

# 香飘飘 (603711.SH)

买入 (维持评级)

## 冲泡基本盘持续恢复，即饮成长性亟待释放

**事件：**香飘飘发布23年年报和24年一季度报，公司23年实现营收36.25亿元，同比+15.9%，实现归母净利润2.8亿，同比+31.04%，实现扣非归母净利润2.31亿元，同比+32.76%。根据年报，公司Q4单季度实现营收16.47亿元，同比+3.06%，归母净利润为2.77亿，同比-4.2%，扣非后归母净利润为2.71亿，同比-2.37%。公司24Q1实现营业收入7.25亿元，同比+6.76%，归母净利润0.25亿元，同比+331.26%，扣非归母净利润为0.2亿元，同比+382.57%。

### 冲泡业务基本盘持续恢复，即饮业务成长性稳步释放

公司2023年实现冲泡/即饮业务收入分别达26.86/9.01亿元，分别同比增长9.37%/41.16%，即饮业务占收入比重提升了4.45pct至24.86%。24Q1，即饮/冲泡业务增速仍维持良性增长，收入分别达4.85/2.34亿元，同比增速分别达+5.46%/10.12%。冲泡业务基本盘持续恢复，即饮业务成长性稳步释放

### 规模提升，精益提效，盈利能力大幅释放

23年，公司冲泡业务毛利率对比同期提升了4.03pct至44.68%，即饮业务毛利率对比同期提升了达6.73pct至18.41%，盈利能力大幅释放。盈利能力的大幅改善主要来自：

- 1) **销售规模的提升：**冲泡/即饮业务销量分别+8.51%/+39.58%；
- 2) **精益改造，用工人数减少：**冲泡/即饮每万标箱人工成本分别同比-26.1%/-18.76%；
- 3) **原材料采购成本下降：**冲泡/即饮每万标箱采购成本分别同比-2.99%/-4.56%。

受益于以上三大项的提振，公司23年综合毛利率提升3.73pct至37.53%，销售费用率提升了5.8pct至23.73%，主要系公司增加广告及市场推广费，同时即饮团队组建完毕后新增的人力支出亦增加了公司销售费用，毛销差由此下降了2.07pct至13.8%，其余管理/研发/财务费用率分别同比-1.07/0/-0.55pct至6.28%/0.9%/-1.75%，费用管控良好，驱动净利率增长了0.88pct至7.72%。公司24Q1同样延续了利润率的同比提升趋势，毛利率对比同期提升了2.63pct至33.64%，净利率对比同期提升了2.63pct至3.49%。

### 盈利预测与投资建议

考虑到公司新品扩展存在一定不确定性，我们下调了公司24-25年的盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分比为3.31/4.02/4.9亿元（原24-25年分别为3.56/4.44亿元），对应PE分别为21/17/14倍，参考24年可比公司PE约25倍，合理给予公司行业平均PE，对应目标价19.95元/股，维持其买入评级。

### 风险提示

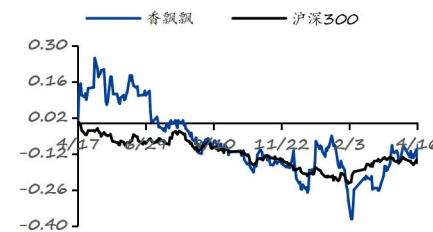
市场竞争加剧，新品推广不及预期，食品安全问题等

当前价格：16.90元  
目标价格：19.95元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	410.75/410.75
流通A股市值(百万元)	6,941.60
每股净资产(元)	8.23
资产负债率(%)	27.23
一年内最高/最低价(元)	23.70/10.42

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

**分析师：**刘畅(S0210523050001)  
lc30103@hfzq.com.cn  
**分析师：**张东雪(S0210523060001)  
zdx30145@hfzq.com.cn  
**联系人：**林若尧(S0210123070039)  
lry30204@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、【华福食品饮料】香飘飘(603711.SH)深度：冲泡业务基本盘稳固，饮料业务提速可期——2023.12.14

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,128	3,625	4,103	4,506	4,872
增长率	-10%	16%	13%	10%	8%
净利润(百万元)	214	280	331	402	490
增长率	-4%	31%	18%	21%	22%
EPS(元/股)	0.52	0.68	0.81	0.98	1.19
市盈率(P/E)	32.5	24.8	20.9	17.3	14.2
市净率(P/B)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,711	3,152	3,463	3,710	营业收入	3,625	4,103	4,506	4,872
应收票据及账款	58	68	73	80	营业成本	2,265	2,495	2,721	2,920
预付账款	37	115	124	125	税金及附加	30	34	38	42
存货	162	185	207	218	销售费用	860	949	1,029	1,068
合同资产	0	0	0	0	管理费用	228	253	274	276
其他流动资产	307	455	353	357	研发费用	33	33	32	29
流动资产合计	3,275	3,976	4,220	4,489	财务费用	-64	-26	-29	-23
长期股权投资	34	11	13	15	信用减值损失	0	-7	-9	-8
固定资产	1,476	1,477	1,477	1,477	资产减值损失	-2	0	-1	-1
在建工程	54	54	54	53	公允价值变动收益	6	3	5	4
无形资产	189	170	153	135	投资收益	10	13	12	13
商誉	0	0	0	0	其他收益	56	50	53	50
其他非流动资产	206	213	215	201	<b>营业利润</b>	<b>343</b>	<b>422</b>	<b>502</b>	<b>616</b>
非流动资产合计	1,960	1,925	1,911	1,882	营业外收入	0	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>5,235</b>	<b>5,901</b>	<b>6,131</b>	<b>6,371</b>	营业外支出	2	2	2	2
短期借款	1,007	1,358	1,323	1,137	<b>利润总额</b>	<b>341</b>	<b>420</b>	<b>500</b>	<b>614</b>
应付票据及账款	414	455	468	534	所得税	61	89	98	125
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>280</b>	<b>331</b>	<b>402</b>	<b>489</b>
合同负债	168	219	213	230	少数股东损益	-1	0	0	-1
其他应付款	32	27	29	28	<b>归属母公司净利润</b>	<b>281</b>	<b>331</b>	<b>402</b>	<b>490</b>
其他流动负债	164	214	206	209	EPS (按最新股本摊薄)	0.68	0.81	0.98	1.19
流动负债合计	1,786	2,273	2,240	2,138					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	98	89	94	91					
非流动负债合计	98	89	94	91					
<b>负债合计</b>	<b>1,884</b>	<b>2,362</b>	<b>2,333</b>	<b>2,229</b>					
归属母公司所有者权益	3,349	3,537	3,796	4,142					
少数股东权益	2	2	1	1					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,351</b>	<b>3,539</b>	<b>3,797</b>	<b>4,142</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,235</b>	<b>5,901</b>	<b>6,131</b>	<b>6,371</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>383</b>	<b>344</b>	<b>317</b>	<b>534</b>
现金收益	216	324	390	482
存货影响	10	-23	-22	-11
经营性应收影响	6	-88	-13	-7
经营性应付影响	-68	36	16	64
其他影响	219	95	-54	5
<b>投资活动现金流</b>	<b>-138</b>	<b>-129</b>	<b>139</b>	<b>23</b>
资本支出	116	0	0	2
股权投资	-18	23	-2	-3
其他长期资产变化	-236	-152	141	24
<b>融资活动现金流</b>	<b>-18</b>	<b>226</b>	<b>-146</b>	<b>-310</b>
借款增加	91	349	-34	-187
股利及利息支付	-79	-217	-260	-300
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-30	94	148	177

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	15.9%	13.2%	9.8%	8.1%
EBIT 增长率	13.3%	41.8%	19.6%	25.6%
归母公司净利润增长率	31.0%	18.2%	21.4%	21.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	37.5%	39.2%	39.6%	40.1%
净利率	7.7%	8.1%	8.9%	10.0%
ROE	8.4%	9.4%	10.6%	11.8%
ROIC	7.0%	9.0%	10.0%	12.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.0%	40.0%	38.1%	35.0%
流动比率	1.8	1.7	1.9	2.1
速动比率	1.7	1.7	1.8	2.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	6	6	6	6
存货周转天数	27	25	26	26
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.68	0.81	0.98	1.19
每股经营现金流	0.93	0.84	0.77	1.30
每股净资产	8.15	8.61	9.24	10.08
<b>估值比率</b>				
P/E	25	21	17	14
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	136	91	77	62

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn