

香飘飘 (603711.SH)

公司快报

食品饮料 | 非乳饮料III

投资评级

买入-B(首次)

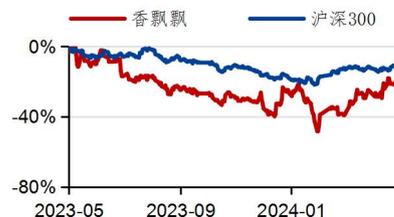
股价(2024-05-06)

19.21 元

交易数据

总市值(百万元)	7,890.43
流通市值(百万元)	7,890.43
总股本(百万股)	410.75
流通股本(百万股)	410.75
12个月价格区间	22.27/12.04

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.13	55.15	-7.9
绝对收益	15.65	65.6	-16.84

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号: S0910523120001

lixinxin@huajinsec.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.cn

相关报告

冲泡修复增长, 即饮势能向好

投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。根据公告, 2023 年公司实现营业收入 36.25 亿元, 同比增长 15.90%, 实现归母净利润 2.80 亿元, 同比增长 31.04%, 实现扣非后归母净利润 2.31 亿元, 同比增长 32.76%;

23Q4 公司实现营业收入 16.47 亿元, 同比增长 3.06%, 实现归母净利润 2.77 亿元, 同比增长-4.20%, 实现扣非后归母净利润 2.71 亿元, 同比增长-2.37%;

24Q1 公司实现营业收入 7.25 亿元, 同比增长 6.76%, 实现归母净利润 0.25 亿元, 同比增长 331.26%, 实现扣非后归母净利润 0.20 亿元, 同比增长 382.57%。

◆ **年报分析:** 即饮快速增长, 营销费用投放增加, 全年净利率小幅提升

冲泡修复增长, 即饮表现抢眼。2023 年公司实现营收 36.25 亿元, 同比+15.90% (Q1: +37.03%; Q2: +35.19%; Q3: +20.41%; Q4: +3.06%)。分业务来看, 23 年冲泡类产品收入 26.86 亿元, 同比+9.37%, 期间产品端推出如鲜手作燕麦奶茶、鲜咖主义手作燕麦拿铁咖啡两款创新健康化产品, 试销期间获市场好评, 公司进一步坚定产品健康化升级策略同时积极探索泛冲泡品类, 营销端则通过新媒体精准投放、大媒介节目推广等方式强化品牌温暖形象、扩大品牌传播, 渠道端亦坚持落实下沉策略, 旺季提前布局, 带动冲泡产品旺季销售快速起势; 23 年即饮类产品收入 9.01 亿元, 同比+41.16%, 核心产品 Meco 果汁茶持续丰富口味创新、积极探索泛零食场景, 并精准捕捉礼品消费需求推出礼盒装获市场好评, 兰芳园冻柠茶凭借正宗港式风味、0 蔗糖快速起量, 实现正式上市首年税前销售收入超 2 亿元, 公司联合线上线下实行全方位品牌推广, 同时成立了千人规模的独立即饮业务销售团队提高渠道服务能力, 有望赋能终端销售持续实现较快增长。除此之外, 公司经销商队伍不断优化, 截止 23 年年末, 公司经销商数量同比增加 199 家至 1531 家, 其中新增经销商 406 家, 汰换经销商 207 家, 即饮专职经销商数量大幅提高。

营销投放增加, 全年净利率小幅提升。2023A/Q4 公司毛利率为 37.53%/43.89%, 同比+3.73pct/+3.15pct, 主要得益于原料采购成本下降和精益改造带来的效率提升。2023A/Q4 销售费用率为 23.73%/17.36%, 同比+5.80pct/+6.79pct, 主要源于公司增加广告费及市场推广费支出、组建即饮销售团队增加人力支出, 管理费用率为 6.28%/3.88%, 同比-1.08pct/+0.04pct, 全年维度有所下降。综合来看, 2023A/Q4 公司净利率为 7.72%/16.80%, 同比+0.88pct/-1.29pct, 23Q4 净利率下降主要系营销费用增加所致。

◆ **一季报分析:** 冲泡稳健增长, 即饮将启旺季, 净利率显著改善

冲泡稳健增长, 即饮将启旺季。24Q1 公司冲泡类产品收入 4.85 亿元, 同比+5.46%, 即饮类收入 2.34 亿元, 同比+10.12%。目前冲泡已进入旺季尾声, 预计渠道库存表现良性, 伴随着产品健康化升级及渠道下沉, 全年有望实现稳健增长。即饮业务即将进入夏季销售旺季, 公司持续加强终端冰冻化建设、增加销售网点, 围绕 Me



co 杯装果茶与兰芳园冻柠茶全面发力，全年有望实现快速增长。

费率管控良好，盈利能力同比提升。24Q1 公司毛利率为 33.64%，同比+2.62pct，或主要得益于规模效应增强带来的成本优化。费用端，24Q1 公司销售费用率为 24.01%，同比-2.81pct，预计受益于费用投放效率提升，管理/研发/财务费用率为 7.65%/1.04%/-2.66%，同比-0.33pct/+0.06pct/-0.49pct，最终净利率为 3.49%，同比+2.63pct，盈利能力显著改善。

◆ **未来展望：冲泡创新升级，即饮贡献第二曲线。**具体来看，**冲泡业务**，持续推进产品健康化升级和渠道下沉工作，加强如鲜手作燕麦卖茶的优化升级和市场探测；**即饮业务**，继续发力 Meco 杯装果茶与兰芳园冻柠茶两大产品，其中 Meco 杯装果茶将加强产品传播营销，渠道端聚焦头部城市，通过打造样板市场、构建盈利模式，拓展多元化渠道模型，同时挖掘礼品装家庭装消费机会赋能增长，兰芳园冻柠茶方面亦继续强化已有成果，并通过聚集重点城市及高校，打造样板市场、构建盈利模式，同时积极探索餐饮、零售等渠道，以期快速抢占市场，旺季期间公司将持续加强终端冰冻化建设、增加销售网点，提升冰冻化水平，除此之外，公司将继续开拓优化经销商，提升与即饮业务的适配度，从而助力产品动销。同时，公司也将积极梳理优化内部管理经营，赋能长期发展。

◆ **投资建议：**公司坚持双轮驱动战略，冲泡产品健康升级、稳健发展，即饮产品势能向好、蓄势待发，伴随着后续样板市场打造成功全国铺开、渠道多元化拓展以及营销推广力度加大等，即饮业绩弹性有望逐步释放，叠加新总经理上任持续加强内部精细化管理、提高运营效率，未来有望持续实现较好发展。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 42.73/49.15/55.86 亿元，同比增长 17.9%/15.0%/13.7%，归母净利润 3.46/4.35/5.05 亿元，同比增长 23.6%/25.7%/16.0%，对应 EPS 分别为 0.84/1.06/1.23 元，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**市场需求变化，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期，产品销售不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,128	3,625	4,273	4,915	5,586
YoY(%)	-9.8	15.9	17.9	15.0	13.7
归母净利润(百万元)	214	280	346	435	505
YoY(%)	-3.9	31.0	23.6	25.7	16.0
毛利率(%)	33.8	37.5	37.8	38.0	38.2
EPS(摊薄/元)	0.52	0.68	0.84	1.06	1.23
ROE(%)	6.8	8.3	9.4	10.7	11.2
P/E(倍)	36.9	28.2	22.8	18.1	15.6
P/B(倍)	2.5	2.4	2.1	1.9	1.7
净利率(%)	6.8	7.7	8.1	8.9	9.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

预计 2024-2026 年公司收入同比增长 17.9%/15.0%/13.7%，毛利率为 37.8%/38.1%/38.2%：

- (1) **冲泡类产品**：国内冲泡市场竞争格局稳定，公司稳居龙头、连续 12 年杯装冲泡奶茶市场份额第一，香飘飘品牌深入人心。冲泡现已成为公司重要基本盘业务，伴随着产品健康化升级、泛冲泡品类扩充和渠道的持续下沉，该业务有望持续实现稳健增长，预计 2024-2026 年冲泡类产品收入增速为 10.09%/8.07%/7.06%，毛利率为 46.0%/47.0%/47.5%。
- (2) **即饮类产品**：两大核心产品 Meco 果汁茶、兰芳园冻柠茶呈现强劲增长势能，随着后续营销力度加大、终端网点铺货陈列强化以及渠道多元化拓展等，该类产品有望快速放量，加速形成第二增长曲线。预计 2024-2026 年即饮类产品收入增速为 41.4%/31.3%/26.3%，毛利率为 20.0%/22.0%/24.0%。

表 1：公司业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
冲泡类产品					
营业收入（百万元）	2455.45	2685.52	2956.48	3195.07	3420.64
yoy%	-11.55%	9.37%	10.09%	8.07%	7.06%
毛利率	40.65%	44.68%	46.00%	47.00%	47.50%
即饮类产品					
营业收入（百万元）	638.45	901.23	1274.34	1673.20	2112.42
yoy%	-0.69%	41.16%	41.4%	31.3%	26.3%
毛利率	11.68%	18.41%	20.00%	22.00%	24.00%
其他业务					
营业收入（百万元）	33.92	38.39	42.23	46.46	53.42
yoy%	-28.32%	13.19%	10.00%	10.00%	15.00%
公司整体					
营业收入（百万元）	3127.82	3625.14	4273.05	4914.73	5586.49
yoy%	-9.76%	15.90%	17.87%	15.02%	13.67%
毛利率	33.80%	37.53%	37.8%	38.1%	38.2%

资料来源：wind，华金证券研究所

二、可比公司估值

公司主营业务为饮料相关产品的研发、生产和销售，涵盖冲泡与即饮两大产品板块。为便于对比分析，我们选取业务内容相似的上市公司养元饮品（主要从事于以核桃仁为原料的植物蛋白饮料的研发、生产和销售）、承德露露（主要从事植物蛋白饮料的生产和销售）、李子园（主营业务为甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研究、生产与销售）、东鹏饮料（主要从事饮料的研发、生产及销售）作为可比公司，进行估值对比。公司坚持双轮驱动战略，冲泡产品健康升级、稳健发展，即饮产品势能向好、蓄势待发，伴随着后续样板市场打造成功全国铺开、渠道多元化拓展以及营销推广力度加大等，即饮业绩弹性有望逐步释放，叠加新总经理上任持续加强内部精细化管理、提高运营效率，未来有望持续实现较好发展。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E
603156	养元饮品	340.67	18.01	20.37	18.91	16.73
000848	承德露露	99.36	6.84	7.55	14.52	13.16
605337	李子园	51.47	2.78	3.24	18.50	15.87
605499	东鹏饮料	881.26	26.56	33.35	33.18	26.42
平均		-	13.55	16.13	21.28	18.04
603711	香飘飘	78.90	3.46	4.35	22.78	18.12

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2024 年 5 月 6 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2966	3275	3777	3917	4574	营业收入	3128	3625	4273	4915	5586
现金	2467	2711	3093	3257	3788	营业成本	2071	2265	2658	3045	3455
应收票据及应收账款	54	58	74	78	95	营业税金及附加	30	30	36	42	49
预付账款	45	37	60	52	75	营业费用	561	860	983	1106	1246
存货	172	162	230	219	290	管理费用	230	228	248	275	296
其他流动资产	228	307	321	312	326	研发费用	28	33	34	44	50
非流动资产	2078	1960	2115	2252	2382	财务费用	-38	-64	-49	-65	-86
长期投资	17	34	51	68	84	资产减值损失	-19	-2	-7	-10	-15
固定资产	1572	1476	1610	1731	1854	公允价值变动收益	-1	6	3	5	4
无形资产	194	189	181	173	165	投资净收益	16	10	14	12	13
其他非流动资产	295	260	273	281	279	营业利润	285	343	428	534	633
资产总计	5044	5235	5892	6170	6955	营业外收入	5	0	14	17	9
流动负债	1840	1786	2096	2003	2335	营业外支出	7	2	6	5	5
短期借款	921	1007	1007	1007	1007	利润总额	283	341	436	546	637
应付票据及应付账款	494	414	651	569	816	所得税	69	62	90	111	133
其他流动负债	425	365	438	428	512	税后利润	214	280	346	435	505
非流动负债	80	98	98	98	98	少数股东损益	0	-1	-0	-0	-0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	214	280	346	435	505
其他非流动负债	80	98	98	98	98	EBITDA	446	501	557	683	789
负债合计	1920	1884	2195	2102	2433						
少数股东权益	3	2	2	2	1	主要财务比率					
股本	411	411	411	411	411	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	633	646	646	646	646	成长能力					
留存收益	2078	2293	2554	2895	3303	营业收入(%)	-9.8	15.9	17.9	15.0	13.7
归属母公司股东权益	3122	3349	3696	4066	4521	营业利润(%)	25.4	20.5	24.7	24.8	18.6
负债和股东权益	5044	5235	5892	6170	6955	归属于母公司净利润(%)	-3.9	31.0	23.6	25.7	16.0
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	33.8	37.5	37.8	38.0	38.2
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率(%)	6.8	7.7	8.1	8.9	9.0
经营活动现金流	786	383	620	448	802	ROE(%)	6.8	8.3	9.4	10.7	11.2
净利润	214	280	346	435	505	ROIC(%)	4.9	5.9	6.8	7.9	8.4
折旧摊销	181	180	147	171	197	偿债能力					
财务费用	-38	-64	-49	-65	-86	资产负债率(%)	38.1	36.0	37.2	34.1	35.0
投资损失	-16	-10	-14	-12	-13	流动比率	1.6	1.8	1.8	2.0	2.0
营运资金变动	379	-99	198	-70	206	速动比率	1.5	1.7	1.6	1.8	1.8
其他经营现金流	66	97	-8	-12	-7	营运能力					
投资活动现金流	98	-138	-280	-284	-307	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
筹资活动现金流	-355	-18	41	0	36	应收账款周转率	70.7	64.9	64.9	64.9	64.9
						应付账款周转率	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.68	0.84	1.06	1.23	P/E	36.9	28.2	22.8	18.1	15.6
每股经营现金流(最新摊薄)	1.91	0.93	1.51	1.09	1.95	P/B	2.5	2.4	2.1	1.9	1.7
每股净资产(最新摊薄)	7.60	8.15	9.00	9.90	11.01	EV/EBITDA	14.0	12.1	10.2	8.0	6.3

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn