

证券研究报告—动态报告
食品饮料
饮料
香飘飘(603711)
买入
2019年三季度报点评

(维持评级)

2019年10月28日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	419/46
总市值/流通(百万元)	11,910/1,315
上证综指/深圳成指	2,955/9,556
12个月最高/最低(元)	38.40/13.90

相关研究报告:

《香飘飘-603711-2019年中报:业绩扭亏为盈,果汁茶持续放量》——2019-08-13
 《香飘飘-603711-2019年一季度:业绩超预期,产能继续爬坡》——2019-04-22
 《香飘飘-603711-2018年年报:产品矩阵成型,果汁茶表现亮眼》——2019-03-28
 《香飘飘-603711-重大事件快评:业绩符合预期,果汁茶持续发力》——2019-03-25
 《香飘飘-603711-重大事件快评:股权激励计划顺利实施,果汁茶助力公司腾飞》——2018-12-18

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080001

证券分析师: 孙山山

电话: 13751048798
 E-MAIL: sunss@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评
果汁茶进入淡季,冲泡奶茶蓄势待发
● 业绩低于预期,果汁茶拖累毛利率

2019Q1-Q3 营收 23.80 亿 (+41.67%), 归母净利润 1.32 亿 (+57.41%), 其中 19Q3 营收 10.03 亿 (+23.85%), 归母净利润 1.09 亿 (-21.57%), 三季度业绩低于预期,我们认为主要有以下原因: 第一, 果汁茶 19Q3 销量不到 2 亿, 低于市场预期; 第二, 19Q3 费用投放过多侵蚀部分利润。19Q1-Q3 毛利率 39.22% (+2.67pcts), 其中 19Q3 毛利率 42.31% (-0.26pcts), 我们预计低毛利的果汁茶占比提升拖累整体毛利率。19Q1-Q3 净利率 5.56% (+0.56pcts), 其中 19Q3 净利率 10.83% (-6.28pcts), 主因毛利率下降及销售费用率提升 3.98pcts (宣传冲泡新品和果汁茶投入较多广告费用)、管理费用率提升 2.58pcts 所致。

● 果汁茶有望达十亿, 新增冲泡新品上市

从产品来看, 8 月公司推出冲泡奶茶新品双拼系列 (太妃双拼、黑糖双拼、抹茶双拼 3 种口味) 并邀请王俊凯作冲泡奶茶代言人。经历二季度主动控货去库存 (冲泡奶茶新包装已上市), 冲泡奶茶已恢复增长, 19Q3 冲泡奶茶营收 7.75 亿 (+8.3%), 其中椰果系列 5.12 亿 (+8.7%), 美味系列 2.63 亿 (+7.7%), 冲泡奶茶即将进入 19Q4 旺季。由于液体奶茶 (牛乳茶和兰芳园) 当前并非公司主推业务, 19Q3 实现营收 0.37 亿 (+12%), 保持稳健的自然增长。果汁茶是公司今年主推产品, 公司已于 10 月中旬邀请邓伦作 MECO 果汁茶代言人, 进一步向年轻化产品迈进; 19Q1-Q3 果汁茶营收 7.71 亿, 其中 19Q3 营收 1.83 亿 (+226.79%), 我们认为 19Q3 果汁茶低于预期主要有以下原因: 第一, 三季度进入暑假, 主要目标人群学生放假带来需求端减少; 第二, 终端冰冻化陈列效果不理想; 第三, 三季度公司重心向冲泡奶茶转移, 为四季度乃至春节积极备战。

● 新兴区域增速最快, 经销商计划有序开展

从区域来看, 东北、华南及华北增速最快, 海外市场因低基数保持高增长。截止 2019Q1-Q3, 公司共有 1460 个经销商, 净增加 173 个, 新增主要是饮料类经销商, 三专化和经销商联合生意计划有序开展, 加快覆盖空白区域和终端渠道下沉, 加强对终端渠道掌控。

● 投资建议

我们预计 19Q4 果汁茶进入淡季, 春节后有望继续发力。维持 2019-2021 年 EPS 为 0.88/1.13/1.46 元, 当前股价对应 PE32/25/19, 未来一年合理估值区间为 33.90-35.03 元, 维持“买入”评级。

● 风险提示

食品安全问题; 产品季节性风险; 果汁茶销量不及预期;

盈利预测和财务指标

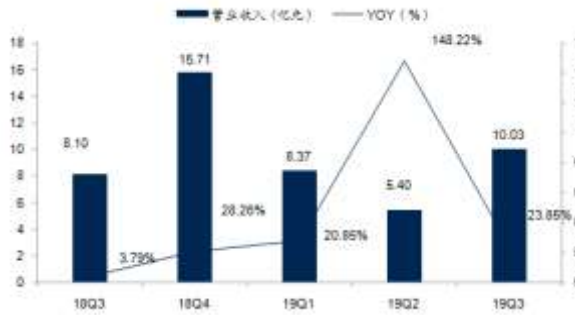
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,640	3,251	4,155	4,989	5,960
(+/-%)	10.5%	23.1%	27.8%	20.1%	19.5%
净利润(百万元)	268	315	367	472	613
(+/-%)	0.6%	17.5%	16.7%	28.6%	29.8%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.75	0.88	1.13	1.46
EBITMargin	11.7%	10.9%	10.7%	11.5%	12.6%
净资产收益率(ROE)	13.9%	14.2%	14.8%	16.8%	19.0%
市盈率(PE)	43.62	37.84	32.42	25.20	19.42
EV/EBITDA	34.8	30.9	24.2	18.9	15.0
市净率(PB)	6.06	5.38	4.81	4.25	3.68

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

关键财务指标

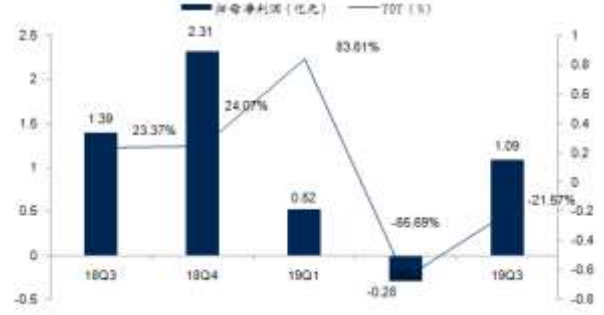
公司近五个季度营收、归母净利润呈现季节性波动，一四季度是公司销售旺季。随着果汁茶的放量，季节性波动有望得到改善。

图 1：2018Q3-2019Q3 营收（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

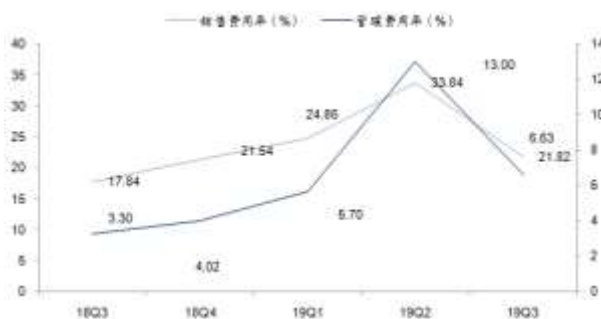
图 2：2018Q3-2019Q3 归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

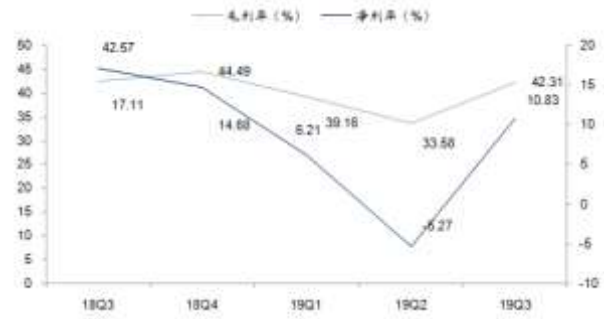
公司近五个季度销售费用率、管理费用率、毛利率和净利率表现正常，随着规模效应的不断显现，费用率有所下降，盈利能力有所提升。19Q3 毛利率下降，我们预计低毛利的果汁茶占比提升拖累整体毛利率。外加 19Q3 费用率提升致 19Q3 净利率下降。

图 3：2018Q3-2019Q3 销售、管理费用率（%）一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2018Q3-2019Q3 毛利率及净利率（%）一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

可比公司估值对比

香飘飘属于饮料类，我们选择同属于饮料类的伊利股份、养元饮品作比较。

可比公司简介：

伊利股份：公司是国内乳业双龙头之一，总部位于内蒙古呼和浩特，于 1993 年成立，1996 年上市。公司主要从事各类乳制品及健康饮品的加工、制造与销售活动，旗下拥有液体乳、乳饮料、奶粉、冷冻饮品、酸奶、健康饮品、奶酪几大产品系列。据尼尔森零研数据显示，公司常温及低温液态奶业务的零售额市占份额为 36.8%、16.6%，公司婴幼儿配方奶粉的零售额市占份额为 5.8%。

由荷兰合作银行发布的 2018 年度“全球乳业 20 强”榜单显示，公司继续蝉联亚洲第一。截止 2019H1，公司营收 450.71 亿（+12.84%），归母净利润 37.81 亿（+9.71%）。

养元饮品：公司总部位于河北衡水，于 1997 年成立，2018 年上市。公司产品为同时标注“养元”商标、“六个核桃”商标的植物蛋白饮料核桃乳，具体品种主要有养元低糖精品型六个核桃核桃乳、养元（低糖）智汇养生六个核桃核桃乳、养元精研型六个核桃核桃乳和养元添加磷脂六个核桃核桃乳等。目前公司在原来衡水总部单一基地的基础上，已发展成为拥有河北衡水、安徽滁州、江西鹰潭三个自有生产基地和河南临颖、四川简阳两个委托加工基地的全国性布局，是我国核桃乳饮料产销量最大的企业。截止 2019Q1-Q3，公司营收 48.81 亿（-15.21%），归母净利润 17.31 亿（-0.59%）。

表 1：可比公司估值

公司	投资评级	市值（亿）	股价（元） 2019-10-25	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
伊利股份	买入	1669	27.37	1.25	1.48	1.72	21.90	18.49	15.91
养元饮品	买入	287	27.25	2.75	3.02	3.36	9.91	9.02	8.11
平均	-			2.00	2.25	2.54	15.90	13.76	12.01
香飘飘	买入	119	28.40	0.88	1.13	1.46	32.42	25.20	19.42

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1183	1195	1344	1654	营业收入	3251	4155	4989	5960
应收款项	56	57	82	114	营业成本	1938	2509	2976	3507
存货净额	153	201	238	280	营业税金及附加	27	31	37	44
其他流动资产	558	623	649	715	销售费用	800	1005	1207	1436
流动资产合计	1949	2076	2312	2763	管理费用	130	166	192	222
固定资产	1107	1409	1638	1793	财务费用	(10)	(17)	(18)	(21)
无形资产及其他	194	187	179	171	投资收益	13	2	2	2
投资性房地产	90	90	90	90	资产减值及公允价值变动	1	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	22	0	0	0
资产总计	3340	3761	4219	4817	营业利润	402	459	593	771
短期借款及交易性金融负债	0	30	30	30	营业外净收支	0	10	10	10
应付款项	392	670	714	794	利润总额	402	469	603	781
其他流动负债	688	541	622	708	所得税费用	88	102	131	169
流动负债合计	1081	1241	1365	1532	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	315	367	472	613
其他长期负债	44	48	51	54					
长期负债合计	44	48	51	54	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1125	1289	1416	1586	净利润	315	367	472	613
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(8)	(0)	(0)	(0)
股东权益	2215	2472	2803	3231	折旧摊销	66	103	127	150
负债和股东权益总计	3340	3761	4219	4817	公允价值变动损失	(1)	3	3	3
					财务费用	(10)	(17)	(18)	(21)
关键财务与估值指标					营运资本变动	126	19	39	28
每股收益	0.75	0.88	1.13	1.46	其它	8	0	0	0
每股红利	0.10	0.26	0.34	0.44	经营活动现金流	506	492	641	794
每股净资产	5.28	5.90	6.69	7.71	资本开支	(503)	(400)	(350)	(300)
ROIC	13%	15%	18%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	15%	17%	19%	投资活动现金流	(503)	(400)	(350)	(300)
毛利率	40%	40%	40%	41%	权益性融资	152	0	0	0
EBIT Margin	11%	11%	12%	13%	负债净变化	(110)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(41)	(110)	(142)	(184)
收入增长	23%	28%	20%	19%	其它融资现金流	3	30	0	0
净利润增长率	18%	17%	29%	30%	融资活动现金流	(147)	(80)	(142)	(184)
资产负债率	34%	34%	34%	33%	现金净变动	(144)	12	149	310
息率	0.3%	0.9%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	1327	1183	1195	1344
P/E	37.8	32.4	25.2	19.4	货币资金的期末余额	1183	1195	1344	1654
P/B	5.4	4.8	4.2	3.7	企业自由现金流	(33)	68	267	467
EV/EBITDA	30.9	24.2	18.9	15.0	权益自由现金流	(140)	112	281	484

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032