

“双轮驱动”发力，业绩符合预期

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)	70.32
最新收盘价:	17.12	自由流通市值(亿)	70.32
		自由流通股数(百万)	410.75

事件概述

公司23H1实现营业收入11.71亿元，同比+36.3%；归母净利润-0.44亿元，同比减亏0.85亿元；扣非归母净利润-0.80亿元，同比减亏0.71亿元；据此推算，公司23Q2实现营业收入4.92亿元，同比+35.19%；归母净利润-0.50亿元，同比减亏0.20亿元；扣非归母净利润-0.73亿元，同比减亏0.04亿元。公司业绩表现符合前期预告。

分析判断:

▶ 冲泡修复+即饮放量，各区域表现全线提升

随着消费场景恢复，公司冲泡与即饮两大业务均实现增长。分业务来看，冲泡业务受益于消费场景恢复，23H1实现恢复性增长，23H1实现营收6.27亿元，同比+38.37%，其中23Q2实现营收1.67亿元，同比+34.68%；即饮业务受益于品类创新与渠道建设，23H1实现营收5.27亿元，同比+35.88%，其中23Q2实现营收3.15亿元，同比+36.96%。我们预计随着居民消费进一步恢复，公司两大业务仍能维持较好增长势头。

分地区来看，公司在华东基地市场以及国内其他地区市场均取得较好增长，23H1华东/西南/华中/西北/华南/华北/东北/电商/出口/直营市场分别实现营收4.2/1.7/1.7/1.0/0.6/0.6/0.2/1.3/0.1/0.3亿元，分别同比+60.1%/+20.5%/+55.3%/+17.7%/+28.6%/+34.4%/+28.3%/-3.2%/-7.3%/+467.4%；其中23Q2华东/西南/华中/西北/华南/华北/东北/电商/出口/直营市场分别实现营收1.5/0.8/0.7/0.5/0.3/0.3/0.1/0.5/0.1/0.2亿元，分别同比+26.5%/+39.3%/+41.3%/+32.4%/+47.6%/+33.3%/+33.3%/+23.1%/0%/+800%。我们预计随着公司渠道建设进一步加强，公司有望延续各区域市场增长势头。

▶ 成本压力缓解，费控能力提升

成本端来看，公司23H1/23Q2毛利率分别为27.89%/23.58%，分别同比+7.19pct/+2.73pct，毛利率明显提升。我们预计毛利率提升主因1)冲泡业务原材料成本下降，2)即饮增长带来产品结构提升以及3)整体营收快速增长摊薄成本所致。费用端来看，公司23H1销售/管理/研发/财务费用率分别为31.2%/9.1%/1.3%/-3.0%，分别同比-2.35pct/-2.99pct/-0.13pct/-0.34pct，我们预计销售费用率、管理费用率降幅较多主因收入快速增长的摊薄效应；其中23Q2销售/管理/研发/财务费用率分别为37.3%/10.7%/1.8%/-4.3%，分别同比+2.02pct/-4.14pct/-0.04pct/-1.85pct，我们预计23Q2销售费用率提升主因即饮新品旺季推广加大投入。23H1/23Q2整体费用率水平分别为38.6%/45.5%，分别同比-5.81pct/-4.01pct，费用率整体水平有所下降，费控能力提升。

▶ “双轮驱动”持续发力，看好未来发展

公司确立了冲泡+即饮“双轮驱动”的发展战略，在原有冲泡优势业务的基础上，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。渠道端来看，根据公司4月投关记录表，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。我们认为公司具备产品力强、渠道管理能力强、终端网点数量多等优势，未来发展值得期待。

投资建议

公司最新财务数据符合我们的预期，因此我们维持2023-2025年公司总营收为37.65/43.32/48.41亿元的预测，维持2023-2025年EPS为0.69/0.87/1.02元的预测，对应8月21日收盘价17.12元，PE分别为25/20/17倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧、渠道开拓不及预期、消费复苏不及预期

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	356	419
YoY (%)	-37.9%	-3.9%	31.9%	26.3%	17.6%
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%	8.4%	9.6%	10.2%
市盈率	32.58	33.21	25.15	19.91	16.93

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: 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	356	419
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	727
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	-22	-31	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	-92	-51	-86
营业利润	285	371	457	537	现金净流量	530	227	510	513
营业外收支	-2	0	0	0					
利润总额	283	371	457	537	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	69	89	100	118	成长能力				
净利润	214	282	356	419	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	356	419	净利润增长率	-3.9%	31.9%	26.3%	17.6%
YoY (%)	-3.9%	31.9%	26.3%	17.6%	盈利能力				
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%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.2%	5.3%	6.1%	6.7%
货币资金	2,467	2,694	3,205	3,717	净资产收益率 ROE	6.9%	8.4%	9.6%	10.2%
预付款项	45	119	128	133	偿债能力				
存货	172	188	229	238	流动比率	1.61	1.75	1.89	2.15
其他流动资产	282	265	306	285	速动比率	1.48	1.57	1.71	1.96
流动资产合计	2,966	3,267	3,867	4,374	现金比率	1.34	1.44	1.57	1.83
长期股权投资	17	25	34	43	资产负债率	38.1%	36.8%	36.5%	33.9%
固定资产	1,572	1,636	1,681	1,683	经营效率				
无形资产	194	191	188	185	总资产周转率	0.62	0.73	0.78	0.80
非流动资产合计	2,078	2,022	1,954	1,856	每股指标 (元)				
资产合计	5,044	5,288	5,821	6,230	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	8.13	8.99	10.01
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	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	33.21	25.15	19.91	16.93
其他长期负债	80	80	80	80	PB	1.98	2.13	1.92	1.72
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	3,341	3,697	4,116					
负债和股东权益合计	5,044	5,288	5,821	6,230					

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分析师，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。