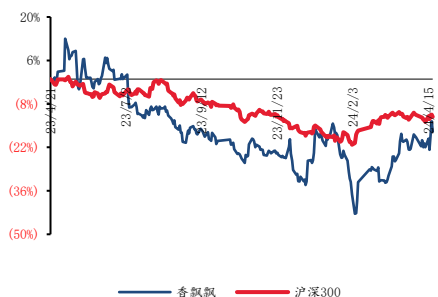


香飘飘: 2024Q1 利润高弹性增长, 即饮成长势头正劲

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	4.11/4.11
总市值/流通(亿元)	69.74/69.74
12个月内最高/最低价(元)	23.7/10.42

相关研究报告

<<香飘飘: 23年一季度业绩扭亏, 激励计划增强公司动能>>—2023-04-24

<<香飘飘三季报点评: 费用高举高打, 期待新品放量>>—2019-10-28

证券分析师: 肖依琳

电话:

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件: 公司发布 2023 年报&2024 年一季报, 其中 2023 年全年实现收入 36.25 亿元, 同比+15.90%, 归母净利 2.80 亿元, 同比+31.04%, 扣非净利 2.31 亿元, 同比+32.76%; 其中 2023Q4 实现收入 16.47 亿元, 同比+3.06%, 归母净利 2.77 亿元, 同比-4.2%。2024Q1 实现收入 7.25 亿元, 同比+6.76%, 归母净利 0.25 亿元, 同比+331.26%, 扣非净利同比+382.6%。

2023 年收入符合预期, 2024Q1 收入表现稳健。 全年分产品看, 公司冲泡/即饮分别实现收入 26.86/9.01 亿元, 分别同比+9.37%/+41.16%, 冲泡在推新提速+终端势能加强的推动下实现稳健增长, 2023 年公司围绕行业健康化趋势进行植物奶产品升级, 推出“如鲜”、“鲜咖主义”新品, 试销反馈良好。同时 2023 年即饮增长亮眼, 主因新品铺货顺利推进, 动销表现较优。公司全年净增经销商 199 家至 1531 家, 其中预计专职即饮的经销商新增 200 余家, 新品兰芳园冻柠茶上市首年实现税前收入 2 亿元, 增长势头较强。2024Q1 公司收入增长 6.76%, 冲泡/即饮同比增长 5.5%/10.1%, Q1 公司地推活动增加较多, 货折冲减收入, 实际整体出货增速预计高于报表收入增长。同时 3 月考虑冲泡库存优化问题, 发货节奏略有放缓, Q1 收入+Δ 预收为 7.11 亿元, 同比+13.8%, 销售收现同比+16.7%。

2023 年毛利率提升明显, 2024Q1 盈利高弹性增长。 2023 年公司毛利率同比+3.73pct 至 37.53%, 其中冲泡毛利率同比+4.03pct 至 44.68%, 即饮同比+6.73pct 至 18.41%, 毛利率提升与规模效应提升, 以及奶粉、植脂末等原材料价格下降有关。全年公司销售/管理/财务费用率为 23.7%/6.3%/-1.8%, 分别同比+5.8/-1.1/-0.6pct, 销售费用率提升较多, 主因公司配合新品推广加大地推及广告投放力度, 全年市场推广费/广告费分别同比+87%/+89%, 同时 2023 年公司单独成立即饮事业部, 新增近 500 名销售人员导致员工薪酬提升。公司通过控制中后台费用的方式保证盈利水平的稳定, 管理费用及财务费用均有效压缩, 全年净利率同比+0.9pct 至 7.73%。2024Q1 公司毛利率同比+2.6pct 至 33.6%, 预计与销售拉动下产能利用率逐步提升有关, 同时销售费用/管理费用分别同比-2.8/-0.3pct, 净利率同比+2.6pct 至 3.5%, 即饮减亏趋势明显。

即饮第二曲线发展势头正劲, 带动盈利高弹性增长。 展望 2024 年, 公司冲泡业务通过产品创新以及高势能网点精耕挖潜, 收入预计稳定双位数增长。冲泡业务净利率常年保持在 16% 以上, 是较稳定的现金

流业务，可为新品的发展提供坚实支撑。今年为公司顺利调整即饮内部管理架构后的第一年，预计将继续围绕 Meco 果汁茶、兰芳园冻柠茶两款核心产品，通过网点扩张、加大地推营销等方式发力样板市场，为后续的全国化扩张做准备，全年预计即饮收入延续高弹性增长。此外，今年随即饮业务销售规模逐步提升，带动产能利用率向上恢复，即饮业务盈利有望稳步减亏，看好盈利水平高弹性恢复。

盈利预测：我们预计 2024-2026 年实现收入 42.06/48.01/54.29 亿元，同比增长 16%/14%/13%，实现利润 3.54/4.50/5.38 亿元，同比增长 26%/27%/19%，对应 PE 20/15/13X。我们按照 2024 年业绩给 25 倍 PE，一年目标价 21.53 元，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；即饮旺季动销不及预期；内部管理调整变动；网点开拓不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,625	4,206	4,801	5,429
营业收入增长率(%)	15.90%	16.03%	14.15%	13.08%
归母净利（百万元）	280	354	450	538
净利润增长率(%)	31.04%	26.24%	27.26%	19.46%
摊薄每股收益（元）	0.68	0.86	1.10	1.31
市盈率（PE）	25.21	19.62	15.42	12.90

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,467	2,711	2,587	3,090	3,691
应收和预付款项	99	95	0	0	0
存货	172	162	0	0	0
其他流动资产	228	307	297	297	297
流动资产合计	2,966	3,275	2,884	3,387	3,988
长期股权投资	17	34	43	53	62
投资性房地产	89	61	86	111	136
固定资产	1,572	1,476	1,536	1,552	1,562
在建工程	69	54	-66	-167	-273
无形资产开发支出	194	189	186	184	180
长期待摊费用	3	1	1	1	1
其他非流动资产	3,100	3,419	3,041	3,544	4,147
资产总计	5,044	5,235	4,828	5,278	5,816
短期借款	921	1,007	1,007	1,007	1,007
应付和预收款项	494	414	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	505	463	111	111	111
负债合计	1,920	1,884	1,118	1,118	1,118
股本	411	411	411	411	411
资本公积	633	646	651	651	651
留存收益	2,078	2,293	2,646	3,097	3,634
归母公司股东权益	3,122	3,349	3,708	4,159	4,696
少数股东权益	3	2	2	2	2
股东权益合计	3,124	3,351	3,710	4,160	4,698
负债和股东权益	5,044	5,235	4,828	5,278	5,816

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	786	383	33	647	791
投资性现金流	98	-138	-161	-144	-190
融资性现金流	-355	-18	4	0	0
现金增加额	530	230	-124	503	602

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,128	3,625	4,206	4,801	5,429
营业成本	2,071	2,265	2,573	2,894	3,165
营业税金及附加	30	30	37	43	48
销售费用	561	860	917	1,047	1,162
管理费用	230	228	307	336	353
财务费用	-38	-64	0	0	0
资产减值损失	0	-2	0	0	0
投资收益	16	10	26	29	0
公允价值变动	-1	6	0	0	0
营业利润	285	343	432	549	656
其他非经营损益	-2	-2	0	0	0
利润总额	283	341	432	549	656
所得税	69	62	78	99	118
净利润	214	280	354	450	538
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归母股东净利润	214	280	354	450	538

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	33.80%	37.53%	38.82%	39.73%	41.71%
销售净利率	6.84%	7.73%	8.41%	9.38%	9.91%
销售收入增长率	-9.76%	15.90%	16.03%	14.15%	13.08%
EBIT 增长率	24.81%	13.09%	64.07%	27.26%	19.46%
净利润增长率	-3.89%	31.04%	26.24%	27.26%	19.46%
ROE	6.85%	8.37%	9.54%	10.83%	11.45%
ROA	4.24%	5.35%	7.33%	8.53%	9.25%
ROIC	4.35%	4.93%	7.47%	8.68%	9.40%
EPS (X)	0.52	0.68	0.86	1.10	1.31
PE (X)	28.92	25.21	19.62	15.42	12.90
PB (X)	1.98	2.10	1.87	1.67	1.48
PS (X)	1.98	1.94	1.65	1.45	1.28
EV/EBITDA (X)	10.99	11.88	8.27	6.22	4.70

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。