

公司研究/动态点评

2020年03月23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): 26.10  
合理价格区间(元): 33.64~34.81

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

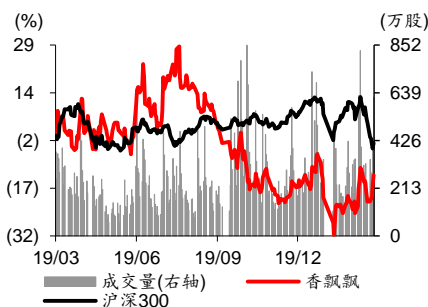
**张晋溢** 执业证书编号: S0570519030001  
研究员 010-56793951  
zhangjinyi@htsc.com

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

相关研究

- 1《香飘飘(603711 SH,买入): 费用拖累利润增速, 果汁茶持续放量》2019.10
- 2《香飘飘(603711,买入): 大单品放量推动业绩快速增长》2019.08
- 3《香飘飘(603711,买入): 收入弹性和渠道协同开始显现》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 积极应对疫情, 果汁茶推动增长

## 香飘飘(603711)

### 积极降低疫情影响, 果汁茶蓄势待发

疫情对公司冲泡类奶茶旺季动销有一定程度的影响, 但影响程度有限。由于冲泡类产品适合居家消费, 在部分终端渠道出现断货现象, 公司通过积极应对有望减弱疫情影响。2019年前三季度果汁茶实现营业收入 7.71 亿元, 我们看好果汁茶持续放量带来的增长潜力, 预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.96、1.17 和 1.46 元, 维持“买入”评级。

### 疫情一定程度影响冲泡类奶茶短期动销

公司冲泡类奶茶的销售旺季为每年冬季, 以 2018 年为例, 公司 18Q1 和 18Q4 的营业收入分别占其全年总营业收入的 20.1% 和 48.3%。2020 年新冠肺炎疫情出现时点正值春节旺季期间, 由于春节前渠道提前备货, 部分春节消费在节前已经完成, 影响冲泡类奶茶春节需求的主要系春节期间送礼消费。我们认为该部分需求对冲泡类奶茶旺季动销可能形成一定影响, 但影响程度有限。

### 多举措并行, 积极应对疫情影响

疫情期间由于线下奶茶店经营受到影响, 而香飘飘冲泡类产品适合零售家庭端消费, 因此部分产品在商超、电商渠道出现终端断货的现象。针对疫情期间商超等渠道需求旺盛而部分流通渠道终端需求较弱的情况, 公司积极进行调货, 平衡渠道库存分配, 并调动销售人员促进终端动销, 通过多举措并行应对疫情, 预计一定程度上将减弱疫情对终端需求的影响。

### 果汁茶旺季有望再续高增长趋势

自 18Q3 公司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。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。在目前疫情已经得到有效控制的情况下, 我们认为随着经销网络的拓展和产品营销的推进, 2020 年夏季旺季果汁茶仍将成为公司重要的增长点。

### 看好果汁茶增长潜力, 维持“买入”评级

我们看好果汁茶大单品的增长潜力, 预计 19~21 年营收为 43.3/51.6/61.7 亿, 同比增速 33.3%/19.1%/19.7%; EPS 为 0.96/1.17/1.46 元, 采用 PEG 估值, 可比公司 2020 年平均 1.19x, 给予公司 2020 年 1.15-1.19 倍 PEG, 19-21 年归母净利润 CAGR 为 25%, 目标价 33.64-34.81 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)	418.17
流通 A 股 (百万股)	48.85
52 周内股价区间 (元)	20.40-38.38
总市值 (百万元)	10,914
总资产 (百万元)	1,305
每股净资产 (元)	5.55

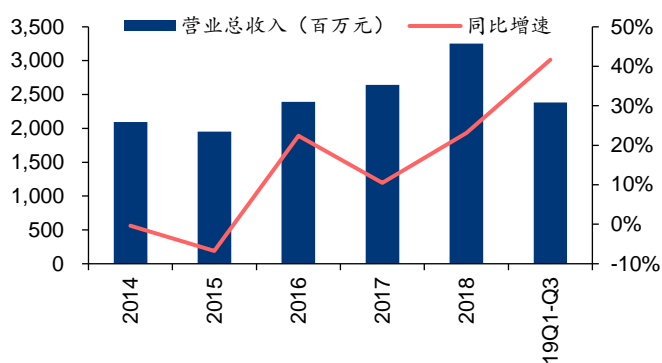
资料来源: 公司公告

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

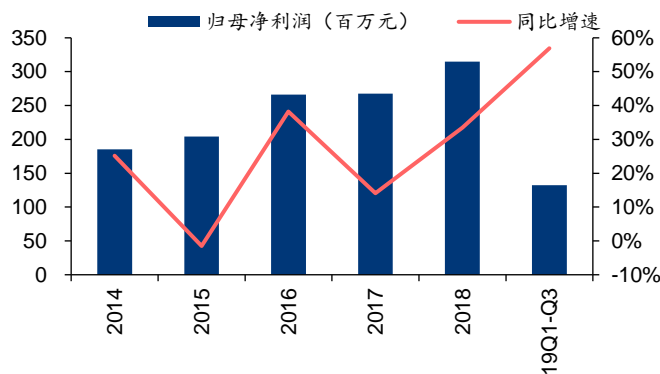
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

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

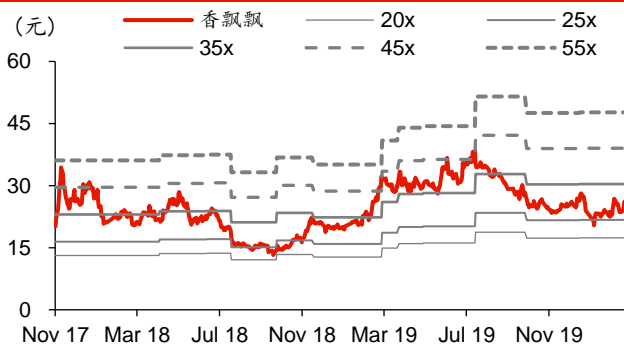
图表3: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	股价	市值(mn)	EPS				PE				PEG19-21 净利润 CAGR	
				2020/3/22	2020/3/22	18A	19E	20E	21E	18A	19E		20E
百润股份	002568.SZ	28.27	14,695	0.20	0.57	0.73	0.94	141	49	39	30	0.57	68%
伊利股份	600887.SH	28.35	172,832	1.06	1.16	1.25	1.44	27	24	23	20	2.09	11%
燕塘乳业	002732.SZ	18.70	2,942	0.27	0.78	0.94	1.07	69	24	20	18	0.34	58%
承德露露	000848.SZ	6.55	6,410	0.42	0.44	0.47	0.53	16	15	14	12	1.75	8%
<b>平均值</b>			<b>49,220</b>	<b>0.49</b>	<b>0.74</b>	<b>0.85</b>	<b>1.00</b>	<b>63</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>20</b>	<b>1.19</b>	<b>36%</b>
中间值			10,552	0.35	0.68	0.84	1.00	48	24	21	19	1.16	35%
<b>香飘飘</b>	<b>603711.SH</b>	<b>26.10</b>	<b>10,914</b>	<b>0.75</b>	<b>0.96</b>	<b>1.17</b>	<b>1.46</b>	<b>35</b>	<b>27</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>1.09</b>	<b>25%</b>

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 2020年3月22日

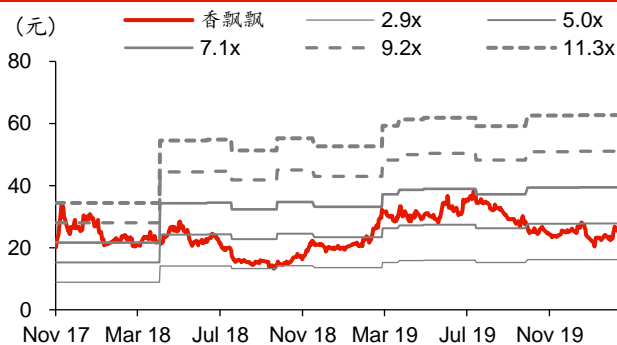
PE/PB - Bands

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	2,036	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	418.17	418.17	418.17
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

### 分析师声明

本人, 贺琪、张晋溢、李晴, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写, 英文报告为翻译版本, 如出现中英文版本内容差异或不一致, 请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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利。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。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制, 在美国由华泰证券(美国)有限公司(以下简称华泰证券(美国))向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券(美国)有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。对于其在美国分发的研究报告, 华泰证券(美国)有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券(美国)有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管(FINRA)分析师的注册资格, 可能不属于华泰证券(美国)有限公司的关联人员, 因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券(美国)有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士, 应通过华泰证券(美国)有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师贺琪、张晋溢、李晴本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬, 包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 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

## 法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司