



# 香飘飘(603711):新引擎动力足,全年业绩值得期待

## ——香飘飘 2019 年中报点评

**事件:**公司披露 2019 年半年报,实现营收 13.77 亿元,同比增长 58.26%,实现归母净利润 0.24 亿元,同比增长 143.11%,扭亏为盈。其中,2019Q2 实现营收 5.40 亿元,同比增长 148.22%,实现归母净利润 0.28 亿元,同比增长 65.69%。公司实现业绩大幅增长,主因上半年果汁茶销量超预期。

**消费场景数倍扩充,果汁茶成为公司业绩增长新引擎。**我们认为公司的核心逻辑在于用产品打造消费场景,进而扩充消费群体,实现产品销量的快速增长。果汁茶的成功再一次证明了公司对消费场景培育的能力。2019H1 果汁茶实现销售收入 5.88 亿元,带动整个即饮板块同比增长 413.74%。即饮板块与冲泡板块消费场景、人群定位各不相同。一年时间内,公司通过产品创新、广告营销等手段,成功培育了即饮消费场景。目前公司对果汁茶品类的推广仍在进行,铺市仍存较大空间。随着消费场景的不断扩充,公司业绩也将得到保障。

**强研发助力公司产品矩阵不断丰富,双轮驱动加速公司短板补全。**公司目前仍存在较强的季节波动,主因老品冲泡奶茶仍是公司的业绩主力。随着公司即饮板块的发展,公司的季节性波动有望弱化。2019H1 即饮板块营收占比达 47.78%,较去年同期提高 33.03pct。另一方面,公司的强研发实力,也使得公司产品矩阵不断完善。固态奶茶方面,公司将于 8 月份推出新品并更换新包装,公司也因此在二季度进行控量清库存,使得上半年固态奶茶实现营收 7.12 亿元,同比小幅下跌 2.81%。我们认为固态奶茶受益于奶茶市场规模的扩大,仍具备较大的发展空间,看好公司产品迭代升级带来的增长。液态奶茶方面,公司 5 月份推出新品“轻奶茶”,目前正在试销。通过产品的不断创新和迭代,公司的产品矩阵将不断的完善,进而延长产品的生命周期,获得新的增长动力。

**可转债加速突破产能瓶颈,渠道拓展+品牌营销助力消费场景持续拓展。**我们认为果汁茶仍具备持续增长的动力,一是产能的加速释放为果汁茶放量奠定基础。公司即将发行 8.60 亿元可转债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。二是消费场景的成功培育为渠道扩张打开空间。公司果汁茶的成功,说明该消费场景具备可复制的大众消费场景潜质。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%,

### 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	57.28	51.17	40.83	30.95	23.12

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

2019 年 08 月 12 日

强烈推荐/维持

香飘飘

公司报告

### 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:

暂无

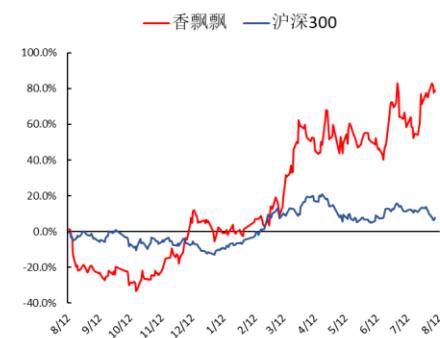
### 发债及交叉持股介绍:

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)	13.36-38.38
总市值(亿元)	160.95
流通市值(亿元)	160.95
总股本/流通 A 股(万股)	41935/4629
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	4.88

### 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

wuwd@dxzq.net.cn

而全国网点的铺货率只有 12.6%。随着果汁茶的不断推广以及渠道的渗透，我们认为果汁茶有望借助大众消费场景快速增长。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，培育消费场景。

**盈利预测：**新品放量超预期，加之消费场景的数倍扩充，我们持续看好公司业绩增长。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 17%，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。

**附表：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			
<b>流动资产合计</b>	1810	1949	2631	3202	4521	<b>营业收入</b>	2640	3251	4387	5564	6929			
货币资金	1327	1183	1321	1259	1884	<b>营业成本</b>	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			
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	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			
<b>资产总计</b>	2808	3340	4416	5330	6788	<b>利润总额</b>	345	402	491	650	871			
<b>流动负债合计</b>	739	1081	1666	2127	2979	所得税	78	88	98	130	174			
短期借款	0	0	414	613	1192	<b>净利润</b>	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	<b>EBITDA</b>	544	649	578	752	990			
<b>非流动负债合计</b>	141	44	42	42	42	<b>EPS (元)</b>	0.67	0.75	0.94	1.24	1.66			
长期借款	110	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	0	0	0	0	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
<b>负债合计</b>	880	1125	1708	2169	3021	<b>成长能力</b>								
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	<b>获利能力</b>								
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%			
<b>负债和所有者权益</b>	2808	3340	4416	5330	6788	净利率 (%)	10.14%	9.68%	8.95%	9.34%	10.06%			
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润 (%)</b>	9.54%	9.42%	8.89%	9.75%	10.27%			
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	13.89%	14.21%	14.49%	16.45%	18.51%			
<b>经营活动现金流</b>	105	613	71	265	404	<b>偿债能力</b>								
净利润	268	315	392	520	697	资产负债率 (%)	31%	34%	39%	41%	45%			
折旧摊销	234.88	257.28	0.00	107.59	110.37	流动比率	2.45	1.80	1.58	1.51	1.52			
财务费用	-8	-10	-3	7	20	速动比率	2.26	1.66	1.47	1.40	1.43			
应收账款减少	0	0	-13	-12	-14	<b>营运能力</b>								
预收帐款增加	0	0	27	107	88	总资产周转率	1.06	1.06	1.13	1.14	1.14			
<b>投资活动现金流</b>	-407	-764	-457	-40	-52	应收账款周转率	58	52	82	84	88			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.48	8.82	9.38	8.81	8.59			
长期股权投资减少	0	0	19	0	0	<b>每股指标 (元)</b>								
投资收益	3	13	13	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.67	0.75	0.94	1.24	1.66			
<b>筹资活动现金流</b>	474	-14	518	123	468	每股净现金流(最新摊)	0.43	-0.39	0.32	0.83	1.96			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.82	5.28	6.46	7.54	8.98			
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>								
普通股增加	40	19	0	0	0	P/E	57.28	51.17	40.83	30.95	23.12			
资本公积增加	468	145	0	0	0	P/B	6.50	5.93	4.85	4.15	3.48			
<b>现金净增加额</b>	172	-164	133	348	820	EV/EBITDA	20.77	18.40	21.14	16.59	12.56			

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。