

2023年07月11日

# 收入增长势头不减，即饮旺季放量

## 香飘飘(603711)

评级:	买入	股票代码:	603711
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	23.7/10.23
目标价格:		总市值(亿)	77.55
最新收盘价:	18.88	自由流通市值(亿)	77.55
		自由流通股数(百万)	410.75

### 事件概述

公司发布业绩预告，预计2023H1实现营业收入11.7亿元左右，同比增加+36.05%，实现归母净利润-4400万元左右，同比减亏8522.49万元左右；据此推算，我们预计23Q2实现营业收入4.91亿元，同比+35.05%，归母净利润4984.6万元，同比减亏1970.2万元左右。

### 分析判断:

#### ►销售场景恢复+成本压力下行，冲泡业务稳健修复

随着消费场景恢复，公司冲泡业务Q1已出现改善趋势，Q1冲泡类产品实现营收4.60亿元，同比+39.93%，恢复势头明显；Q2冲泡业务在去年低基数下预计实现稳健恢复性增长。成本端来看，今年随着包材、植脂末等主要原材料价格回落，预计冲泡业务成本压力缓解，毛利率改善，带动冲泡业务利润修复。

#### ►即饮业务步入旺季，期待放量增长

2023年公司积极发展即饮业务，发力品类创新，强化渠道能力建设。产品端来看，Meco和兰芳园多款产品市场反响较好；根据公司4月投关活动记录表，新品冻柠茶和牛乳茶快速在核心城市、核心及高势能终端陆续铺货；根据公司年报，与世界知名燕麦奶品牌达成合作，布局健康植物基赛道。渠道端来看，根据公司4月投关活动记录表，公司成立即饮独立运营团队，通过加快推进铺市以及开展品牌推广活动助力即饮业务发展，同时加大冰冻化资源投入力度，提升冰冻化终端网点数量及质量。23Q1公司即饮类产品实现营收2.12亿元，同比+34.28%，增长势头较好，Q2我们预计延续高增势头。我们认为随着今年即饮产品销售旺季的到来，公司产品与渠道布局相较去年更加完善，即饮业务有望实现放量增长。

#### ►股权激励彰显信心，未来成长可期

公司于今年4月发布股权激励方案（草案），并于7月7日对38位激励对象首次授予1076万份股票期权，行权价14.58元/份。此次股权激励方案体现长期发展信心，并且通过在公司层面与个人层面进行双重考核将激励机制落实到人，有效调动团队积极性。此外，除对管理人员进行激励外，公司对核心技术人员也给予股票期权激励，体现公司对产品开发重视，有助于持续推动产品创新，打造核心竞争力。

### 投资建议

参考公司最新披露预亏公告，我们将2023-2025年公司总营收为39.25/46.21/51.71亿元的预测下调至37.65/43.32/48.41亿元，将2023-2025年EPS为0.70/0.89/1.04元的预测下调至0.69/0.87/1.02元，对应最新收盘价18.88元，PE分别为27/22/18倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

成本压力缓解不及预期，新品推广不及预期，行业竞争加剧

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,466	3,128	3,765	4,332	4,841
YoY (%)	-7.8%	-9.8%	20.4%	15.1%	11.7%
归母净利润(百万元)	223	214	282	357	420
YoY (%)	-37.9%	-3.9%	31.9%	26.6%	17.5%

毛利率 (%)	33.6%	33.8%	34.9%	35.3%	35.5%
每股收益 (元)	0.53	0.52	0.69	0.87	1.02
ROE	7.5%	6.9%	8.3%	9.5%	10.0%
市盈率	35.62	36.31	27.49	21.72	18.48

资料来源: Wind, 华西证券研究所

**分析师: 寇星**

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SACNO: S1120520040004

联系电话:

**分析师: 卢周伟**

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SACNO: S1120520100001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,128	3,765	4,332	4,841	净利润	214	282	357	420
YoY (%)	-9.8%	20.4%	15.1%	11.7%	折旧和摊销	189	228	247	262
营业成本	2,071	2,452	2,804	3,125	营运资金变动	379	-37	119	65
营业税金及附加	30	34	35	39	经营活动现金流	786	461	706	728
销售费用	561	715	814	896	资本开支	-123	-115	-118	-104
管理费用	230	264	303	339	投资	57	-49	-52	-52
财务费用	-38	-19	-23	-32	投资活动现金流	98	-142	-144	-129
研发费用	28	31	37	41	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	-8	-33	-69
投资收益	16	22	26	28	筹资活动现金流	-355	-27	-51	-86
营业利润	285	371	458	538	现金净流量	530	293	511	513
营业外收支	-2	0	0	0					
利润总额	283	371	458	538	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	69	89	101	118	<b>成长能力</b>				
净利润	214	282	357	420	营业收入增长率	-9.8%	20.4%	15.1%	11.7%
归属于母公司净利润	214	282	357	420	净利润增长率	-3.9%	31.9%	26.6%	17.5%
YoY (%)	-3.9%	31.9%	26.6%	17.5%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.52	0.69	0.87	1.02	毛利率	33.8%	34.9%	35.3%	35.5%
					净利率	6.8%	7.5%	8.2%	8.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	4.2%	5.3%	6.1%	6.7%
货币资金	2,467	2,760	3,271	3,785	净资产收益率 ROE	6.9%	8.3%	9.5%	10.0%
预付款项	45	119	128	133	<b>偿债能力</b>				
存货	172	188	229	238	流动比率	1.61	1.78	1.92	2.18
其他流动资产	282	265	306	285	速动比率	<b>1.48</b>	<b>1.61</b>	<b>1.74</b>	<b>1.99</b>
流动资产合计	2,966	3,332	3,934	4,441	现金比率	1.34	1.48	1.60	1.86
长期股权投资	17	25	34	43	资产负债率	38.1%	36.4%	36.1%	33.6%
固定资产	1,572	1,636	1,681	1,683	<b>经营效率</b>				
无形资产	194	191	188	185	总资产周转率	0.62	0.72	0.77	0.79
非流动资产合计	2,078	2,022	1,954	1,856	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,044	5,354	5,888	6,297	每股收益	0.52	0.69	0.87	1.02
短期借款	921	913	880	811	每股净资产	7.60	8.29	9.16	10.18
应付账款及票据	494	459	612	600	每股经营现金流	1.91	1.12	1.72	1.77
其他流动负债	425	497	553	623	每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,840	1,868	2,045	2,035	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	36.31	27.49	21.72	18.48
其他长期负债	80	80	80	80	PB	1.98	2.47	2.24	2.01
非流动负债合计	80	80	80	80					
负债合计	1,920	1,948	2,124	2,114					
股本	411	411	411	411					
少数股东权益	3	2	2	2					
股东权益合计	3,124	3,406	3,763	4,183					
负债和股东权益合计	5,044	5,354	5,888	6,297					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**任从尧：**11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**王厚：**华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

**吴越：**华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

### 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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。