

果汁茶动销良好，有望跻身十亿大单品行列

投资要点

- **事件：**香飘飘天津工厂开始投产，公司果汁茶出货量逐月攀升。
- **拓终端强陈列，果汁茶备战销售旺季，渠道反馈动销良好。**1、公司自春节后开启果汁茶的水头大战，聚焦“百城万店”，打造样板市场，效果显著。目前公司正在进行新的“三年营销计划”，与经销商合作共同深耕渠道，开拓终端，提出将现有可控终端数量实现年内翻倍、2020 年接近 100 万个的任务目标，目前正有序推进中。2、针对夏季饮料冰柜销售为主的特点，现阶段公司强化终端的冰冻化陈列，抢占冰柜，为销售旺季来临做准备。3、公司在五月初对果汁茶进行提价，出厂价从 47 元/箱提至 49 元/箱，多出来的 2 元通过返利形式返还渠道，同时对经销商终端开拓和陈列提出更高要求，起到变相激励效果。目前从渠道反馈来看，果汁茶动销情况良好，库存相对健康。
- **产能瓶颈有效改善，出货量逐月提升，上半年销量超预期，果汁茶有望成为破 10 亿超级大单品。**受产能限制，公司年初到现在每个月的出货都比较紧张，随着湖州工厂技改及江门工厂产能的逐步爬坡，产能瓶颈得到有效改善。目前公司湖州 3 条产线，江门两条产线，平均每条产线月生产量 80 万箱左右。天津工厂三季度开始投产，届时月出货量将达到 500 万箱以上。4/5/6 月份果汁茶出货量均在 350 万箱以上，逐月攀升，较 Q1 提升明显，根据出货口径推算上半年销售额将突破 6 亿（含税），年底果汁茶有望跻身 10 亿超级大单品行列。
- **渠道协同效应体现，上半年业绩有望扭亏。**二季度是冲泡产品淡季销量较小，但渠道费用相对刚性，因此过去历年二季度都会出现较大亏损。果汁茶的推出在渠道端形成良好的协同效应，有效分摊渠道费用，提升盈利质量。在不考虑股权激励费用下，Q2 有望实现盈亏平衡，整个上半年业绩较去年大幅改善。
- **盈利预测与评级。**考虑到上半年果汁茶销量超预期且动销态势良好，略上调公司盈利预测，预计 2019-2021 年收入复合增速为 27.2%，归母净利润复合增速为 30.4%，EPS 分别为 0.95、1.25、1.66 元，对应 PE 分别为 39X、29X、22X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动，果汁茶动销情况或不及预期。

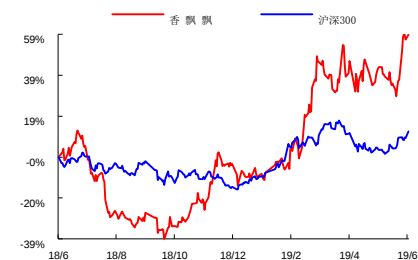
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3251.09	4341.99	5476.05	6698.08
增长率	23.13%	33.55%	26.12%	22.32%
归属母公司净利润（百万元）	314.70	399.34	524.56	697.40
增长率	17.53%	26.89%	31.36%	32.95%
每股收益 EPS（元）	0.75	0.95	1.25	1.66
净资产收益率 ROE	14.21%	15.65%	17.51%	19.43%
PE	49	39	29	22
PB	6.95	6.03	5.14	4.29

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
 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)	13.36-34.51
总市值(亿元)	153.90
总资产(亿元)	33.74
每股净资产(元)	5.47

相关研究

1. 香飘飘 (603711)：冲泡即饮齐增长，收入、利润皆超预期 (2019-04-21)
2. 香飘飘 (603711)：果汁茶强势放量，即饮板块打造第二增长曲线 (2019-03-28)
3. 香飘飘 (603711)：春季水头大战陆续启动，果汁茶放量在即 (2019-03-21)
4. 香飘飘 (603711)：果汁茶放量在即，重视第一阶段投资机会 (2019-03-13)
5. 香飘飘 (603711)：果汁茶确定性爆发，公司迈入高速增长阶段 (2018-12-11)
6. 香飘飘 (603711)：Q3 收入增速放缓，费用下降带动净利润提升 (2018-10-23)

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	4341.99	5476.05	6698.08	净利润	314.70	399.34	524.56	697.40
营业成本	1938.03	2577.47	3253.94	3922.70	折旧与摊销	67.68	89.77	112.12	133.47
营业税金及附加	27.23	36.36	45.86	56.09	财务费用	-10.11	-13.02	-13.35	-14.66
销售费用	800.22	1033.39	1292.35	1574.05	资产减值损失	-0.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	130.10	217.10	246.42	288.02	经营营运资本变动	54.34	118.62	111.51	113.69
财务费用	-10.11	-13.02	-13.35	-14.66	其他	187.58	-10.05	-8.59	-10.69
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	584.65	726.25	919.21
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	500.69	660.84	881.88	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	510.69	670.84	891.88	股权融资	164.59	0.00	0.00	0.00
所得税	87.76	111.36	146.28	194.48	支付股利	-40.00	-62.94	-79.87	-104.91
净利润	314.70	399.34	524.56	697.40	其他	-28.45	33.02	33.35	34.66
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	-29.92	-46.52	-70.25
归属母公司股东净利润	314.70	399.34	524.56	697.40	现金流量净额	-164.60	114.73	339.73	508.96
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	1297.45	1637.18	2146.14	成长能力				
应收和预付款项	151.16	245.39	305.21	363.85	销售收入增长率	23.13%	33.55%	26.12%	22.32%
存货	152.79	203.47	255.62	309.26	营业利润增长率	26.85%	24.55%	31.98%	33.45%
其他流动资产	462.17	617.25	778.47	952.19	净利润增长率	17.53%	26.89%	31.36%	32.95%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	27.05%	25.65%	31.55%	31.74%
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	1419.99	1610.94	1780.54	毛利率	40.39%	40.64%	40.58%	41.44%
无形资产和开发支出	194.35	191.87	189.39	186.91	三费率	28.30%	28.50%	27.86%	27.58%
其他非流动资产	71.78	121.18	170.59	219.99	净利率	9.68%	9.20%	9.58%	10.41%
资产总计	3339.62	4114.57	4965.37	5976.86	ROE	14.21%	15.65%	17.51%	19.43%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.42%	9.71%	10.56%	11.67%
应付和预收款项	914.52	1278.22	1606.31	1947.95	ROIC	29.23%	26.96%	30.88%	37.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.14%	13.30%	13.87%	14.94%
其他负债	209.99	284.84	362.86	440.22	营运能力				
负债合计	1124.51	1563.06	1969.17	2388.17	总资产周转率	1.06	1.16	1.21	1.22
股本	419.35	419.35	419.35	419.35	固定资产周转率	4.52	4.55	4.62	4.85
资本公积	613.37	613.37	613.37	613.37	应收账款周转率	51.97	69.06	60.46	60.26
留存收益	1334.21	1670.61	2115.30	2707.79	存货周转率	13.12	14.42	14.10	13.81
归属母公司股东权益	2215.11	2551.51	2996.20	3588.69	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	2551.51	2996.20	3588.69	资产负债率	33.67%	37.99%	39.66%	39.96%
负债和股东权益合计	3339.62	4114.57	4965.37	5976.86	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.80	1.58	1.58	1.65
					速动比率	1.66	1.44	1.44	1.52
					股利支付率	12.71%	15.76%	15.23%	15.04%
					每股指标				
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股收益	0.75	0.95	1.25	1.66
EBITDA	459.58	577.44	759.61	1000.69	每股净资产	5.28	6.08	7.14	8.56
PE	48.90	38.54	29.34	22.07	每股经营现金	1.46	1.39	1.73	2.19
PB	6.95	6.03	5.14	4.29	每股股利	0.10	0.15	0.19	0.25
PS	4.73	3.54	2.81	2.30					
EV/EBITDA	30.65	24.11	17.82	12.97					
股息率	0.26%	0.41%	0.52%	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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	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	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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