中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评　　饮料制造

持续调整，蓄力待发

香飘飘(603711)

事件

香飘飘公布 2020 年三季报

公司前三季度实现营业收入 18.92 亿元（-20.5%），归母净利润 4440 万元（-66.35%），其中 Q3 实现营业收入 9 亿元（-10.13%），归母净利润 1.08 亿元（-0.3%）。

简评

持续调整，冲泡、果汁茶双下滑

公司 20Q3 整体收入下滑 10%，冲泡业务、即饮业务双双下滑，一方面受疫情影响，另一方面公司自身仍处于持续调整中。

分产品看：

1、冲泡业务 Q3 实现收入 7.4 亿元，同比下降 3.9%，下滑原因有两方面：1）19Q2 为了实现产品升级换代控货清库存，Q3 新品上市销量较大，基数高；2）20Q2 淡季冲量，同比大幅增长，部分影响经销商 Q3 备货。

2、公司果汁茶 Q3 实现收入 1.1 亿元，同比下滑 39%，受疫情影响，聚集性、接触性的消费活动仍受制约，学生在校出行受限，大量消费场景消失，线下推广活动难以进行，因此导致果汁茶销量持续下滑。同时公司也在不断推出果汁茶新口味产品，对渠道和销售团队进行调整。

3、液体奶茶（兰芳园+牛乳茶）Q3 实现收入 3663 万元，同比基本持平，由于液体奶茶定位高端，市场与渠道更加聚焦，故受疫情冲击较小，年初至今依旧实现小个位数增长。

分渠道和区域看：

1）分渠道看，除经销渠道外（同比-13%），其他渠道均有明显增长，电商增长 134%、出口增长 197%、直营增长 25.5%，公司也在积极尝试多渠道发力。

2）分区域看，受疫情影响，国内各区域均出现了不同程度的下滑。报告期内公司对经销商队伍也进行了优化，Q3 公司大规模调整经销商队伍，经销商人数净减少 132 个至 1346 个，显示公司渠道调整的决心和力度。

经营情况平稳，政府补贴增厚利润。

1、公司上半年整体毛利率 42.10%，同比微降 0.21pct，主要是

维持　　**买入**

安雅泽
anyaze@csc.com.cn
18600232070
SAC 执证编号：S1440518060003
SFC 中央编号：BOT242

周金菲
zhoujinfei@csc.com.cn
18823788637
SAC 执证编号：S1440520040002

发布日期： 2020 年 10 月 31 日

当前股价： 22.43 元
目标价格 6 个月： 35 元

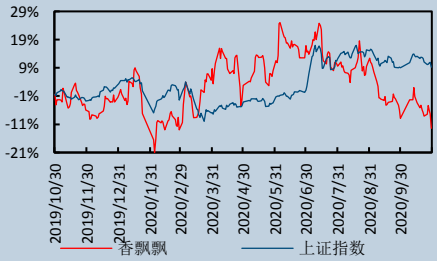
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-6.81/-6.82	-20.99/-18.87	-11.16/-20.31

12 月最高/最低价（元）	33.5/19.5
总股本（万股）	41,817.11
流通 A 股（万股）	4,885.29
总市值（亿元）	93.8
流通市值（亿元）	10.96
近 3 月日均成交量（万股）	177.04
主要股东	
蒋建琪	56.42%

股价表现



相关研究报告

20.04.25　【中信建投食品加工】香飘飘(603711):19 顺利收官，受疫情影响 20Q1 开局承压

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供，由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请参阅最后一页的重要声明。

果汁茶销量下滑，开工率不足导致折旧增长，毛利率出现一定程度的下降；

2、费用方面：销售费用率下降 0.43pct 至 21.39%，主要系疫情下公司减少了线下推广活动费用支出；管理费用率同比微升 0.11pct 至 5.74%，主要系职工薪酬以及股权激励摊销费用增加；财务费用率上升 0.54pct 至 0.31%。

3、Q3 非经常损益大概同比增加 1317 万，主要系政府补助，增厚利润，Q3 净利率同比提升 1.19pct 至 12.02%。

疫情打乱正常经营节奏，公司修改股权激励考核指标。

疫情打乱公司正常经营节奏，对冲泡、即饮业务均造成不小影响，虽然公司积极应对和调整，但对全年业绩冲击仍然较大，恐难完全股权激励解锁目标。为鼓舞团队士气、调动员工积极性，公司调整公司股权激励解锁考核指标，2020 年考核指标有原来的“以 2017 年营业收入为基准，2020 年营业收入增长率不低于 80%；以 2017 年净利润为基准，2020 年净利润增长率不低于 75%”调整为“以 2017 年营业收入为基准，2020 年营业收入增长率不低于 40%，取消利润考核指标”，2021 年考核指标有原来的“以 2017 年营业收入为基准，2021 年营业收入增长率不低于 115%；以 2017 年净利润为基准，2020 年净利润增长率不低于 115%”调整为“以 2017 年营业收入为基准，2021 年营业收入增长率不低于 65%，以 2017 年净利润为基准，2021 年净利润增长率不低于 40%”。新的考核条件在一定程度上为公司业绩松绑，但仍需努力才能达成。

公司基本盘稳定，期待调整后再发力。1、冲泡业基本盘依旧稳健，公司 19 下半年签约王俊凯作为新代言人、推出双拼系列新品、并对原有系列进行全新升级，效果明显。今年下半年公司再推出 6 款冲泡新品，冲泡业务有望保持向上增长势头。2、果汁茶依旧是公司核心看点。果汁茶是公司主推的核心产品，在 19 年取得了近 10 亿的亮眼表现。2020 年公司强化了对果汁茶的运作，包括增加营销人员、重视终端冰冻化陈列、推新品丰富产品矩阵，但疫情影响下效果并未完全体现。下半年随着疫情好转，学生恢复返校，果汁茶动销有望恢复正常，一系列营销组合拳下，下半年果汁茶表现仍可期待。3、公司积极探索非奶茶业务，上半年切入当下最火的轻食领域，并推出数款新品试水，有望打造新的增长点。

盈利预测：

预计 2020-2022 年公司实现收入 37.02、43.92、50.93 亿元，实现归母净利润 3、4.1、5.3 亿元，对应 EPS 为 0.72、0.99、1.26 元/股，对应 PE 为 31X、23X、18X，维持“买入”评级。

风险提示：

原材料价格波动风险，市场竞争加剧风险等。

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3251.09	3978	3701.72	4392.18	5093.37
增长率(%)	23.13	22.36	-6.95	18.65	15.96
净利润(百万元)	314.7	347.41	301.03	413.77	526.17
增长率(%)	17.53	10.39	-13.35	37.45	27.16
ROE(%)	14.21	13.71	10.89	13.27	14.77
EPS(元/股，摊薄)	0.75	0.83	0.72	0.99	1.26
P/E(倍)	29.91	27.02	31.15	22.66	17.80
P/B(倍)	4.12	3.70	3.39	3.01	2.63

分析师介绍

安雅泽：英国莱斯特大学经济学硕士，从事食品饮料行业研究多年，2017 年新财富入围团队核心成员，2018 年 5 月加入中信建投证券研究发展部。擅长从产业角度深入研究行业，专家资源丰富，研究务实深入。

周金菲：西南财经大学金融硕士，2020 年 4 月加入中信建投证券，曾就职于西南证券，3 年食品饮料行业研究经验，专注白酒、休闲食品、速冻食品等行业研究，擅长挖掘成长股机会。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：杨洁
邮箱：yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室
电话：（8621） 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话：（86755）8252-1369
联系人：陈培楷
邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk