

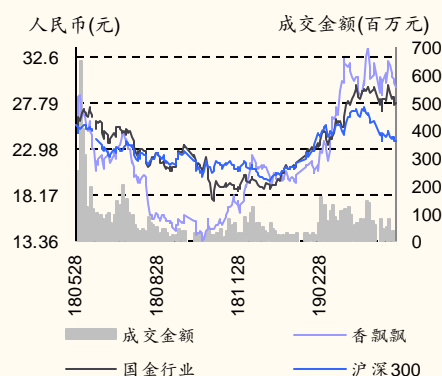
香飘飘 (603711.SH) 买入 (维持评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 29.45 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	46.30
总市值(百万元)	12,479.86
年内股价最高最低(元)	32.50/13.36
沪深 300 指数	4120.61
上证指数	3270.80



相关报告

1. 《业绩高增长，果汁茶持续放量-香飘飘一季报点评》，2019.4.20
2. 《果汁茶发力，公司有望进入新一轮成长周期-香飘飘公司深度》，2019.4.13

卢周伟 联系人
luzhouwei@gjzq.com.cn

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

果汁茶旺季来临，大单品加速放量

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.669	0.750	0.900	1.159	1.455
每股净资产(元)	4.82	5.28	6.24	7.10	8.26
每股经营性现金流(元)	0.26	1.46	0.52	1.29	1.93
市盈率(倍)	39.69	28.32	32.74	25.40	20.24
净利润增长率(%)	0.63%	17.53%	19.87%	28.87%	25.48%
净资产收益率(%)	13.89%	14.21%	14.41%	16.32%	17.62%
总股本(百万股)	400.01	419.35	419.35	419.35	419.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

我们近期调研了公司，公司果汁茶销售依旧火热供不应求，加速推进产能补给；新增轻奶茶主要是战略性的承接瓶装奶茶更新换代的市场；固体产品即将全面升级。

经营分析

- **果汁茶进入销售旺季，产能补充助力销售：**果汁茶 2018 年 7 月推向市场后，不足一年时间销售额超过 3.7 亿，充分证明了果汁茶的市场认可度。夏秋两季是饮料类产品的销售旺季，预计果汁茶将凭借清爽的口感和新颖的包装继续创新高，公司成熟的全国化销售网络也是其重要的支撑。果汁茶目前仍处供不应求的状态，湖州三条生产线每月产能已达 80 万箱，广东两条产线正在进行产能爬坡试验，预计 6 月底将达到 80 万箱/月，天津和成都的产能也在加速建设，逐步摆脱产能限制和瓶颈。我们认为果汁茶正逐步进入目标消费群体心智，作为新品类已经具备一定的市场影响力，相较于饮料市场和成熟品类而言，果汁茶增长潜力十足，随着旺季来临和公司产能不断补给，全年销售规模超 7 亿将是大概率事件。同时毛利率水平也将持续改善，盈利能力不断提升。另外，公司新上市的轻奶茶系列（市场价 5-6 元）主要是战略性的承接瓶装奶茶更新换代的市场，完善了公司即饮奶茶系列产品价格带，是公司的亮点产品。不过公司即饮品类的核心增长仍来自于果汁茶。
- **固体产品远未达增长瓶颈，产品革新为增长蓄力：**在 2019 年春节提前、公司主动清理渠道库存的背景下，一季度冲泡类产品录得+6.56%的增长，其中经典系列高基数下仍实现两位数增长，香飘飘 15 年的品牌生命力是其不可忽视的核心竞争力。公司也随着消费喜好和消费习惯的变化对固体产品口味、内容物和包装等进行全面升级，革新产品，延长产品生命周期。我们预计公司固体产品中经典系列仍有渠道下沉带来的增长机会，好料系列将持续受益于市场拓展和渠道扩张；结构端好料系列占比也将持续提升，改善公司产品结构和毛利率水平。
- **积极推进经销商一体化，共同分享成长红利：**公司即饮产品放量很好的解决了销售淡季旺季差异大的问题，提升盈利质量，改善经销商关系。公司在新一轮经销商体系建设过程中秉持一体化原则，与经销商深度绑定，形成利益共同体，加强经销商销售体系建设并协助经销商布局当地市场，开拓终端渠道。公司经销商数量已达 1360 家，专职专营经销商不断增加，既提升了经销商的销售积极性又不断完善优化公司的经销体系，强大的经销商网络是公司攻城略地的重要力量。

投资建议

- 我们预计公司 19-21 年的收入分别为 41.4 亿/49.7 亿/58.3 亿，同比增长 27.2%/20.2%/17.3%；归母净利润分别为 3.8 亿/4.9 亿/6.1 亿，同比增长 19.9%/28.9%/25.5%；EPS 分别为 0.9 元/1.2 元/1.5 元；对应 PE 为 33X/25X/20X，维持“买入”评级。

风险提示

- 果汁茶销售不达预期、固体冲泡奶茶销售下滑、原材料价格上涨

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,390	2,640	3,251	4,135	4,971	5,829
增长率		10.5%	23.1%	27.2%	20.2%	17.3%
主营业务成本	-1,317	-1,579	-1,938	-2,503	-2,999	-3,490
%销售收入	55.1%	59.8%	59.6%	60.5%	60.3%	59.9%
毛利	1,072	1,061	1,313	1,632	1,972	2,339
%销售收入	44.9%	40.2%	40.4%	39.5%	39.7%	40.1%
营业税金及附加	-23	-20	-27	-35	-42	-49
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-676	-617	-800	-968	-1,153	-1,347
%销售收入	28.3%	23.4%	24.6%	23.4%	23.2%	23.1%
管理费用	-85	-114	-139	-230	-231	-248
%销售收入	3.5%	4.3%	4.3%	5.6%	4.7%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	289	310	347	400	546	696
%销售收入	12.1%	11.7%	10.7%	9.7%	11.0%	11.9%
财务费用	13	8	10	17	10	16
%销售收入	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-1	-7	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	3	13	10	10	10
%税前利润	0.4%	1.0%	3.3%	2.1%	1.6%	1.3%
营业利润	303	317	402	458	595	752
营业利润率	12.7%	12.0%	12.4%	11.1%	12.0%	12.9%
营业外收支	24	28	0	20	20	20
税前利润	327	345	402	478	615	772
利润率	13.7%	13.1%	12.4%	11.5%	12.4%	13.2%
所得税	-61	-78	-88	-100	-129	-162
所得税率	18.7%	22.5%	21.8%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	266	268	315	377	486	610
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	266	268	315	377	486	610
净利率	11.1%	10.1%	9.7%	9.1%	9.8%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	266	268	315	377	486	610
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	35	60	67	81	101	113
非经营收益	10	-1	-12	-63	-43	-38
营运资金变动	54	-221	244	-176	-3	125
经营活动现金净流	366	105	613	220	542	810
资本开支	-264	-345	-484	-629	-319	-204
投资	5	-89	-282	-100	0	0
其他	3	26	2	10	10	10
投资活动现金净流	-256	-407	-764	-719	-309	-194
股权募资	0	530	152	152	0	0
债权募资	60	50	-110	37	66	-85
其他	-7	-105	-56	-128	-133	-133
筹资活动现金净流	53	475	-14	60	-67	-217
现金净流量	162	173	-165	-440	165	399

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,196	1,327	1,183	743	908	1,306
应收账款	43	109	48	106	128	150
存货	91	141	153	185	222	258
其他流动资产	96	233	566	725	750	775
流动资产	1,427	1,810	1,949	1,759	2,007	2,489
%总资产	65.8%	64.5%	58.4%	46.9%	47.1%	51.2%
长期投资	41	38	37	37	37	37
固定资产	521	660	1,107	1,528	1,730	1,790
%总资产	24.0%	23.5%	33.1%	40.7%	40.6%	36.8%
无形资产	146	187	200	210	219	238
非流动资产	742	998	1,391	1,993	2,251	2,376
%总资产	34.2%	35.5%	41.6%	53.1%	52.9%	48.8%
资产总计	2,169	2,808	3,340	3,752	4,258	4,865
短期借款	0	0	0	59	105	0
应付款项	703	541	806	794	830	971
其他流动负债	133	198	275	261	305	371
流动负债	836	739	1,081	1,114	1,240	1,342
长期贷款	60	110	0	20	40	60
其他长期负债	9	31	44	0	0	0
负债	905	880	1,125	1,134	1,280	1,402
普通股股东权益	1,264	1,928	2,215	2,618	2,979	3,463
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,169	2,808	3,340	3,752	4,258	4,865

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.739	0.669	0.750	0.900	1.159	1.455
每股净资产	3.511	4.819	5.282	6.244	7.103	8.258
每股经营现金净流	1.016	0.264	1.462	0.524	1.291	1.932
每股股利	0.000	0.100	0.250	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	21.05%	13.89%	14.21%	14.41%	16.32%	17.62%
总资产收益率	12.27%	9.54%	9.42%	10.05%	11.42%	12.54%
投入资本收益率	17.76%	11.79%	12.23%	11.72%	13.80%	15.61%
增长率						
主营业务收入增长率	22.44%	10.49%	23.13%	27.20%	20.21%	17.26%
EBIT 增长率	32.02%	7.09%	11.95%	15.44%	36.36%	27.57%
净利润增长率	30.48%	0.63%	17.53%	19.87%	28.87%	25.48%
总资产增长率	29.32%	29.48%	18.94%	12.35%	13.47%	14.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.7	6.3	7.0	7.0	7.0	7.0
存货周转天数	26.0	26.8	27.7	27.0	27.0	27.0
应付账款周转天数	91.0	81.7	69.4	65.0	61.0	56.0
固定资产周转天数	47.1	84.3	93.0	92.7	84.6	71.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-89.92%	-63.15%	-53.39%	-25.37%	-25.62%	-35.99%
EBIT 利息保障倍数	-21.9	-40.7	-34.3	-23.1	-56.6	-43.5
资产负债率	41.72%	31.35%	33.67%	30.22%	30.05%	28.82%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	1	5	24	29	34
增持	0	0	5	8	11
中性	0	0	3	3	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.34	1.35	1.39

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-13	买入	29.08	36.63~36.63
2	2019-04-20	买入	29.76	36.63~36.63

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH