

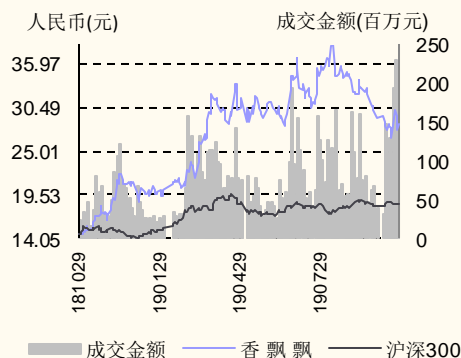
## 香飘飘 (603711.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 28.40 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.19
已上市流通 A 股(亿股)	.46
总市值(亿元)	119.10
年内股价最高最低(元)	30.17/26.77
沪深 300 指数	3897
上证指数	2955



## 相关报告

- 1.《新产品、新代言、新定位,开启新一轮成长-香飘飘事件点评》,2019.8.20
- 2.《收入高增长,业绩弹性持续释放-香飘飘中报点评》,2019.8.13
- 3.《果汁茶上市满一年,交出靓丽答卷-香飘飘点评报告》,2019.7.24
- 4.《果汁茶旺季来临,大单品加速放量-香飘飘事件点评》,2019.5.27
- 5.《业绩高增长,果汁茶持续放量-香飘飘一季报点评》,2019.4.20

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

寇星 联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

卢周伟 联系人  
luzhouwei@gjzq.com.cn

## 果汁茶增长短期放缓,静待品牌张力释放

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.67	0.75	0.91	1.18	1.55
每股净资产(元)	4.82	5.28	6.26	7.13	8.39
每股经营性现金流(元)	0.26	1.46	0.55	1.29	2.03
市盈率(倍)	40	28	31	24	18
净利润增长率(%)	0.63%	17.53%	21.40%	29.19%	32.00%
净资产收益率(%)	13.89%	14.21%	14.56%	16.50%	18.53%
总股本(百万股)	400.01	419.35	419.35	419.35	419.35

来源:公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 香飘飘发布三季报,前三季度公司实现营业收入 23.80 亿,同比+41.7%;归母净利润 1.32 亿,同比+57.4%;每股收益 0.32 元。Q3 单季公司实现收入 10.03 亿,同比+23.9%;归母净利润 1.09 亿,同比-21.6%。

## 经营分析

- 果汁茶受竞争影响低于预期,冲泡系列旺季表现佳:公司因进军饮料市场较晚而夏季冷藏竞争激烈,果汁茶冰冻推进不及预期使得终端动销较弱,单三季度仅实现 1.83 亿销售,低于市场预期。Q4 不受冰冻因素限制且果汁茶冠名的 S 级综艺《演员请就位》已上线,预计动销环比将有所改善。Q3 冲泡系列产品升级和新品发布全部完成,经典和美味系列分别同比提升 8.9% 和 7.2%,美味系列止跌回升,冲泡产品全面进入旺季销售期,市场重新激活;Q4 冲泡系列将进入全面发货和销售期,叠加春节提前等因素,预计将继续维持高个位数的可观增长。
- Q3 毛利率变化不大+费用率提升,净利率同比承压:公司 Q3 毛利率为 42.31%,与去年同期相差不大,预计果汁茶毛利率仍在 30% 以上,冲泡系列毛利率稳中有升。公司 Q3 销售和管理费用率分别为 21.82% 和 5.63%,分别较去年同期提升 4.01pct 和 2.58pct。公司销售费用率提升主要系新增果汁茶营销费用,果汁茶正处品牌建设期,而饮料市场竞争相对激烈,公司持续不断的投放终端促销和冠名、代言等有节奏的落地将有效的强化果汁茶的品牌力,我们仍看好果汁茶以品质为基础,借品牌势能加速产品销售。公司管理费用率提升仍主要是受股权激励摊销影响。公司 Q3 毛利率变化不大+费用率提升,净利率为 10.83%,同比下降 6.28pct,净利率短期承压。
- 可转债顺利过会,公司格局持续优化:公司可转债将用于天津和成都无菌灌装液体奶茶项目的建设。我们长期看好果汁茶品牌张力释放和渠道竞争力提升带来规模的加速扩张,助力公司建设即饮+冲泡两大产品矩阵。受益于产品结构优化,我们看好公司经营的季节性差异逐步平滑,渠道全国化和多元化不断成型,持续实现管理经营优化和盈利能力改善。

## 盈利预测

- 预计公司 19-21 年的收入分别为 41.9 亿元/49.4 亿元/56.8 亿元,同比增长 28.7%/18.0%/15.0%,较上次预测分别降低 7.2%/9.4%/9.5%;归母净利润分别为 3.8 亿元/4.9 亿元/6.5 亿元,同比增长 21.4%/29.2%/32.0%,较上次预测分别降低 4.7%/5.4%/4.1%;EPS 分别为 0.91 元/1.18 元/1.55 元;对应 PE 为 31X/24X/18X,维持“买入”评级。

## 风险提示

- 果汁茶销售不达预期、固体冲泡奶茶销售下滑、原材料价格上涨

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,390</b>	<b>2,640</b>	<b>3,251</b>	<b>4,185</b>	<b>4,940</b>	<b>5,681</b>	货币资金	1,196	1,327	1,183	743	908	1,306
增长率	10.5%	23.1%	28.7%	18.0%	15.0%		应收账款	43	109	48	107	127	146
主营业务成本	-1,317	-1,579	-1,938	-2,510	-2,949	-3,352	存货	91	141	153	186	218	248
%销售收入	55.1%	59.8%	60.0%	59.7%	59.0%		其他流动资产	96	233	566	725	747	768
毛利	1,072	1,061	1,313	1,675	1,991	2,329	流动资产	1,427	1,810	1,949	1,762	2,000	2,468
%销售收入	44.9%	40.2%	40.4%	40.0%	40.3%	41.0%	%总资产	65.8%	64.5%	58.4%	46.9%	47.1%	50.9%
营业税金及附加	-23	-20	-27	-33	-40	-45	长期投资	41	38	37	37	37	37
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	521	660	1,107	1,528	1,730	1,790
营业费用	-676	-617	-800	-1,004	-1,167	-1,307	%总资产	24.0%	23.5%	33.1%	40.7%	40.7%	37.0%
%销售收入	28.3%	23.4%	24.6%	24.0%	23.6%	23.0%	无形资产	146	187	200	210	219	238
管理费用	-85	-114	-139	-251	-259	-258	非流动资产	742	998	1,391	1,993	2,251	2,376
%销售收入	3.5%	4.3%	4.3%	6.0%	5.3%	4.6%	%总资产	34.2%	35.5%	41.6%	53.1%	52.9%	49.1%
息税前利润 (EBIT)	289	310	347	386	525	719	<b>资产总计</b>	<b>2,169</b>	<b>2,808</b>	<b>3,340</b>	<b>3,754</b>	<b>4,251</b>	<b>4,844</b>
%销售收入	12.1%	11.7%	10.7%	9.2%	10.6%	12.7%	短期借款	0	0	0	59	105	0
财务费用	13	8	10	17	10	16	应付款项	703	541	806	850	886	1,027
%销售收入	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.3%	其他流动负债	133	198	275	265	308	381
资产减值损失	-1	-7	1	0	0	0	流动负债	836	739	1,081	1,111	1,220	1,267
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	60	110	0	20	40	60
投资收益	1	3	13	10	10	10	其他长期负债	9	31	44	0	0	0
%税前利润	0.4%	1.0%	3.3%	2.1%	1.6%	1.2%	<b>负债</b>	<b>905</b>	<b>880</b>	<b>1,125</b>	<b>1,131</b>	<b>1,260</b>	<b>1,327</b>
营业利润	303	317	402	464	605	805	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,264</b>	<b>1,928</b>	<b>2,215</b>	<b>2,623</b>	<b>2,991</b>	<b>3,517</b>
营业利润率	12.7%	12.0%	12.4%	11.1%	12.2%	14.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	24	28	0	20	20	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,169</b>	<b>2,808</b>	<b>3,340</b>	<b>3,754</b>	<b>4,251</b>	<b>4,844</b>
税前利润	327	345	402	484	625	825							
利润率	13.7%	13.1%	12.4%	11.6%	12.6%	14.5%	<b>比率分析</b>						
所得税	-61	-78	-88	-102	-131	-173		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	18.7%	22.5%	21.8%	21.0%	21.0%	21.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	266	268	315	382	494	651	每股收益	0.739	0.669	0.750	0.911	1.177	1.554
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	3.511	4.819	5.282	6.255	7.132	8.386
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>266</b>	<b>268</b>	<b>315</b>	<b>382</b>	<b>494</b>	<b>651</b>	每股经营现金净流	1.016	0.264	1.462	0.552	1.289	2.028
净利率	11.1%	10.1%	9.7%	9.1%	10.0%	11.5%	每股股利	0.000	0.100	0.250	0.300	0.300	0.300
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	21.05%	13.89%	14.21%	14.56%	16.50%	18.53%
净利润	266	268	315	382	494	651	总资产收益率	12.27%	9.54%	9.42%	10.14%	11.58%	13.31%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	17.76%	11.79%	12.23%	11.29%	13.23%	15.87%
非现金支出	35	60	67	81	101	113	<b>增长率</b>						
非经营收益	10	-1	-12	-63	-43	-38	主营业务收入增长率	22.44%	10.49%	23.13%	28.73%	18.04%	15.00%
营运资金变动	54	-221	244	-169	-12	124	EBIT 增长率	32.02%	7.09%	11.95%	11.42%	35.94%	36.85%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>366</b>	<b>105</b>	<b>613</b>	<b>232</b>	<b>540</b>	<b>850</b>	净利润增长率	30.48%	0.63%	17.53%	21.40%	29.19%	32.00%
资本开支	-264	-345	-484	-629	-319	-204	总资产增长率	29.32%	29.48%	18.94%	12.42%	13.22%	13.95%
投资	5	-89	-282	-100	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	3	26	2	10	10	10	应收账款周转天数	3.7	6.3	7.0	7.0	7.0	7.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-256</b>	<b>-407</b>	<b>-764</b>	<b>-719</b>	<b>-309</b>	<b>-194</b>	存货周转天数	26.0	26.8	27.7	27.0	27.0	27.0
股权募资	0	530	152	152	0	0	应付账款周转天数	91.0	81.7	69.4	65.0	61.0	56.0
债权募资	60	50	-110	37	66	-85	固定资产周转天数	47.1	84.3	93.0	91.6	85.1	73.4
其他	-7	-105	-56	-128	-133	-133	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>53</b>	<b>475</b>	<b>-14</b>	<b>60</b>	<b>-67</b>	<b>-217</b>	净负债/股东权益	-89.92%	-63.15%	-53.39%	-25.32%	-25.51%	-35.44%
<b>现金净流量</b>	<b>162</b>	<b>173</b>	<b>-165</b>	<b>-428</b>	<b>164</b>	<b>439</b>	EBIT 利息保障倍数	-21.9	-40.7	-34.3	-22.3	-54.5	-44.9
							资产负债率	41.72%	31.35%	33.67%	30.35%	29.83%	28.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	12	23
增持	0	0	0	6	11
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.33	1.37

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

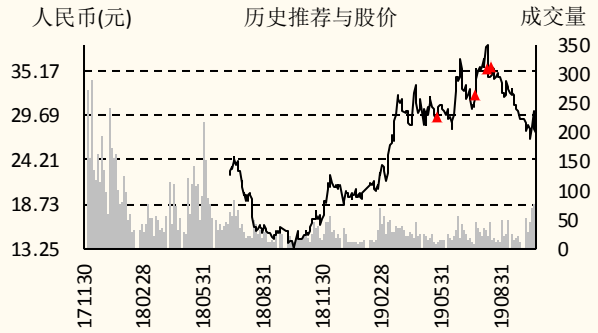
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-13	买入	29.08	36.63~36.63
2	2019-04-20	买入	29.76	36.63~36.63
3	2019-05-27	买入	29.45	36.63~36.63
4	2019-07-24	买入	31.30	N/A
5	2019-08-13	买入	38.38	45.15~45.15
6	2019-08-20	买入	34.75	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH