

香飘飘 (603711)

公司研究/点评报告

全年收入目标达成，21 年有望重回增长轨道

—香飘飘 (603711) 2020 年业绩预告点评

点评报告/食品饮料

2021 年 01 月 29 日

一、事件概述

1 月 28 日公司发布 2020 年度业绩预告，预计实现营业收入 37.72 亿元，同比-5%；预计实现归母净利润 3.55 亿元，同比+2%。

二、分析与判断

➤ 20Q4 旺季收入环比持续改善，助力全年完成考核目标

2020 年公司预计实现营收 37.72 亿元，同比-5%，折合 20Q4 预计实现营收 18.8 亿元，同比+18%。2020 年公司经营受疫情冲击明显，全年收入同比略微下滑，但 20Q4 收入明显提速，助力全年收入完成股票激励考核目标（相较于 17 年增加 40% 以上）。我们判断公司 20Q4 环比改善主要得益于：(1) 冲泡产品支撑基本盘，20Q4 旺季收入提速，双拼系列与新品啵啵系列均表现良好，目前渠道库存低于去年同期水平；(2) 成都模式，公司围绕 13 个城市精耕细作，旺季贡献较多收入；(3) 高势能门店开始发力，公司在 9 月开拓 12.2 万家，10 月开拓 9 万家，带来新的收入增量。(4) 电商业务表现较好，预计增速达到 50% 以上，对整体收入有所贡献。

➤ 全年利润端增速高于收入端，20Q4 环比提速明显

2020 年公司预计实现归母净利润 3.55 亿元，同比+2%，折合 20Q4 预计实现归母净利润 3.11 亿元，同比+45%。总体看，2020 年全年利润端增速高于收入端，其中 20Q4 提速明显，我们认为这主要受益于：(1) 公司在 19Q4 销售费用支出较多致业绩基数偏低；(2) 2020 年通过成都模式进行渠道梳理，对终端门店和渠道动销更有把握，有效提高销售终端的费效比；(3) 主动调整经销商体系，20Q3 末经销商数量减少 132 家，以达到提升管理效率的作用。2020 年公司归母净利率为 9.4%，同比提升 0.7 个百分点。

➤ 冲泡维稳基本盘叠加新品放量，21 年有望重回增长轨道

我们预计在多重因素作用下 2021 年公司业绩有望迎来改善。(1) 2021 年春节较晚导致备货旺季在 1 月，叠加 20Q1 疫情导致收入基数较低，预计 21Q1 收入与业绩均提速明显；(2) 冲泡：公司近年来对冲泡产品进行大力改革（新产品+新代言人+新定位），释放经营活力，叠加渠道扩张与下沉（推广成都模式+安徽模式），预计 2021 年延续稳健增长。(3) 果汁茶：随着 2021 年疫情影响消散，学校放开管制将拉动终端销售，此外公司强化终端冰冻化管理、加大门店铺货、优化经销商管理，预计果汁茶业务将步入长期改善态势。(4) 新品开发：在冲泡领域，公司制定“泛冲泡”战略，推出代餐奶昔产品，新“赛道”成长空间可期；在果汁茶领域，公司从包装升级、卖点挖掘、新口味等方面挖掘新品，目前樱桃莓莓、乳酸菌果茶销量表现良好，预计 2021 年将进一步贡献收入增量。

三、投资建议

结合公司业绩预告，我们调整此前盈利预测。预计 20-22 年公司营收为 37.72/43.55/51.00 亿元，同比 -5.2%/+15.5%/+17.1%；归母净利润为 3.56/4.17/4.87 亿元，同比 +2.5%/+17.3%/+16.7%，折合 EPS 为 0.85/1.00/1.16 元，对应 PE 为 21X/18X/16X。公司估值水平低于 2020 年行业可比公司约 25X 的预期估值水平，考虑到公司聚焦于产品、品牌及渠道力的塑造，预计长期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

冲泡销售不及预期、果汁茶改善放量不及预期、食品安全风险等。

推荐

维持评级

当前价格：18.11 元

交易数据 2021-1-28

近 12 个月最高/最低(元)	32.22/18.11
总股本(百万股)	418
流通股本(百万股)	407
流通股比例(%)	97.22
总市值(亿元)	76
流通市值(亿元)	74

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：刘光意

执业证号：S0100120070033

电话：021-60876735

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 香飘飘 (603711) 2020 年三季度报点评：主动调整股票激励考核目标，Q3 延续改善态势
2. 香飘飘 (603711) 2020 年半年报点评：Q2 环比改善明显，下半年有望延续改善趋势

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	3,772	4,355	5,100
增长率 (%)	22.4	-5.2	15.5	17.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	347	356	417	487
增长率 (%)	10.4	2.5	17.3	16.7
每股收益 (元)	0.85	0.85	1.00	1.16
PE (现价)	21.3	21.3	18.2	15.6
PB	3.0	2.6	2.3	2.0

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	3,772	4,355	5,100
营业成本	2,339	2,223	2,522	2,919
营业税金及附加	36	9	17	45
销售费用	967	981	1,045	1,224
管理费用	214	170	240	281
研发费用	31	19	44	51
EBIT	392	371	487	581
财务费用	(3)	(7)	(7)	(13)
资产减值损失	(7)	0	0	0
投资收益	16	25	12	4
营业利润	440	442	527	618
营业外收支	1	18	15	1
利润总额	442	452	531	619
所得税	94	96	113	132
净利润	347	356	417	487
归属于母公司净利润	347	356	417	487
EBITDA	506	509	652	782
资产负债表 (百万元)				
2019	2020E	2021E	2022E	
货币资金	1243	1268	1627	2164
应收账款及票据	45	72	65	77
预付款项	115	120	128	150
存货	166	156	208	206
其他流动资产	88	88	88	88
流动资产合计	2098	2134	2557	3124
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	4173	4806	5507
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	775	578	667	833
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1306	1179	1395	1608
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	1255	1471	1684
股本	418	418	418	418
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2534	2918	3336	3823
负债和股东权益合计	3915	4173	4806	5507

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	22.4	-5.2	15.5	17.1
EBIT 增长率	13.0	-5.4	31.5	19.2
净利润增长率	10.4	2.5	17.3	16.7
盈利能力				
毛利率	41.2	41.1	42.1	42.8
净利润率	8.7	9.4	9.6	9.6
总资产收益率 ROA	8.9	8.5	8.7	8.8
净资产收益率 ROE	13.7	12.2	12.5	12.7
偿债能力				
流动比率	1.6	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.5	1.7	1.7	1.8
现金比率	1.3	1.4	1.5	1.6
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率				
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	0.9	1.0	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	0.8	1.0	1.2
每股净资产	6.0	7.0	8.0	9.1
每股经营现金流	1.7	0.8	1.7	2.1
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	21.3	21.3	18.2	15.6
PB	3.0	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	11.8	11.9	8.6	6.5
股息收益率	1.4	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	347	356	417	487
折旧和摊销	121	139	164	201
营运资金变动	286	(137)	152	182
经营活动现金流	719	335	731	879
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)	26	359	536

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。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

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。