

公司研究/中报点评

2019年08月13日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 38.38
合理价格区间(元): 45.08~46.12

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号: S0570516040004
010-63211166
wangnan2@htsc.com

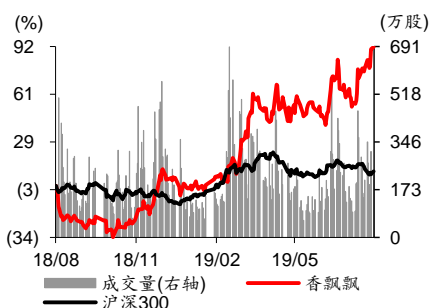
张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

李晴 执业证书编号: S0570518110003
021-28972093
liqing3@htsc.com

相关研究

- 1《香飘飘(603711,买入): 收入弹性和渠道协同开始显现》2019.04
- 2《香飘飘(603711,买入): 果汁茶对渠道进化的意义被低估》2019.03
- 3《香飘飘(603711,买入): 不负众望, 果汁茶实现高增长》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	419.35
流通 A 股 (百万股)	46.30
52 周内股价区间 (元)	13.36-38.38
总市值 (百万元)	16,095
总资产 (百万元)	3,363
每股净资产 (元)	5.23

资料来源: 公司公告

大单品放量推动业绩快速增长

香飘飘(603711)

香飘飘 19H1 实现收入 13.77 亿元 (+58.26%), 净利 0.24 亿元 (扭亏)

香飘飘于 2019 年 8 月 12 日公布半年报, 2019H1 公司实现收入 13.77 亿元, 同比增长 58.26%, 实现归母净利润 0.24 亿元, 实现扣非后归母净利润 0.23 亿元, 同比扭亏为盈。19Q2 单季实现收入 5.44 亿元, 同比增长 148.22%, 实现归母净亏损 0.28 亿元。公司业绩高于我们此前的预期, 因此我们上调盈利预测, 预计香飘飘 2019~2021 年 EPS 分别达到 1.02 元, 1.41 元和 1.81 元, 维持“买入”评级。

果汁茶大单品快速放量, 为香飘飘打造新的增长极

香飘飘于 2018Q3 推出的新单品果汁茶 2019H1 实现收入 5.88 亿元, 19Q2 单季实现收入 4.17 亿元, 由于 Q2 和 Q3 是香飘飘传统冲泡类产品的淡季, 新品的快速放量带动公司的收入同比实现快速的增长。我们认为果汁茶推出以来连续 4 个季度的良好表现体现了香飘飘对于饮料市场消费者需求的洞察力和出色的产品打造能力。即饮类产品的快速放量为香飘飘打造了全新的增长极, 我们看好果汁茶未来 3 年的增长潜力。

为适应公司产品结构的变化, 经销商网络的拓展速度明显加快

根据公司公告, 2019H1 公司新增经销商数量 255 个, 减少经销商数量 165 个, 经销商净增加数量为 90 个。去年同期公司新增经销商数量 140 个, 减少经销商数量 99 个, 经销商净增加数量为 41 个。我们认为公司的经销商网络拓展呈现两个发展趋势, 首先公司借助新产品的旺盛市场需求积极增加经销商数量, 实现区域覆盖的扩大和网点密度的提升; 其次公司积极提升经销商队伍的质量, 加深与经销商合作的广度和深度, 在大力招揽具有较强竞争力的新经销商的同时淘汰市场拓展能力较弱的旧经销商。

计划发行不超过 8.6 亿元的可转债, 解决制约公司发展的产能瓶颈问题

根据公告, 公司计划公开发行人总额不超过 8.6 亿元的可转换公司债券, 期限为自发行日起 6 年。募资金拟用于成都年产 28 万吨无菌灌装液体奶茶项目 (拟投入募集资金 6.96 亿元) 和天津年产 11.2 万吨无菌灌装液体奶茶项目 (拟投入募集资金 1.64 亿元)。由于公司的新品果汁茶无法与传统冲泡类产品共用生产线, 因此在旺盛的市场需求背景下, 产能一直是制约公司果汁茶放量的重要因素, 募投项目将显著的缓解产能瓶颈。

看好果汁茶的中长期增长潜力, 维持“买入”评级

我们看好果汁茶的产能扩张和旺盛需求给香飘飘带来的收入和业绩弹性。我们上调盈利预测, 预计 2019~2021 年收入将达 47.44 亿元 (上调 5%), 59.75 亿元 (上调 2%) 和 75.98 亿元 (上调 7%)。EPS 将达 1.02 元 (上调 6%), 1.41 元 (上调 8%) 和 1.81 元 (上调 11%)。考虑公司将进入较快速度的增长期我们采用 PEG 估值方法, 可比公司平均估值为 2019 年 1.33 倍 PEG, 我们给予香飘飘 2019 年 1.30~1.33 倍 PEG, 公司 2019~2021 年业绩复合增速为 34%, 目标价范围 45.08~46.12 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 果汁茶增长不达预期; 市场竞争加剧; 食品安全。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,640	3,251	4,744	5,975	7,598
+/-%	10.49	23.13	45.93	25.93	27.17
归属母公司净利润 (百万元)	267.77	314.70	426.54	590.20	758.21
+/-%	0.63	17.53	35.54	38.37	28.47
EPS (元, 最新摊薄)	0.64	0.75	1.02	1.41	1.81
PE (倍)	60.11	51.14	37.73	27.27	21.23

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

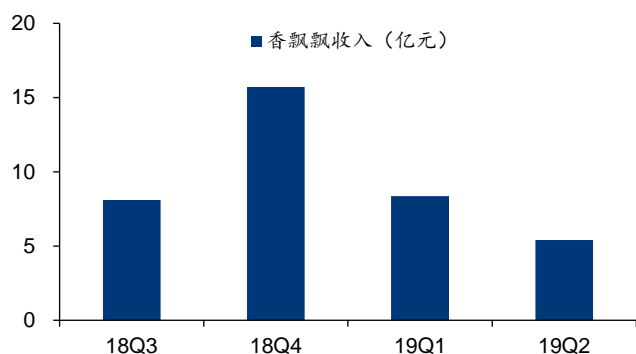
可比公司估值表及季度财务表现

图表1: 香飘飘可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 元/股	EPS				PE				净利 CAGR3	PEG 2019E
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
002568.SZ	百润股份	19.85	0.23	0.57	0.62	0.75	86	35	32	26	48%	0.72
600887.SH	伊利股份	28.14	1.06	1.19	1.30	1.50	27	24	22	19	12%	1.93
603156.SH	养元饮品	31.06	2.69	2.98	3.07	3.37	12	10	10	9	8%	1.34
平均值												1.33

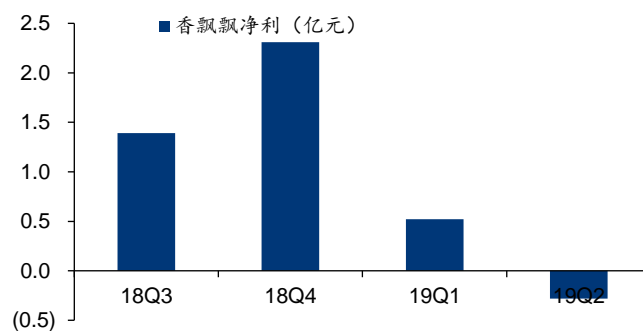
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 收盘价取 2019 年 8 月 12 日, 盈利预测取 Wind 一致预期

图表2: 香飘飘季度收入情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

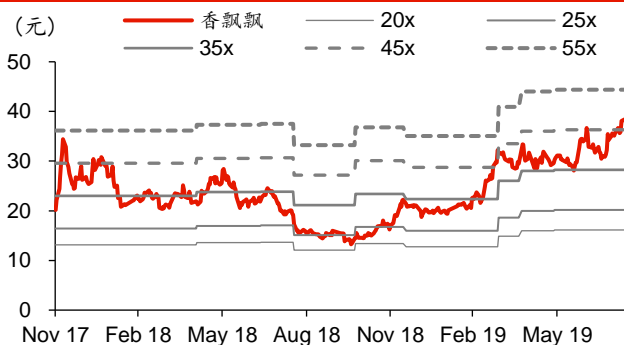
图表3: 香飘飘季度净利情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

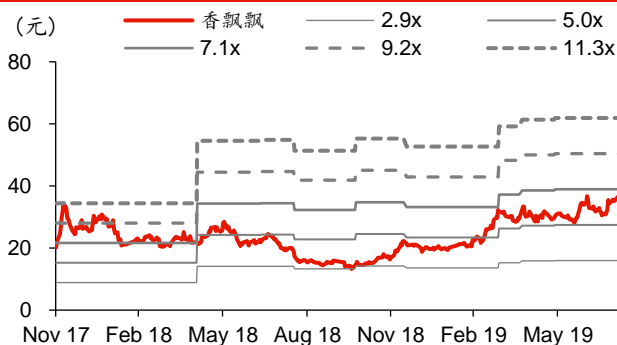
PE/PB - Bands

图表4: 香飘飘历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 香飘飘历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,810	1,949	2,083	2,183	2,755
现金	1,327	1,183	1,386	1,274	1,684
应收账款	77.65	47.47	78.37	120.54	129.90
其他应收账款	27.28	8.14	34.49	39.17	40.71
预付账款	101.01	95.37	141.29	189.32	226.33
存货	141.09	152.79	223.18	286.77	353.94
其他流动资产	135.79	462.36	219.86	273.07	319.54
非流动资产	997.87	1,391	2,116	2,779	3,360
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	609.81	828.50	1,273	1,797	2,325
无形资产	185.35	194.35	194.35	194.35	194.35
其他非流动资产	202.71	367.94	648.50	788.34	840.75
资产总计	2,808	3,340	4,199	4,962	6,115
流动负债	738.96	1,081	1,378	1,545	1,938
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	388.21	392.28	674.19	796.90	987.17
其他流动负债	350.75	688.47	703.98	747.71	951.15
非流动负债	141.26	43.76	27.43	33.66	34.38
长期借款	109.77	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	31.49	43.76	27.43	33.66	34.38
负债合计	880.22	1,125	1,406	1,578	1,973
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	419.35	419.35	419.35	419.35	419.35
资本公积	468.13	613.37	613.37	613.37	613.37
留存公积	1,060	1,334	1,761	2,351	3,109
归属母公司股东权益	1,928	2,215	2,793	3,384	4,142
负债和股东权益	2,808	3,340	4,199	4,962	6,115

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	105.47	613.22	830.30	663.73	1,184
净利润	267.77	314.70	426.54	590.20	758.21
折旧摊销	52.41	67.68	94.33	146.24	206.56
财务费用	(7.61)	(10.11)	(16.70)	(15.96)	(17.75)
投资损失	(3.49)	(13.26)	(6.03)	(7.59)	(8.96)
营运资金变动	(219.10)	231.17	360.36	(50.19)	230.39
其他经营现金	15.51	23.04	(28.20)	1.03	15.22
投资活动现金	(407.06)	(763.93)	(795.76)	(791.65)	(790.94)
资本支出	344.89	485.71	800.00	800.00	800.00
长期投资	88.51	281.74	1.79	(0.75)	(0.09)
其他投资现金	26.34	3.51	6.03	7.59	8.96
筹资活动现金	473.94	(13.63)	168.51	15.96	17.75
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	49.80	(109.77)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	59.35	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	468.13	145.25	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(103.33)	(49.12)	168.51	15.96	17.75
现金净增加额	173.13	(164.60)	203.06	(111.96)	410.48

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,640	3,251	4,744	5,975	7,598
营业成本	1,579	1,938	2,823	3,479	4,418
营业税金及附加	20.24	27.23	40.66	49.01	63.69
营业费用	617.23	800.22	1,177	1,482	1,877
管理费用	100.41	130.10	179.37	230.72	294.90
财务费用	(7.61)	(10.11)	(16.70)	(15.96)	(17.75)
资产减值损失	7.32	(0.98)	2.28	2.88	1.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.49	13.26	6.03	7.59	8.96
营业利润	316.92	402.00	545.03	754.33	969.20
营业外收入	28.53	0.84	0.84	0.84	0.84
营业外支出	0.17	0.39	0.39	0.39	0.39
利润总额	345.28	402.46	545.48	754.79	969.65
所得税	77.52	87.76	118.94	164.58	211.43
净利润	267.77	314.70	426.54	590.20	758.21
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	267.77	314.70	426.54	590.20	758.21
EBITDA	361.72	459.58	622.67	884.62	1,158
EPS (元, 基本)	0.64	0.75	1.02	1.41	1.81

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.49	23.13	45.93	25.93	27.17
营业利润	4.68	26.85	35.58	38.40	28.48
归属母公司净利润	0.63	17.53	35.54	38.37	28.47
获利能力 (%)					
毛利率	40.20	40.39	40.50	41.76	41.84
净利率	10.14	9.68	8.99	9.88	9.98
ROE	13.89	14.21	15.27	17.44	18.31
ROIC	40.51	30.70	30.89	28.35	31.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.35	33.67	33.47	31.81	32.26
净负债比率 (%)	12.47	0	0	0	0
流动比率	2.45	1.80	1.51	1.41	1.42
速动比率	2.26	1.66	1.35	1.23	1.24
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.06	1.26	1.30	1.37
应收账款周转率	55.18	49.37	71.63	57.06	57.64
应付账款周转率	4.26	4.97	5.29	4.73	4.95
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.75	1.02	1.41	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	1.46	1.98	1.58	2.82
每股净资产(最新摊薄)	4.60	5.28	6.66	8.07	9.88
估值比率					
PE (倍)	60.11	51.14	37.73	27.27	21.23
PB (倍)	8.35	7.27	5.76	4.76	3.89
EV_EBITDA (倍)	41.08	32.33	23.86	16.80	12.83

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com