

投资评级：买入(维持)

香飘飘(603711)

果汁茶出货量放缓，冲泡类奶茶带动收入增长

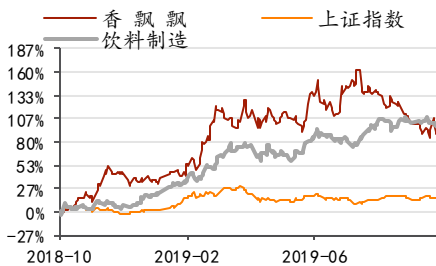
## 市场数据 2019-10-25

收盘价(元)	28.40
一年内最低/最高(元)	14.02/38.40
市盈率	43.9
市净率	6.48

## 基础数据

净资产收益率(%)	15.26
资产负债率(%)	33.7
总股本(亿股)	4.19

## 最近12月股价走势



## 联系信息

张文录	分析师
SAC 证书编号: S0160517100001	
zhangwenlu@ctsec.com	
刘骜飞	联系人
liuaf@ctsec.com	

## 相关报告

- 《香飘飘(603711):上半年成功扭亏为盈,果汁茶有望继续放量》 2019-08-13
- 《香飘飘(603711):新品爆款实现蜕变重生,双轮驱动助力奋起长空》 2019-07-25

- **事件:** 公司发布 2019 年三季报: 报告期内实现营业收入 23.8 亿元, 同比增长 41.7%; 实现归母净利润 1.3 亿元, 同比增长 57.4%。
- **单季度收入增长迅速, 果汁茶三季度发货降速。** Q3 果汁茶实现营业收入 1.8 亿元, 较 Q2 大幅放缓, 测算发货量约 470 万箱。根据我们近期对部分终端网点跟踪情况, 果汁茶货龄较前期略有延长。我们认为 Q3 果汁茶销量放缓的原因主要有: (1) 7、8 月份暑假因素; (2) 由于公司销售人员统一规划, Q3 将部分重心转移至冲泡类奶茶致使果汁茶推销力度降低。Q3 公司经典/好料系列收入分别为 5.1 亿 (+8.9%), 2.6 亿 (+7.2%), 单季度固体奶茶均实现正增长。
- **销售费用提高致使净利率下降。** 公司 Q3 销售毛利率 42.3%, 基本与去年同期持平; 销售净利率 10.8%, 同比下降 6.3pcts。毛利率高于我们预期, 净利率低于预期。虽然果汁茶 Q3 有所缩量, 但对公司整体毛利率影响有限。净利率下滑主要系公司 Q3 签约当红流量明星王俊凯作为冲泡类代言人, 邓伦作为 MECO 系列代言人, 并配合一系列营销活动, 致使 Q3 销售费用率高达 6.1 亿元, 较去年同期上升超过 30%。管理费用率的提升主要系股权激励摊销所致。
- **经销商数量稳步增长, 继续看好公司三专一体化运作。** 报告期末公司经销商数量为 1460 家, 前三季度净增长 179 家。华东地区仍为公司传统强势地带, 除此之外华南地区经销商拓展速度明显快于其他地区, 收入增速较高。东北地区以及出口销售增长较快, 但由于基数相对较小, 量上尚待观察。
- **盈利预测与投资建议**  
我们在模型中小幅下调果汁茶的全年营收预测, 略微上调冲泡类奶茶的全年营收预测。预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.86 元、1.19 元、1.60 元, 对应 2019-2021 年 PE 分别为 33.1 倍、23.9 倍、17.7 倍。继续推荐, 维持“买入”评级。

风险提示: 食品安全风险; 果汁茶推广不及预期。

表 1: 公司财务及预测数据摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	2,640	3,251	4,125	5,195	6,410
增长率	10.5%	23.1%	26.9%	25.9%	23.4%
归属母公司股东净利润(百万)	268	315	359	499	673
增长率	0.6%	17.5%	14.2%	38.9%	34.8%
每股收益(元)	0.64	0.75	0.86	1.19	1.60
市盈率(倍)	44.5	37.8	33.1	23.9	17.7

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表						财务指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>利润表</b>						<b>成长性</b>					
营业收入	2,640	3,251	4,125	5,195	6,410	营业收入增长率	10.5%	23.1%	26.9%	25.9%	23.4%
减:营业成本	1,579	1,938	2,433	3,081	3,799	营业利润增长率	4.5%	26.8%	24.1%	31.7%	35.8%
营业税费	20	27	35	43	54	净利润增长率	0.6%	17.5%	14.2%	38.9%	34.8%
销售费用	617	800	969	1,247	1,474	EBITDA 增长率	10.3%	21.9%	28.3%	31.4%	34.7%
管理费用	114	130	190	171	192	EBIT 增长率	5.5%	20.9%	30.5%	32.2%	36.9%
财务费用	-8	-10	-16	-19	-19	NOPLAT 增长率	1.7%	27.8%	24.4%	31.0%	37.3%
资产减值损失	7	-1	21	22	26	投资资本增长率	976.3%	69.1%	16.3%	16.5%	54.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	52.5%	14.9%	21.0%	14.8%	17.0%
投资和汇兑收益	3	13	6	8	9	<b>利润率</b>					
营业利润	317	402	499	657	892	毛利率	40.2%	40.4%	41.0%	40.7%	40.7%
加:营业外净收支	28	0	-0	-0	-0	营业利润率	12.0%	12.4%	12.1%	12.6%	13.9%
利润总额	345	402	499	657	892	净利润率	10.1%	9.7%	8.7%	9.6%	10.5%
减:所得税	78	88	105	143	192	EBITDA/营业收入	13.5%	13.4%	13.6%	14.1%	15.5%
净利润	268	315	359	499	673	EBIT/营业收入	11.6%	11.4%	11.7%	12.3%	13.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
货币资金	1,327	1,183	1,449	1,627	1,438	固定资产周转天数	63	80	77	68	60
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-59	-32	-35	-37	-22
应收帐款	105	47	135	115	183	流动资产周转天数	221	208	180	159	137
应收票据	4	0	12	3	12	应收帐款周转天数	10	8	8	9	8
预付帐款	101	95	148	156	181	存货周转天数	16	16	16	16	16
存货	141	153	205	253	314	总资产周转天数	339	340	316	292	262
其他流动资产	132	470	216	273	320	投资资本周转天数	42	83	89	82	91
可供出售金融资产	19	19	19	19	19	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	13.9%	14.2%	13.6%	16.5%	19.1%
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROA	9.5%	9.4%	10.1%	11.4%	14.5%
投资性房地产	19	18	48	78	108	ROIC	463.2%	55.0%	40.5%	45.5%	53.7%
固定资产	610	828	936	1,026	1,094	<b>费用率</b>					
在建工程	50	278	333	401	484	销售费用率	23.4%	24.6%	23.5%	24.0%	23.0%
无形资产	185	194	338	480	619	管理费用率	4.3%	4.0%	4.6%	3.3%	3.0%
其他非流动资产	115	53	-6	-80	-189	财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
资产总额	2,808	3,340	3,909	4,507	4,834	三费/营业收入	27.4%	28.3%	27.7%	26.9%	25.7%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	363	384	455	699	710	资产负债率	31.3%	33.7%	31.4%	31.7%	25.5%
应付票据	35	8	168	49	53	负债权益比	45.7%	50.8%	45.8%	46.4%	34.3%
其他流动负债	341	688	578	647	436	流动比率	2.45	1.80	1.80	1.74	2.04
长期借款	110	-	-	-	-	速动比率	2.26	1.66	1.63	1.56	1.78
其他非流动负债	31	44	28	34	35	利息保障倍数	-40.17	-36.57	-29.77	-33.68	-46.25
负债总额	880	1,125	1,228	1,429	1,234	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	35	50	77	DPS(元)	0.10	0.25	0.19	0.28	0.42
股本	400	419	419	419	419	分红比率	14.9%	33.3%	22.3%	23.5%	26.4%
留存收益	1,528	1,948	2,227	2,608	3,104	股息收益率	0.3%	0.9%	0.7%	1.0%	1.5%
股东权益	1,928	2,215	2,681	3,077	3,600	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.64	0.75	0.86	1.19	1.60
净利润	268	315	359	499	673	BVPS(元)	4.60	5.28	6.31	7.22	8.40
加:折旧和摊销	52	68	77	97	117	PE(X)	44.5	37.8	33.1	23.9	17.7
资产减值准备	7	-1	21	22	26	PB(X)	6.2	5.4	4.5	3.9	3.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-63.4	-66.0	58.0	37.4	-533.1
财务费用	11	5	-16	-19	-19	P/S	4.5	3.7	2.9	2.3	1.9
投资收益	-3	-13	-6	-8	-9	EV/EBITDA	27.9	24.4	18.5	13.8	10.5
少数股东损益	-	-	35	15	27	CAGR(%)	24.3%	30.6%	14.0%	24.3%	30.6%
营运资金的变动	-294	214	138	110	-391	PEG	1.8	1.2	2.4	1.0	0.6
经营活动产生现金流量	105	613	607	716	424	ROIC/WACC	44.1	5.2	3.9	4.3	5.1
投资活动产生现金流量	-407	-764	-429	-440	-454	REP	0.4	2.2	2.5	1.8	1.0
融资活动产生现金流量	474	-14	88	-98	-159						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 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；  
中性：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；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：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；  
减持：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。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。