

香飘飘 (603711): 果汁茶如期放量, 公司短板加速补全

2019 年 07 月 24 日

强烈推荐/维持

香飘飘 公司报告

事件: 公司公告《关于公开发行 A 股可转换公司债券申请文件反馈意见的回复》中披露, 果汁茶上半年实现销售收入 5.87 亿元, 毛利率 32.17%。

果汁茶如期放量, 毛利率改善显著。 二季度公司果汁茶实现销售额 4.16 亿元, 上半年实现 5.87 亿元, 整体表现超预期。果汁茶凭借其“定位准确+包装新颖+健康理念”的特点, 在去年下半年推出后便快速增长。但受限于产能瓶颈, 未能放量。2019Q1 随着江门 2 条生产线的投产, 以及产品的推广和铺货, 果汁茶实现快速放量, 表现超预期。另一方面, 毛利率随着产品放量而显著改善。果汁茶毛利率 18/19Q1/19Q2 分别为 23.27%/25.33%/34.98%, 伴随产能的释放, 未来毛利率仍存改善空间。

可转债加速突破产能瓶颈, 渠道拓展+品牌营销助力产品持续放量。 我们认为果汁茶仍具备持续增长的基础, 一是产能的加速释放为果汁茶放量奠定基础。公司公告称此次可转债发行预募集资金 8.7 亿元用于成都和天津厂区的建设。可转债的发行将加速公司产能布局, 预计 21 年公司将实现产能全国化布局, 为即饮产品的放量做铺垫。二是渠道仍存扩张空间。据公司公告, 截止 6 月底, 公司果汁茶在册网点铺货率仅有 48.9%, 而全国网点的铺货率只有 12.6%。随着果汁茶的不推广, 我们认为公司的渠道仍存广阔空间。此外, 公司近期推出的“王者荣耀联名款”以及在《极限挑战》、《这就是街舞》等高流量节目中的广告植入, 均能助力产品推广。

产品矩阵不断完善, 公司业绩稳健增长可期。 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, 为渠道扩张打下基础。目前公司终端网络数量约 30 万家, 预计到 2020 年将达到 100 万家。新品良好的市场反馈以及丰富的产品矩阵为终端的开拓奠定基础。二是矩阵战略推动量价齐升。公司产品定位区分明显, 各价格带产品共同发力推动量价齐升。随着公司产品矩阵的不断完善以及渠道的不断拓展, 公司的业绩也将稳步增长。

盈利预测: 由于新品放量超预期, 我们上调公司盈利预测, 预计公司 2019-2021 年营收同比 34.93%/26.83%/24.53%, 净利润同比 24.70%/32.46%/34.11%。EPS 分别为 0.94/1.24/1.66, 12 个月目标价 45 元, 空间 30% 以上, 维持“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。

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 | 4,386.76 | 5,563.88 | 6,928.88 |
| 增长率(%) | 10.49% | 23.13% | 34.93% | 26.83% | 24.53% |
| 净利润(百万元) | 267.77 | 314.70 | 392.44 | 519.83 | 697.17 |
| 增长率(%) | 0.63% | 17.53% | 24.70% | 32.46% | 34.11% |
| 净资产收益率(%) | 13.89% | 14.21% | 14.49% | 16.45% | 18.51% |
| 每股收益(元) | 0.67 | 0.75 | 0.94 | 1.24 | 1.66 |
| PE | 46.76 | 41.71 | 33.45 | 25.25 | 18.83 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

香飘飘食品股份有限公司成立于 2005 年, 公司主要经营固态杯装奶茶, 市占率 63.1%, 位居第一, 2017 年进军液态奶茶市场, 主要产品有兰芳园奶茶, Meco 牛乳茶和果汁茶。

未来 3-6 个月重大事项提示:

2019-08-23 2019 年年中报披露。

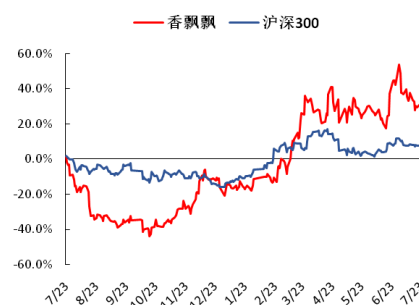
发债及交叉持股介绍:

2019-05-22 公司公开发行可转换公司债券申请获得证监会受理, 发行总额不超过人民币 8.7 亿元, 用于成都年产 28 万吨无菌灌装液体奶茶项目, 天津年产 11.2 万吨无菌灌装液体奶茶项目。

交易数据

| | |
|----------------|-------------|
| 52 周股价区间(元) | 13.36-36.7 |
| 总市值(亿元) | 131.26 |
| 流通市值(亿元) | 131.26 |
| 总股本/流通 A 股(万股) | 41900/41900 |
| 流通 B 股/H 股(万股) | / |
| 52 周日均换手率 | 5.03 |

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

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

010-66554025

wuw@dxzq.net.cn

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-----------------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产合计 | 1810 | 1949 | 2631 | 3202 | 4521 | 营业收入 | 2640 | 3251 | 4387 | 5564 | 6929 |
| 货币资金 | 1327 | 1183 | 1321 | 1259 | 1884 | 营业成本 | 1579 | 1938 | 2649 | 3333 | 4113 |
| 应收账款 | 78 | 47 | 60 | 72 | 85 | 营业税金及附加 | 20 | 27 | 26 | 33 | 42 |
| 其他应收款 | 27 | 8 | 11 | 14 | 17 | 营业费用 | 617 | 800 | 1027 | 1315 | 1621 |
| 预付款项 | 101 | 95 | 98 | 101 | 105 | 管理费用 | 114 | 130 | 230 | 255 | 290 |
| 存货 | 141 | 153 | 181 | 219 | 259 | 财务费用 | -8 | -10 | -3 | 7 | 20 |
| 其他流动资产 | 132 | 462 | 960 | 1536 | 2170 | 资产减值损失 | 7.32 | -0.98 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| 非流动资产合计 | 998 | 1391 | 1784 | 2128 | 2267 | 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 | 13.00 | 10.00 | 10.00 |
| 固定资产 | 609.81 | 828.50 | 1100.09 | 1599.34 | 1779.19 | 营业利润 | 317 | 402 | 471 | 630 | 852 |
| 无形资产 | 185 | 194 | 191 | 188 | 185 | 营业外收入 | 28.53 | 0.84 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 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 | 4416 | 5330 | 6788 | 利润总额 | 345 | 402 | 491 | 650 | 871 |
| 流动负债合计 | 739 | 1081 | 1666 | 2127 | 2979 | 所得税 | 78 | 88 | 98 | 130 | 174 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 414 | 613 | 1192 | 净利润 | 268 | 315 | 392 | 520 | 697 |
| 应付账款 | 353 | 384 | 551 | 712 | 901 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 143 | 248 | 275 | 381 | 469 | 归属母公司净利润 | 268 | 315 | 392 | 520 | 697 |
| 一年内到期的非流动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 544 | 649 | 578 | 752 | 990 |
| 非流动负债合计 | 141 | 44 | 42 | 42 | 42 | EPS (元) | 0.67 | 0.75 | 0.94 | 1.24 | 1.66 |
| 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 | 1708 | 2169 | 3021 | 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% | 34.93% | 26.83% | 24.53% |
| 实收资本 (或股本) | 400 | 419 | 419 | 419 | 419 | 营业利润增长 | 4.53% | 26.85% | 17.15% | 33.80% | 35.19% |
| 资本公积 | 468 | 613 | 613 | 613 | 613 | 归属于母公司净利润 | 0.63% | 17.53% | 24.70% | 32.46% | 34.11% |
| 未分配利润 | 998 | 1236 | 1454 | 1743 | 2132 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 1928 | 2215 | 2708 | 3161 | 3767 | 毛利率 (%) | 40.20% | 40.39% | 39.61% | 40.10% | 40.64% |
| 负债和所有者权益 | 2808 | 3340 | 4416 | 5330 | 6788 | 净利率 (%) | 10.14% | 9.68% | 8.95% | 9.34% | 10.06% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润 (%) | 9.54% | 9.42% | 8.89% | 9.75% | 10.27% |
| 单位: 百万元 | | | | | | ROE (%) | 13.89% | 14.21% | 14.49% | 16.45% | 18.51% |
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 偿债能力 | | | | | |
| 经营活动现金流 | 105 | 613 | 71 | 265 | 404 | 资产负债率 (%) | 31% | 34% | 39% | 41% | 45% |
| 净利润 | 268 | 315 | 392 | 520 | 697 | 流动比率 | 2.45 | 1.80 | 1.58 | 1.51 | 1.52 |
| 折旧摊销 | 234.88 | 257.28 | 0.00 | 107.59 | 110.37 | 速动比率 | 2.26 | 1.66 | 1.47 | 1.40 | 1.43 |
| 财务费用 | -8 | -10 | -3 | 7 | 20 | 营运能力 | | | | | |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -13 | -12 | -14 | 总资产周转率 | 1.06 | 1.06 | 1.13 | 1.14 | 1.14 |
| 预收账款增加 | 0 | 0 | 27 | 107 | 88 | 应收账款周转率 | 58 | 52 | 82 | 84 | 88 |
| 投资活动现金流 | -407 | -764 | -457 | -40 | -52 | 应付账款周转率 | 7.48 | 8.82 | 9.38 | 8.81 | 8.59 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 19 | 0 | 0 | 每股收益 (最新摊薄) | 0.67 | 0.75 | 0.94 | 1.24 | 1.66 |
| 投资收益 | 3 | 13 | 13 | 10 | 10 | 每股净现金流 (最新摊) | 0.43 | -0.39 | 0.32 | 0.83 | 1.96 |
| 筹资活动现金流 | 474 | -14 | 518 | 123 | 468 | 每股净资产 (最新摊) | 4.82 | 5.28 | 6.46 | 7.54 | 8.98 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 46.76 | 41.71 | 33.45 | 25.25 | 18.83 |
| 普通股增加 | 40 | 19 | 0 | 0 | 0 | P/B | 6.50 | 5.93 | 4.85 | 4.15 | 3.48 |
| 资本公积增加 | 468 | 145 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 20.77 | 18.40 | 21.14 | 16.59 | 12.56 |
| 现金净增加额 | 172 | -164 | 133 | 348 | 820 | | | | | | |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|------|---|------------|
| 公司 | 《香飘飘：新品口碑超预期，新飘飘新赛道有望二次腾飞》 | 2019-03-29 |
| 公司 | 《香飘飘：2019Q1 财报点评，“冲泡+即饮”双引擎发展，可转债加速产能全国化布局》 | 2019-04-22 |
| 公司 | 《香飘飘深度报告：消费场景数倍扩充，双轮驱动助力公司短板补齐》 | 2019-07-15 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。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。