

香飘飘 (603711)

公司研究/点评报告

销量承压+高费用投放，公司业绩不及预期

—香飘飘 (603711) 19 年三季度报点评

点评报告/食品饮料

2019 年 10 月 28 日

一、事件概述

香飘飘公布 19 年三季度报。报告期内，公司实现营收 23.80 亿元，同比+41.67%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比+57.41%。

二、分析与判断

果汁茶销量承压+持续高费用投放，公司业绩不及预期

19Q1-3 公司实现营收 23.80 亿元，同比+41.67%，折合 Q3 单季度实现营收 10.03 亿元，同比+23.85%，增速环比有所放缓；19Q1-3 实现归母净利润 1.32 亿元，同比+57.41%，折合 Q3 单季度实现归母净利润 1.09 亿元，同比-21.57%。总体而言，在果汁茶销量承压以及持续高费用投入的背景下，公司业绩不及预期。分产品看，19Q3 果汁茶业务仅录得营收 1.83 亿元，环比-56.22%，我们分析主要原因是 (1) 季节性因素：果汁茶最佳销售旺季为 Q2 单季度，主要原因是 Q2 天气转暖，适宜茶饮料消费；(2) 渠道因素：公司果汁茶业务以校园渠道为主，7/8 月份学校放假对于销售造成负面影响；(3) 压货因素：Q2 末公司对于渠道有一定程度的压货，导致 Q3 部分业绩被提前透支；其他产品方面，19Q3 公司传统冲泡奶茶实现营收 7.75 亿元，同比+8.34%，其中经典系列实现营收 5.12 亿元 (同比+8.69%)，好料系列实现 2.63 亿元 (同比+7.67%)，Q3 冲泡系列实现稳健增长，环比提升显著，主要归功于新产品/新代言人/新定位三管齐下+Q3 经销商补库存；19Q3 液体奶茶实现营收 3680 万元，同比+12.18%，今年以来首次实现单季度正增长，主要归功于公司的聚焦战略。

费用率上升压缩 Q3 净利率

毛利率：19Q1-3 公司毛利率达到 39.22%，同比+2.67%，其中 Q3 单季度毛利率为 42.31%，同比-0.26%，主要归因于毛利较低的果汁茶业务结构占比提升之后的稀释作用；**净利率：**19Q1-3 公司净利率为 5.56%，同比+0.56 个百分点，其中 Q3 单季度净利率为 10.83%，同比显著下滑 6.28 个百分点，主要原因在于期间费用率的显著提升，19Q3 公司期间费用率达到了 28.22%，同比+7.44 个百分点，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.98%/+2.58%/+0.75%/+0.13%，其中销售费用率增加主因报告期内公司签约王俊凯作为冲泡奶茶代言人及加强广告投放力度导致广告费用增加+加强地推力度导致市场推广费用增加；管理费用增加主要系股权激励成本、职工薪酬、办公费等费用增加所致；研发费用率增加主要系公司加大新品研发力度所致。

三、投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入为 43.66 亿元/54.57 亿元/66.42 亿元，同比+34.3%/25.0%/21.7%；实现归属上市公司净利润为 3.99 亿元/5.37 亿元/6.97 亿元，同比+26.7%/34.8%/29.7%，折合 EPS 为 0.95 元/1.28 元/1.66 元，对应 PE 为 30X/22X/17X。19 年行业可比公司预期平均估值约为 41X，考虑到公司在冲泡业务稳健增长前提下果汁茶大单品放量将带来显著高于行业平均水平的业绩弹性，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

产品季节性风险、果汁茶放量不及预期、食品安全风险等

推荐

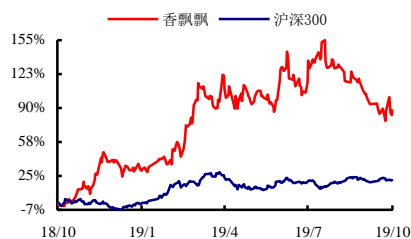
维持评级

当前价格： 28.4 元

交易数据 2019-10-25

近 12 个月最高/最低(元)	38.38/14.63
总股本 (百万股)	419
流通股本 (百万股)	46
流通股比例 (%)	11.04
总市值 (亿元)	119
流通市值 (亿元)	13

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

电话： 010-85127513

邮箱： yujie@mszq.com

研究助理：徐洋

执业证号： S0100118110006

电话： 021-60876710

邮箱： xuyang@mszq.com

相关研究

1. 香飘飘 (603711) 点评报告：传统冲泡系列新气象有望带来业绩新活力
2. 香飘飘 (603711) 19 年中报点评：果汁茶放量带动下 19H1 公司业绩弹性明显

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,251	4,366	5,457	6,642
增长率 (%)	23.1%	34.3%	25.0%	21.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	315	399	537	697
增长率 (%)	17.5%	26.7%	34.8%	29.7%
每股收益 (元)	0.79	0.95	1.28	1.66
PE (现价)	35.9	29.9	22.2	17.1
PB	5.4	4.6	3.8	3.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,251	4,366	5,457	6,642
营业成本	1,938	2,659	3,289	3,919
营业税金及附加	27	37	45	56
销售费用	800	1,048	1,299	1,567
管理费用	130	162	191	246
研发费用	9	4	7	11
EBIT	347	456	627	844
财务费用	(10)	(6)	(12)	(20)
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	13	13	17	4
营业利润	402	487	671	887
营业外收支	0	18	15	1
利润总额	402	505	687	888
所得税	88	106	149	191
净利润	315	399	537	697
归属于母公司净利润	315	399	537	697
EBITDA	414	550	740	974

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1183	1528	2051	2792
应收账款及票据	48	79	116	119
预付款项	95	133	179	201
存货	153	238	250	334
其他流动资产	462	462	462	462
流动资产合计	1949	2494	3085	3970
长期股权投资	0	13	30	34
固定资产	828	994	1223	1427
无形资产	194	235	263	287
非流动资产合计	1391	1609	1827	2058
资产合计	3340	4103	4912	6028
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	392	735	794	941
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1081	1446	1717	2136
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	44	44	44	44
非流动负债合计	44	44	44	44
负债合计	1125	1490	1761	2180
股本	419	419	419	419
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2215	2614	3151	3848
负债和股东权益合计	3340	4103	4912	6028

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	23.1%	34.3%	25.0%	21.7%
EBIT 增长率	12.0%	31.7%	37.4%	34.5%
净利润增长率	17.5%	26.7%	34.8%	29.7%
盈利能力				
毛利率	40.4%	39.1%	39.7%	41.0%
净利润率	9.7%	9.1%	9.8%	10.5%
总资产收益率 ROA	9.4%	9.7%	10.9%	11.6%
净资产收益率 ROE	14.2%	15.3%	17.1%	18.1%
偿债能力				
流动比率	1.8	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.7	1.6	1.7	1.7
现金比率	1.1	1.1	1.2	1.3
资产负债率	0.3	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	6.9	5.6	6.2	6.3
存货周转天数	27.3	26.5	26.7	26.8
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	1.0	1.3	1.7
每股净资产	5.3	6.2	7.5	9.2
每股经营现金流	1.5	1.5	2.0	2.6
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	35.9	29.9	22.2	17.1
PB	5.4	4.6	3.8	3.1
EV/EBITDA	25.3	18.7	13.2	9.3
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	315	399	537	697
折旧和摊销	67	93	113	130
营运资金变动	244	165	203	276
经营活动现金流	613	640	833	1,111
资本开支	484	281	298	356
投资	(282)	0	0	0
投资活动现金流	(764)	(281)	(298)	(356)
股权募资	152	0	0	0
债务募资	(110)	0	0	0
筹资活动现金流	(14)	(13)	(13)	(13)
现金净流量	(164)	346	523	741

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

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或相当的专业胜任能力，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，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。