

果汁茶放量带动 19 增长，20 年调整为主期待再次腾飞

买入 (维持)

2020 年 04 月 26 日

证券分析师 杨默曦

执业证号: S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,978	4,374	5,094	5,994
同比 (%)	22.4%	10.0%	16.5%	17.7%
归母净利润 (百万元)	347	368	423	520
同比 (%)	10.4%	5.9%	15.0%	22.9%
每股收益 (元/股)	0.83	0.88	1.01	1.24
P/E (倍)	35.22	33.27	28.94	23.55

事件

公司发布 2019 年年报及 2020 年一季度报告, 19 年实现营收 39.78 亿元 (+22.36%), 归母净利 3.47 亿元 (+10.39%), 扣非净利 3.07 亿元 (+8.8%)。19Q4 实现营收 15.98 亿元 (+1.71%), 归母净利 2.15 亿元 (-6.73%), 扣非净利 2.03 亿元 (-7.94%)。20Q1 实现营收 4.3 亿元 (-48.61%), 归母净利-0.86 亿元 (-264.67%), 扣非净利-0.89 亿元 (-279.13%)。

投资要点

■ 19 年果汁茶放量带动业绩增长, 股权激励费用增加拖累盈利水平: 1) 收入端: 公司 19 年实现营收 39.78 亿元 (+22.36%), 其中 19Q4 营收 15.98 亿元 (+1.71%)。分产品看, 冲泡/即饮板块分别实现营收 29.4/10.0 亿, 同比+4.7/139.7%, 冲泡类业务主要依靠经典系列奶茶拉动 (同比+10%), 新品好料系列增速下滑 (同比-8%), 而新品珍珠系列表现符合预期。即饮板块收入占比上升至 25% (同比+12pct), 其主要依靠果汁茶放量保持高增, 果汁茶全年实现营收 8.7 亿, 表现略低于市场预期, 主要系 19 年旺季产能不足及冰点资源掌控力不足等原因导致。分区域看, 公司全国市场开拓成果显著, 华东地区营收 17.4 亿占比最高 (约 43.7%, 但同比-4.3%), 东北/华南/华北/华中地区受益于低基数及渠道深入覆盖同比增速均超 30%, 电商渠道表现亮眼, 实现营收 1.2 亿同比+59%。分渠道看, 公司 19 全年经销商 1481 家 (同比+194 家), “三专政策”赋能下, 渠道专职经销商数量增加超 100 家, 当前专职经销商约 790 家, 带动单位经销商贡献营收 256.1 万元 (同比+5.1%)。2) 利润端: 公司 19 年毛利率约 41.2% (同比+0.81pct), 主要系产品吨价提升从而冲泡/即饮板块毛利率分别+2.7/3.3pct, 公司销售费用率略有下降 24.31% (-0.31pct), 但受限于股权激励费用的增加, 公司管理费用率 (含研发费用) 约 6.16% 同比+1.88pct, 拖累公司净利率水平同比-0.95pct, 为 8.73%。

疫情影响 20Q1 业绩承压, 20 年调整消化为主期待未来再次腾飞: 疫情影响公司 20 年一季度业绩承压, 20Q1 实现营收 4.3 亿元 (同比-48.61%), 归母净利-0.86 亿元 (-264.67%)。分板块看公司冲泡/即饮板块营收同比-50/-45%, 销量大幅下滑主要受疫情影响供给端复工、春节提前缩短发货周期及开学时间推迟影响学生等主流消费群体的消费等原因的影响, 成本刚性下公司 20Q1 毛利率为 31.24% (同比-7.92pct), 同时公司春节期间费用端投入较高导致销售费用率同比+20.2pct, 从而影响净利率为-19.9% (同比-26.11pct)。面对疫情公司及时调整经营策略, 对营收和利润的考核目标更为务实, 公司在成本端成立降本委员会持续推进降本增效, 费用端公司营销能力出众, 广宣费用投入产出比较高, 预计随下半年疫后消费反弹库存调整消化到位, 将为未来高增打下坚实基础。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.26
一年最低/最高价	19.50/38.40
市净率(倍)	4.92
流通 A 股市值(百万元)	1429.43

基础数据

每股净资产(元)	5.95
资产负债率(%)	39.18
总股本(百万股)	418.17
流通 A 股(百万股)	48.85

相关研究

1、《香飘飘 (603711): 果汁茶势能崛起, 香飘飘蓄势待发》
2020-02-06

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年营收为 43.7/50.9/59.9 亿元，增速为 10.0/16.5/17.7%；归母净利润为 3.7/4.2/5.2 亿元，增速为 5.9/15.0/22.9%；对应 EPS 为 0.88/1.01/1.24 元。当前股价对应 PE 分别为 33/29/24X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情加剧风险，消费需求疲软

香飘飘三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,098	2,180	2,841	3,047	营业收入	3,978	4,374	5,094	5,994
现金	1,243	1,293	1,873	2,019	减:营业成本	2,339	2,573	2,995	3,520
应收账款	45	57	62	78	营业税金及附加	36	40	55	66
存货	166	185	224	256	营业费用	967	1,060	1,211	1,396
其他流动资产	644	645	682	693	管理费用	214	260	324	377
非流动资产	1,818	1,854	1,975	2,137	财务费用	-3	-0	-5	-7
长期股权投资	0	1	1	2	资产减值损失	-7	0	0	0
固定资产	1,198	1,231	1,327	1,463	加:投资净收益	16	15	16	16
在建工程	209	183	180	182	其他收益	-0	-0	-0	-0
无形资产	206	238	270	292	营业利润	440	457	529	656
其他非流动资产	205	201	196	197	加:营业外净收支	1	14	11	7
资产总计	3,916	4,033	4,816	5,183	利润总额	442	471	540	663
流动负债	1,306	1,161	1,593	1,519	减:所得税费用	94	103	117	143
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	409	464	552	642	归属母公司净利润	347	368	423	520
其他流动负债	897	697	1,041	877	EBIT	404	433	492	605
非流动负债	76	77	81	85	EBITDA	518	542	617	744
长期借款	0	1	6	10					
其他非流动负债	76	76	76	76	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,381	1,238	1,674	1,604	每股收益(元)	0.83	0.88	1.01	1.24
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	6.06	6.69	7.51	8.56
					发行在外股份(百万 股)	419	418	418	418
归属母公司股东权益	2,534	2,796	3,141	3,579	ROIC(%)	12.3%	11.8%	12.0%	13.0%
负债和股东权益	3,916	4,033	4,816	5,183	ROE(%)	13.7%	13.2%	13.5%	14.5%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	41.2%	41.2%	41.2%	41.3%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	8.7%	8.4%	8.3%	8.7%
经营活动现金流	720	285	878	502	资产负债率(%)	35.3%	30.7%	34.8%	31.0%
投资活动现金流	-638	-130	-231	-286	收入增长率(%)	22.4%	10.0%	16.5%	17.7%
筹资活动现金流	-137	-104	-67	-70	净利润增长率(%)	10.4%	5.9%	15.0%	22.9%
现金净增加额	-54	50	580	146	P/E	35.22	33.27	28.94	23.55
折旧和摊销	114	110	125	139	P/B	4.83	4.38	3.90	3.42
资本开支	532	35	121	161	EV/EBITDA	20.53	19.53	16.23	13.27
营运资本变动	197	-177	351	-135					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

