

香飘飘 (603711)

证券研究报告

2024年05月09日

24Q1 扣非扭亏，期待改革成效

公司公告：23 年营业收入 36.25 亿元，同比+15.90%；归母净利 2.80 亿元，同比+31.04%。23Q4 营业收入 16.47 亿元，同比+3.06%；归母净利 2.77 亿元，同比-4.20%。24Q1 营业收入 7.25 亿元，同比+6.76%；归母净利 0.25 亿元，同比+331.26%；扣非净利 0.20 亿元(23Q1 为-0.07 亿元)。

收入端：即饮业务高增，冲泡积极去库存。

分业务看，23 年公司冲泡/即饮收入为 26.86/9.01 亿元，同比+9.37%/41.16%，即饮业务收入占比+4.5pct 至 25.1%。23 年即饮业务新引进 600 多名销售人才，组建独立即饮销售团队；兰芳园冻柠茶自 23 年 2 月上市以来在广东、北京、华东获得良好反馈，23 年税前销售收入超 2 亿。23Q4 冲泡/即饮业务收入同比-1%/+60%，冲泡业务或受春节旺季推后影响。24Q1 冲泡/即饮业务收入 4.85/2.34 亿元，同比+5.5%/10.1%；23Q4+24Q1 冲泡业务收入同比持平、即饮业务收入同比+26%。冲泡业务春节后积极消化渠道库存，即饮 3 月后逐步启动动销。

分区域看，23 年华东/华中/西南/西北营业收入分别为 16.0/5.3/4.6/3.0 亿元，同比+18%/15%/11%/10%；24Q1 同比+6%/1%/13%/4%，核心市场发展稳健。23 年公司经销商净增 199 家至 1531 家，即饮业务积极招商。

利润端：毛利率明显改善，24Q1 强化费效比。

23 年净利率同比+0.9pct，其中：毛利率同比+3.7pct（冲泡/即饮同比+4.03/6.73pct），主要系：1）冲泡类业务均价提升约 1%；2）原材料、人工占营业收入比重同比-2.0/-1.2pct，主因脱脂奶粉、植脂末、纸箱等价格下降；3）即饮业务制造费用占营业收入比重同比-3.7pct，系规模效应摊薄。23 年销售费率同比+5.8pct，其中职工薪酬/市场推广费/广告费占营业收入比重同比+0.5/2.6/2.3pct，系即饮投入加大；管理费率同比-1.1pct。23Q4 净利率同比-1.3pct，毛利率同比+3.2pct，销售费率+6.8pct，管理费率基本持平。

24Q1 净利率同比+2.63pct，其中 24Q1 毛利率同比+2.6pct，销售/管理费费率同比-2.8/-0.3pct，预计费效有提升。

展望 24 年，Q1 冲泡业务继续下沉；即饮业务 23 年 4 月底才初步组建团队，今年将加快提升网点冰冻化、促动销。新总裁杨冬云先生有丰富消费品从业经验，未来将进一步健全长效激励机制，期待团队积极性提升。

盈利预测：结合年报并考虑整体消费环境，我们下调 24-25 年收入&归母净利润预测值，预计 24-26 年公司收入增速分别为 16%/13%/11%（金额 42/48/53 亿元，24-25 年前值为 43.7/49.5 亿元），归母净利润增速分别为 24%/24%/24%（金额 3.5/4.3/5.4 亿元，24-25 年前值为 3.6/4.6 亿元），对应 PE 分别为 23X/18X/15X，维持“买入”评级。

风险提示：新品培育不及预期，区域市场竞争加剧，原材料上涨过快

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,127.82	3,625.14	4,208.78	4,766.03	5,303.16
增长率(%)	(9.76)	15.90	16.10	13.24	11.27
EBITDA(百万元)	429.58	438.88	534.63	643.22	766.72
归属母公司净利润(百万元)	213.89	280.29	348.87	432.46	538.13
增长率(%)	(3.89)	31.04	24.46	23.96	24.44
EPS(元/股)	0.52	0.68	0.85	1.05	1.31
市盈率(P/E)	36.89	28.15	22.62	18.25	14.66
市净率(P/B)	2.53	2.36	2.22	2.07	1.91
市销率(P/S)	2.52	2.18	1.87	1.66	1.49
EV/EBITDA	9.84	11.18	9.78	7.64	5.61

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料乳品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.9 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	410.75
流通 A 股股本(百万股)	410.75
A 股总市值(百万元)	7,763.10
流通 A 股市值(百万元)	7,763.10
每股净资产(元)	8.23
资产负债率(%)	27.23
一年内最高/最低(元)	22.81/10.42

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	wuli1@tfzq.com
李本媛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040004	libenyuan@tfzq.com
何宇航	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523090002	heyuhang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《香飘飘-季报点评:即饮业务持续高增，华北市场赶超预期》 2023-10-26
- 《香飘飘-半年报点评:双轮驱动齐增长，期待下半年表现》 2023-08-23
- 《香飘飘-年报点评报告:开局良好，趋势向上，激励彰显即饮板块信心》 2023-04-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,467.40	2,711.21	3,156.59	3,574.52	3,977.37
应收票据及应收账款	53.96	57.73	72.04	74.91	88.60
预付账款	44.97	37.24	54.91	47.71	64.26
存货	171.62	161.92	212.17	204.43	250.14
其他	227.93	307.15	320.10	311.69	324.40
流动资产合计	2,965.88	3,275.25	3,815.80	4,213.26	4,704.76
长期股权投资	16.77	34.28	49.28	64.28	79.28
固定资产	1,572.40	1,476.34	1,354.73	1,256.39	1,151.33
在建工程	68.99	53.92	43.92	33.92	23.92
无形资产	194.25	189.47	180.51	171.34	162.16
其他	225.67	206.18	165.78	123.98	82.18
非流动资产合计	2,078.07	1,960.20	1,794.22	1,649.91	1,498.88
资产总计	5,043.95	5,235.44	5,610.02	5,863.17	6,203.64
短期借款	921.00	1,007.00	898.87	975.87	740.77
应付票据及应付账款	493.72	413.79	606.44	529.73	709.99
其他	236.69	196.75	446.20	439.84	512.60
流动负债合计	1,651.41	1,617.54	1,951.51	1,945.44	1,963.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	79.56	98.33	98.00	98.00	98.00
非流动负债合计	79.56	98.33	98.00	98.00	98.00
负债合计	1,919.62	1,884.04	2,049.51	2,043.44	2,061.36
少数股东权益	2.53	2.01	1.80	1.54	1.22
股本	410.75	410.75	410.75	410.75	410.75
资本公积	633.06	646.08	646.08	646.08	646.08
留存收益	2,077.99	2,292.57	2,501.89	2,761.36	3,084.24
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3,124.33	3,351.40	3,560.51	3,819.73	4,142.28
负债和股东权益总计	5,043.95	5,235.44	5,610.02	5,863.17	6,203.64

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	213.90	279.78	348.87	432.46	538.13
折旧摊销	181.21	179.80	176.27	183.21	189.93
财务费用	19.81	10.97	(73.35)	(86.09)	(99.11)
投资损失	(16.37)	(10.27)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	375.50	(187.81)	178.80	(60.79)	166.16
其它	11.63	110.98	(0.37)	(0.43)	(0.54)
经营活动现金流	785.69	383.44	620.22	458.35	784.57
资本支出	80.74	60.63	36.03	65.70	65.70
长期投资	14.47	17.51	15.00	15.00	15.00
其他	3.08	(216.14)	(51.68)	(111.40)	(111.40)
投资活动现金流	98.28	(138.01)	(0.65)	(30.70)	(30.70)
债权融资	(262.75)	154.29	(34.78)	163.09	(135.98)
股权融资	(68.92)	13.02	(139.41)	(172.81)	(215.04)
其他	(23.00)	(185.21)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(354.66)	(17.90)	(174.19)	(9.72)	(351.02)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	529.31	227.53	445.38	417.93	402.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,127.82	3,625.14	4,208.78	4,766.03	5,303.16
营业成本	2,070.69	2,264.60	2,540.00	2,828.64	3,086.44
营业税金及附加	29.97	30.34	35.35	40.03	44.55
销售费用	560.77	860.37	1,001.69	1,126.21	1,247.83
管理费用	229.98	227.55	247.48	280.24	311.83
研发费用	28.31	32.60	37.88	42.89	47.73
财务费用	(37.53)	(63.62)	(73.35)	(86.09)	(99.11)
资产/信用减值损失	(19.04)	(2.24)	(2.50)	(15.00)	(16.00)
公允价值变动收益	(0.68)	6.31	(0.02)	0.00	0.00
投资净收益	16.37	10.27	10.00	10.00	10.00
其他	(35.83)	(84.30)	0.00	0.00	0.00
营业利润	284.80	343.25	427.21	529.10	657.90
营业外收入	5.05	0.08	0.00	0.00	0.00
营业外支出	7.31	1.98	1.98	1.98	1.98
利润总额	282.55	341.35	425.23	527.12	655.92
所得税	68.66	61.57	76.71	95.09	118.33
净利润	213.90	279.78	348.52	432.02	537.59
少数股东损益	0.00	(0.52)	(0.35)	(0.43)	(0.54)
归属于母公司净利润	213.89	280.29	348.87	432.46	538.13
每股收益(元)	0.52	0.68	0.85	1.05	1.31

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-9.76%	15.90%	16.10%	13.24%	11.27%
营业利润	25.41%	20.52%	24.46%	23.85%	24.34%
归属于母公司净利润	-3.89%	31.04%	24.46%	23.96%	24.44%
获利能力					
毛利率	33.80%	37.53%	39.65%	40.65%	41.80%
净利率	6.84%	7.73%	8.29%	9.07%	10.15%
ROE	6.85%	8.37%	9.80%	11.33%	12.99%
ROIC	11.66%	19.60%	23.84%	40.46%	54.36%
偿债能力					
资产负债率	38.06%	35.99%	36.53%	34.85%	33.23%
净负债率	-49.41%	-50.63%	-63.21%	-67.84%	-77.96%
流动比率	1.61	1.83	1.96	2.17	2.40
速动比率	1.52	1.74	1.85	2.06	2.27
营运能力					
应收账款周转率	70.66	64.91	64.86	64.86	64.86
存货周转率	19.06	21.74	22.50	22.88	23.33
总资产周转率	0.62	0.71	0.78	0.83	0.88
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.68	0.85	1.05	1.31
每股经营现金流	1.91	0.93	1.51	1.12	1.91
每股净资产	7.60	8.15	8.66	9.30	10.08
估值比率					
市盈率	36.89	28.15	22.62	18.25	14.66
市净率	2.53	2.36	2.22	2.07	1.91
EV/EBITDA	9.84	11.18	9.78	7.64	5.61
EV/EBIT	16.76	18.80	14.59	10.68	7.46

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com