

香飘飘 (603711)

饮料制造/食品饮料

发布时间: 2019-08-13

证券研究报告 / 公司点评报告

**买入**

上次评级: 首次覆盖

## 果汁茶放量符合预期，上半年业绩扭亏为盈

**事件:** 公司发布半年报。2019H1 公司实现营业收入 13.77 亿元，同增 58.26%；实现归母净利润 2352.96 万元，上半年业绩扭亏为盈，同比增加 7811.56 万元。

**产能瓶颈持续突破，大单品果汁茶如期放量。** 分产品来看：2019H1，冲泡类收入 7.12 亿元，yoy-2.81%；二季度冲泡类下滑主要系公司冲泡类产品进行改版升级、主动去渠道库存迎接新品上市及下半年旺季到来，此外公司计划推出新品双料系列，丰富及完善产品线。即饮类收入 6.51 亿元，其中，液体奶茶 0.63 亿元 (yoy-50.3%)、果汁茶 5.88 亿元 (19Q1/19Q2 分别为 1.71 亿元/4.18 亿元)。伴随产线试改产能瓶颈不断突破，2019H1 果汁茶产能共 7.39 万吨，产能利用率达 94.05%，目前湖州工厂生产线基本成熟，广东产能进行试改。根据尼尔森数据，公司全国铺货网点数 41.79 万家，铺货率仅有 12.6%，而果汁茶铺货占比不足公司覆盖网点数的 1/2，公司在产能供不应求情况下首先聚焦主流城市、主流渠道、主流卖场，铺货未来仍有很大提升空间。

**果汁茶规模效应逐步凸显，拉动公司淡季毛利率显著提高。** 2019H1 公司毛利率为 36.97%，同比提高 6.02pct；单 Q2 毛利率为 33.58%，同比提高 16.39pct，主要系冲泡奶茶 18 年 6 月提价因素、以及果汁茶放量拉动整体毛利率，弥补公司过去以冲泡类为主的产品结构导致二季度淡季开工率较低拉低毛利率的情况，湖州工厂果汁茶 19Q1/Q2 毛利率分别为 25.33%/34.98%，预计 Q2 果汁茶整体毛利率 33% 左右，较 18H2 提升显著。2019H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 28.38%/7.26%/0.16%，同比提高-8.09pct/1.61pct/1.31pct。销售费用方面，由于前期产品铺货率不足，公司品牌推广投入相对较少，预计公司未来持续加大广宣投放力度。管理费用率提高主要系股权激励导致全年增加约 6000 万费用摊销。

**盈利预测:** 公司持续加码布局产能建设不断抢占更大市场份额，看好公司单品未来爆发空间，预计 2019-2021 年 EPS 为 0.90、1.13、1.45 元，对应 PE 为 43 倍、34 倍、27 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:** 竞争格局加剧，大单品市场推广不及预期，食品安全问题。

股票数据	2019/8/12
6 个月目标价 (元)	44.2
收盘价 (元)	38.38
12 个月股价区间 (元)	12.72 ~ 38.40
总市值 (百万元)	16,095
总股本 (百万股)	419
A 股 (百万股)	419
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	2

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	20%	29%	93%
相对收益	22%	30%	85%

### 相关报告

《食品饮料行业周报：业绩有望逐季改善，强烈推荐短保龙头桃李面包》

2019-06-03

《食品饮料行业周报：一季报频频报喜，建议关注优质龙头标的》

2019-04-29

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,640	3,251	4,237	5,290	6,122
(+/-)%	10.49%	23.13%	30.31%	24.87%	15.71%
归属母公司净利润	268	315	377	476	607
(+/-)%	0.63%	17.53%	19.65%	26.31%	27.55%
每股收益 (元)	0.64	0.75	0.90	1.13	1.45
市盈率	41.61	28.32	42.75	33.84	26.53
市净率	5.78	4.02	6.21	5.25	4.38
净资产收益率 (%)	13.89%	14.21%	14.53%	15.51%	16.51%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	400	419	419	419	419

### 证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001  
021-20361174 liqiang@nesc.cn

### 研究助理: 王铄

执业证书编号: S0550118050001  
021-20361173 wangshuo@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,183	1,603	2,186	2,832	净利润	315	377	476	607
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	-1	0	0	0
应收款项	48	84	105	121	折旧及摊销	68	0	0	0
存货	153	188	234	267	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	566	627	659	691	财务费用	5	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>1,949</b>	<b>2,501</b>	<b>3,183</b>	<b>3,911</b>	投资损失	-13	-16	-14	-15
可供出售金融资产	19	19	19	19	运营资本变动	244	142	249	166
长期投资净额	0	0	0	0	其他	-4	0	0	0
固定资产	828	828	828	828	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>613</b>	<b>503</b>	<b>710</b>	<b>758</b>
无形资产	194	194	194	194	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-764</b>	<b>-82</b>	<b>-127</b>	<b>-112</b>
商誉	0	0	0	0	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,391</b>	<b>1,489</b>	<b>1,630</b>	<b>1,757</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>-535</b>	<b>62</b>	<b>-3</b>	<b>207</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,340</b>	<b>3,990</b>	<b>4,814</b>	<b>5,668</b>					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	392	571	681	790	每股指标				
预收款项	248	292	377	431	每股收益 (元)	0.75	0.90	1.13	1.45
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	5.28	6.18	7.31	8.76
<b>流动负债合计</b>	<b>1,081</b>	<b>1,355</b>	<b>1,703</b>	<b>1,951</b>	每股经营性现金流量 (元)	1.46	1.20	1.69	1.81
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	44	44	44	44	营业收入增长率	23.13%	30.31%	24.87%	15.71%
<b>长期负债合计</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	净利润增长率	17.53%	19.65%	26.31%	27.55%
<b>负债合计</b>	<b>1,125</b>	<b>1,398</b>	<b>1,746</b>	<b>1,994</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	2,215	2,592	3,067	3,674	毛利率	40.39%	40.90%	41.30%	41.90%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	9.68%	8.89%	8.99%	9.91%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,340</b>	<b>3,990</b>	<b>4,814</b>	<b>5,668</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	7.27	7.20	7.23	7.22
					存货周转率 (次)	27.67	27.39	27.48	27.45
					偿债能力指标				
					资产负债率	33.67%	35.05%	36.28%	35.19%
					流动比率	1.80	1.85	1.87	2.01
					速动比率	1.57	1.61	1.64	1.77
					费用率指标				
					销售费用率	24.61%	24.70%	25.00%	25.20%
					管理费用率	4.00%	5.40%	5.20%	4.80%
					财务费用率	-0.31%	-0.98%	-1.07%	-1.23%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	28.32	42.75	33.84	26.53
					P/B (倍)	4.02	6.21	5.25	4.38
					P/S (倍)	4.95	3.80	3.04	2.63
					净资产收益率	14.21%	14.53%	15.51%	16.51%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 食品饮料行业分析师(组长), 研究小组获“2017年水晶球”食品饮料行业第二, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

齐欢: 上海交通大学金融硕士, 2016年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

马雪薇: 伦敦政治经济学院风险与金融硕士, 2018年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

熊鹏: 上海交通大学与挪威科技大学工学双硕士。2017年起从事卖方研究工作, 2018年加入东北证券食品饮料组。

王钰: 伦敦政治经济学院金融与经济硕士, 2018年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qjian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn