

# 香飘飘 (603711.SH)

## 上半年收入增长 36%，即饮新品快速放量

买入

### 核心观点

**上半年公司收入增长 36%，亏损同比收窄。**公司公布 2023 年中报，上半年实现营业总收入 11.71 亿元，同比增长 36.26%；实现归母净利润-0.44 亿元，去年同期-1.29 亿元；实现扣非归母净利润-0.80 亿元，去年同期-1.51 亿元。其中二季度实现营业总收入 4.92 亿元，同比增长 35.19%；实现归母净利润-0.50 亿元，去年同期-0.70 亿元；实现扣非归母净利润-0.73 亿元，去年同期-0.77 亿元。

**冲泡业务修复稳健，即饮新品势能强劲。**分业务看，二季度冲泡/即饮分别实现收入 1.67/3.15 亿元，同比增长 34.24%/36.98%，冲泡业务围绕“提心智、扩市场、拓品类”策略，推出健康化升级的牛乳茶新品，新品类 CC 柠檬液在线上及线下大润发 M 会员店试销反馈积极，淡季聚焦核心渠道，实现较好修复增长。二季度是公司即饮业务“二次创业”首个重点验证时间节点，公司前期准备工作扎实稳健，组织架构方面，公司提前完成即饮销售团队的独立组建，产品方面，Meco 果汁茶实现恢复性增长，上半年同比增长 11.58%，新品冻柠茶势能更为强劲，营销推广方面，冻柠茶开展线上种草、线下重点布局分众梯媒、主流地铁广告、校园首尝、商圈快闪等多种传播活动，期待后续持续放量。经销商伴随公司组织架构有所调整，上半年增加 191 个经销商，减少 104 个经销商，净增加 87 个经销商，期末总计 1419 个经销商。

**成本压力趋缓，即饮规模效应显现，毛利率持续提升。**上半年公司毛利率同比增长 7.2pct 至 27.9%，其中二季度毛利率同比增长 2.7pct 至 23.6%，主要系原材料植脂末、包材 PET 等价格回落，且即饮业务快速放量，规模效应摊薄成本。费用端，上半年受益于收入快速增长，销售、管理费用率均有下降，销售费用率/管理费用率 31.2%/9.1%，同比下降 2.4pct/3.0pct，其中二季度销售费用率/管理费用率 37.3%/10.7%，同比增长 2.0pct/下降 4.1pct，主要系即饮旺季加大广宣费用投放，配合推广新品。上半年归母净利润同比增长 11.3pct 至-3.8%，其中 23Q2 同比增长 9.0pct 至-10.2%，整体盈利能力显著提升，扭亏为盈可期。

**风险提示：**冲泡业务盈利恢复不及预期；即饮新品推广不及预期。

**投资建议：**盈利预测不变，维持“买入”评级。公司收入利润季节性较强，下半年为旺季，我们对下半年的业绩保持乐观，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 38.74/44.83/49.23 亿元，同比增长 23.84%/15.75%/9.81%；实现归母净利润 2.50/3.39/4.27 亿元，同比增长 16.93%/35.56%/29.04%；当前股价对应 PE 分别为 31/23/18 倍，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,466	3,128	3,874	4,483	4,923
(+/-%)	-7.8%	-9.8%	23.8%	15.7%	9.8%
净利润(百万元)	223	214	250	339	437
(+/-%)	-37.9%	-3.9%	16.9%	35.6%	29.0%
每股收益(元)	0.54	0.52	0.61	0.83	1.07
EBIT Margin	4.1%	6.7%	6.3%	8.2%	10.0%
净资产收益率(ROE)	7.5%	6.9%	7.7%	9.9%	12.0%
市盈率(PE)	32.2	33.2	28.4	20.9	16.2
EV/EBITDA	31.9	23.4	20.7	15.6	12.5
市净率(PB)	2.41	2.27	2.18	2.08	1.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·饮料乳品

证券分析师：刘显荣

liuxianrong@guosen.com.cn  
S0980523060005

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.27 元
总市值/流通市值	7094/7094 百万元
52 周最高价/最低价	23.70/10.23 元
近 3 个月日均成交额	37.19 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

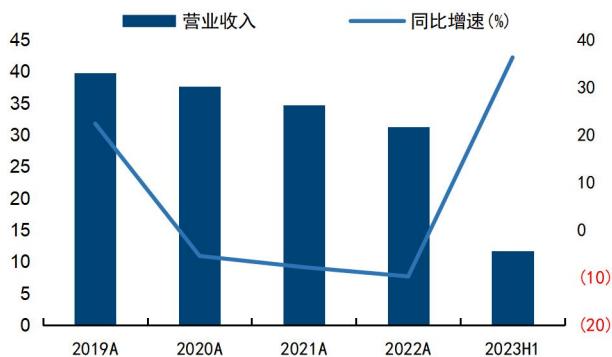
#### 相关研究报告

《香飘飘(603711.SH)-业绩预告点评：上半年收入同比增长 36%，静待利润改善》——2023-07-14

《香飘飘(603711.SH)-冲泡奶茶龙头盈利恢复，即饮业务有望起量》——2023-03-30

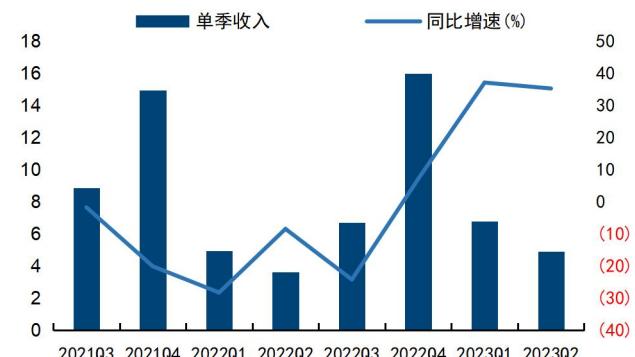
公司公布 2023 年中报，上半年实现营业总收入 11.71 亿元，同比增长 36.26%；实现归母净利润-0.44 亿元，去年同期-1.29 亿元；实现扣非归母净利润-0.80 亿元，去年同期-1.51 亿元。其中二季度实现营业总收入 4.92 亿元，同比增长 35.19%；实现归母净利润-0.50 亿元，去年同期-0.70 亿元；实现扣非归母净利润-0.73 亿元，去年同期-0.77 亿元。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



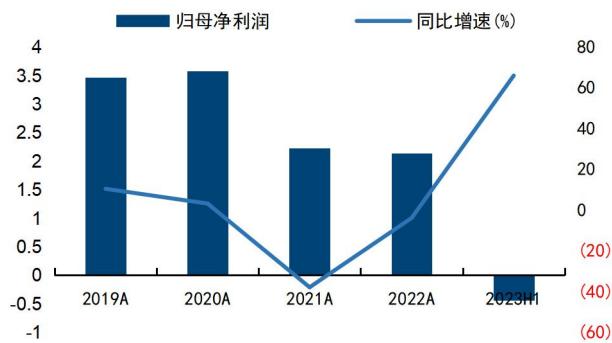
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



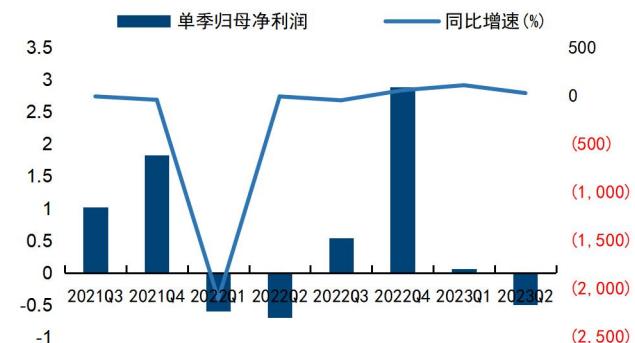
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**盈利预测不变，维持“买入”评级。公司收入利润季节性较强，下半年为旺季，我们对下半年的业绩保持乐观，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 38.74/44.83/49.23 亿元，同比增长 23.84%/15.75%/9.81%；实现归母净利润 2.50/3.39/4.27 亿元，同比增长 16.93%/35.56%/29.04%；当前股价对应 PE 分别为 31/23/18 倍，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (22A)	投资评级	
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
603711.SH	香飘飘	17.27	71	0.52	0.61	0.83	1.07	33.2	28.4	20.9	16.2	6.85%	买入
605499.SH	东鹏饮料	182.55	730	3.60	4.89	6.19	7.67	49.4	37.3	29.5	23.8	28.44%	未评级
002568.SZ	百润股份	33.55	352	0.50	0.87	1.15	1.45	75.3	38.6	29.3	23.1	13.85%	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2163	2467	2200	2280	2521	<b>营业收入</b>	<b>3466</b>	<b>3128</b>	<b>3874</b>	<b>4483</b>	<b>4923</b>
应收款项	52	73	74	86	94	营业成本	2302	2071	2493	2879	3139
存货净额	157	172	194	225	247	营业税金及附加	26	30	31	36	39
其他流动资产	248	69	77	90	98	销售费用	740	561	808	891	936
<b>流动资产合计</b>	<b>2866</b>	<b>2966</b>	<b>2731</b>	<b>2867</b>	<b>3146</b>	管理费用	229	230	265	279	280
固定资产	1758	1641	1594	1538	1460	研发费用	28	28	31	33	35
无形资产及其他	197	194	186	179	171	财务费用	3	(38)	(50)	(39)	(49)
投资性房地产	188	226	226	226	226	投资收益	26	16	3	3	3
长期股权投资	2	17	17	17	17	资产减值及公允价值变动	(6)	(1)	15	15	0
<b>资产总计</b>	<b>5011</b>	<b>5044</b>	<b>4754</b>	<b>4826</b>	<b>5019</b>	其他收入	41	(5)	(31)	(33)	(35)
短期借款及交易性金融负债	1224	924	489	280	200	营业利润	227	285	313	424	547
应付款项	346	494	518	564	575	营业外净收支	46	(2)	0	0	0
其他流动负债	375	423	412	469	506	<b>利润总额</b>	<b>273</b>	<b>283</b>	<b>313</b>	<b>424</b>	<b>547</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1944</b>	<b>1840</b>	<b>1418</b>	<b>1313</b>	<b>1281</b>	所得税费用	51	69	63	85	109
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	88	80	87	94	101	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>223</b>	<b>214</b>	<b>250</b>	<b>339</b>	<b>437</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>88</b>	<b>80</b>	<b>87</b>	<b>94</b>	<b>101</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2032</b>	<b>1920</b>	<b>1505</b>	<b>1407</b>	<b>1382</b>	<b>净利润</b>	<b>223</b>	<b>214</b>	<b>250</b>	<b>339</b>	<b>437</b>
少数股东权益	2	3	3	3	3	资产减值准备	(0)	0	0	0	0
股东权益	2977	3122	3247	3416	3635	折旧摊销	147	177	170	179	186
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5011</b>	<b>5044</b>	<b>4754</b>	<b>4826</b>	<b>5019</b>	公允价值变动损失	6	1	(15)	(15)	0
						财务费用	3	(38)	(50)	(39)	(49)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(265)	294	(13)	55	17
每股收益	0.54	0.52	0.61	0.83	1.07	其它	0	(0)	0	0	0
每股红利	0.41	0.22	0.30	0.41	0.53	<b>经营活动现金流</b>	<b>111</b>	<b>686</b>	<b>393</b>	<b>558</b>	<b>640</b>
每股净资产	7.17	7.60	7.90	8.32	8.85	资本开支	0	(55)	(100)	(100)	(100)
ROIC	3.46%	4.87%	7%	9%	13%	其它投资现金流	612	61	0	0	0
ROE	7.47%	6.85%	8%	10%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>610</b>	<b>(9)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>
毛利率	34%	34%	36%	36%	36%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	7%	6%	8%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	12%	11%	12%	14%	支付股利、利息	(170)	(90)	(125)	(170)	(219)
收入增长	-8%	-10%	24%	16%	10%	其它融资现金流	391	(194)	(435)	(208)	(80)
净利润增长率	-38%	-4%	17%	36%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>48</b>	<b>(373)</b>	<b>(560)</b>	<b>(378)</b>	<b>(299)</b>
资产负债率	41%	38%	32%	29%	28%	<b>现金净变动</b>	<b>769</b>	<b>304</b>	<b>(267)</b>	<b>80</b>	<b>241</b>
股息率	2.4%	1.3%	1.8%	2.4%	3.1%	货币资金的期初余额	1394	2163	2467	2200	2280
P/E	32.2	33.2	28.4	20.9	16.2	货币资金的期末余额	2163	2467	2200	2280	2521
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	企业自由现金流	0	574	253	428	498
EV/EBITDA	31.9	23.4	20.7	15.6	12.5	权益自由现金流	0	380	(142)	250	457

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032