

# 香飘飘 (603711)

证券研究报告

2021年05月05日

## 冲泡基本盘韧性强，即饮板块静待旺季表现

**事件：**公司发布 2020 年报和 2021 年一季报，2020 年实现营收 37.61 亿元，同比下降 5.46%，实现净利 3.58 亿元，同比增长 3.15%。2021Q1 实现营收 6.91 亿元，同比增长 60.67%，实现净利 0.03 亿元，同比增长 103.48%。

**冲泡发力，渠道深耕，公司业绩逐渐恢复。**公司 2020 年受疫情影响奶茶终端消费场景受损严重，全年业绩有所承压，20 年实现营收 37.61 亿元，同比-5.46%；其中四季度实现营收 18.68 亿元，同比+16.9%。分产品看，冲泡系列 2020 年实现营收 30.67 亿元，同比+4.48%，其中四季度实现营收 17.72 亿元，同比+22.29%，对整体业绩贡献大。冲泡是公司业务基本盘，2020 年公司加大冲泡板块发力，不断推新丰富产品品类，同时集中资源打造高势能门店营造热销氛围，结合传统奶茶销售旺季的到来和春节备货影响终端需求较旺盛，业绩表现良好。即饮方面，公司 2020 年实现营收 6.57 亿元，同比-34.62%，其中四季度实现营收 0.83 亿元，同比-38.39%，下滑较严重，主要与疫情影响下学校等消费场景恢复缓慢有关。21Q1 公司在冲泡和即饮两大板块共同恢复的支撑下，实现营收 6.91 亿元，同比+60.67%。其中冲泡/即饮板块分别实现营收 5.20/1.64 亿元，同比+67.58%/45.97%。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，随着终端消费场景的逐渐恢复，全年业绩有望持续提升。

**毛利率保持平稳，费用投放愈发精准，公司盈利能力有望持续改善。**2020 年公司实现主营业务毛利率 36.67%，同比-4.96pcts，主因会计政策调整，运输费转记营业成本所致；调整为原口径后主营业务毛利率为 41.06%，同比-0.57pcts，基本保持平稳。期间费用方面，公司 2020 年销售费用率（原口径）/管理费用率（含研发）/财务费用率分别同比-0.98/+0.25/+0.10pcts 至 23.32%/6.41%/0.04%。其中销售费用（原口径）下滑 9.28%，主要受广告费用同比下降影响，我们判断与公司 20 年费用重心由即饮转向冲泡有关。21Q1 公司实现归母净利润 0.03 亿元，同比+103.48%，全年业绩有望逐季改善。二季度是传统冲泡业务的淡季，冲泡销量或出现一定的季节性波动，叠加公司加大即饮端资源投放，短期利润表现可能受到影响，但长期来看随着终端需求的进一步恢复，即饮板块的恢复性增长和冲泡业务的稳健发展，公司盈利能力有望持续改善。

**“冲泡+即饮”产品矩阵不断丰富，二季度重点关注即饮板块表现。**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。一方面公司坚持推进“泛冲泡”战略，20 年“香飘飘”品牌陆续推出 6 种创新口味，推进产品创新化、潮流化，重新定位休闲型饮料，为公司传统业务增长赋能。另一方面，紧扣消费需求变化趋势，通过推出 MECO 品牌、兰芳园品牌下的多种新即饮产品，顺应消费者对产品新口味及无糖、代糖等健康属性的追求，强化即饮产品的迭代升级，扩大消费场景。2021 年公司将继续大力推动“双轮驱动”战略的实施，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。公司布局即饮板块多年，运营经验逐步成熟，有望在二季度通过新品进行发力，建议重点关注果汁茶、烤奶茶等新品动销情况。

**盈利预测：**根据公司财报和未来展望，我们将公司 2021-2022 年营收由 45.13/54.34 亿元调整至 45.58/55.75 亿元，同比 21.20%/22.30%，归母净利润由 4.33/5.33 亿元调整至 4.00/4.89 亿元，同比 11.60%/22.26%，EPS 分别为 0.96/1.17 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。

### 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	19.84 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	416.45
流通 A 股股本(百万股)	406.53
A 股总市值(百万元)	8,262.38
流通 A 股市值(百万元)	8,065.49
每股净资产(元)	6.88
资产负债率(%)	35.21
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  
wuwend@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:冲泡发力助力高增，21 年即饮板块恢复可期》 2021-01-31
- 2 《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
- 3 《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

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,978.00	3,760.85	4,558.08	5,574.63	6,880.67
增长率(%)	22.36	(5.46)	21.20	22.30	23.43
EBITDA(百万元)	556.88	557.39	679.38	798.59	947.08
净利润(百万元)	347.41	358.36	399.92	488.94	605.93
增长率(%)	10.39	3.15	11.60	22.26	23.93
EPS(元/股)	0.83	0.86	0.96	1.17	1.45
市盈率(P/E)	23.78	23.06	20.66	16.90	13.64
市净率(P/B)	3.26	2.91	2.57	2.33	2.09
市销率(P/S)	2.08	2.20	1.81	1.48	1.20
EV/EBITDA	15.94	12.82	8.66	7.75	5.10

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,242.57	1,394.23	1,595.33	1,393.66	2,382.70
应收票据及应收账款	45.09	26.35	74.94	42.75	91.05
预付账款	115.40	144.22	97.31	186.87	157.26
存货	166.10	154.06	253.06	236.10	369.56
其他	528.55	964.77	1,091.62	1,018.21	1,041.29
<b>流动资产合计</b>	<b>2,097.70</b>	<b>2,683.64</b>	<b>3,112.25</b>	<b>2,877.59</b>	<b>4,041.85</b>
长期股权投资	0.50	0.29	(5.71)	(3.71)	(0.71)
固定资产	1,197.56	1,162.16	1,413.67	1,486.82	1,483.80
在建工程	208.63	449.90	406.99	524.61	566.95
无形资产	206.03	199.78	205.29	220.37	239.91
其他	205.20	242.09	185.77	205.90	198.21
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,817.91</b>	<b>2,054.22</b>	<b>2,206.01</b>	<b>2,433.98</b>	<b>2,488.15</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,915.62</b>	<b>4,737.86</b>	<b>5,318.26</b>	<b>5,311.57</b>	<b>6,530.01</b>
短期借款	0.00	798.00	245.75	378.26	0.00
应付票据及应付账款	774.90	382.51	825.11	705.10	1,236.81
其他	531.07	638.46	959.76	605.38	1,264.83
<b>流动负债合计</b>	<b>1,305.97</b>	<b>1,818.98</b>	<b>2,030.63</b>	<b>1,688.73</b>	<b>2,501.64</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	75.53	80.49	66.59	74.20	73.76
<b>非流动负债合计</b>	<b>75.53</b>	<b>80.49</b>	<b>66.59</b>	<b>74.20</b>	<b>73.76</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,381.50</b>	<b>1,899.47</b>	<b>2,097.22</b>	<b>1,762.94</b>	<b>2,575.40</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	419.35	418.17	416.45	416.45	416.45
资本公积	684.97	704.04	705.76	705.76	705.76
留存收益	2,261.75	2,534.93	2,804.59	3,132.18	3,538.16
其他	(831.96)	(818.74)	(705.76)	(705.76)	(705.76)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,534.12</b>	<b>2,838.39</b>	<b>3,221.04</b>	<b>3,548.63</b>	<b>3,954.61</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,915.62</b>	<b>4,737.86</b>	<b>5,318.26</b>	<b>5,311.57</b>	<b>6,530.01</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	347.41	358.36	399.92	488.94	605.93
折旧摊销	114.02	136.73	166.45	185.75	200.56
财务费用	13.67	27.60	3.86	(10.02)	(26.23)
投资损失	(16.33)	(19.37)	(16.32)	(15.00)	(16.90)
营运资金变动	429.73	106.05	577.08	(450.93)	1,015.15
其它	(168.54)	(273.96)	(9.53)	5.16	(4.79)
<b>经营活动现金流</b>	<b>719.95</b>	<b>335.41</b>	<b>1,121.45</b>	<b>203.90</b>	<b>1,773.73</b>
资本支出	390.59	324.43	394.46	383.99	259.87
长期投资	0.50	(0.21)	(6.00)	2.00	3.00
其他	(1,029.55)	(1,168.49)	(735.45)	(772.73)	(495.58)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(638.45)</b>	<b>(844.27)</b>	<b>(346.99)</b>	<b>(386.75)</b>	<b>(232.71)</b>
债权融资	0.00	798.00	245.75	378.26	0.00
股权融资	78.97	48.77	110.85	10.02	26.23
其他	(215.56)	(357.31)	(929.97)	(407.11)	(578.21)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(136.59)</b>	<b>489.46</b>	<b>(573.37)</b>	<b>(18.82)</b>	<b>(551.98)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(55.10)</b>	<b>(19.41)</b>	<b>201.09</b>	<b>(201.67)</b>	<b>989.04</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3,978.00</b>	<b>3,760.85</b>	<b>4,558.08</b>	<b>5,574.63</b>	<b>6,880.67</b>
营业成本	2,338.98	2,399.31	2,898.30	3,577.12	4,424.60
营业税金及附加	35.60	29.30	35.10	42.37	51.61
营业费用	966.87	713.72	888.83	1,087.05	1,334.85
管理费用	213.90	217.51	205.11	245.28	295.87
研发费用	31.03	23.42	27.35	33.45	41.28
财务费用	(2.53)	1.40	3.86	(10.02)	(26.23)
资产减值损失	(7.43)	0.21	(2.73)	(3.32)	(1.95)
公允价值变动收益	(0.22)	7.25	(9.53)	5.16	(4.79)
投资净收益	16.33	19.37	16.32	15.00	16.90
其他	(54.64)	(116.49)	(13.59)	(40.32)	(24.21)
<b>营业利润</b>	<b>440.11</b>	<b>465.85</b>	<b>509.07</b>	<b>622.86</b>	<b>772.75</b>
营业外收入	2.02	2.01	1.63	1.89	1.84
营业外支出	0.57	12.46	4.47	5.83	7.59
<b>利润总额</b>	<b>441.57</b>	<b>455.40</b>	<b>506.22</b>	<b>618.91</b>	<b>767.00</b>
所得税	94.16	97.05	106.31	129.97	161.07
<b>净利润</b>	<b>347.41</b>	<b>358.36</b>	<b>399.92</b>	<b>488.94</b>	<b>605.93</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>347.41</b>	<b>358.36</b>	<b>399.92</b>	<b>488.94</b>	<b>605.93</b>
每股收益(元)	0.83	0.86	0.96	1.17	1.45

  

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.36%	-5.46%	21.20%	22.30%	23.43%
营业利润	9.48%	5.85%	9.28%	22.35%	24.06%
归属于母公司净利润	10.39%	3.15%	11.60%	22.26%	23.93%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.20%	36.20%	36.41%	35.83%	35.70%
净利率	8.73%	9.53%	8.77%	8.77%	8.81%
ROE	13.71%	12.63%	12.42%	13.78%	15.32%
ROIC	36.52%	54.34%	35.50%	57.52%	39.95%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.28%	40.09%	39.43%	33.19%	39.44%
净负债率	-49.03%	-21.01%	-41.90%	-28.61%	-60.25%
流动比率	1.61	1.48	1.53	1.70	1.62
速动比率	1.48	1.39	1.41	1.56	1.47
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	85.79	105.29	90.00	94.74	102.86
存货周转率	24.95	23.49	22.39	22.79	22.72
总资产周转率	1.10	0.87	0.91	1.05	1.16
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.83	0.86	0.96	1.17	1.45
每股经营现金流	1.73	0.81	2.69	0.49	4.26
每股净资产	6.09	6.82	7.73	8.52	9.50
<b>估值比率</b>					
市盈率	23.78	23.06	20.66	16.90	13.64
市净率	3.26	2.91	2.57	2.33	2.09
EV/EBITDA	15.94	12.82	8.66	7.75	5.10
EV/EBIT	19.90	16.71	11.47	10.10	6.47

### 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