

公司研究/季报点评

2019年10月28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): 28.40
合理价格区间(元): 32.40~33.36

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

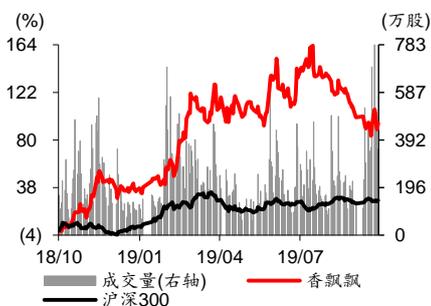
李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

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

相关研究

- 1《香飘飘(603711,买入): 大单品放量推动业绩快速增长》2019.08
- 2《香飘飘(603711,买入): 收入弹性和渠道协同开始显现》2019.04
- 3《香飘飘(603711,买入): 果汁茶对渠道进化的意义被低估》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

费用拖累利润增速, 果汁茶持续放量

香飘飘(603711)

19Q3 费用投入拖累利润增速, 看好果汁茶增长潜力

19 年前三季度公司营收 23.8 亿, 同比+41.7%, 归母净利 1.3 亿, 同比+56.9%; 19Q3 营收 10.0 亿, 同比+23.9%, 归母净利 1.09 亿, 同比-21.7%, 收入端维持较快增长, 市场营销推广力度加大使得 19Q3 费用率同比+7.5pct, 拖累利润增速, 业绩表现略低于我们预期。我们看好果汁茶的持续放量带来的增长潜力, 及渠道优化推动冲调类产品重回增长轨道。小幅调整盈利预测, 预计 19~21 年 EPS0.96/1.17/1.46 元, 维持“买入”评级。

费用投入加大拖累利润增速, 营销持续发力

香飘飘 19Q3 毛利率 42.3%, 同比-0.3pct。19Q3 四费率同比+7.5pct, 其中销售费用率 21.8%, 同比+4.0pct, 主要系新品发展和市场营销推广力度加大; 管理费用率+研发费用率 6.6%, 同比+3.4pct, 主要系股权激励成本/职工薪酬等费用增加。前三季度公司销售商品、提供劳务收到现金 28.2 亿, 同比+23.1%, 与收入增速基本一致, 收现比 119%(18Q1-Q3 为 136%), 付现比 100%(18 Q1-Q3 为 119%), Q2 和 Q3 为传统冲泡类产品的淡季, 预收款连续两个季度增速为负, 19Q3 实现预收账款 3.1 亿, 同比-24%。

果汁茶大单品持续快速放量, 冲泡类产品稳健增长

分产品看, 19Q3 冲泡类产品稳健增长, 经典系列营收 5.1 亿, 同比+19.1% (增速较 19H1 提升 0.8pct); 好料系列 19Q3 营收 2.6 亿, 同比+7.7% (增速较 19H1 提升 26.0pct); 19Q3 即饮类产品继续保持较快增长, 液体奶茶营收 0.37 亿, 同比+12.2%, 18Q3 推出的新单品果汁茶在 19Q3 实现营收 1.8 亿元, 同比+225%。我们认为, 果汁茶推出以来连续 5 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, 即饮类产品的持续快速放量奠定了香飘飘未来的增长潜力。

渠道优化, 产品结构变化带来经销商网络持续拓展

分渠道看, 19 前三季度, 经销商营收 22.7 亿 (同比+40.1%, 营收占比 96.2%); 电商营收 0.74 亿, 同比+80.7%。根据公告, 19 前三季度公司经销商净增 173 个达到 1460 个 (18 年前三季度经销商净增 83 个), 经销商数量呈现持续扩张态势。我们认为公司的经销商网络拓展呈现两个发展趋势: 1) 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; 2) 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, 帮助经销商完善销售体系, 强化与经销商一体化战略。

看好果汁茶增长潜力, 维持“买入”评级

我们看好果汁茶增长潜力, 考虑收入增速略低于预期, 下调盈利预测, 预计 19~21 年营收 43.3/51.6/61.7 亿, 同比增速 33.3%/19.1%/19.7% (前次 45.9%/25.9%/27.2%); EPS 0.96/1.17/1.46 元 (前次 1.02/1.41/1.81 元), 采用 PEG 估值, 可比公司 19 年平均 1.39x, 给予公司 19 年 1.35-1.39 倍 PEG, 19-21 年 CAGR 25%, 目标价 32.40-33.36 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 新品市场推广不达预期; 食品安全问题。

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)	14.63-38.38
总市值 (百万元)	11,910
总资产 (百万元)	3,661
每股净资产 (元)	5.53

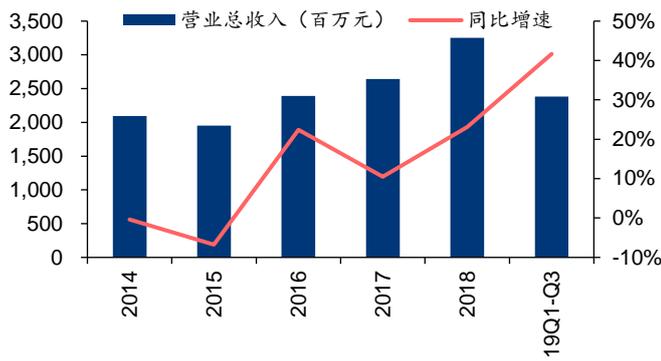
资料来源: 公司公告

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	4,333	5,160	6,174
+/-%	10.49	23.13	33.28	19.09	19.66
归属母公司净利润 (百万元)	267.77	314.70	402.43	489.79	613.88
+/-%	0.63	17.53	27.88	21.71	25.33
EPS (元, 最新摊薄)	0.64	0.75	0.96	1.17	1.46
PE (倍)	44.48	37.84	29.59	24.32	19.40

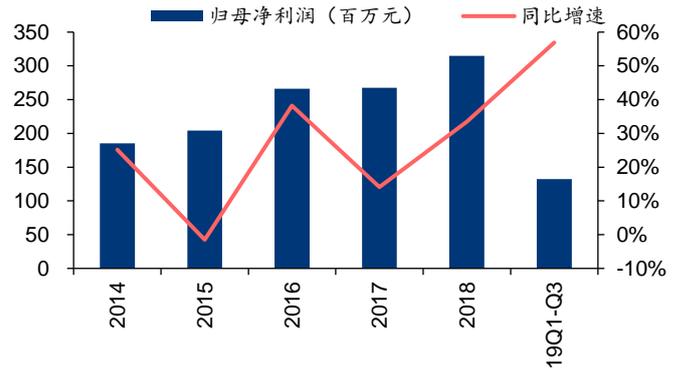
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2014-2019年前三季度香飘飘营业总收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 2014-2019年前三季度香飘飘归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
收入增速 (%)	45.9%	25.9%	27.2%	33.3%	19.1%	19.7%	-12.7pct	-6.8pct	-7.5pct
毛利率 (%)	40.5%	41.8%	41.8%	40.5%	41.5%	41.7%	0.0pct	-0.3pct	-0.1pct
期间费用率 (%)	28.2%	28.4%	28.4%	29.1%	28.7%	28.4%	0.8pct	0.3pct	0.0pct
其他收益 (百万元)	0	0	0	42					
净利率 (%)	9.0%	9.9%	10.0%	9.3%	9.5%	9.9%	0.3pct	-0.4pct	0.0pct
归母净利润 (百万元)	427	590	758	402	490	614	-6%	-17%	-19%
EPS (元)	1.02	1.41	1.81	0.96	1.17	1.46	-6%	-17%	-19%

资料来源: 华泰证券研究所

注: 19年前三季度为26.1百万, 其他收益主要为政府补助、递延收益与资产相关政府补助转入等, 具备可持续性, 故做出合理预测

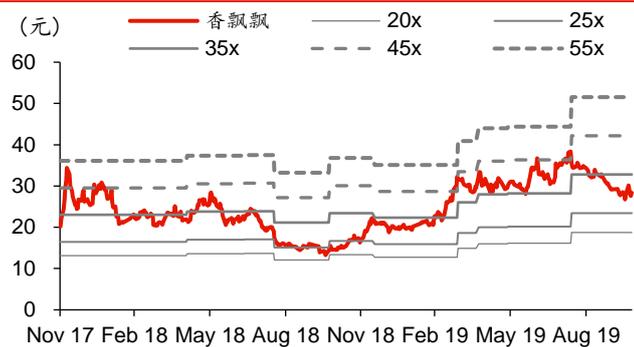
图表4: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	股价	市值(mn)	EPS				PE				PEG19-21	净利润 CAGR
				2019/10/25	2019/10/25	18A	19E	20E	21E	18A	19E		
百润股份	002568.SZ	23.60	12,267	0.20	0.52	0.63	0.76	118	45	37	31	0.80	56%
伊利股份	600887.SH	27.37	166,878	1.06	1.15	1.27	1.46	26	24	22	19	2.12	11%
燕塘乳业	002732.SZ	22.80	3,588	0.27	0.80	0.98	1.20	84	28	23	19	0.44	64%
承德露露	000848.SZ	7.70	7,535	0.42	0.44	0.47	0.53	18	17	16	15	2.18	8%
平均值			47,567	0.49	0.73	0.84	0.99	62	29	25	21	1.39	35%
中间值			9,901	0.35	0.66	0.81	0.98	55	26	22	19	1.46	34%
香飘飘	603711.SH	28.40	11,910	0.75	0.96	1.17	1.46	38	30	24	19	1.19	25%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 可比公司估值为 Wind 一致预期, 估值日期为 2019年10月25日

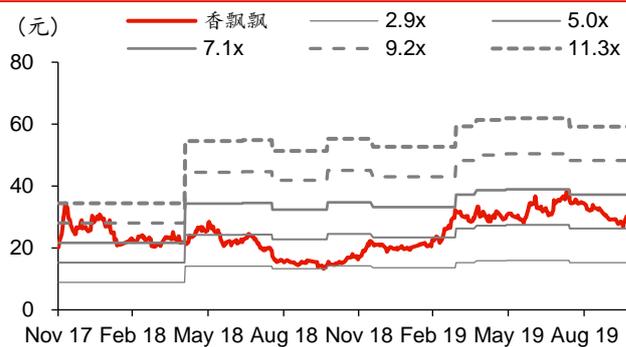
PE/PB – Bands

图表5: 香飘飘历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 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	2,036	2,090	2,318
现金	1,327	1,183	1,119	1,093	1,218
应收账款	77.65	47.47	63.26	75.33	90.15
其他应收账款	27.28	8.14	10.85	12.92	15.46
预付账款	101.01	95.37	177.50	207.98	247.70
存货	141.09	152.79	202.73	237.78	283.42
其他流动资产	135.79	462.36	462.42	462.47	462.53
非流动资产	997.87	1,391	1,950	2,516	3,083
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	609.81	828.50	1,273	1,790	2,316
无形资产	185.35	194.35	203.19	211.89	220.44
其他非流动资产	202.71	367.94	473.71	514.08	546.28
资产总计	2,808	3,340	3,986	4,606	5,401
流动负债	738.96	1,081	1,429	1,694	2,038
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	353.21	384.28	511.12	598.88	713.27
其他流动负债	385.75	696.47	918.07	1,095	1,324
非流动负债	141.26	43.76	43.76	43.76	43.76
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	43.76	43.76	43.76
负债合计	880.22	1,125	1,473	1,738	2,081
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	400.01	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	1,480	1,836	2,286
归属母公司股东权益	1,928	2,215	2,513	2,868	3,319
负债和股东权益	2,808	3,340	3,986	4,606	5,401

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	664.81	778.41	1,003
净利润	267.77	314.70	402.43	489.79	613.88
折旧摊销	52.41	67.68	94.20	132.63	176.36
财务费用	(7.61)	(10.11)	(14.58)	(13.47)	0.00
投资损失	(3.49)	(13.26)	(15.05)	(15.05)	(15.05)
营运资金变动	(228.22)	227.21	197.96	185.00	241.37
其他经营现金	24.63	27.00	(0.16)	(0.48)	(13.63)
投资活动现金	(407.06)	(763.93)	(638.11)	(684.26)	(727.98)
资本支出	344.89	485.71	647.34	693.48	737.21
长期投资	88.51	281.74	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(26.34)	(3.51)	(9.23)	(9.23)	(9.23)
筹资活动现金	473.94	(13.63)	(90.26)	(120.27)	(149.70)
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	40.01	19.34	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	(83.99)	(68.46)	(90.26)	(120.27)	(149.70)
现金净增加额	172.36	(164.35)	(63.56)	(26.11)	125.26

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,640	3,251	4,333	5,160	6,174
营业成本	1,579	1,938	2,578	3,020	3,597
营业税金及附加	20.24	27.23	40.62	48.37	57.88
营业费用	617.23	800.22	1,045	1,229	1,452
管理费用	114.31	130.10	216.73	252.93	296.48
财务费用	(7.61)	(10.11)	(14.58)	(13.79)	(13.47)
资产减值损失	7.32	(0.98)	(1.30)	(1.55)	(1.86)
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	15.05	15.05	15.05
营业利润	316.92	402.00	514.20	625.92	784.61
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	514.65	626.37	785.06
所得税	77.52	87.76	112.22	136.58	171.18
净利润	267.77	314.70	402.43	489.79	613.88
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	402.43	489.79	613.88
EBITDA	361.42	421.68	545.75	740.66	945.86
EPS (元, 基本)	0.64	0.75	0.96	1.17	1.46

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	33.28	19.09	19.66
营业利润	4.53	26.85	27.91	21.73	25.35
归属母公司净利润	0.63	17.53	27.88	21.71	25.33
获利能力 (%)					
毛利率	40.20	40.39	40.51	41.47	41.74
净利率	10.14	9.68	9.29	9.49	9.94
ROE	16.78	15.19	17.02	18.20	19.84
ROIC	55.43	30.73	28.10	29.85	30.95
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.35	33.67	36.96	37.72	38.54
净负债比率 (%)	12.47	0	0	0	0
流动比率	2.45	1.80	1.42	1.23	1.14
速动比率	2.26	1.66	1.28	1.09	1.00
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.06	1.18	1.20	1.23
应收账款周转率	58.08	51.97	78.26	74.46	74.62
应付账款周转率	4.47	5.26	5.76	5.44	5.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.75	0.96	1.17	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	1.46	1.59	1.86	2.39
每股净资产(最新摊薄)	4.60	5.28	5.99	6.84	7.92
估值比率					
PE (倍)	44.48	37.84	29.59	24.32	19.40
PB (倍)	6.18	5.38	4.74	4.15	3.59
EV_EBITDA (倍)	30.70	26.31	20.33	14.98	11.73

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