

冲泡恢复超预期，即饮发力未来可期

2023 年 08 月 21 日

➤ **事件：**公司 8 月 18 日发布 2023 年半年报，23H1 实现营收 11.71 亿元，同增 36.26%，实现归母净利润/扣非后归母净利润-0.44/-0.80 亿元，同比减亏 0.85/0.71 亿元；其中 23Q2 实现营收 4.92 亿元，同增 35.19%。实现归母净利润/扣非后归母净利润-0.50/-0.73 亿元，同比减亏 0.2/0.04 亿元。

➤ **坚持“双轮驱动”战略，冲泡类稳中求进，进一步探索第二增长曲线即饮类潜力：分产品看：**23H1 冲泡/即饮分别实现营收 6.27/5.27 亿元，同增 38.37%/35.88%，占比 54.34%/45.66%。其中，MECO 果汁茶累计实现销售收入 4 亿元左右，同比增长 11.58%。冲泡类产品营收略超过公司预期。即饮类第二曲线增长确立可期。**分区域看：**华东/西南/华中/西北/华南/华北/东北同增 60.13%/20.53%/55.32%/17.65%/28.63%/34.40%/28.25%，基本覆盖国内中大型城市及县区，其中华东公司重点销售区域，占比 36.21%。**分渠道看：**截至 23Q2 末公司共有 1419 家经销商。经销商/电商/出口/直营同比 41.93%/-3.18%/-7.32%/467.36%，直营渠道大幅增长系公司积极拓展新渠道。

➤ **费效提升盈利改善，即饮板块盈亏平衡渐近：**23H1 公司毛/净利率 27.89%/-3.76%，同比+7.19pcts/+11.28pcts。其中 23Q2 毛/净利率 23.58%/-10.15%，同比+2.72pcts/+8.98pcts。毛利率上升系公司销量增加同时原材料成本下降。公司 23Q2 销售/管理/研发费用率分别为 37.26%/10.70%/1.78%，同比+2.02pcts/-4.14pcts/-0.04pcts，公司 23H1 各项期间费用率同比下降，通过优化渠道、自动化改造、提升管理效率等方式降本增效。

➤ **“三品牌”锚定不同客群场景 “双业务”思路清晰打发明确：分品牌看：**固体冲泡奶茶“香飘飘”为大众熟知、“MECO”果汁茶独创杯装形态吸引年轻白领、港式奶茶鼻祖“兰芳园”锚定高端人群，满足当前消费分级趋势下不同类型消费者的多样化需求。**分业务看：**①冲泡：以“提心智、扩市场、拓品类”为经营策略，积极推动冲调产品的健康化升级的同时，挖掘 Q2 传统冲泡淡季机会，按照“二八法则”，聚焦高产出的核心渠道及门店，通过优化经销商的合作模式、激励方案，提高渠道积极性，23Q2 超过 70%的冲泡经销商实现同比增长，增长经销商累计销售额同比增长 81.34%；②即饮：4 月即饮团队独立运作，探索即饮业务的组织管理和运营发展模式，强化渠道服务能力建设，通过经销商资源找准适销终端，设立铺货、分销、冰冻化奖励等措施，积极探索公司即饮业务渠道建设模式。截止目前，公司即饮业务在广东、北京、江苏等区域的势能已初步显现。

➤ **投资建议：**冲泡奶茶龙头地位稳固，即饮类产品有望成为第二主力军，看好公司组织架构调整后释放改革红利。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 2.84/3.83/4.89 亿元，同比 32.8%/34.8%/27.6%，当前股价对应 PE 分别 25/19/15 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料成本波动，行业竞争加剧，食品安全问题。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3128	3868	4433	4930
增长率 (%)	-9.8	23.7	14.6	11.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	214	284	383	489
增长率 (%)	-3.9	32.8	34.8	27.6
每股收益 (元)	0.52	0.69	0.93	1.19
PE	33	25	19	15
PB	2.3	2.1	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.27 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

- 1.香飘飘 (603711.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：激励落地彰显信心，看好冲泡弹性和即饮势能-2023/04/18
- 2.香飘飘 (603711) 2021 年三季报点评：冲泡类产品收入增长稳健，即饮类产品仍处于调整期-2021/11/03
- 3.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-2021/08/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3128	3868	4433	4930
营业成本	2071	2495	2767	3047
营业税金及附加	30	37	35	39
销售费用	561	774	931	986
管理费用	230	251	279	306
研发费用	28	31	35	39
EBIT	233	334	446	581
财务费用	-38	4	3	-2
资产减值损失	0	-6	-6	-7
投资收益	16	20	23	26
营业利润	285	344	460	602
营业外收支	-2	11	18	9
利润总额	283	355	479	611
所得税	69	71	96	122
净利润	214	284	383	489
归属于母公司净利润	214	284	383	489
EBITDA	422	536	663	822

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2467	2593	2954	3390
应收账款及票据	54	44	51	56
预付款项	45	138	153	168
存货	172	179	198	218
其他流动资产	228	239	242	245
流动资产合计	2966	3192	3598	4078
长期股权投资	17	37	59	84
固定资产	1572	1583	1586	1587
无形资产	194	188	188	186
非流动资产合计	2078	2138	2145	2146
资产合计	5044	5330	5743	6224
短期借款	921	921	921	921
应付账款及票据	494	456	506	557
其他流动负债	425	522	585	644
流动负债合计	1840	1899	2011	2122
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	80	89	94	93
非流动负债合计	80	89	94	93
负债合计	1920	1988	2105	2215
股本	411	411	411	411
少数股东权益	3	3	3	3
股东权益合计	3124	3343	3638	4009
负债和股东权益合计	5044	5330	5743	6224

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-9.76	23.66	14.61	11.22
EBIT 增长率	24.81	43.50	33.65	30.21
净利润增长率	-3.89	32.78	34.83	27.56
盈利能力 (%)				
毛利率	33.80	35.50	37.57	38.19
净利率	6.84	7.34	8.64	9.91
总资产收益率 ROA	4.24	5.33	6.67	7.85
净资产收益率 ROE	6.85	8.50	10.53	12.19
偿债能力				
流动比率	1.61	1.68	1.79	1.92
速动比率	1.48	1.50	1.60	1.72
现金比率	1.34	1.37	1.47	1.60
资产负债率 (%)	38.06	37.29	36.65	35.58
经营效率				
应收账款周转天数	6.30	4.17	4.17	4.17
存货周转天数	30.25	26.17	26.17	26.17
总资产周转率	0.62	0.75	0.80	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.69	0.93	1.19
每股净资产	7.60	8.13	8.85	9.75
每股经营现金流	1.91	1.00	1.63	1.95
每股股利	0.16	0.21	0.29	0.37
估值分析				
PE	33	25	19	15
PB	2.3	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	14.30	11.25	9.09	7.33
股息收益率 (%)	0.93	1.23	1.66	2.12

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	214	284	383	489
折旧和摊销	189	202	217	241
营运资金变动	379	-42	70	67
经营活动现金流	786	409	669	802
资本开支	-123	-170	-182	-211
投资	57	0	0	0
投资活动现金流	98	-174	-182	-211
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	-3	0
筹资活动现金流	-355	-109	-126	-155
现金净流量	530	125	361	436

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026