

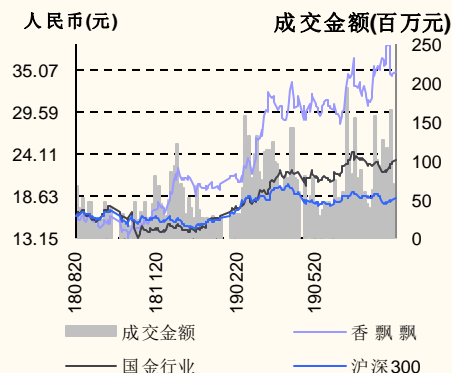
## 香飘飘 (603711.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 34.75 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)	14,572.41
年内股价最高最低(元)	38.38/30.85
沪深 300 指数	3791.09
上证指数	2883.10



## 相关报告

- 1.《收入高增长，业绩弹性持续释放-香飘飘中报点评》，2019.8.13
- 2.《果汁茶上市满一年，交出靓丽答卷-香飘飘点评报告》，2019.7.24
- 3.《果汁茶旺季来临，大单品加速放量-香飘飘事件点评》，2019.5.27
- 4.《业绩高增长，果汁茶持续放量-香飘飘一季报点评》，2019.4.20
- 5.《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

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

寇星 联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

卢周伟 联系人  
luzhouwei@gjzq.com.cn

## 新产品、新代言、新定位，开启新一轮成长

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.67	0.75	0.93	1.19	1.58
每股净资产(元)	4.82	5.28	6.27	7.17	8.45
每股经营性现金流(元)	0.26	1.46	0.67	1.33	2.08
市盈率(倍)	40	28	37	29	22
净利润增长率(%)	0.63%	17.53%	23.79%	28.55%	32.63%
净资产收益率(%)	13.89%	14.21%	14.81%	16.66%	18.74%
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

## 事件简评

- 8月19日，公司召开品牌新升级发布会，正式对外发布了新产品、新代言人以及全新的品牌定位

## 经营分析

- **新产品、新代言、新定位，开启香飘飘冲泡奶茶新时代：**公司此次发布会围绕新产品、新代言和新定位的主题，发布了全新的冲泡奶茶系列“珍珠双拼系列”，包含了黑糖双拼、太妃双拼和抹茶双拼三款全新重磅产品并对原有美味系列进行升级；官宣了香飘飘品牌全新的代言人当红流量明星王俊凯；明确全新的品牌宣传语“够有料、更享受”，将香飘飘定位为“享受型”饮料。珍珠双拼系列的上市不仅丰富了公司的产品矩阵，形成了经典、好料和珍珠双拼三大差异化产品系列，也为公司冲泡系列产品发展注入了一针强心剂，促进公司整体业务增长。
- **继续保持行业领先地位，全方位实现品牌升级：**从产品端来看，公司此次选择“珍珠奶茶”作为全新系列的切入点，并在奶茶中分别加入芒果干、东北红豆和新疆葡萄干等优选食材，保持了公司一贯的高水准产品品质，并首次选用牛皮纸配以插画风作为外包装，提升产品整体的时尚度和档次感，公司用领先的产品研发能力持续不断的激发冲泡奶茶市场需求，延伸消费场景，扩大消费群体。从品牌定位来看，公司在好料系列升级过程中便不断强调日常休闲消费的应用场景，此次新品发布后明确提出将冲泡奶茶定位升级为“享受型”产品。在上一轮“小饿小困，就喝香飘飘的”品牌宣传攻势下消费者已逐步将香飘飘的使用场景定位为休闲充饥等，全新定位更加明确了产品的全场景应用，再辅以产品、渠道、价格和传播推广的全面配合，全新代言人的启用也能够加快品牌实现年轻化、市场化，真正将品牌升级落到实处，实现公司“让人们更享受生活”的使命和愿景。
- **双轮驱动实现良性循环，携手助力公司成长：**冲泡产品为了实现更顺畅的品牌升级，上半年公司主动降低渠道库存，预计此次品牌升级将对冲泡系列下半年旺季销量带来促进，激活冲泡奶茶市场，新系列又为增加消费群体提供了弹性，预计冲泡系列全年仍将维持两位数的可观增长。果汁茶正处发展快车道，冲泡系列又迎来全新的增长引擎，两大品类双轮驱动加速公司成长。同时果汁茶直接带来的淡旺季平滑和冲泡奶茶自身季节性差异的逐步减弱将带动公司进入更加高效的增长阶段，使公司逐步发展为更为优秀的消费品品牌和企业。

## 盈利预测

- 预计公司 19-21 年的收入分别为 45.1 亿元/54.5 亿元/62.8 亿元，同比 +38.3%/+20.8%/+15.1%；归母净利润分别为 3.9 亿元/5.0 亿元/6.6 亿元，同比增长 23.8%/28.6%/32.6%；EPS 分别为 0.93 元/1.19 元/1.58 元；对应 PE 为 37X/29X/22X，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
<b>主营业务收入</b>	<b>2,390</b>	<b>2,640</b>	<b>3,251</b>	<b>4,512</b>	<b>5,453</b>	<b>6,277</b>
增长率		10.5%	23.1%	38.8%	20.8%	15.1%
主营业务成本	-1,317	-1,579	-1,938	-2,724	-3,269	-3,730
%销售收入	55.1%	59.8%	59.6%	60.4%	59.9%	59.4%
毛利	1,072	1,061	1,313	1,788	2,184	2,547
%销售收入	44.9%	40.2%	40.4%	39.6%	40.1%	40.6%
营业税金及附加	-23	-20	-27	-38	-46	-53
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-676	-617	-800	-1,088	-1,288	-1,444
%销售收入	28.3%	23.4%	24.6%	24.1%	23.6%	23.0%
管理费用	-85	-114	-139	-246	-286	-286
%销售收入	3.5%	4.3%	4.3%	5.5%	5.3%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	289	310	347	416	564	765
%销售收入	12.1%	11.7%	10.7%	9.2%	10.3%	12.2%
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%	2.0%	1.6%	1.2%
营业利润	303	317	402	473	614	821
营业利润率	12.7%	12.0%	12.4%	10.5%	11.3%	13.1%
营业外收支	24	28	0	20	20	20
税前利润	327	345	402	493	634	841
利润率	13.7%	13.1%	12.4%	10.9%	11.6%	13.4%
所得税	-61	-78	-88	-104	-133	-177
所得税率	18.7%	22.5%	21.8%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	266	268	315	390	501	664
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>266</b>	<b>268</b>	<b>315</b>	<b>390</b>	<b>501</b>	<b>664</b>
净利率	11.1%	10.1%	9.7%	8.6%	9.2%	10.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	266	268	315	390	501	664
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	-126	-3	134
<b>经营活动现金净流</b>	<b>366</b>	<b>105</b>	<b>613</b>	<b>282</b>	<b>556</b>	<b>874</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-256</b>	<b>-407</b>	<b>-764</b>	<b>-719</b>	<b>-309</b>	<b>-194</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>53</b>	<b>475</b>	<b>-14</b>	<b>60</b>	<b>-67</b>	<b>-217</b>
<b>现金净流量</b>	<b>162</b>	<b>173</b>	<b>-165</b>	<b>-377</b>	<b>180</b>	<b>462</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**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	116	140	161
存货	91	141	153	202	242	276
其他流动资产	96	233	566	736	763	787
流动资产	1,427	1,810	1,949	1,797	2,053	2,530
%总资产	65.8%	64.5%	58.4%	47.4%	47.7%	51.6%
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%	40.3%	40.2%	36.5%
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%	52.6%	52.3%	48.4%
<b>资产总计</b>	<b>2,169</b>	<b>2,808</b>	<b>3,340</b>	<b>3,789</b>	<b>4,303</b>	<b>4,906</b>
短期借款	0	0	0	59	105	0
应付款项	703	541	806	865	906	1,041
其他流动负债	133	198	275	277	324	402
流动负债	836	739	1,081	1,138	1,257	1,302
长期贷款	60	110	0	20	40	60
其他长期负债	9	31	44	0	0	0
<b>负债</b>	<b>905</b>	<b>880</b>	<b>1,125</b>	<b>1,158</b>	<b>1,297</b>	<b>1,362</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,264</b>	<b>1,928</b>	<b>2,215</b>	<b>2,631</b>	<b>3,006</b>	<b>3,544</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,169</b>	<b>2,808</b>	<b>3,340</b>	<b>3,789</b>	<b>4,303</b>	<b>4,906</b>

**比率分析**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.739	0.669	0.750	0.929	1.194	1.584
每股净资产	3.511	4.819	5.282	6.273	7.168	8.451
每股经营现金净流	1.016	0.264	1.462	0.672	1.326	2.083
每股股利	0.000	0.100	0.250	0.300	0.300	0.300
<b>回报率</b>						
净资产收益率	21.05%	13.89%	14.21%	14.81%	16.66%	18.74%
总资产收益率	12.27%	9.54%	9.42%	10.11%	11.43%	13.16%
投入资本收益率	17.76%	11.79%	12.23%	12.12%	14.15%	16.76%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	22.44%	10.49%	23.13%	38.79%	20.85%	15.11%
EBIT 增长率	32.02%	7.09%	11.95%	19.94%	35.70%	35.53%
净利润增长率	30.48%	0.63%	17.53%	23.79%	28.55%	32.63%
总资产增长率	29.32%	29.48%	18.94%	13.46%	13.57%	14.00%
<b>资产管理能力</b>						
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	85.0	77.1	66.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-89.92%	-63.15%	-53.39%	-25.25%	-25.39%	-35.17%
EBIT 利息保障倍数	-21.9	-40.7	-34.3	-24.0	-58.6	-47.8
资产负债率	41.72%	31.35%	33.67%	31.70%	31.39%	29.78%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	9	12	15	18	46
增持	5	8	10	10	18
中性	0	1	1	1	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.36	1.48	1.46	1.41	1.38

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
3	2019-05-27	买入	29.45	36.63~36.63
4	2019-07-24	买入	31.30	N/A
5	2019-08-13	买入	38.38	45.15~45.15

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