

18 财年完美收官，果汁茶冲击十亿大单品

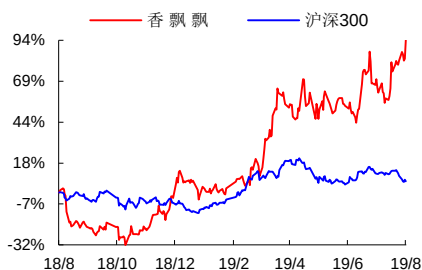
投资要点

- **业绩总结:** 公司 2019 年上半年实现营业收入 13.8 亿元 (+58.3%)，归母净利润 2353 万元，同比多盈利 7811 万元。其中 Q2 实现营业收入 5.4 亿元 (+148%)，归母净利润-2843 万元，同比少亏 5445 万元。业绩符合预期。
- **果汁茶表现亮眼，上市仅一年成十亿大单品。1、分产品看:** 1) 公司果汁茶 19H1 实现收入 5.87 亿元，其中 Q2 单季度 4.16 亿元，随着江门工厂产能投放以及渠道建设逐步推进，果汁茶呈现快速放量的态势。自去年 7 月份上市以来，果汁茶累积销售突破 7.9 亿，销售口径破 10 亿，成为茶饮料市场继小茗同学、茶π 后又一十亿级大单品。目前果汁茶的公司自有渠道铺货率为 48.9%，全渠道铺货率仅为 12.6%，市场空间依旧巨大。天津工厂及四川工厂陆续投产将极大增加果汁茶产能，未来销售体量有望再上一个台阶。2) 液体奶茶 (兰芳园+牛乳茶) 19H1 实现收入 6367 万元 (-50%)，主要原因是公司将重心倾向果汁茶，对兰芳园和牛乳茶采取收缩战略，聚焦核心市场与消费群体，目前动销表现良好，整体库存良性。3) 冲泡业务 19H1 实现收入 7.1 亿元 (-2.8%)，其中好料系 2.4 亿元 (-18.3%)、经典系 4.7 亿元 (+7.9%)，由于公司考虑在下半年升级包装，故 Q2 对渠道库存进行消化，减少发货，导致 Q2 下滑 40%。目前渠道轻装上阵，为下半年推新品蓄力。2、分渠道和区域看: 1) 分渠道看，经销渠道仍是主力 (+57%)，电商渠道继续发力 (+64%)，公司凭借兰芳园打开海外市场，录得 970 万收入 (+1212%)。2) 分区域看，东北、华北、华中等市场增速较快，主要受益于果汁茶的放量，全国各个区域呈现全面增长的态势。公司当前拥有 1377 名经销商，增加 255 名 (主要运营饮料渠道)、淘汰 165 名，较 18 年底净增加 90 名经销商，公司在注重经销商扩容同时也进行优胜劣汰，提升经销商队伍的战斗力。
- **18 财年完美收官，冲泡业务稳增长，即饮板块大爆发。**公司 18 财年 (18.7-19.6) 完美收官，主营业务实现收入 37.4 亿元 (+28%)，其中冲泡业务在渠道精耕+产品口味创新下保持持续增长 (+6.3%)。即饮板块主要受益于果汁茶大单品的放量，实现收入 9.5 亿元 (+216%)，在营收占比从 17 财年的 10% 提升至 25%。即饮业务成为公司强劲的第二增长曲线，接力冲泡业务，保持整体快速增长。
- **19H1 实现盈利，果汁茶放量毛利率有所改善，高举高打费用保持高投入。**1、公司 H1 整体毛利率 36.7%，同比提升 6pp，Q2 毛利率 33.6%，同比提升 16.4%，主要系即饮板块随着产量提升毛利率提升明显，预计 Q2 果汁茶整体毛利率达 33%，较 18 年底的 23% 提升明显。2、费用方面，公司果汁茶新品推广阶段继续保持高举高打的战略，线上线下持续高投入，如赞助《这就是街舞》、《极限挑战》等热门综艺节目，线下组织多场高校推广活动，销售费用同比+23%，收入快速增长下销售费用率下降 8.1pp 至 28.4%；管理费用率 (含研发) 为 8.57%，同比+2.92pp，主要系公司股权激励费用计提 3181 万元、研发新品导致研发费用同比增加 1430 万元；财务费用率 0.16% 基本平稳。整体三费率为 37.1%，同比下降 5.0pp，带动净利率改善明显，19H1 净利率同比提升 8pp 至 1.71%。

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: zhzh@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)	13.36-38.1
总市值(亿元)	160.81
总资产(亿元)	33.74
每股净资产(元)	5.47

相关研究

1. 香飘飘 (603711): 果汁茶动销良好，有望跻身十亿大单品行列 (2019-07-02)
2. 香飘飘 (603711): 冲泡即饮齐增长，收入、利润皆超预期 (2019-04-21)
3. 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)
4. 香飘飘 (603711): 春季水头大战陆续启动，果汁茶放量在即 (2019-03-21)
5. 香飘飘 (603711): 果汁茶放量在即，重视第一阶段投资机会 (2019-03-13)
6. 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)

- **果汁茶动销良好，公司成长逻辑清晰。**从目前动销情况来看，果汁茶动销情况良好，消费者认可度高，渠道库存相对良性。目前果汁茶正处于生命周期的上升期，未来 2-3 年仍有较大成长空间：1、铺市率低，渠道拓展有数倍空间；2、线上线下的营销资源投入有加大的余地。同时公司也推出了轻奶茶新品，打造即饮系列产品矩阵，保障增长的可持续性。目前公司发展趋势比较好，第二增长曲线逐步走上正轨，即饮与冲泡业务协同效应逐步体现，长期成长逻辑清晰。
- **盈利预测与投资建议。**预计全年果汁茶销售额有望超 10 亿，2019-2021 年收入复合增速为 27.2%，归母净利润复合增速为 30%，EPS 分别为 0.94、1.24、1.65 元，对应 PE 分别为 41X、31X、23X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动，果汁茶销售或不及预期。

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	395.94	520.54	692.23
增长率	17.53%	25.82%	31.47%	32.98%
每股收益 EPS（元）	0.75	0.94	1.24	1.65
净资产收益率 ROE	14.21%	15.54%	17.41%	19.35%
PE	51	41	31	23
PB	7.27	6.32	5.38	4.50

数据来源：Wind，西南证券

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	395.94	520.54	692.23
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	-8.68	-8.21	-8.04
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	-8.68	-8.21	-8.04	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	585.60	727.37	920.66
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	496.35	655.70	875.26	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	506.35	665.70	885.26	股权融资	164.59	0.00	0.00	0.00
所得税	87.76	110.41	145.16	193.03	支付股利	-40.00	-62.94	-79.19	-104.11
净利润	314.70	395.94	520.54	692.23	其他	-28.45	28.68	28.21	28.04
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	-34.26	-50.97	-76.07
归属母公司股东净利润	314.70	395.94	520.54	692.23	现金流量净额	-164.60	111.34	336.40	504.59
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	1294.06	1630.45	2135.04	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%	23.47%	32.10%	33.48%
其他流动资产	462.17	617.25	778.47	952.19	净利润增长率	17.53%	25.82%	31.47%	32.98%
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%	28.60%	27.95%	27.68%
其他非流动资产	71.78	121.18	170.59	219.99	净利率	9.68%	9.12%	9.51%	10.33%
资产总计	3339.62	4111.18	4958.64	5965.76	ROE	14.21%	15.54%	17.41%	19.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.42%	9.63%	10.50%	11.60%
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	1.17	1.21	1.23
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	1667.21	2108.57	2696.69	存货周转率	13.12	14.42	14.10	13.81
归属母公司股东权益	2215.11	2548.12	2989.47	3577.59	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	2548.12	2989.47	3577.59	资产负债率	33.67%	38.02%	39.71%	40.03%
负债和股东权益合计	3339.62	4111.18	4958.64	5965.76	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.80	1.57	1.58	1.65
					速动比率	1.66	1.44	1.44	1.51
					股利支付率	12.71%	15.90%	15.21%	15.04%
					每股指标				
					每股收益	0.75	0.94	1.24	1.65
					每股净资产	5.28	6.08	7.13	8.53
					每股经营现金	1.46	1.40	1.73	2.20
					每股股利	0.10	0.15	0.19	0.25
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	459.58	577.44	759.61	1000.69					
PE	51.14	40.65	30.92	23.25					
PB	7.27	6.32	5.38	4.50					
PS	4.95	3.71	2.94	2.40					
EV/EBITDA	32.19	25.34	18.75	13.68					
股息率	0.25%	0.39%	0.49%	0.65%					

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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@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
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	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn