

## 冲泡修复即饮放量 组织架构调整释放改革红利

➤ **公司于 10 月 19 日发布 23 年三季报：**23Q1-3 累计实现营收 19.79 亿元，同比增长 29.31%；归母净利润 0.03 亿元，较去年同期扭亏为盈；扣非后归母净利润-0.40 亿元，较去年同期亏幅收窄。其中 23 单三季度分别实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 8.08/0.48/0.40 亿元，同比 +20.41%/-12.29%/-15.41%。

➤ **即饮条线持续放量 第二增长曲线确立有望。**分产品看：23Q3 冲泡类/即饮类分别实现营收 5.83/2.16 亿元，同比 +14.50%/+42.30%，占比 72.98%/27.02%。即饮条线持续高增，其中果汁茶增速稳健，兰芳园瓶装冻柠茶贡献主要增量。今年 2 月起在部分重点城市的线下渠道进行首轮铺货，并结合市场反馈在北上广及江苏地区加大费用投放，提升产品势能，成果显著。分区域看：华东/西南 / 华中 / 西北 / 华南 / 华北 / 东北 / 电商 / 出口 / 直营 同比 +13.02/+18.19%/+11.15%/+36.03%/+28.69%/+39.49%/+7.68%/+44.64%/+55.13%/+1481.10%，基本覆盖国内中大型城市及县区，其中华东系基地市场占比 43.66%；分渠道看：23Q3 经销商/电商/出口/直营收入分别为 7.35/0.46/0.05/0.13 亿元，同比 +17.62%/+44.64%/+55.13%/+1481.10%。经销商数量上：截至 23Q3 末，公司共有 1502 家经销商，其中华东/西南/东北 / 华北/华中/华南/西北数量分别为 546/232/43/171/245/108/157，相较报告期初变动 +60/+10/+1/+4/+6/+1/+1。目前冲泡和即饮经销商重叠度较高，未来随着即饮业务推进，双条线经销商逐步分拆，提升渠道专业度和运营效率。

➤ **冲泡条线成本红利显著 即饮拓展期费用投放倾斜。**23Q1-3 公司累计毛利率/归母净利率 32.24%/0.18%，同比 +5.69/+5.08pcts，其中 23Q3 毛利率/归母净利率 38.53%/5.88%，同比 +4.50/-2.19pcts。毛利率上升系公司销量增加同时原材料成本下降。费用方面：23Q1-3 销售/管理/研发费用率分别为 29.04%/8.27%/1.21%，同比 +3.42/-2.75/-0.08pcts；23Q3 销售/管理/研发费用率分别为 25.90%/7.03%/1.06%，同比 +10.45/-2.58/-0.03pcts。23 年公司冲泡业务以“修复”为主基调，费用投放保持稳健，即饮板块为开拓期，费用投放力度较大，包括新进销售人员费用、品牌宣传推广费用及渠道冰冻化投入等，但总体上会保持收入、费用、利润三者间的动态平衡，全年费率或将较去年保持相对稳定。

➤ **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 2.60/3.56/4.77 亿元，同比 21.5%/37.2%/33.8%，当前股价对应 PE 分别 24/18/13 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧，新品销售及品牌建设不及预期，原材料价格上涨

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,128	3,779	4,318	4,928
增长率 (%)	-9.8	20.8	14.3	14.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	214	260	356	477
增长率 (%)	-3.9	21.5	37.2	33.8
每股收益 (元)	0.52	0.63	0.87	1.16
PE	30	24	18	13
PB	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 19 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**15.37 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) 2023 年半年报点评：冲泡恢复超预期，即饮发力未来可期-2023/08/21

2. 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

3. 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

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>3,128</b>	<b>3,779</b>	<b>4,318</b>	<b>4,928</b>
营业成本	2,071	2,433	2,743	3,107
营业税金及附加	30	36	43	44
销售费用	561	763	855	936
管理费用	230	265	289	306
研发费用	28	30	34	37
EBIT	233	304	414	567
财务费用	<b>-38</b>	4	3	<b>-1</b>
资产减值损失	0	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>
投资收益	16	20	23	26
<b>营业利润</b>	<b>285</b>	<b>314</b>	<b>427</b>	<b>587</b>
营业外收支	<b>-2</b>	11	18	9
<b>利润总额</b>	<b>283</b>	<b>325</b>	<b>446</b>	<b>596</b>
所得税	69	65	89	119
<b>净利润</b>	<b>214</b>	<b>260</b>	<b>356</b>	<b>477</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>214</b>	<b>260</b>	<b>356</b>	<b>477</b>
EBITDA	422	506	631	808

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,467	2,592	2,933	3,385
应收账款及票据	54	43	49	56
预付款项	45	134	151	171
存货	172	174	197	223
其他流动资产	228	228	231	234
<b>流动资产合计</b>	<b>2,966</b>	<b>3,172</b>	<b>3,561</b>	<b>4,069</b>
长期股权投资	17	36	58	83
固定资产	1,572	1,583	1,586	1,587
无形资产	194	188	188	186
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,078</b>	<b>2,139</b>	<b>2,146</b>	<b>2,146</b>
<b>资产合计</b>	<b>5,044</b>	<b>5,311</b>	<b>5,707</b>	<b>6,216</b>
短期借款	921	921	921	921
应付账款及票据	494	445	501	568
其他流动负债	425	535	593	669
<b>流动负债合计</b>	<b>1,840</b>	<b>1,901</b>	<b>2,015</b>	<b>2,157</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	80	92	97	96
<b>非流动负债合计</b>	<b>80</b>	<b>92</b>	<b>97</b>	<b>96</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,920</b>	<b>1,993</b>	<b>2,112</b>	<b>2,253</b>
股本	411	411	411	411
少数股东权益	3	3	3	3
<b>股东权益合计</b>	<b>3,124</b>	<b>3,318</b>	<b>3,595</b>	<b>3,962</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5,044</b>	<b>5,311</b>	<b>5,707</b>	<b>6,216</b>

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	<b>-9.76</b>	20.83	14.25	14.14
EBIT 增长率	24.81	30.69	36.04	37.02
净利润增长率	<b>-3.89</b>	21.46	37.19	33.81
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	33.80	35.61	36.47	36.96
净利润率	6.84	6.87	8.25	9.68
总资产收益率 ROA	4.24	4.89	6.25	7.67
净资产收益率 ROE	6.85	7.84	9.92	12.04
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.61	1.67	1.77	1.89
速动比率	1.48	1.50	1.58	1.69
现金比率	1.34	1.36	1.46	1.57
资产负债率 (%)	38.06	37.52	37.01	36.25
<b>经营效率</b>				
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	0.73	0.78	0.83
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.52	0.63	0.87	1.16
每股净资产	7.60	8.07	8.75	9.64
每股经营现金流	1.91	0.96	1.58	1.97
每股股利	0.16	0.19	0.27	0.36
<b>估值分析</b>				
PE	30	24	18	13
PB	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.87	9.89	7.93	6.19
股息收益率 (%)	1.04	1.26	1.73	2.32
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	214	260	356	477
折旧和摊销	189	202	217	241
营运资金变动	379	<b>-26</b>	74	85
<b>经营活动现金流</b>	<b>786</b>	<b>395</b>	<b>647</b>	<b>809</b>
资本开支	<b>-123</b>	<b>-170</b>	<b>-182</b>	<b>-211</b>
投资	57	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>98</b>	<b>-172</b>	<b>-182</b>	<b>-211</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	6	<b>-8</b>	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-355</b>	<b>-99</b>	<b>-124</b>	<b>-147</b>
<b>现金净流量</b>	<b>530</b>	<b>125</b>	<b>341</b>	<b>451</b>

## 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受到任何形式的补偿。

## 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。	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