

研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

冲泡即饮双轮驱动，盈利能力持续改善

——香飘飘(603711)2023年年报及2024年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现		2024/04/18		
表现		1M	3M	12M
香飘飘		13.6%	4.6%	-12.9%
沪深300		-0.9%	9.0%	-14.2%

市场数据		2024/04/18
当前价格(元)		17.66
52周价格区间(元)		10.42-23.70
总市值(百万)		7,253.77
流通市值(百万)		7,253.77
总股本(万股)		41,074.58
流通股本(万股)		41,074.58
日均成交额(百万)		119.34
近一月换手(%)		0.70

相关报告

《香飘飘(603711)2023年三季报点评：收入符合预期，期待四季度冲泡旺季表现(增持)*饮料乳品*薛玉虎，刘浩铭》——2023-10-21

《香飘飘(603711)2023年半年报点评：冲泡淡季逆势高增，即饮持续发力(增持)*饮料乳品*薛玉虎，刘浩铭》——2023-08-20

《香飘飘(603711)2022年报及2023一季报点评：疫情扰动下实现开门红，股权激励激发增长动能(增持)*饮料乳品*薛玉虎，刘浩铭》——

事件：

2024年4月17日，香飘飘发布2023年年报和2024年一季度报，2023年公司实现营业收入36.25亿元，同比+15.90%；实现归母净利润2.80亿元，同比+31.04%；实现扣非归母净利润2.31亿元，同比+32.76%。2024年一季度公司实现营业收入7.25亿元，同比+6.76%；实现归母净利润0.25亿元，同比+331.26%；实现扣非归母净利润0.20亿元，同比+382.57%。

投资要点：

- **冲泡基本盘稳步修复，即饮板块第二增长曲线凸显。**分产品来看，2023年冲泡类和即饮类营收分别为26.86/9.01亿元，同比+9.37%/+41.16%，其中2023年四季度冲泡类和即饮类营收分别为14.76/1.59亿元，同比-1.18%/+60.10%。冲泡业务为公司基本盘，2023年实现接近双位数的修复性增长，产品端公司围绕“健康化”及“泛冲泡”两大路线持续推出新品，落实“渠道下沉”策略，打造高势能终端。2023年4月底即饮销售团队开始独立运作，围绕Meco果汁茶、兰芳园冻柠茶两款核心产品，积极开展核心渠道铺货、生动化陈列、终端冰冻化等，实现了冰冻化终端门店数量进一步提升。从2024年一季度来看，冲泡类/即饮类营收分别为4.85/2.34亿元，同比+5.46%/+10.12%，增长趋势延续，我们预计2024年Q1冲泡业务增速较上年放缓主要系公司主动调节出货节奏。
- **成本改善叠加规模效应，毛利率提升显著。**2023年公司毛利率为37.53%，同比+3.73pct，其中冲泡类、即饮类毛利率提升4.03/6.73pct至44.68%/18.41%。毛利率大幅改善，预计主要系：1)销售体量增大，规模效应释放，2023年冲泡/即饮销量同比+8.51%/+39.58%。2)脱脂奶粉等原料采购成本下降，2023年主营业务的原料成本占营业收入比值同比-2.06pct。3)精益改造，用工人数减少，劳动效率提升，其中2023年公司生产人员减少331人至849人。费用端来看，2023年销售、管理、研发费用率分别为23.73%/6.28%/0.90%，同比+5.80pct/-1.07pct/-0.01pct，销售费用率提升幅度较大预计主要系公司即饮业务品牌营销活动增多及冰柜投放力度加大，广告费及

2023-04-21

市场推广费支出的增加，以及组建即饮销售团队带来人力支出的增加。公司整体盈利能力持续改善，2023 年实现归母净利率为 7.73%，同比+0.89pct。2024 年一季度归母净利率为 3.48%，同比+2.62pct，主要系各项费率的持续优化，销售/管理费用率同比-2.81/-0.33pct。

- **积极推进人才队伍建设，内部管理能力提升。**2023 年 12 月，公司聘请杨冬云先生担任公司总裁，全面负责公司的日常运营和管理。杨总裁曾历任宝洁品类总监、黛安芬总经理、白象食品副总裁等职务，在消费品领域拥有丰富的经验，未来有望带动公司积极变革。公司 2023 年引进 600 多名即饮专业销售人才，新增经销商 406 家，汰换经销商 207 家，最终达到 1531 家经销商，即饮专职经销商数量大幅提高。管理上，公司积极推进精细化管理与信息化建设，推动精益生产，努力实现降本增效。我们预计在人才队伍的完善及管理能力的逐步提升下，公司业绩有望迎来更加稳健的增长。
- **盈利预测和投资评级：**展望未来，公司继续坚持奶茶及饮料“双轮驱动”战略，在稳定开拓固体冲泡奶茶市场的同时，大力拓展即饮饮料市场，实现公司持续、健康、稳定的发展，对此我们调整公司盈利预测，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.87/1.12/1.28 元，对应 PE 分别为 20/16/14X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 新品推广不及预期；2) 冲泡业务恢复不及预期；3) 原材料价格超预期上行；4) 行业竞争加剧；5) 食品安全问题等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3625	4249	4722	5216
增长率(%)	16	17	11	10
归母净利润(百万元)	280	358	461	526
增长率(%)	31	28	29	14
摊薄每股收益(元)	0.68	0.87	1.12	1.28
ROE(%)	8	10	12	13
P/E	25.21	20.24	15.73	13.80
P/B	2.10	2.06	1.93	1.80
P/S	1.94	1.71	1.54	1.39
EV/EBITDA	11.88	9.30	7.30	6.25

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：香飘飘盈利预测表

证券代码:	603711				股价:	17.66	投资评级:	增持		日期:	2024/04/18
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		
盈利能力					每股指标						
ROE	8%	10%	12%	13%	EPS	0.68	0.87	1.12	1.28		
毛利率	38%	38%	40%	40%	BVPS	8.15	8.59	9.15	9.79		
期间费率	28%	28%	28%	28%	估值						
销售净利率	8%	8%	10%	10%	P/E	25.21	20.24	15.73	13.80		
成长能力					P/B	2.10	2.06	1.93	1.80		
收入增长率	16%	17%	11%	10%	P/S	1.94	1.71	1.54	1.39		
利润增长率	31%	28%	29%	14%							
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
总资产周转率	0.69	0.74	0.78	0.80	营业收入	3625	4249	4722	5216		
应收账款周转率	62.79	77.42	60.18	76.66	营业成本	2265	2621	2856	3128		
存货周转率	22.39	21.33	22.15	22.37	营业税金及附加	30	37	41	45		
偿债能力					销售费用	860	960	1053	1163		
资产负债率	36%	38%	38%	38%	管理费用	228	255	274	313		
流动比	1.83	1.75	1.76	1.78	财务费用	-64	-12	-14	-17		
速动比	1.69	1.58	1.61	1.63	其他费用/(-收入)	33	34	38	42		
					营业利润	343	443	567	638		
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-2	6	10	17		
现金及现金等价物	2943	3219	3494	3844	利润总额	341	449	577	655		
应收款项	58	55	78	68	所得税费用	62	91	116	130		
存货净额	162	199	213	233	净利润	280	358	461	525		
其他流动资产	113	165	150	167	少数股东损益	-1	0	-1	-1		
流动资产合计	3275	3638	3936	4312	归属于母公司净利润	280	358	461	526		
固定资产	1476	1537	1587	1627							
在建工程	54	52	51	49	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
无形资产及其他	396	436	453	471	经营活动现金流	383	672	698	800		
长期股权投资	34	48	63	79	净利润	280	358	461	526		
资产总计	5235	5711	6089	6538	少数股东损益	-1	0	-1	-1		
短期借款	1007	1087	1167	1248	折旧摊销	188	170	177	187		
应付款项	414	531	558	623	公允价值变动	-6	0	0	0		
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-86	130	45	79		
其他流动负债	365	465	506	546	投资活动现金流	-138	-254	-227	-219		
流动负债合计	1786	2083	2231	2417	资本支出	-65	-233	-212	-208		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-91	-39	-34	-32		
其他长期负债	98	98	98	98	其他	18	19	19	21		
长期负债合计	98	98	98	98	筹资活动现金流	-18	-141	-196	-230		
负债合计	1884	2181	2329	2515	债务融资	0	80	80	81		
股本	411	411	411	411	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	3351	3530	3760	4022	其它	-18	-221	-276	-311		
负债和股东权益总计	5235	5711	6089	6538	现金净增加额	230	276	275	350		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。