

香飘飘 (603711)

公司研究/点评报告

收入端逐步恢复，冲泡业务稳健增长

——香飘飘 (603711) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 08 月 30 日

一、事件概述

8月27日公司发布2021年中报，报告期内实现营收10.88亿元，同比+9.79%；实现归母净利润-0.62亿元，同比+2.55%；折合Q2单季度实现营收/归母净利润3.97/-0.65亿元，同比分别-29.21%/-400.80%。

二、分析与判断

➤ 上半年收入端有所恢复，冲泡业务维持稳健增长

21H1公司实现营收10.88亿元，同比+9.79%，折合21Q2营收为3.97亿元，同比-29.21%。上半年收入端实现恢复性增长，但二季度下滑幅度较大，主要系去年渠道补库存导致冲泡业务基数偏高以及今年公司调整即饮业务导致收入有所波动。**分产品看**，21H1冲泡/即饮收入分别同比+20%/-3%（Q2分别为-42%/-21%），冲泡业务上半年维稳基本盘但二季度有所下滑，主要系20Q2疫情期间渠道补库存导致基数偏高，即饮业务下滑主要系冲泡与即饮在渠道管理方面存在差异，今年公司主动调整导致收入有所波动。**分渠道看**，21H1经销商/电商/出口/直营收入分别同比+7%/+46%/-63%/+29%（Q2分别为-28%/-42%/-72%/+11%）。**分区域看**，21H1华东/西南/华中/西北/华南/华北/东北/电商/出口/直营收入分别同比+18%/-2%/+10%/+7%/-16%/+7%/-20%/+46%/-63%/+29%，核心市场华东地区维稳基本盘，但西南、华南、东北等外部市场拖累整体表现。**经销商方面**，21H1经销商数量1224家，较2020年末净减少99家，主要系公司优化经销商及终端体系，导致经销商数量有所下降，但渠道基本保持稳定。

➤ 广告推广费用加码，盈利短期显著承压

21H1公司归母净利润为-0.62亿元，同比+2.55%，折合21Q2归母净利润为-0.65亿元，同比-400.80%。上半年虽然收入端实现恢复性增长，但利润端仍有亏损，主要归因于公司在产品推新、广告宣传等方面投入较多费用。**(1) 毛利率**：21H1毛利率为28.00%，同比-4.96pct(Q2为23.19%，同比-11.09pct)，主要系运费计入营业成本所致，剔除运费影响，21H1毛利率与去年同期基本一致。**(2) 费用率**：21H1销售费用率31.39%，同比-3.72pct(Q2为39.25%，同比+11.78pct)，上半年销售费用率下降主要系运费调整所致，实际上广告费、市场推广费同比均有明显增加（同增30%~50%）；管理费用率8.39%，同比-1.12pct(Q2为12.66%，同比+4.28pct)，上半年管理费用率下降主要归因于股权激励、折旧摊销等费用有所减少；研发费用率1.31%，同比+0.02pct(Q2为2.16%，同比+0.97pct)，整体保持稳定；财务费用率-0.61%，同比-0.17pct(Q2为-0.78%，同比+1.20pct)。**(3) 净利率**：21H1归母净利率为-5.72%，同比+0.72pct(Q2为-16.42%，同比-20.28pct)，上半年同比略有改善，但短期承压仍然较为明显。

➤ 冲泡旺季有望维稳基本盘，即饮积极调整期待边际改善

冲泡旺季有望维稳基本盘：(1) 产品端，公司年初以来对经典系列进行升级，同时下半年计划推出啵啵牛乳茶、臻乳茶等高端产品；(2) 品牌端，7月新聘请王一博作为代言人，有望延续品牌活力以及触达更多新消费群体；(3) 渠道端，以“高势能门店建设”“强攻下层市场”为重点，通过系统梳理下层市场的经营特点，匹配相应的资源，挖掘下层市场的机会；我们预计随着下半年步入旺季，冲泡业务有望实现稳健增长。**即饮积极调整期待边际改善**：(1) 产品端，公司下半年将推出低糖版果汁茶、全新的即饮水果茶系列，丰富即饮品类SKU；(2) 渠道端，由于冲泡与即饮在渠道管理方面存在差异，因此公司下半年将重点进行精细化管理，通过优化经销商体系与建立专职团队来提升渠道势能，为明年的即饮业务蓄力。

推荐

维持评级

当前价格：14.88元

交易数据

2021-8-27

近12个月最高/最低(元)	28.75/14.1
总股本(百万股)	416
流通股本(百万股)	407
流通股比例(%)	97.62
总市值(亿元)	62
流通市值(亿元)	60

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

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 香飘飘 (603711) 2020 年业绩预告点评：全年收入目标达成，21 年有望重回增长轨道

2. 香飘飘 (603711) 2020 年三季报点评：主动调整股票激励考核目标，Q3 延续改善态势

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司营收为 43.55/51.00/59.26 亿元，同比+15.8%/+17.1%/+16.2%；归母净利润为 3.77/4.39/5.16 亿元，同比+5.3%/+16.4%/+17.3%，折合 EPS 为 0.91/1.06/1.24 元，目前股价对应 PE 分别为 16/14/12X。公司 2021 年估值水平低于饮料行业可比公司平均估值 33X，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行业平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示

冲泡旺季销售不及预期、果汁茶放量不及预期、食品安全风险等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,761	4,355	5,100	5,926
增长率 (%)	-5.5%	15.8%	17.1%	16.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	358	377	439	516
增长率 (%)	3.2%	5.3%	16.4%	17.3%
每股收益 (元)	0.86	0.91	1.06	1.24
PE (现价)	17.29	16.42	14.10	12.02
PB	3.10	1.93	1.70	1.49

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)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,761	4,355	5,100	5,926
营业成本	2,399	3,136	3,667	4,267
营业税金及附加	29	36	43	48
销售费用	714	540	632	735
管理费用	218	220	276	321
研发费用	23	24	33	36
EBIT	378	399	449	519
财务费用	1	-11	-22	-28
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	19	19	23	28
营业利润	466	481	559	656
营业外收支	-10	0	0	0
利润总额	455	481	559	656
所得税	97	103	119	140
净利润	358	377	439	516
归属于母公司净利润	358	377	439	516
EBITDA	514	578	587	667
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1,394	786	1,005	1,249
应收账款及票据	26	48	50	55
预付款项	144	166	198	238
存货	154	224	252	291
其他流动资产	965	966	975	977
流动资产合计	2,684	2,189	2,481	2,810
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,162	1,550	1,790	1,987
无形资产	200	266	290	319
非流动资产合计	2,054	2,654	3,023	3,412
资产合计	4,738	4,843	5,503	6,221
短期借款	798	0	0	0
应付账款及票据	383	724	882	898
其他流动负债	638	822	885	1,072
流动负债合计	1,819	1,546	1,768	1,970
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	80	80	80	80
非流动负债合计	80	80	80	80
负债合计	1,899	1,627	1,848	2,050
股本	418	416	416	416
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,838	3,216	3,655	4,171
负债和股东权益合计	4,738	4,843	5,503	6,221

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-5.5%	15.8%	17.1%	16.2%
EBIT 增长率	-3.6%	5.5%	12.7%	15.6%
净利润增长率	3.2%	5.3%	16.4%	17.3%
盈利能力				
毛利率	36.2%	28.0%	28.1%	28.0%
净利润率	9.5%	8.7%	8.6%	8.7%
总资产收益率 ROA	7.6%	7.8%	8.0%	8.3%
净资产收益率 ROE	12.6%	11.7%	12.0%	12.4%
偿债能力				
流动比率	1.48	1.42	1.40	1.43
速动比率	1.31	1.16	1.15	1.16
现金比率	0.77	0.51	0.57	0.63
资产负债率	40.1%	33.6%	33.6%	33.0%
经营效率				
应收账款周转天数	2.56	4.01	3.57	3.38
存货周转天数	23.44	26.04	25.13	24.87
总资产周转率	0.79	0.90	0.93	0.95
每股指标 (元)				
每股收益	0.86	0.91	1.06	1.24
每股净资产	6.82	7.72	8.78	10.02
每股经营现金流	0.81	2.32	1.69	1.81
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	17.29	16.42	14.10	12.02
PB	3.10	1.93	1.70	1.49
EV/EBITDA	16.03	9.40	8.88	7.46
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	358	377	439	516
折旧和摊销	137	180	138	148
营运资金变动	-167	412	149	117
经营活动现金流	335	966	703	753
资本开支	-392	-779	-507	-537
投资	-455	0	0	0
投资活动现金流	-844	-760	-484	-509
股权募资	0	0	0	0
债务募资	439	-798	0	0
筹资活动现金流	489	-814	0	0
现金净流量	-20	-608	219	244

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、乳制品、软饮料板块。

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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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

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。