

冲泡+液体奶茶带动 Q2 增长，期待 20H2 持续改善

买入（维持）

2020 年 08 月 23 日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

研究助理 宋英男

songyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,978	4,097	4,791	5,478
同比（%）	22.4%	3.0%	16.9%	14.3%
归母净利润（百万元）	347	350	426	502
同比（%）	10.4%	0.8%	21.6%	18.0%
每股收益（元/股）	0.83	0.84	1.02	1.20
P/E（倍）	36.47	36.16	29.75	25.22

事件：公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 9.91 亿元（-28%），归母净利润-0.64 亿元（-372%），扣非净利-0.93 亿元（同比下滑约 0.93 亿元）。20Q2 实现营收 5.61 亿元（+4%），归母净利润 0.22 亿元（同增约 0.5 亿），扣非净利-0.04 亿元（-93%）。

投资要点

■ **20Q2 冲泡+液体饮料带动增长，业绩环比改善：**公司 20H1 实现营收 9.9 亿元（-28%），20Q2 单季环比显著改善，实现营收 5.6 亿（+3.9%）。从**产品端看**，公司 20Q2 公司冲泡/即饮分别实现营收 2.4/3.1 亿，同比+170/-30%，收入增长主要受益于冲泡+液体奶茶（+50%）的高增，预计主要系 20Q2 渠道补库存、中小学开学以及 19Q2 低基数所致；果汁茶单季度实现营收 2.7 亿元（同比-35%），除高基数影响外，大学开学时间进一步推迟+龙头即饮渠道收紧+华东元气森林等新品大幅铺货等对果汁茶产生一定负面影响。从**渠道端看**，受疫情影响 20H1 公司经销商渠道同比下滑 32%，但疫情催化线上销售，同时公司新品推出主要以天猫等线上旗舰店作为导流和测试窗口，电子商务渠道实现营收 0.8 亿（+43%）表现活跃，此外出口/直营渠道因较低基数分别同比+59/138%。

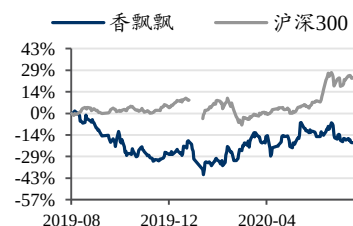
■ **20Q2 期间费用率下降提振利润：**公司 20H1 实现归母净利润-0.64 亿元（同比-372%），毛利/净利率分别为 32.96/-6.45%（-4.01/-8.15pct），业绩下滑主要受 20Q1 拖累所致（毛/净利率同比-8/-26pct）；20Q2 公司盈利能力逐步恢复，归母净利润实现 0.22 元同比实现扭亏为盈，公司净利率为 3.86%（+9pct），主要系单二季度公司广告、运输费下滑及股权激励费用下降导致公司销售/管理费用率分别下滑 6.4/3.4pct。**现金流方面**，公司 20Q2 经营净现金流为-2.6 亿，环比 20Q1-4.8 亿水平逐步改善。

■ **20H2 果汁茶或迎反弹，期待通过创新开辟新增长曲线：**公司针对冲泡类业务加强产品及宣传的创新，业务基石地位稳固；同时果汁茶方面，公司当前库存合理良性，并持续加大渠道建设及冰点投入，随大学正常开学下半年动销环比或迎持续反弹。此外，公司在上半年紧密推出一系列如无糖兰芳园/MECO 奶茶及轻食奶昔等主打“健康”概念新品，紧跟消费升级大趋势，期待通过创新推动公司保持长期成长。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年营业收入为 41.0/47.9/54.8 亿元，增速为 3.0/16.9/14.3%；归母净利润为 3.5/4.3/5.0 亿元，增速为 0.8/21.6/18.0%；对应 EPS 为 0.84/1.02/1.20 元。当前股价对应 PE 分别为 36/30/25X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情加剧风险，消费需求疲软

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.30
一年最低/最高价	19.34/35.17
市净率(倍)	5.25
流通 A 股市值(百万元)	1480.24

基础数据

每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	39.44
总股本(百万股)	418.17
流通 A 股(百万股)	48.85

相关研究

- 1、《香飘飘 (603711)：果汁茶放量带动 19 增长，20 年调整为主动期待再次腾飞》2020-04-27
- 2、《香飘飘 (603711)：果汁茶势能崛起，香飘飘蓄势待发》2020-02-06

香飘飘三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,098	1,974	2,883	2,799	营业收入	3,978	4,097	4,791	5,478
现金	1,243	1,161	1,919	1,877	减:营业成本	2,339	2,404	2,776	3,155
应收账款	45	51	61	67	营业税金及附加	36	38	46	54
存货	166	162	217	213	营业费用	967	983	1,145	1,297
其他流动资产	644	601	686	642	管理费用	214	253	314	363
非流动资产	1,818	1,782	1,901	2,007	财务费用	-3	-1	-6	-10
长期股权投资	0	1	1	2	资产减值损失	-7	0	0	0
固定资产	1,198	1,170	1,263	1,351	加:投资净收益	16	15	16	16
在建工程	209	172	170	165	其他收益	-0	-0	-0	-0
无形资产	206	238	270	292	营业利润	440	435	533	634
其他非流动资产	205	201	196	197	加:营业外净收支	1	14	11	7
资产总计	3,916	3,756	4,784	4,806	利润总额	442	448	544	641
流动负债	1,306	902	1,581	1,183	减:所得税费用	94	98	118	139
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	409	406	535	535	归属母公司净利润	347	350	426	502
其他流动负债	897	496	1,046	648	EBIT	404	412	498	584
非流动负债	76	76	76	76	EBITDA	518	520	617	716
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	76	76	76	76	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,381	978	1,657	1,259	每股收益(元)	0.83	0.84	1.02	1.20
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	6.06	6.64	7.48	8.48
					发行在外股份(百万 股)	419	418	418	418
归属母公司股东权益	2,534	2,778	3,127	3,548	ROIC(%)	12.3%	11.4%	12.2%	12.7%
负债和股东权益	3,916	3,756	4,784	4,806	ROE(%)	13.7%	12.6%	13.6%	14.2%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	41.2%	41.3%	42.1%	42.4%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	8.7%	8.6%	8.9%	9.2%
经营活动现金流	720	80	1,052	252	资产负债率(%)	35.3%	26.0%	34.6%	26.2%
投资活动现金流	-638	-56	-223	-222	收入增长率(%)	22.4%	3.0%	16.9%	14.3%
筹资活动现金流	-137	-105	-71	-72	净利润增长率(%)	10.4%	0.8%	21.6%	18.0%
现金净增加额	-54	-82	758	-42	P/E	36.47	36.16	29.75	25.22
折旧和摊销	114	107	120	132	P/B	5.00	4.56	4.05	3.57
资本开支	532	-36	119	105	EV/EBITDA	21.37	21.48	16.85	14.59
营运资本变动	197	-362	528	-357					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>