.59	0.00	0.00	0.00
所得税	87.76	100.30	130.11	177.24	支付股利	0.00	-62.94	-71.93	-93.32
净利润	314.70	359.67	466.58	635.60	其他	-68.46	28.18	27.68	27.39
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-13.63	-34.76	-44.26	-65.92
归属母公司股东净利润	314.70	359.67	466.58	635.60	现金流量净额	-164.60	30.00	262.80	422.14
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1182.72	1212.72	1475.52	1897.66	成长能力				
应收和预付款项	151.16	230.92	285.46	334.80	销售收入增长率	23.13%	25.86%	25.08%	20.36%
存货	152.79	190.73	238.06	283.57	营业利润增长率	26.85%	11.93%	30.38%	36.84%
其他流动资产	462.17	581.69	727.58	875.75	净利润增长率	17.53%	14.29%	29.72%	36.23%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	27.05%	11.50%	31.14%	35.39%
投资性房地产	17.97	17.97	17.97	17.97	获利能力				
固定资产和在建工程	1106.69	1438.96	1648.89	1837.47	毛利率	40.39%	40.79%	40.50%	41.39%
无形资产和开发支出	194.35	192.04	189.73	187.42	三费率	28.30%	29.20%	28.40%	27.68%
其他非流动资产	71.78	121.18	170.59	219.99	净利率	9.68%	8.79%	9.12%	10.32%
资产总计	3339.62	3986.21	4753.80	5654.63	ROE	14.21%	14.32%	16.05%	18.43%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.42%	9.02%	9.81%	11.24%
应付和预收款项	914.52	1202.80	1502.37	1792.40	ROIC	29.23%	24.25%	27.15%	33.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.14%	12.52%	13.13%	14.77%
其他负债	209.99	271.57	344.94	413.47	营运能力				
负债合计	1124.51	1474.37	1847.31	2205.86	总资产周转率	1.06	1.12	1.17	1.18
股本	419.35	419.35	419.35	419.35	固定资产周转率	4.52	4.24	4.21	4.31
资本公积	613.37	613.37	613.37	613.37	应收账款周转率	51.97	67.50	60.25	59.81
留存收益	1334.21	1630.94	2025.58	2567.86	存货周转率	13.15	14.09	14.13	13.76
归属母公司股东权益	2215.11	2511.85	2906.49	3448.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.94%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2215.11	2511.85	2906.49	3448.77	资产负债率	33.67%	36.99%	38.86%	39.01%
负债和股东权益合计	3339.62	3986.21	4753.80	5654.63	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.80	1.57	1.55	1.61
					速动比率	1.66	1.44	1.41	1.48
					股利支付率	0.00%	17.50%	15.42%	14.68%
					每股指标				
					每股收益	0.75	0.86	1.11	1.52
					每股净资产	5.28	5.99	6.93	8.22
					每股经营现金	1.46	1.20	1.54	1.97
					每股股利	0.00	0.15	0.17	0.22
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	459.58	512.41	671.98	909.77					
PE	43.31	37.89	29.21	21.44					
PB	6.15	5.43	4.69	3.95					
PS	4.19	3.33	2.66	2.21					
EV/EBITDA	26.82	23.90	17.76	12.60					
股息率	0.00%	0.46%	0.53%	0.68%					

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。

本报告版权为西南证券所有，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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn