

新品口碑超预期，香飘飘新赛道有望二次腾飞

——香飘飘（603711）2018 年财报点评

2019 年 03 月 28 日

强烈推荐/首次

香飘飘

财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001	
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017	
吴文德	研究助理		
	wuwd@dxzq.net.cn	010-66554025	

事件：

3 月 27 日，公司发布 2018 年年报，2018 年公司实现营业收入 32.5 亿元，同比增加 23.13%；实现归母净利润 3.15 亿元，同比增加 17.53%。其中，Q4 公司实现营收 15.71 亿元，同比增加 20.85%，实现归母净利润 2.31 亿元，同比增加 24.07%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	251.28	780.47	1300.05	652.37	217.53	810.07	1571.12
增长率（%）	-	-	-	111.41%	-13.43%	3.79%	20.85%
毛利率（%）	18.93%	41.78%	42.12%	35.54%	17.19%	42.57%	44.49%
期间费用率（%）	46.44%	22.01%	22.29%	31.86%	72.94%	20.07%	24.89%
营业利润率（%）	-28.12%	17.38%	18.65%	3.07%	-51.69%	21.65%	20.30%
净利润（百万元）	-51.47	112.34	185.93	28.30	-82.89	138.59	230.69
增长率（%）	-	-	-	35.04%	61.05%	23.37%	24.07%
每股盈利（季度，元）	-0.14	0.31	0.46	0.07	-0.21	0.35	0.55
资产负债率（%）	-	42.44%	31.35%	21.19%	24.60%	28.65%	33.67%
净资产收益率（%）	-	9.11%	9.65%	1.45%	-4.52%	7.03%	10.41%
总资产收益率（%）	-	5.24%	6.62%	1.14%	-3.41%	5.02%	6.91%

观点：

➤ **公司品类逐步扩张，产品结构持续优化。**公司 2018 年实现营业收入 32.5 亿元，同比增长 23.13%。分季度来看，公司 Q1-Q4 实现营收 6.52/2.18/8.1/15.71 亿元，同比 111.41%/-13.43%/3.79%/20.85%，营收占比分别为 20.07%/6.69%/24.92%/48.33%。营收增速在二季度下滑的主要原因是由于杯装奶茶一般为热饮，具有较强的季节性。为了应对季节性的影响，公司先后推出了液体奶茶和果汁茶，进一步平滑了季节性影响。分产品来看，公司杯装奶茶、液体奶茶和果汁茶的营收占比分别为 86.75%/6.72%/6.71%，公司目前已经形成了“香飘飘”品牌的固体奶茶、“MECO 蜜谷”品牌的果汁茶、“MECO”品牌的牛乳茶和“兰芳园”品牌的液体奶茶所形成的品牌及产品矩阵，产品的丰富度得到了显著的提升。另一方面，公司三类产品涵盖了不同的消费层级，且中高端产品的增速强劲，固体高级杯装奶茶增速 32.06%，比普通杯装奶茶增速高 20.69pct，此外新品的推出也呈现了高级化趋势。随

随着公司产品品类的扩张和结构的持续优化, 公司季节性影响将被弱化, 中端价格有所提升, 未来业绩持续增长可期。

- **产能支撑新品扩张, 为公司营收提供持续动力。**我们认为公司销售收入持续增长的动力来自两方面, 一是公司新品果汁茶供不应求, 增长空间大。2018 年 7 月推出新品果汁茶之后, 公司立即推向市场, 首先打入校园场景, 紧接着铺货 KA 系统, 供不应求。二是公司产能扩张以支撑新品市场的开拓。果汁茶受制于产能的瓶颈, 为了解决此问题, 公司分别在湖州、江门和天津新建产线, 预计相关工程将于 19 年竣工并投产, 届时果汁茶大概率放量增长, 成为公司营收增长的重要来源。随着公司产品品类的扩张和渠道的不断完善, 加之产能对销量的支撑, 预计公司未来销量仍将延续高增长态势。
- **渠道扩张有条不紊, 营销体系不断完善。**公司目前拥有经销商 1287 家, 基本覆盖全国大中型城市及县区, 目前公司仍在全国范围内招募果汁茶经销商, 并希望下沉到县级代理, 实现现有渠道的深耕。另一方面, 公司运用“兰芳园”液体奶茶挖掘一线和新一线城市的便利店渠道, 对现有渠道进行补充。此外, 公司也积极发展电商渠道和海外渠道, 18 年电商渠道实现营收 7854.3 万元, 同比增长 100.16%; 18 年公司也首次尝试通过自营出口拓展境外市场, 目前已初步开拓进入美国、加拿大、法国、意大利、澳大利亚、新加坡等 10 多个国家和地区。除了渠道的扩张, 公司近年对组织结构、营销体系不断完善, 提升效率, 对经销商实行“三专”制度, 对各级市场差异化实行“三通”政策, 产品销售推广效率明显提升。
- **销售费用维持高位, 产品结构改善带动毛利率提升。**公司 2018 年实现归母净利润 3.15 亿元, 同比增加 17.53%。为加大公司产品和品牌的培育, 2018 年公司销售费用同比增长 29.65% (17 年: -8.64%) 至 29.65 亿元, 销售费用率为 24.61%, 较 17 年提升 1.23pct。我们认为目前公司正处在产品结构升级的关键时期, 新品和品牌的培育仍需要大量的销售费用投入, 预计 19 年销售费用仍将维持高位。另一方面, 随着市场的培育, 公司的产品结构也在不断的优化, 2018 年公司推出新品芝士 Q 麦和抹茶青豆两款好料系列产品(高端奶茶), 好料系列营收占比从 2012 年的 8.93% 快速增长到 2018 年的 31.75%, 美味系列定价更高, 毛利率为 43.45%, 较经典系列高 1.27pct。随着产品结构的优化升级, 公司的毛利率在新品果汁茶低毛利率 (23.37%) 的影响下仍有所提升, 2018 年为 40.39%, 较上年提升 0.19pct。未来随着品牌推广的逐步成熟, 加之产品结构的持续优化, 净利润有望持续改善。

结论:

随着公司新品果汁茶的放量以及渠道的不断下沉和开拓, 加之在消费升级趋势下公司产品结构的持续改善, 我们持续看好公司未来发展。预计公司2019-2021年实现营业收入40.06/49.60/61.93亿元, 同比增长23.23%/23.80%/24.87%, 实现归母净利润3.64/4.59/5.92亿元, 同比增长15.56%/26.10%/29.19%。EPS分别为0.87/1.09/1.41元, 当前股价对应的PE分别为37.48x/29.72x/23.00x, 首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示:

新品推广不及预期, 食品安全问题等。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1810	1949	2903	3597	4868	营业收入	2640	3251	4006	4960	6193
货币资金	1327	1183	1745	1910	2531	营业成本	1579	1938	2356	2889	3566
应收账款	78	47	58	72	90	营业税金及附加	20	27	32	40	50
其他应收款	27	8	10	12	16	营业费用	617	800	994	1220	1517
预付款项	101	95	98	101	104	管理费用	114	130	160	198	248
存货	141	153	198	241	294	财务费用	-8	-10	1	21	42
其他流动资产	132	462	793	1260	1832	资产减值损失	7.32	-0.98	2.28	2.88	1.39
非流动资产合计	998	1391	1710	1973	2163	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.49	13.26	6.03	7.59	8.96
固定资产	609.81	828.50	1175.5	1720.2	2190.9	营业利润	317	402	467	596	779
无形资产	185	194	191	188	185	营业外收入	28.53	0.84	18.03	15.80	11.56
其他非流动资产	87	16	16	16	16	营业外支出	0.17	0.39	0.39	0.32	0.36
资产总计	2808	3340	4613	5570	7030	利润总额	345	402	485	611	790
流动负债合计	739	1081	1895	2462	3419	所得税	78	88	121	153	197
短期借款	0	0	719	1108	1850	净利润	268	315	364	459	592
应付账款	353	384	490	583	731	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	143	248	272	367	446	归属母公司净利润	268	315	364	459	592
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	544	649	613	796	1014
非流动负债合计	141	44	42	42	42	EPS (元)	0.67	0.75	0.87	1.09	1.41
长期借款	110	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	880	1125	1937	2504	3461	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	10.49%	23.13%	23.23%	23.80%	24.87%
实收资本(或股本)	400	419	419	419	419	营业利润增长	4.53%	26.85%	16.23%	27.55%	30.67%
资本公积	468	613	613	613	613	归属于母公司净利润	15.56%	26.10%	15.56%	26.10%	29.19%
未分配利润	998	1236	1431	1677	1995	获利能力					
归属母公司股东权	1928	2215	2676	3066	3569	毛利率(%)	40.20%	40.39%	41.20%	41.75%	42.43%
负债和所有者权	2808	3340	4613	5570	7030	净利率(%)	10.14%	9.68%	9.08%	9.25%	9.57%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	9.54%	9.42%	7.88%	8.23%	8.43%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	13.89%	14.21%	13.59%	14.96%	16.60%
经营活动现金流	105	613	133	305	385	偿债能力					
净利润	268	315	364	459	592	资产负债率(%)	31%	34%	42%	45%	49%
折旧摊销	234.88	257.28	0.00	171.17	186.42	流动比率	2.45	1.80	1.53	1.46	1.42
财务费用	-8	-10	1	21	42	速动比率	2.26	1.66	1.43	1.36	1.34
应付账款的变化	0	0	-11	-14	-18	营运能力					
预收账款的变化	0	0	25	95	78	总资产周转率	1.06	1.06	1.01	0.97	0.98
投资活动现金流	-407	-764	-396	-372	-331	应收账款周转率	58	52	76	76	76
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.48	8.82	9.16	9.24	9.43
长期股权投资减少	0	0	19	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3	13	6	8	9	每股收益(最新摊薄)	0.67	0.75	0.87	1.09	1.41
筹资活动现金流	474	-14	815	299	612	每股净现金流(最新)	0.43	-0.39	1.32	0.55	1.59
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.82	5.28	6.38	7.31	8.51
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	40	19	0	0	0	P/E	48.55	43.31	37.48	29.72	23.00
资本公积增加	468	145	0	0	0	P/B	6.74	6.15	5.09	4.45	3.82
现金净增加额	172	-164	553	231	665	EV/EBITDA	21.65	19.17	20.56	16.12	12.77

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品等研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。