

**香飘飘 (603711)**

公司研究/点评报告

# 疫情冲击下，业绩短期承压显著

**—香飘飘 (603711) 19 年报及 20 年一季报点评报告**

点评报告/食品饮料

2020 年 04 月 27 日

## 一、事件概述

公司发布 2019 年年报及 2020 年一季报。19 年公司实现营收 39.78 亿元，同比+22.36%，实现归母净利润 3.47 亿元，同比+10.39%，拟每 10 股派发现金红利 2.50 元(含税)。20Q1 公司实现营业收入 4.30 亿元，同比-48.61%，实现归母净利润-0.86 亿元，去年同期盈利 5196.4 万元。

## 二、分析与判断

### 19 年业绩略低于预期，20Q1 收入/业绩受疫情冲击明显

19 年公司实现营收 39.78 亿元，同比+22.36%，折合 Q4 单季度实现营收 15.98 亿元，同比+1.71%，增速环比显著放缓；实现归母净利润 3.47 亿元，同比+10.39%，折合 Q4 单季度实现归母净利润 2.15 亿元，同比-6.73%。总体而言，公司 19 年业绩略低于 wind 一致预期。分产品看，19 年冲泡类/即饮类产品分别实现营收 29.36 亿元/10.05 亿元，同比+4.69%/139.73%，其中明星单品果汁茶录得营收 8.68 亿元，同比+332.43%，折合 Q4 单季度实现营收 0.97 亿元，同比-33.06%。

聚焦 20Q1，公司 20Q1 实现营收 4.30 亿元，同比-48.61%，实现归母净利润-0.86 亿元，收入/业绩均大幅下降，主要原因在于（1）突发新冠疫情导致春节后续生产出货未达预期；（2）学校开学时间一再延期导致即饮产品渠道铺货及动销较少（校园渠道是果汁茶收入占比最高的渠道）。

### 疫情冲击下 20Q1 盈利能力被削弱

**19 年—毛利率：**19 年公司毛利率达 41.20%，同比+0.81pct，整体毛利率的提升主要归功于规模效应下果汁茶毛利率的提升，19 年果汁茶毛利率达到 29.73%，同比+6.36pct；**净利率：**19 年公司净利率为 8.73%，同比-0.95pct，下滑的主要原因在于管理费用率的提升，19 年公司管理费用率同比+1.4pct，主要原因在于股权激励计划的推进导致股权激励费用营收占比同比+0.99pct。其他费用率方面，19 年公司销售/研发/财务费用率分别同比-0.3pct/+0.5pct/+0.2pct，略有提升，也在一定程度上拉低了净利率。

**20Q1—毛利率：**20Q1 公司毛利率为 31.24%，同比-7.92pct，我们判断主要与产能利用率下滑导致单位成本增加相关；**净利率：**20Q1 公司净利率为-19.90%，同比-26.11pct，净利率的显著下滑与毛利率下滑以及费用率显著上行相关，在收入下滑背景下，费用投放刚性导致 20Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+20.2pct/+5.7pct/+1pct/+1.6pct。

## 三、投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入为 41.71 亿元/49.71 亿元/58.86 亿元，同比+4.8%/19.2%/18.4%；实现归属上市公司净利润为 3.53 亿元/4.42 亿元/5.60 亿元，同比+1.5%/25.3%/26.7%，折合 EPS 为 0.84 元/1.05 元/1.34 元，对应 PE 为 35X/28X/22X。20 年行业可比公司预期平均估值约为 34X，与公司估值水平基本一致，考虑到公司聚焦于产品、品牌及渠道力的塑造，预计未来业绩增速将快于可比公司平均水平。维持“推荐”评级。

## 四、风险提示：

疫情负面冲击持续超预期、果汁茶放量不及预期、食品安全风险等

## 推荐

维持评级

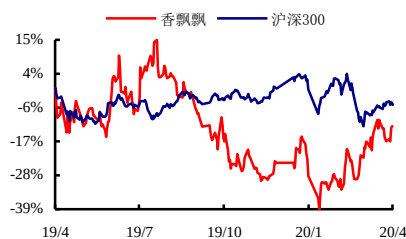
**当前价格： 29.26 元**

### 交易数据

**2020-4-24**

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 38.38/20.4 |
| 总股本(百万股)        | 418        |
| 流通股本(百万股)       | 49         |
| 流通股比例(%)        | 11.68      |
| 总市值(亿元)         | 122        |
| 流通市值(亿元)        | 14         |

### 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)：销量承压+高费用投放，公司业绩不及预期
2. 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

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 3,978 | 4,171 | 4,971 | 5,886 |
| 增长率 (%)          | 22.4% | 4.8%  | 19.2% | 18.4% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 347   | 353   | 442   | 560   |
| 增长率 (%)          | 10.4% | 1.5%  | 25.3% | 26.7% |
| 每股收益 (元)         | 0.85  | 0.84  | 1.05  | 1.34  |
| PE (现价)          | 34.4  | 34.8  | 27.8  | 21.9  |
| PB               | 4.8   | 4.3   | 3.7   | 3.2   |

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)   | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 3,978 | 4,171 | 4,971 | 5,886 |
| 营业成本        | 2,339 | 2,528 | 2,879 | 3,369 |
| 营业税金及附加     | 36    | 33    | 44    | 52    |
| 销售费用        | 967   | 1,034 | 1,208 | 1,413 |
| 管理费用        | 214   | 188   | 273   | 324   |
| 研发费用        | 31    | 21    | 50    | 59    |
| EBIT        | 392   | 366   | 518   | 670   |
| 财务费用        | (3)   | (7)   | (9)   | (16)  |
| 资产减值损失      | (7)   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益        | 16    | 25    | 12    | 4     |
| 营业利润        | 440   | 438   | 558   | 710   |
| 营业外收支       | 1     | 18    | 15    | 1     |
| 利润总额        | 442   | 448   | 562   | 712   |
| 所得税         | 94    | 96    | 120   | 152   |
| 净利润         | 347   | 353   | 442   | 560   |
| 归属于母公司净利润   | 347   | 353   | 442   | 560   |
| EBITDA      | 506   | 505   | 682   | 872   |
|             |       |       |       |       |
| 资产负债表 (百万元) | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金        | 1243  | 1338  | 1811  | 2407  |
| 应收账款及票据     | 45    | 79    | 75    | 89    |
| 预付款项        | 115   | 137   | 147   | 173   |
| 存货          | 166   | 200   | 215   | 263   |
| 其他流动资产      | 88    | 88    | 88    | 88    |
| 流动资产合计      | 2098  | 2278  | 2776  | 3466  |
| 长期股权投资      | 0     | 25    | 37    | 41    |
| 固定资产        | 1198  | 1494  | 1789  | 2109  |
| 无形资产        | 206   | 223   | 232   | 243   |
| 非流动资产合计     | 1818  | 2039  | 2250  | 2383  |
| 资产合计        | 3915  | 4317  | 5026  | 5849  |
| 短期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款及票据     | 775   | 657   | 762   | 961   |
| 其他流动负债      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计      | 1306  | 1326  | 1593  | 1856  |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 76    | 76    | 76    | 76    |
| 非流动负债合计     | 76    | 76    | 76    | 76    |
| 负债合计        | 1381  | 1402  | 1669  | 1932  |
| 股本          | 419   | 419   | 419   | 419   |
| 少数股东权益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计      | 2534  | 2887  | 3329  | 3889  |
| 负债和股东权益合计   | 3915  | 4317  | 5026  | 5849  |

| 主要财务指标          | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 22.4% | 4.8%  | 19.2% | 18.4% |
| EBIT 增长率        | 13.0% | -6.4% | 41.2% | 29.5% |
| 净利润增长率          | 10.4% | 1.5%  | 25.3% | 26.7% |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 41.2% | 39.4% | 42.1% | 42.8% |
| 净利润率            | 8.7%  | 8.5%  | 8.9%  | 9.5%  |
| 总资产收益率 ROA      | 8.9%  | 8.2%  | 8.8%  | 9.6%  |
| 净资产收益率 ROE      | 13.7% | 12.2% | 13.3% | 14.4% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.6   | 1.7   | 1.7   | 1.9   |
| 速动比率            | 1.5   | 1.6   | 1.6   | 1.7   |
| 现金比率            | 1.3   | 1.3   | 1.4   | 1.5   |
| 资产负债率           | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 4.2   | 5.8   | 5.6   | 5.2   |
| 存货周转天数          | 24.5  | 26.1  | 26.0  | 25.5  |
| 总资产周转率          | 1.1   | 1.0   | 1.1   | 1.1   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.9   | 0.8   | 1.1   | 1.3   |
| 每股净资产           | 6.0   | 6.9   | 7.9   | 9.3   |
| 每股经营现金流         | 1.7   | 1.0   | 2.0   | 2.2   |
| 每股股利            | 0.3   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 34.4  | 34.8  | 27.8  | 21.9  |
| PB              | 4.8   | 4.3   | 3.7   | 3.2   |
| EV/EBITDA       | 20.5  | 20.7  | 14.2  | 10.6  |
| 股息收益率           | 0.9%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 347   | 353   | 442   | 560   |
| 折旧和摊销       | 121   | 139   | 164   | 201   |
| 营运资金变动      | 286   | (64)  | 241   | 170   |
| 经营活动现金流     | 719   | 405   | 844   | 939   |
| 资本开支        | 531   | 296   | 359   | 329   |
| 投资          | (6)   | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | (638) | (296) | (359) | (329) |
| 股权募资        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | (137) | (13)  | (13)  | (13)  |
| 现金净流量       | (56)  | 96    | 472   | 596   |

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。