

香飘飘 (603711)

证券研究报告

2021年01月31日

冲泡发力助力高增，21年即饮板块恢复可期

事件：公司发布2020年业绩快报，2020年实现营收37.72亿元，同比下降5%，实现净利3.55亿元，同比增加2%左右。其中2020Q4实现营收18.79亿元，同比增加17.58%，实现净利3.11亿元，同比增加44.65%。业绩超预期。

四季度冲泡发力，品类丰富，渠道深耕。公司四季度收入实现18%增长，较前期股权激励目标13%增长高，我们预计主因一是冲泡是公司的成熟业务，运作思路成熟，四季度公司加大冲泡板块发力，不断推新丰富产品品类；二是公司依靠安徽和成都模式，因地制宜推动整箱和单杯销售，效果显著，业绩预增公告显示公司目前货龄较新，动销良性。利润方面，公司实现业绩高增，我们判断一方面是全年费用投放或较19年减少，另一方面即饮板块占比下降，整体毛利率有所提升。展望21年，公司冲泡业务或将实现稳健发展，而即饮业务仍将是公司未来资源投放的重心，这也符合我们对公司未来逻辑的判断，即依靠即饮和冲泡双轮驱动，场景不断丰富，业绩持续提升。

即饮板块20年受疫情有所承压，21年板块发力仍值得期待。我们预计20年即饮板块动销较19年有所放缓，主因疫情影响饮料消费场景，尤其是学校消费，同时资源的投入向冲泡有所倾斜。但我们认为即饮板块仍是未来公司长期发展的主要逻辑，而该板块的成长性和持续性有望持续强化，看好公司21年即饮板块的恢复性成长和持续增长。一方面，公司从传统冲泡切到即饮板块，且在一年左右时间能将果汁茶做成近10亿大单品，表明公司在产品上的推新是成功的。另一方面随着公司即饮渠道的运作经验持续成熟，21年推新成功概率有望提升。建议持续关注公司即饮板块新品动销和渠道反馈，把握公司单品成长机会。

“冲泡+即饮”产品矩阵不断丰富，消费场景和人群有望不断拓展。推新能力是软饮料企业重要的竞争力，通过产品迭代升级和多元布局，实现收入的持续增长。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，今年陆续推出奶盖茶、代餐奶昔等冲泡新品，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，通过推出益生菌类果汁茶，丰富即饮产品矩阵，提高产能利用率，扩大消费场景。在品类持续扩充、即饮运作日益成熟以及渠道推力的提升下，公司“冲泡+即饮”矩阵竞争优势将愈发凸显。

投资建议：根据公司业绩快报，我们预计公司2020-2022年实现营收37.19/45.13/54.34亿元，同比增长-6.52%/21.36%/20.40%，将归母净利润由3.04/3.91/4.83调整至3.55/4.33/5.33亿元，同比+2.11%/22.17%/22.91%，EPS分别为0.85/1.04/1.27元，维持公司“增持”评级。

风险提示：疫情反复影响消费，新品推广不及预期，食品安全风险等；业绩预告为初步测算结果，以年报数据为准。

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	3,718.69	4,513.15	5,433.77
增长率(%)	23.13	22.36	(6.52)	21.36	20.40
EBITDA(百万元)	435.92	556.88	564.77	700.29	841.99
净利润(百万元)	314.70	347.41	354.75	433.40	532.70
增长率(%)	17.53	10.39	2.11	22.17	22.91
EPS(元/股)	0.75	0.83	0.85	1.04	1.27
市盈率(P/E)	26.47	23.98	23.48	19.22	15.64
市净率(P/B)	3.76	3.29	2.85	2.60	2.34
市销率(P/S)	2.56	2.09	2.24	1.85	1.53
EV/EBITDA	17.52	15.94	12.53	8.84	7.61

资料来源：wind，天风证券研究所

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	19.92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)	406.53
A股总市值(百万元)	8,329.97
流通A股市值(百万元)	8,098.01
每股净资产(元)	6.04
资产负债率(%)	42.50
一年内最高/最低(元)	33.50/17.85

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-季报点评:产品矩阵不断丰富，业绩逐季改善可期》 2020-11-02
- 2 《香飘飘-半年报点评:冲泡板块持续发力，疫情下基本盘属性凸显》 2020-08-24
- 3 《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

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	743.74	1,585.91	1,358.44
应收票据及应收账款	47.65	45.09	37.55	57.73	47.93
预付账款	95.37	115.40	65.71	139.51	102.46
存货	152.79	166.10	148.95	223.82	217.53
其他	470.31	528.55	646.11	701.39	628.05
流动资产合计	1,948.84	2,097.70	1,642.06	2,708.36	2,354.41
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	1,602.91	1,640.14
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	2,256.30	2,370.58
资产总计	3,339.62	3,915.62	3,657.79	4,964.66	4,725.00
短期借款	0.00	0.00	24.30	0.00	3.74
应付票据及应付账款	392.28	774.90	130.68	974.34	391.06
其他	688.47	531.07	520.21	724.64	703.35
流动负债合计	1,080.75	1,305.97	675.19	1,698.98	1,098.15
长期借款	0.00	0.00	13.55	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	63.81	56.52	60.77
负债合计	1,124.51	1,381.50	739.00	1,755.50	1,158.92
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	2,500.61	2,790.99	3,147.90
其他	(765.19)	(831.96)	(686.15)	(686.15)	(686.15)
股东权益合计	2,215.11	2,534.12	2,918.79	3,209.16	3,566.07
负债和股东权益总	3,339.62	3,915.62	3,657.79	4,964.66	4,725.00

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	314.70	347.41	354.75	433.40	532.70
折旧摊销	67.68	114.02	125.81	145.06	159.82
财务费用	4.66	13.67	0.00	0.00	0.00
投资损失	(13.26)	(16.33)	(51.03)	(15.00)	(27.45)
营运资金变动	55.44	429.73	(676.48)	846.12	(491.96)
其它	184.00	(168.54)	(9.78)	10.00	(3.41)
经营活动现金流	613.22	719.95	(256.73)	1,419.58	169.70
资本支出	509.99	390.59	405.83	385.13	254.95
长期投资	0.00	0.50	(6.00)	2.00	3.00
其他	(1,273.92)	(1,029.55)	(709.70)	(783.67)	(483.06)
投资活动现金流	(763.93)	(638.45)	(309.87)	(396.54)	(225.11)
债权融资	0.00	0.00	37.85	0.00	3.74
股权融资	22.88	78.97	146.98	0.00	0.00
其他	(36.51)	(215.56)	(117.07)	(180.87)	(175.79)
筹资活动现金流	(13.63)	(136.59)	67.77	(180.87)	(172.05)
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)	(498.83)	842.17	(227.47)

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	3,718.69	4,513.15	5,433.77
营业成本	1,938.03	2,338.98	2,173.38	2,583.16	3,111.04
营业税金及附加	27.23	35.60	28.63	35.20	40.75
营业费用	800.22	966.87	892.49	1,096.69	1,317.69
管理费用	130.10	213.90	204.53	239.20	277.12
研发费用	8.84	31.03	22.31	31.59	32.60
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	51.03	15.00	27.45
其他	(57.50)	(54.64)	(82.50)	(50.00)	(48.10)
营业利润	402.00	440.11	438.96	555.22	682.18
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	449.05	559.22	687.36
所得税	87.76	94.16	94.30	125.82	154.66
净利润	314.70	347.41	354.75	433.40	532.70
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	354.75	433.40	532.70
每股收益(元)	0.75	0.83	0.85	1.04	1.27

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	23.13%	22.36%	-6.52%	21.36%	20.40%
营业利润	26.85%	9.48%	-0.26%	26.49%	22.87%
归属于母公司净利润	17.53%	10.39%	2.11%	22.17%	22.91%
获利能力					
毛利率	40.39%	41.20%	41.56%	42.76%	42.75%
净利率	9.68%	8.73%	9.54%	9.60%	9.80%
ROE	14.21%	13.71%	12.15%	13.50%	14.94%
ROIC	54.98%	36.52%	51.25%	25.85%	49.38%
偿债能力					
资产负债率	33.67%	35.28%	20.20%	35.36%	24.53%
净负债率	-53.39%	-49.03%	-24.18%	-49.42%	-37.99%
流动比率	1.80	1.61	2.43	1.59	2.14
速动比率	1.66	1.48	2.21	1.46	1.95
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	23.61	24.21	24.62
总资产周转率	1.06	1.10	0.98	1.05	1.12
每股指标(元)					
每股收益	0.75	0.83	0.85	1.04	1.27
每股经营现金流	1.47	1.72	-0.61	3.39	0.41
每股净资产	5.30	6.06	6.98	7.67	8.53
估值比率					
市盈率	26.47	23.98	23.48	19.22	15.64
市净率	3.76	3.29	2.85	2.60	2.34
EV/EBITDA	17.52	15.94	12.53	8.84	7.61
EV/EBIT	20.66	19.90	16.12	11.15	9.40

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