

果汁茶增长阶段性放缓, Q3 高投入利润承压

投资要点

- 业绩总结:** 公司 2019 年前三季度实现营业收入 23.8 亿元 (+41.7%), 归母净利润 1.3 亿元 (+57.4%), 归母扣非净利润 1.03 亿 (+69.6%)。其中 Q3 实现营业收入 10 亿元 (+24%), 归母净利润 1.1 亿元 (-21.6%), 归母扣非净利润 1.03 亿 (-20.3%)。
- 产品: Q3 果汁茶增长阶段性放缓, 冲泡升级后势头良好。** 1、公司果汁茶前三季度实现收入 7.7 亿元 (+12.7%), 其中 Q3 单季度 1.8 亿元 (+225%, 预计在 500 万箱左右), 环比 Q2 下降幅度较大, 主要原因: 1) 6 月末产能集中释放导致出货量较大, 部分影响 7、8 月份出货; 2) 7、8 月份学校放假对销售有较大影响; 3) 夏季公司在冰冻化陈列做的不足, 终端动销放缓。4) 公司在 8 月中旬后开始将工作重心向冲泡倾斜, 导致果汁茶人员精力投入有限。综合因素影响导致公司果汁茶出现放缓。公司目前已签约当红流量小生-邓伦作为 MECO 全新代言人, 并有针对性对终端营销团队进行完善补充。目前果汁茶已进入相对淡季, 料 Q4 表现相对比较平稳, 明年春季后有望再发力。2、液体奶茶(兰芳园+牛乳茶)前三季度实现收入 9939 万元 (-38%), 其中 Q3 单季度 3680 万元 (+12%), 牛乳茶和兰芳园在经过收缩市场聚焦消费群体的调整后开始恢复正常增长。3、冲泡业务前三季度实现收入 14.9 亿元 (+2.7%), 其中好料系 5.1 亿元 (-6.6%)、经典系 9.8 亿元 (+8.3%), Q3 公司对现有产品进行包装升级、品牌重新定位、签约新代言人王俊凯, 并推出新产品双拼奶茶, 效果显著, Q3 收入增长 8.3%。考虑到今年春节较早, Q4 备货积极, 有望延续较好表现。
- 推行经销商联营计划, 加强渠道精细化运作。** 1、分渠道看, 经销渠道仍是主力 (+40%), 电商渠道继续发力 (+81%), 海外市场录得 1170 万收入 (+290%)。2、分区域看, 东北、华南、华北等市场增速较快, 果汁茶贡献增量, 全国各个区域呈现全面增长的态势。公司当前拥有 1460 名经销商, 报告期内新增 429 名(主要运营饮料渠道)、淘汰 256 名, 净增加 173 名经销商。公司与经销商开展三年的联营计划, 对市场与渠道进行进一步细分, 加强对终端的掌控, 实现精细化运作。
- Q3 费用高投入, 净利率下滑。** 1、公司 Q3 整体毛利率 42.3%, 同比下滑 0.25pp, 主要是低毛利率的果汁茶占比提升导致, 目前果汁茶毛利率预计在 33%-35% 左右。2、费用方面: Q3 销售费用同比+51%到 2.2 亿, 主要是公司签约王俊凯、空中广告宣传、以及果汁茶终端推广和冰冻化陈列投入较大, 销售费用率提升 4pp 至 21.8%; 管理费用率为 5.63%, 同比+2.6pp, 主要系公司股权激励费用计提约 1500 万元; 研发新品导致研发费用同比增加 802 万元; 财务费用率为 -0.23%。整体三费率为 27.2%, 同比+6.7pp, 导致净利率下滑 6.3pp 至 10.8%。
- 盈利预测与评级。** 公司在确保完成全年股权激励目标情况下, 加大对市场的费用, 以保障渠道良性和健康发展。由于 Q3 果汁茶销量略低于预期, 考虑到公司费用高投入, 故略微下调全年盈利预测, 预计 2019-2021 年收入复合增速为 21%, 归母净利润复合增速为 25%, EPS 分别为 0.86、1.12、1.46 元, 对应 PE 分别为 33X、25X、19X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 销售或不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3251.09	4128.29	4931.20	5870.38
增长率	23.13%	26.98%	19.45%	19.05%
归属母公司净利润(百万元)	314.70	360.95	471.38	611.63
增长率	17.53%	14.70%	30.59%	29.75%
每股收益 EPS(元)	0.75	0.86	1.12	1.46
净资产收益率 ROE	14.21%	14.36%	16.19%	17.83%
PE	38	33	25	19
PB	5.38	4.74	4.09	3.47

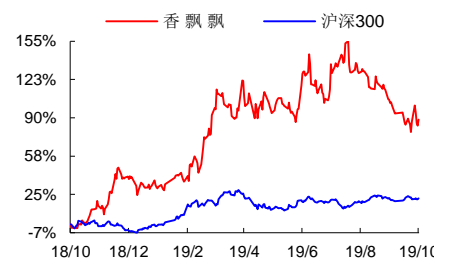
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 周金菲
执业证号: S1250519080002
电话: 0755-23614240
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.19
流通 A 股(亿股)	0.46
52 周内股价区间(元)	14.63-38.38
总市值(亿元)	119.10
总资产(亿元)	36.61
每股净资产(元)	5.53

相关研究

- 香飘飘(603711): 品牌新升级, 冲泡业务迎来新增长点 (2019-08-20)
- 香飘飘(603711): 18 财年完美收官, 果汁茶冲击十亿大单品 (2019-08-13)
- 香飘飘(603711): 果汁茶动销良好, 有望跻身十亿大单品行列 (2019-07-02)
- 香飘飘(603711): 冲泡即饮齐增长, 收入、利润皆超预期 (2019-04-21)
- 香飘飘(603711): 果汁茶强势放量, 即饮板块打造第二增长曲线 (2019-03-28)
- 香飘飘(603711): 春季水头大战陆续启动, 果汁茶放量在即 (2019-03-21)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3251.09	4128.29	4931.20	5870.38	净利润	314.70	360.95	471.38	611.63
营业成本	1938.03	2446.76	2908.94	3416.57	折旧与摊销	67.68	89.77	112.12	133.47
营业税金及附加	27.23	34.57	41.29	49.16	财务费用	-10.11	-12.49	-12.18	-12.99
销售费用	800.22	1011.43	1188.42	1403.02	资产减值损失	-0.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	130.10	206.41	221.90	252.43	经营营运资本变动	54.34	96.41	74.59	86.53
财务费用	-10.11	-12.49	-12.18	-12.99	其他	187.58	-10.05	-8.59	-10.69
资产减值损失	-0.98	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	613.22	524.58	637.31	807.95
投资收益	13.26	10.00	10.00	10.00	资本支出	-489.46	-400.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-274.47	-40.00	-40.00	-40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-763.93	-440.00	-340.00	-340.00
营业利润	402.00	451.60	592.82	772.19	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.45	10.00	10.00	10.00	长期借款	-109.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	402.46	461.60	602.82	782.19	股权融资	164.59	0.00	0.00	0.00
所得税	87.76	100.65	131.45	170.56	支付股利	-40.00	-62.94	-72.19	-94.28
净利润	314.70	360.95	471.38	611.63	其他	-28.45	32.49	32.18	32.99
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-13.63	-30.45	-40.01	-61.29
归属母公司股东净利润	314.70	360.95	471.38	611.63	现金流量净额	-164.60	54.13	257.30	406.66
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1182.72	1236.85	1494.15	1900.82	成长能力				
应收和预付款项	151.16	233.11	273.73	317.75	销售收入增长率	23.13%	26.98%	19.45%	19.05%
存货	152.79	193.12	228.30	269.19	营业利润增长率	26.85%	12.34%	31.27%	30.26%
其他流动资产	462.17	586.87	701.01	834.53	净利润增长率	17.53%	14.70%	30.59%	29.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	27.05%	15.08%	30.99%	28.86%
投资性房地产	17.97	17.97	17.97	17.97	获利能力				
固定资产和在建工程	1106.69	1419.99	1610.94	1780.54	毛利率	40.39%	40.73%	41.01%	41.80%
无形资产和开发支出	194.35	191.87	189.39	186.91	三费率	28.30%	29.20%	28.35%	27.98%
其他非流动资产	71.78	121.18	170.59	219.99	净利率	9.68%	8.74%	9.56%	10.42%
资产总计	3339.62	4000.96	4686.09	5527.70	ROE	14.21%	14.36%	16.19%	17.83%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.42%	9.02%	10.06%	11.06%
应付和预收款项	914.52	1214.21	1440.51	1701.22	ROIC	29.23%	24.27%	27.65%	32.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.14%	12.81%	14.05%	15.21%
其他负债	209.99	273.62	333.27	396.81	营运能力				
负债合计	1124.51	1487.83	1773.78	2098.03	总资产周转率	1.06	1.12	1.14	1.15
股本	419.35	419.35	419.35	419.35	固定资产周转率	4.52	4.32	4.16	4.25
资本公积	613.37	613.37	613.37	613.37	应收账款周转率	51.97	67.74	59.04	59.50
留存收益	1334.21	1632.22	2031.41	2548.77	存货周转率	13.12	14.10	13.72	13.64
归属母公司股东权益	2215.11	2513.12	2912.31	3429.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.94%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2215.11	2513.12	2912.31	3429.67	资产负债率	33.67%	37.19%	37.85%	37.95%
负债和股东权益合计	3339.62	4000.96	4686.09	5527.70	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.80	1.58	1.60	1.67
					速动比率	1.66	1.44	1.46	1.53
					股利支付率	12.71%	17.44%	15.31%	15.41%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	459.58	528.88	692.77	892.68	每股收益	0.75	0.86	1.12	1.46
PE	37.84	33.00	25.27	19.47	每股净资产	5.28	5.99	6.94	8.18
PB	5.38	4.74	4.09	3.47	每股经营现金	1.46	1.25	1.52	1.93
PS	3.66	2.88	2.42	2.03	每股股利	0.10	0.15	0.17	0.22
EV/EBITDA	23.08	19.86	14.72	10.91					
股息率	0.34%	0.53%	0.61%	0.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn