

香飘飘(603711)

报告日期: 2023年08月18日

## 冲泡板块修复超预期, 即饮板块保持高增

### ——香飘飘 2023H1 业绩点评报告

#### 投资要点

- 公司发布 2023 年半年度业绩, 即饮业务表现亮眼, 冲泡业务修复略超预期; 各区域营收全线提升, 其中华东/华中地区占比有所提升。未来公司将坚持双轮驱动战略, 冲泡板块方面积极推进渠道下沉、提升产品健康属性、推进以“CC 柠檬液”为代表的泛冲泡产品的验证工作, 即饮板块方面坚持品类创新、加大渠道推力、继续探测瓶装牛乳茶/兰芳园咸柠七等新品的成长潜力, 公司业绩有望持续兑现。**
- 公司 23H1 业绩保持高增, 利润端同比有所减亏**  
 23H1 实现营业总收入 11.71 亿元 (+36.26%), 归母净利润-0.44 亿元 (与上年同期相比, 减少亏损 0.85 亿元), 扣非归母净利润-0.80 亿元 (与上年同期相比, 减少亏损 0.71 亿元); 其中 23Q2 实现营业总收入 4.92 亿元 (+35.19%), 归母净利润-0.50 亿元 (与上年同期相比, 减少亏损 0.20 亿元), 扣非归母净利润-0.73 亿元 (与上年同期相比, 减少亏损 0.04 亿元)。
- 分产品看: 23H1 公司继续坚持“双轮驱动”战略, 冲泡/即饮均实现良好增长**  
 冲泡业务: 公司围绕“提心智、扩市场、拓品类”的经营战略开展业务, 23H1 修复增长成功超预期, 实现营业收入 6.27 亿元 (+38.37%), 占比提升 0.45pct, 其中 23Q2 实现营业收入 1.67 亿元 (+34.24%)。  
 即饮业务: 宣传力度继续加大+新团队运作良好+新品试销情况良好+旺季动销势头旺, 23H1 实现营业收入 5.27 亿元 (+35.88%), 占比下降 0.45pct, 其中 23Q2 实现营业收入 3.15 亿元 (+36.98%)。
- 分市场来看: 各区域营收全线提升, 华东/华中地区占比提升**  
 23H1 华东/西南/华中/西北/华南/华北/东北地区分别实现营业收入 4.18/1.72/1.65/0.97/0.55/0.60/0.21 亿元, 分别同比 +60.13%/+20.53%/+55.32%/+17.65%/+28.63%/+34.40%/+28.25%, 除低基数影响外, 主要系消费场景有所修复, 各地区需求回暖, 其中华东/华中地区表现优异, 占比分别提升 5.18pct/1.67pct。
- 分渠道看, 经销商/直营渠道增速较高**  
 2023H1, 经销商/电商/出口/直营分别实现营业收入 9.88/1.26/0.09/0.31 亿元, 分别同比 +41.93%/-3.18%/-7.32%/+467.36%, 其中经销商/直营渠道占比提升 2.84/2.07pct。
- 成本端压力收缩, 费用管控有所强化**  
 毛利率: 23H1 公司实现毛利率 27.89% (+7.19pct), 主要系冲泡/即饮产品动销良好带动公司业绩上涨叠加原材料成本处于下行趋势; 其中 23Q2 实现毛利率 23.58% (+2.73pct)。  
 费用率: 费用管控成效明显, 23H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 31.21% (-2.35pct)、9.12% (-2.99pct)、1.32% (-0.13pct)、3.05% (-0.34pct)。
- 维持买入评级**  
 公司冲泡/即饮板块已正式独立运营, 渠道推力有望显著提升, 叠加旺季即饮产品动销优秀, 展望全年, 我们看好公司即饮产品加速放量, 冲泡业务稳定增长, 利润端修复逻辑仍存, 我们预计公司 2023-2025 年公司收入增速分别为 21.98%、17.44%、12.44%; 净利润增速分别为 37.87%、29.73%、24.23%; EPS 分别为 0.72、0.93、1.16 元/股; PE 分别为 24、19、15 倍。  
**风险提示:** 新品推广不及预期; 区域扩张不及预期; 食品安全问题; 原料价格波动风险。

#### 投资评级: 买入(维持)

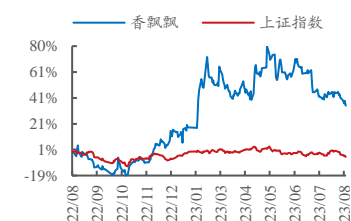
分析师: 杨骥  
 执业证书号: S1230522030003  
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 杜宛泽  
 执业证书号: S1230521070001  
 17621373969  
 duwanze@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 17.27
总市值(百万元)	7,093.58
总股本(百万股)	410.75

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《冲泡即饮双轮驱动, 23 年扬帆起航》2023.07.15
- 《果汁茶大卖成为上半年业绩亮点》2019.08.23
- 《预估果汁茶表现抢眼或帮助公司 Q2 业绩扭亏》2019.07.26

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3128	3815	4481	5038
(+/-) (%)	-9.76%	21.98%	17.44%	12.44%
归母净利润	214	295	383	475
(+/-) (%)	-18.54%	37.87%	29.73%	24.23%
每股收益(元)	0.52	0.72	0.93	1.16
P/E	33.16	24.05	18.54	14.93

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2966	3285	3669	4189
现金	2467	2413	2899	3403
交易性金融资产	186	430	288	301
应收账款	54	57	56	47
其它应收款	19	21	25	29
预付账款	45	134	149	134
存货	172	175	207	235
其他	24	55	45	41
<b>非流动资产</b>	2078	2067	2122	2081
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	17	6	9	11
固定资产	1572	1609	1688	1657
无形资产	194	186	178	170
在建工程	69	58	50	43
其他	226	208	198	201
<b>资产总计</b>	5044	5353	5791	6270
<b>流动负债</b>	1840	1917	2037	2109
短期借款	921	979	1039	980
应付款项	494	445	532	628
预收账款	0	0	0	0
其他	425	493	466	501
<b>非流动负债</b>	80	83	83	82
长期借款	0	0	0	0
其他	80	83	83	82
<b>负债合计</b>	1920	1999	2121	2190
少数股东权益	3	3	3	3
归属母公司股东权	3122	3351	3668	4077
<b>负债和股东权益</b>	5044	5353	5791	6270

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3128	3815	4481	5038
营业成本	2071	2438	2796	3080
营业税金及附加	30	32	38	44
营业费用	561	733	851	947
管理费用	230	251	307	349
研发费用	28	30	37	42
财务费用	(38)	12	11	4
资产减值损失	19	8	12	18
公允价值变动损益	-1	-1	-1	-1
投资净收益	16	16	16	16
其他经营收益	43	49	46	46
<b>营业利润</b>	285	378	489	614
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>利润总额</b>	283	375	487	612
所得税	69	80	104	137
<b>净利润</b>	214	295	383	475
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	214	295	383	475
EBITDA	473	500	621	747
EPS (最新摊薄)	0.52	0.72	0.93	1.16

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>	-9.76%	21.98%	17.44%	12.44%
营业收入	24.70%	32.55%	29.54%	25.65%
营业利润	-18.54%	37.87%	29.73%	24.23%
归属母公司净利润	33.80%	36.10%	37.59%	38.86%
<b>获利能力</b>	33.80%	36.10%	37.59%	38.86%
毛利率	6.84%	7.73%	8.54%	9.43%
净利率	7.01%	9.10%	10.89%	12.26%
ROE	5.45%	7.00%	8.30%	9.44%
ROIC	38.06%	37.35%	36.62%	34.93%
<b>偿债能力</b>	38.06%	37.35%	36.62%	34.93%
资产负债率	48.11%	49.11%	49.19%	44.87%
净负债比率	1.61	1.71	1.80	1.99
流动比率	1.52	1.62	1.70	1.88
速动比率	0.62	0.73	0.80	0.84
<b>营运能力</b>	0.62	0.73	0.80	0.84
总资产周转率	70.66	63.70	62.61	61.36
应收账款周转率	5.66	6.05	6.63	6.15
应付账款周转率	0.52	0.72	0.93	1.16
<b>每股指标(元)</b>	0.52	0.72	0.93	1.16
每股收益	1.91	0.70	1.32	1.76
每股经营现金	7.60	8.16	8.93	9.93
每股净资产	33.16	24.05	18.54	14.93
<b>估值比率</b>	33.16	24.05	18.54	14.93
P/E	2.27	2.12	1.93	1.74
P/B	9.42	10.47	7.97	5.86
EV/EBITDA	-9.76%	21.98%	17.44%	12.44%

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	786	286	540	721
净利润	214	295	383	475
折旧摊销	181	114	124	131
财务费用	(38)	12	11	4
投资损失	(16)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	354	(119)	42	137
其它	91	2	(3)	(9)
<b>投资活动现金流</b>	98	(323)	(37)	(88)
资本支出	117	(129)	(182)	(84)
长期投资	(41)	37	(11)	(5)
其他	22	(231)	156	0
<b>筹资活动现金流</b>	(355)	960	1023	849
短期借款	(296)	58	60	(59)
长期借款	0	0	0	0
其他	(59)	902	962	909
<b>现金净增加额</b>	529	924	1525	1483

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>