

跌至安全边际以内，择机抄底香飘飘

作者：调研君

【西南食品饮料】

香飘飘股价连续下跌，市场过度恐慌，主要担忧有以下几点：

1、疫情影响春节动销。

据了解，公司在节前已经完成发货，部分产品已经在节前变成年货形式转移到消费者手中，这部分在春节期间消费占比在 60%-70%，大年初一到正月十五的销量约占 30%-40%左右。目前来看，疫情影响的是部分春节有亲访友的送礼需求。香飘飘近些年逐步褪去礼品属性，打造日常消费属性，目前仅在河南安徽等省份有较为浓厚的送礼需求，江浙等城市基本不存在。送礼需求造成的损失有限。

另一方面，受疫情影响，家庭端的消费激增，消费者出现抢购、囤货行为，部分商超出现脱销的情况，比往年销量明显提升。虽然部分流通网点关停造成部分产品堆积待消化，商超渠道经销商反馈商超渠道库存较低，已经开始补货，并通过调货的方式解决部分区域库存积压的问题，比如将礼盒拆开裸卖，来帮助销售。经销商初二就开始上班帮助终端动销，公司销售人员初五也开始行动。

整体而言，疫情对香飘飘冲泡春节销售有影响，但不算大。

2、果汁茶 2020 年的销售。

确实果汁茶在 2020 年 Q3/Q4 表现欠佳，一方面是因为学生放假、天气等客观因素有关，另一方面也说明公司终端运作能力待改善。

疫情如果持续可能会打断节后果汁茶的营销节奏，但目前来看，一切均往良性的方向发展：

1) 产品绝对没问题。果汁茶一年时间销售近 10 亿，在饮料行业单品破 10 亿已经算非常成功，因此不能说果汁茶失败，更多是操作层面带来的业绩波动。我们对经销商、竞争对手、消费者调研，大家反馈对产品还是看好，果汁茶品类的成长性无需过度担忧。

2) 不存在渠道库存积压价盘崩掉的风险。通常一个快消品失败原因在于渠道库存高企引发串货、低价抛货继而导致价盘崩掉，经销商无利可图，最终放弃产品。公司非常注重渠道库存良性（吃了牛乳茶的亏），在 7 月发现渠道库存偏大时开始控制发货节奏，帮助消化渠道库存。目前渠道库存已经下降到 1 个月的

水平。叠加四季度淡季消化，预计明年开春后可轻装上阵。目前产品价格盘还是比较坚挺，47 元进货价，57-60 元出货价，经销商大概有 10 元左右的利润空间，相对比较丰厚，仍有操作空间，经销商信心依旧在。

3) 销售短板逐步补齐。之前公司大概只有 1400 多销售，主要工作是对接经销商，并通过经销商去对接渠道。目前公司也大量招人，补充营销团队，并且和经销商成立了三年的联营计划，共同开发终端网点，重心从管经销商到管终端，以更加精细化方式进行运作。改变的过程必然伴随着阶段性费用投入加大，但效果也是显著的。

3、业绩与估值

冲泡业务：公司冲泡业务虽然成长性有限，但依旧稳健，年化 6-8% 的稳健增长可期，考虑到疫情影响，悲观假设 2020 年冲泡不增长，维持差不多 30 亿的体量，维持 12% 的净利率，对应大概 3.6 亿的净利润。考虑到香飘飘在冲泡奶茶行业的龙头地位及稳定的现金流表现，给予 20-25 倍估值，对应接近 72-90 亿市值的安全边际。考虑 2020 年 4000 万的股权激励费用，那在 2020 年冲泡业务的安全边际是 64-80 亿市值。