

香飘飘 (603711)

证券研究报告

2020 年 08 月 24 日

冲泡板块持续发力，疫情下基本盘属性凸显

事件：公司披露 2020 年中报，实现营收 9.91 亿元，同比-28.00%，归母净利润-0.64 亿元，同比-371.50%。其中，Q2 实现营收 5.61 亿元，同比+3.93%，归母净利润 0.22 亿元，同比+176.27%。

冲泡板块表现亮眼，二季度营收环比改善显著。

二季度公司积极调整经营策略，顺应疫情下消费趋势，通过线上线下共同发力，Q2 实现营收 5.61 亿元，同比+3.93%。收入相较一季度增速(-48.61%)大幅改善，主因一是冲泡板块表现亮眼，二季度实现营收 2.40 亿元，同比+169.90%。二季度公司通过紧抓宅经济消费场景，开展以冲泡销量翻倍为目标的“F 计划”，带动冲泡奶茶销量高增，此外补库存也带来了一定的增量。目前渠道库存质量和周转速度同比更加良性，下半年冲泡仍有望实现高增。二是液态奶茶由于基数小同时渠道更为聚焦，上半年实现收入 0.69 亿元，同比+9.72%，其中 Q2 同比+50.24%。果汁茶方面，实现营收 3.57 亿元，同比下降 39.25%，其中 Q2 同比-34.92%，主因学校开学延迟以及去年基数高。二季度公司线上通过举办 MECO 线下陈列和代言人见面会，配合天猫购物节直播造势，线下加强冰冻化率建设，预计 Q3 果汁茶营收有望环比改善。

费用投放愈发精准，单二季度利润转正。

由于公司销售存在淡旺季，往年 Q2 单季度利润通常为负，而今年 Q2 在冲泡发力和费用优化的背景下，单二季度实现利润 0.22 亿元，实现转正。单二季度实现利润转正，一方面与冲泡放量带动毛利率提升有关。2020Q2 公司毛利率 34.28%，较去年提升 0.70pcts。另一方面，公司期间费用改善较为明显。销售费用率改善 6.37pcts 至 27.47%，主因运费下降和广告费下滑明显，我们判断与公司费用投放精细化有关（广告媒介转换等）；而因股权激励摊销费用降低使得管理费用率下降 1.85pcts 至 8.38%。我们预计随着下半年冲泡占比的持续提升，以及费用的精细化投放，公司业绩有望逐季改善。

疫情下冲泡基本盘作用凸显，“冲泡+即饮”双轮驱动，支撑长期业绩提升。

公司长期耕耘冲泡领域，疫情影响下冲泡业务凭借渠道和用户基础，公司运作相对成熟，能够灵活调整策略，充分发挥其势能。我们预计下半年，公司仍将充分发挥冲泡板块优势，以期实现营收和业绩双十增长目标。从公司未来长期价值看，我们认为公司的核心逻辑在于用产品打造消费场景，扩充消费群体，实现公司产品销量的快速增长。一方面公司实施“泛冲泡”战略，推出奶盖茶、果茶等冲泡新品，打破品类限制，重新定位休闲型饮料，为公司传统业务增长赋能。另一方面，公司积极推进终端冰冻化建设和铺市，预计二季度终端冰冻化率较去年同期有所提升，深入培育即饮消费场景，完善即饮渠道运作。在冲泡板块品类持续扩充，即饮产品销售渠道日益成熟下，公司“冲泡+即饮”矩阵竞争优势将愈发凸显。

投资建议：根据公司中报和未来展望，我们将公司 2020-2022 年营收由 44.99/55.32/66.69 亿元调整至 44.59/53.52/63.45 亿元，同比+12.08%/20.05%/18.55%，归母净利润由 3.86/5.05/6.49 亿元调整至 3.85/4.95/6.21 亿元，同比+10.77%/28.65%/25.47%，EPS 为 0.92/1.18/1.49 元，维持“增持”评级。

风险提示：新品推广不及预期，渠道拓展缓慢，食品安全风险等。

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	30.3 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	418.17
流通 A 股股本(百万股)	48.85
A 股总市值(百万元)	12,670.58
流通 A 股市值(百万元)	1,480.24
每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	39.44
一年内最高/最低(元)	35.45/19.50

作者

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

吴文德 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003
wuwende@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《香飘飘-公司点评:渠道建设不断夯实，果汁茶旺季动销可乐观看待》 2020-08-04
- 2 《香飘飘-年报点评报告:冲泡板块蓄势待发，果汁茶助力公司二次腾飞》 2020-04-27
- 3 《香飘飘-首次覆盖报告:“冲泡+即饮”扩充消费场景，公司发展可高看一线》 2020-04-17

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,251.09	3,978.00	4,458.53	5,352.40	6,345.18
增长率(%)	23.13	22.36	12.08	20.05	18.55
EBITDA(百万元)	435.92	556.88	602.85	780.16	956.74
净利润(百万元)	314.70	347.41	384.83	495.08	621.18
增长率(%)	17.53	10.39	10.77	28.65	25.47
EPS(元/股)	0.75	0.83	0.92	1.18	1.49
市盈率(P/E)	40.26	36.47	32.92	25.59	20.40
市净率(P/B)	5.72	5.00	4.31	3.87	3.44
市销率(P/S)	3.90	3.19	2.84	2.37	2.00
EV/EBITDA	17.52	15.94	18.63	13.36	10.92

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,182.72	1,242.57	893.83	1,695.54	1,658.24
应收票据及应收账款	47.65	45.09	53.99	59.01	64.37
预付账款	95.37	115.40	97.74	145.56	135.52
存货	152.79	166.10	204.66	237.28	275.41
其他	470.31	528.55	655.87	701.07	638.73
流动资产合计	1,948.84	2,097.70	1,906.09	2,838.45	2,772.27
长期股权投资	0.00	0.50	(5.50)	(3.50)	(0.50)
固定资产	828.50	1,197.56	1,489.51	1,606.32	1,647.15
在建工程	278.19	208.63	165.72	283.34	325.68
无形资产	194.35	206.03	211.73	227.04	246.85
其他	89.74	205.20	154.27	146.51	158.41
非流动资产合计	1,390.78	1,817.91	2,015.73	2,259.71	2,377.59
资产总计	3,339.62	3,915.62	3,921.82	5,098.16	5,149.87
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	392.28	774.90	290.81	1,019.23	566.85
其他	688.47	531.07	637.34	751.76	835.41
流动负债合计	1,080.75	1,305.97	928.15	1,771.00	1,402.26
长期借款	0.00	0.00	4.47	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	43.76	75.53	50.26	56.52	60.77
非流动负债合计	43.76	75.53	54.73	56.52	60.77
负债合计	1,124.51	1,381.50	982.88	1,827.51	1,463.02
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	419.35	419.35	418.17	418.17	418.17
资本公积	613.37	684.97	686.15	686.15	686.15
留存收益	1,947.58	2,261.75	2,520.77	2,852.48	3,268.67
其他	(765.19)	(831.96)	(686.15)	(686.15)	(686.15)
股东权益合计	2,215.11	2,534.12	2,938.94	3,270.65	3,686.84
负债和股东权益总	3,339.62	3,915.62	3,921.82	5,098.16	5,149.87

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	314.70	347.41	384.83	495.08	621.18
折旧摊销	67.68	114.02	125.81	145.34	160.40
财务费用	4.66	13.67	0.00	0.00	0.00
投资损失	(13.26)	(16.33)	(11.03)	(3.50)	(10.29)
营运资金变动	55.44	429.73	(513.15)	734.35	(353.74)
其它	184.00	(168.54)	(9.78)	10.00	(3.41)
经营活动现金流	613.22	719.95	(23.32)	1,381.28	414.15
资本支出	509.99	390.59	405.83	388.82	259.13
长期投资	0.00	0.50	(6.00)	2.00	3.00
其他	(1,273.92)	(1,029.55)	(749.70)	(802.54)	(508.59)
投资活动现金流	(763.93)	(638.45)	(349.87)	(411.72)	(246.46)
债权融资	0.00	0.00	4.47	0.00	0.00
股权融资	22.88	78.97	146.98	0.00	0.00
其他	(36.51)	(215.56)	(127.00)	(167.84)	(204.99)
筹资活动现金流	(13.63)	(136.59)	24.45	(167.84)	(204.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(164.35)	(55.10)	(348.73)	801.71	(37.30)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,251.09	3,978.00	4,458.53	5,352.40	6,345.18
营业成本	1,938.03	2,338.98	2,557.71	3,062.45	3,613.85
营业税金及附加	27.23	35.60	34.33	41.75	47.59
营业费用	800.22	966.87	1,119.09	1,324.72	1,558.38
管理费用	130.10	213.90	245.22	267.62	301.40
研发费用	8.84	31.03	26.75	37.47	38.07
财务费用	(10.11)	(2.53)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(0.98)	(7.43)	(0.36)	(2.92)	(3.57)
公允价值变动收益	0.00	(0.22)	(9.78)	10.00	(3.41)
投资净收益	13.26	16.33	11.03	3.50	10.29
其他	(57.50)	(54.64)	(2.50)	(27.00)	(13.76)
营业利润	402.00	440.11	477.04	634.82	796.34
营业外收入	0.84	2.02	10.47	4.44	5.64
营业外支出	0.39	0.57	0.38	0.45	0.46
利润总额	402.46	441.57	487.13	638.82	801.53
所得税	87.76	94.16	102.30	143.73	180.34
净利润	314.70	347.41	384.83	495.08	621.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	314.70	347.41	384.83	495.08	621.18
每股收益（元）	0.75	0.83	0.92	1.18	1.49

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	23.13%	22.36%	12.08%	20.05%	18.55%
营业利润	26.85%	9.48%	8.39%	33.07%	25.44%
归属于母公司净利润	17.53%	10.39%	10.77%	28.65%	25.47%
获利能力					
毛利率	40.39%	41.20%	42.63%	42.78%	43.05%
净利率	9.68%	8.73%	8.63%	9.25%	9.79%
ROE	14.21%	13.71%	13.09%	15.14%	16.85%
ROIC	54.98%	36.52%	55.70%	32.77%	60.35%
偿债能力					
资产负债率	33.67%	35.28%	25.06%	35.85%	28.41%
净负债率	-53.39%	-49.03%	-30.26%	-51.84%	-44.98%
流动比率	1.80	1.61	2.05	1.60	1.98
速动比率	1.66	1.48	1.83	1.47	1.78
营运能力					
应收账款周转率	50.19	85.79	90.00	94.74	102.86
存货周转率	22.13	24.95	24.05	24.22	24.75
总资产周转率	1.06	1.10	1.14	1.19	1.24
每股指标（元）					
每股收益	0.75	0.83	0.92	1.18	1.49
每股经营现金流	1.47	1.72	-0.06	3.30	0.99
每股净资产	5.30	6.06	7.03	7.82	8.82
估值比率					
市盈率	40.26	36.47	32.92	25.59	20.40
市净率	5.72	5.00	4.31	3.87	3.44
EV/EBITDA	17.52	15.94	18.63	13.36	10.92
EV/EBIT	20.66	19.90	23.55	16.42	13.12

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com