



“冲泡+即饮”双引擎发展，可转债加速产能全国化布局

——香飘飘（603711）2019Q1 财报点评

投资要点：

- 事件：**(1) 公司发布 2019 年一季报，2019Q1 公司实现营业收入 8.37 亿元，同比增长 28.26%；实现归母净利润 5196.41 万元，同比增加 83.61%。(2) 公司拟发行可转债，募集资金总额为 8.7 亿元（不考虑相关发行费用），转股价格为 30.44 元/股。
- 果汁茶再创优绩，拉动公司营收高速增长。**公司 2019Q1 实现营业收入 8.37 亿元，同比增长 28.26%。公司目前已经形成了“冲泡+即饮”的双轮驱动产品矩阵：冲泡类产品实现营收 6.23 亿元，同比+6.56%，业绩增长稳定；新品果汁茶延续火爆，2019Q1 实现营收 1.71 亿元，带动即饮类产品同比高增 232.60%。目前果汁茶的营收占比已达 20.63%，较 2018 年提高 14.58pct，我们预计果汁茶有望成为公司又一大单品。未来随着果汁茶占比的不断提升，公司经营的季节性波动有望进一步平滑，公司业绩将呈现更加稳定、健康的增长态势。
- 费用投放更加精准，公司盈利能力大幅改善。**2019Q1 公司实现归母净利润 5196.41 万元，同比增加 83.61%，净利润率为 6.21%，较去年提高 1.87pct。公司净利润大幅增长主要得益于两个方面，一是股权激励带来的营运效率的提升。公司 2018 年实施股权激励计划，19Q1 管理费用因为 2018 年股权激励条件解锁而大幅提升，同比增长 44.83%。激励计划虽提高了管理费用，但报告期内营收保持快速稳健增长，公司运营效率有所提高。二是销售费用投放更加精准。19Q1 公司销售费用率为 24.86%，较去年同期减少 2.26pct，这主要得益于费用投放更加精准有效。去年同期公司因大力推广液态奶茶导致费用急剧上升，公司吸取经验，在果汁茶的推广上，主要采取新媒体推广，实现更加高效、精准的费用投放。预计未来公司的营运效率将进一步提高，进而推升公司盈利能力。
- 渠道和产品双协同，公司业绩稳健增长可期。**公司在 17 和 18 年陆续推出即饮产品，即饮产品的推出带来了渠道和产品的双协同效应：一是平滑季节性波动，为“三专”经销策略打下基础。公司目前实施“三专”和“三通”政策，未来将加大专营经销商的比例，而专营能够成功实施的原因正式因为即饮产品的推出，平滑了季节性影响。二是即饮产品助力全国渠道的布局。由于老品冲泡奶茶的特性，导致公司以往在东北市场的销量一直不太理想。通过即饮产品的推出，一定程度平衡了地区之间的差异，而东北地区得益于果汁茶的销量带动，2019Q1 营收大幅增长 155.31%。此外公司也积极寻求新零售的发展，2019 年，公司与京东新航路达成战略合作，进一步加深线上线下融合。预计随着公司产品矩阵的不断完善，公司的品牌效应将持续提升，渠道的深耕和扩展会进行更加顺利，营收稳健增长可期。
- 发行可转债，助力产能全国化布局。**公司拟发行 A 股可转换债券，本次募集资金总额为 8.7 亿元（不考虑相关发行费用），转股价格为 30.44 元/股，募集资金将用于成都年产 28 万吨无菌灌装液体奶茶项目和天津年产 11.2 万吨无菌灌装液体奶茶项目。果汁茶从去年上市至今，一直受制于产能的不足，发行可转债将助力公司完成液态奶茶产能的全国化布置，有利于尽快解决产能问题，为果汁茶放量打下基础。
- 盈利预测：**随着果汁茶的持续放量，以及公司渠道的不断深耕，公司业绩增长可期。预计 2019-2021 年营业收入分别为 40.67/51.63/65.15 亿元，同比增长 25.10%/26.94%/26.19%，净利润为 3.66/4.61/6.00 亿元，同比增长 16.18%/26.07%/30.18%，EPS 分别为 0.87/1.10/1.43 元，维持公司“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**食品安全风险；新品推广不及预期等。

2019 年 04 月 21 日

强烈推荐/维持

香飘飘

财报点评

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：吴文德

010-66555574

wuwd@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	34.71-13.36
总市值（亿元）	127.98
流通市值（亿元）	127.98
总股本/流通 A 股(万股)	41935/41935
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	11.09

52 周股价走势图



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 《香飘飘（603711）：新品口碑超预期，香飘飘新赛道有望二次腾飞》2019-03-29

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,640.38	3,251.09	4,067.14	5,162.98	6,515.40
增长率 (%)	10.49%	23.13%	25.10%	26.94%	26.19%
净利润 (百万元)	267.77	314.70	365.61	460.94	600.03
增长率 (%)	0.63%	17.53%	16.18%	26.07%	30.18%
净资产收益率 (%)	13.89%	14.21%	13.65%	15.02%	16.76%
每股收益(元)	0.67	0.75	0.87	1.10	1.43
PE	44.46	39.66	34.13	27.08	20.80
PB	6.18	5.63	4.66	4.07	3.49

公司盈利预测表

资产负债表					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	2961	3790	5178	营业收入	2640	3251	4067	5163	6515			
货币资金	1327	1183	1771	1991	2665	营业成本	1579	1938	2442	3094	3857			
应收账款	78	47	56	71	89	营业税金及附加	20	27	33	41	52			
其他应收款	27	8	10	13	16	营业费用	617	800	984	1239	1551			
预付款项	101	95	98	101	105	管理费用	114	130	163	196	261			
存货	141	153	205	258	318	财务费用	-8	-10	2	25	49			
其他流动资产	132	462	820	1357	1984	资产减值损失	7.32	-0.98	2.28	2.88	1.39			
非流动资产合	998	1391	1710	1973	2163	公允价值变动收	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	1175.54	1720.28	2190.93	营业利润	317	402	448	573	754			
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	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	4671	5764	7340	利润总额	345	402	466	588	765			
流动负债合计	739	1081	1951	2651	3718	所得税	78	88	100	126	165			
短期借款	0	0	757	1251	2079	净利润	268	315	366	462	601			
应付账款	353	384	508	624	790	少数股东损益	0	0	0	0	0			
预收款项	143	248	273	372	454	归属母公司净利	268	315	366	462	601			
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	544	649	595	775	996			
非流动负债合	141	44	42	42	42	EPS (元)	0.67	0.75	0.87	1.10	1.43			
长期借款	110	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0									
负债合计	880	1125	1993	2694	3760	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%	25.10%	26.94%	26.19%			
实收资本(或股	400	419	419	419	419	营业利润增长	4.53%	26.85%	11.46%	27.77%	31.73%			
资本公积	468	613	613	613	613	归属于母公司净	16.18%	26.25%	16.18%	26.25%	30.16%			
未分配利润	998	1236	1432	1680	2002	获利能力								
归属母公司股	1928	2215	2678	3070	3581	毛利率(%)	40.20%	40.39%	39.97%	40.08%	40.81%			
负债和所有者	2808	3340	4671	5764	7340	净利润率(%)	10.14%	9.68%	8.99%	8.94%	9.22%			
现金流量表						总资产净利润(%)	9.54%	9.42%	7.83%	8.01%	8.19%			
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	13.89%	14.21%	13.65%	15.04%	16.78%			
经营活动现金	105	613	123	258	360	偿债能力								
净利润	268	315	366	462	601	资产负债率(%)	31%	34%	43%	47%	51%			
折旧摊销	234.88	257.28	0.00	171.17	186.42	流动比率	2.45	1.80	1.52	1.43	1.39			
财务费用	-8	-10	2	25	49	速动比率	2.26	1.66	1.41	1.33	1.31			
应收账款减少	0	0	-8	-15	-19	营运能力								
预收帐款增加	0	0	25	99	83	总资产周转率	1.06	1.06	1.02	0.99	0.99			
投资活动现金	-407	-764	-396	-372	-331	应收账款周转率	58	52	79	82	81			
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.48	8.82	9.12	9.12	9.21			
长期股权投资	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	0.67	0.75	0.87	1.10	1.43			
筹资活动现金	474	-14	852	400	690	每股净现金流(最	0.43	-0.39	1.38	0.68	1.71			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	4.82	5.28	6.39	7.32	8.54			
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	44.46	39.66	34.13	27.04	20.77			
资本公积增加	468	145	0	0	0	P/B	6.18	5.63	4.66	4.07	3.49			
现金净增加额	172	-164	579	286	718	EV/EBITDA	19.64	17.40	19.28	15.14	11.94			

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：

看涨：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。