



2019-10-27

公司点评报告

增持/首次

香飘飘(603711)

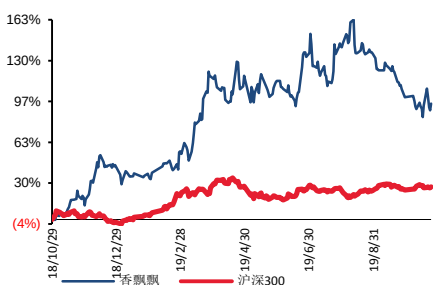
目标价: 33

昨收盘: 28.4

日常消费 食品、饮料与烟草

香飘飘三季报点评：费用高举高打，期待新品放量

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	419/46
总市值/流通(百万元)	11,910/1,315
12 个月最高/最低(元)	38.38/14.63

相关研究报告：

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：李鑫鑫

电话：13246620312

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

点评事件：公司发布 2019 年三季报，前三季度公司分别实现营收、归母净利润、归母扣非净利润 23.80 亿元、1.32 亿元、1.03 亿元，分别增长 41.67%、57.41%、69.60%，归母净利率 5.56%（同比+0.56pct），Q3 公司分别实现营收、归母净利润、归母扣非净利润 10.03 亿元、1.08 亿元、1.03 亿元，分别增长 23.85%、-21.57%、-20.31%，归母净利率 10.83%（同比-6.27pct）。

收入分析：果汁茶增速放缓，冲泡类恢复正增长

2019 年前三季度实现营收 23.80 亿元，同比+41.67%（Q1：+28.26%；Q2：+148.22%；Q3：+23.85%），Q2 高增长主要系果汁茶放量带动，Q3 环比下滑主要受果汁茶阶段性放缓影响。具体来说：单三季度冲泡类、液态奶茶、果汁茶实现收入 7.74 亿元、0.36 亿元、1.83 亿元，分别增长 8.34%、12.18%和 225.36%。1) **果汁茶：**公司自 2018 年 Q3 推出果汁茶后，收入增长表现强劲，但果汁茶 Q3 下降较大，主要是公司夏季冰冻化陈列储备不足，终端动销放缓，加之处于暑假时期学校销售受到很大影响。2) **冲泡类：**Q3 冲泡产品中经典系列、好料系列实现收入 5.11 亿元、2.63 亿元，分别同比增长 8.69%、7.67%，增速较 Q2 有一定恢复性增长。

我们认为，公司 10 月份新签流量小生邓伦代言 meco 系列，8 月份新签约王俊凯为冲泡类奶茶代言，并推出 meco 轻奶茶和双拼系列奶茶，新营销新产品有望为后续公司发展注入新的活力，未来新品放量值得期待。

渠道分析：传统经销商占大头，经销商开拓有望拉动收入增长

销售渠道来看，2019 年前三季度公司通过经销商、电子商务、国外和直营实现收入 22.68 亿元、0.74 亿元、0.12 亿元，分别增长 40.10%、80.69%、290%，公司自 2019Q4 开始推出直营渠道，目前直营销售收入规模 2/3 百万，占比较小，销售仍以经销商为主，占比在 95%+。单三季度渠道收入增速来看，经销商/电子商务/国外增速分别为 22.5%/177%/-12%，电商增速较高，主要是冲泡类产品有所发力。

销售市场来看，前三季度华东、华中、西南、西北销售收入在 2 亿元以上，收入分别为 9.3 亿元、3.7 亿、3.6 亿、2.1 亿元，销售分别增长 23%、52%、46%、39%。单三季度华东增速有所放缓，主要是受 meco 果汁茶放缓影响。同时公司积极拓展经销商，截至目前公司经销商数量为 1460 家，较去年净增 173 家，其中 Q1、Q2、Q3 分别净增 73、17 和 83 家。我们认为未来经销商数量增加有望驱动收入不断增长。

利润分析：费用高举高打，期待未来发力

1) 毛利率：前三季度公司毛利率 39.22%，同比+2.67pct，其中 Q3 毛利率 42.31%，同比-0.25pct，主要系低毛利果汁茶占比提升所致。**2) 期间费用：**前三季度期间费用率 33.36%，同比+1.53pct，其中 Q3 期间费用率 28.22%，同比+7.44%，主要是签约王俊凯带动销售费用率提升 3.97pct，计提股权激励费用导致管理费用率提升 2.58pct。**3) 净利率：**前三季度净利率为 5.56%，同比+0.56pct，其中 Q3 净利率 10.83%，同比-6.27pct，主要是公司费用高举高打，为后续销售做一定储备。

盈利预测与评级：

公司杯装奶茶缓慢增长，签约新代言人王俊凯后有望激发新活力，果汁茶逐步进入淡季，期待明年继续放量。我们预测公司 2019-2021 年的收入增速分别为 28%、21%、19%；净利润增速分别为 15%、19%、19%；对应的 EPS 分别为 0.79、0.93、1.11 元/股。我们按照 2020 年业绩给 35 倍 PE，目标价 33 元，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示：新品放量不及预期；销售环境恶化；食品安全问题等。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3251	4145	5016	5982
增长率 (%)	23%	28%	21%	19%
营业收入(百万元)	315	361	428	511
增长率 (%)	18%	15%	19%	19%
摊薄每股收益(元)	0.75	0.79	0.93	1.11

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。