

香飘飘 (603711)

公司研究/点评报告

冲泡类产品收入增长稳健，即饮类产品仍处于调整期

——香飘飘 (603711) 2021 年三季度报点评

2021 年 11 月 3 日

点评报告/食品饮料行业

一、事件概述

10月29日，公司发布2021年三季度报，前三季度实现营收19.74亿元，同比+4.29%；实现归母净利润0.39亿元，同比-11.45%，基本EPS为0.09元。21Q3实现营收8.86亿元，同比-1.76%；实现归母净利润1.02亿元，同比-6.20%。

二、分析与判断

➤ 21Q3 业绩小幅下滑，即饮类产品仍处于调整期

分产品看，21年前三季度冲泡类/即饮类产品实现营收14.12/5.31亿元，同比+9.05%/-7.56%，21Q3冲泡类/即饮类产品实现营收7.51/1.18亿元，同比+0.91%/-19.99%，冲泡类收入增长稳健，受渠道及产品线调整等因素影响，营收增速边际放缓，即饮类产品仍处于调整期，营收下滑幅度边际略有扩大；分地区看，21年前三季度华东/西南/华中/西北/华南/华北/东北/电商/出口/直营分别实现营收7.71/2.89/2.84/1.78/0.88/1.26/0.30/1.60/0.10/0.07亿元，同比+7.56%/-2.70%/+6.28%/+0.17%/-17.51%/+5.28%/-17.94%/+31.54%/-53.56%/+20.52%，华东、华中等强势区域收入实现稳健增长；电商、直营等渠道实现较高收入增速。

➤ 受销售推广增多影响，毛销差小幅收窄

前三季度公司销售毛利率为32.23%，同比-5.09pct（Q3为37.42%，同比-4.68pct），原因是运输费用计入营业成本所致。21年前三季度/21Q3毛销差分别为6.78%/19.27%，同比-1.96pct/-1.45pct，公司广告费、市场推广费用有所增加，拉低整体毛销差。

前三季度公司期间费用率改善明显。其中销售费用率为25.45%，同比-3.12pct（Q3为18.15%，同比-3.24pct），原因是（1）销售投入有所增加；（2）运输费重分类至营业成本。管理费用率为7.55%，同比-0.16pct（Q3为6.53%，同比+0.79pct）。研发费用率为1.06%，同比+0.08pct（Q3为0.76%，同比+0.12pct）。财务费用率为-0.11%，同比-0.03pct（Q3为0.51%，同比+0.19pct），原因是利息收入增加。

三、投资建议

根据前三季度经营情况，我们小幅调整盈利预测。预计21-23年公司实现收入41.56/49.38/57.73亿元，同比+10.5%/+18.8%/+16.9%；实现归母净利润3.77/4.39/5.16亿元，同比+5.2%/+16.4%/+17.7%，对应EPS为0.91/1.05/1.24元，对应PE为18/16/14倍。公司目前估值水平低于非乳饮料行业21年29倍估值（Wind一致预测），考虑到公司聚焦产品、品牌及渠道力塑造，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	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,761	4,156	4,938	5,773
增长率(%)	-5.5%	10.5%	18.8%	16.9%
归属母公司股东净利润(百万元)	358	377	439	516
增长率(%)	3.2%	5.2%	16.4%	17.7%
每股收益(元)	0.88	0.91	1.05	1.24
PE(现价)	19.0	18.4	15.8	13.5
PB	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格：

16.69元

交易数据

2021-11-2

近12个月最高/最低	23.28/14.1
总股本(百万股)	416.45
流通股本(百万股)	406.53
流通股比例(%)	98%
总市值(亿元)	69.51
流通市值(亿元)	67.85

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：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 香飘飘(603711)2021年半年报点评：收入端逐步恢复，冲泡业务稳健增长

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,761	4,156	4,938	5,773
营业成本	2,399	2,761	3,261	3,819
营业税金及附加	29	35	40	47
销售费用	714	697	849	980
管理费用	218	219	266	299
研发费用	23	29	33	39
EBIT	378	414	489	588
财务费用	1	(1)	(2)	(3)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	19	18	19	18
营业利润	466	484	565	662
营业外收支	(10)	0	0	0
利润总额	455	479	558	656
所得税	97	102	119	140
净利润	358	377	439	516
归属于母公司净利润	358	377	439	516
EBITDA	514	550	638	746

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1394	1794	2013	2484
应收账款及票据	26	38	40	50
预付款项	144	151	187	214
存货	154	218	219	295
其他流动资产	84	84	84	84
流动资产合计	2684	3171	3438	4019
长期股权投资	0	18	37	55
固定资产	1162	1329	1395	1511
无形资产	200	198	192	189
非流动资产合计	2054	2219	2317	2418
资产合计	4738	5390	5756	6437
短期借款	798	798	798	798
应付账款及票据	383	678	660	855
其他流动负债	15	15	15	15
流动负债合计	1819	2197	2261	2571
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	1899	2277	2342	2652
股本	418	416	416	416
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2867	3113	3414	3786
负债和股东权益合计	4767	5390	5756	6437

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-5.5%	10.5%	18.8%	16.9%
EBIT 增长率	-3.6%	9.7%	18.0%	20.3%
净利润增长率	3.2%	5.2%	16.4%	17.7%
盈利能力				
毛利率	36.2%	33.6%	34.0%	33.9%
净利润率	9.5%	9.1%	8.9%	8.9%
总资产收益率 ROA	7.5%	7.0%	7.6%	8.0%
净资产收益率 ROE	12.5%	12.1%	12.9%	13.6%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.4	1.3	1.4	1.4
现金比率	1.2	1.2	1.3	1.3
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	3.4	3.8	3.6	3.7
存货周转天数	24.0	24.3	24.1	24.2
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	0.9	1.1	1.2
每股净资产	6.9	7.5	8.2	9.1
每股经营现金流	0.8	1.9	1.4	2.1
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	16.9	16.4	14.1	12.0
PB	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.4	9.0	7.4	5.7
股息收益率	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	358	377	439	516
折旧和摊销	138	136	149	158
营运资金变动	(188)	292	15	200
经营活动现金流	317	791	592	863
资本开支	392	259	235	247
投资	(455)	0	0	0
投资活动现金流	(844)	(259)	(235)	(247)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	(1)	0	0
筹资活动现金流	489	(133)	(138)	(145)
现金净流量	(38)	400	219	471

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。2021年9月加入民生证券。

熊航，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

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

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。