

2024年04月18日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

利润高增超预期，降本增效成果显著

—香飘飘（603711.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：肖燕南 S1050123060024
xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年4月17日，香飘飘发布2023年年报及2024年一季度报。

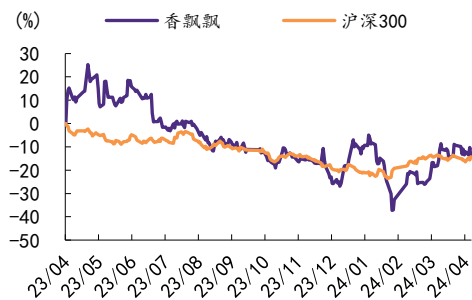
投资要点

基本数据

2024-04-17

当前股价(元)	16.9
总市值(亿元)	69
总股本(百万股)	411
流通股本(百万股)	411
52周价格范围(元)	11.57-23.28
日均成交额(百万元)	48.06

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《香飘飘（603711）：职业化转型决心重大，即饮放量增长可期》2023-12-29
- 《香飘飘（603711）：业绩符合预期，期待冲泡旺季表现》2023-10-20
- 《香飘飘（603711）：业绩符合预期，期待即饮持续增长》2023-08-19

■ 利润超预期，后续动力足

多重利好催化，利润表现超预期。2023年总营收36.25亿元（同增15.90%），归母净利润2.80亿元（同增31.04%）；其中2023Q4总营收16.47亿元（同增3.06%），归母净利润2.77亿元（同减4.20%）。全年收入符合预期，利润增长超预期，主要系成本下降、提价及精益化生产等多重因素影响。2024Q1总营收7.25亿元（同增6.76%），归母净利润0.25亿元（同增331.26%），Q1收入增长略不及预期主要系春节销售折扣较多，同时注重消化库存放缓出货节奏；Q1利润超预期大幅增长，主要系毛利率提升同时期间费用率下降。降本增效成果显著，盈利能力提升明显。2023年毛利率/净利率分别为37.53%/7.72%，分别同比+3.73/0.88pcts，毛利率提升明显主要系降本增效成果显著，全年实现固产线峰值人力节约超800人。2023年销售/管理费用率分别同比+5.80/-1.08pcts，主要系公司对即饮板块大力度及规模投入。2024Q1毛利率同比+2.62pcts，生产效率提高为主因；同时销售/管理费用率同比-2.81/-0.33pcts，费用端收缩带来净利率同比+2.63pcts。现金指标较好，后续动力充足。2023/2024Q1销售回款分别为40.42/8.20亿元，分别同增11.39%/16.70%，合同负债分别同比-10.86%/+13.92%，表明2024Q1回款表现较好，蓄水池充足。

■ 基本盘增长稳健，即饮增长动力充足

冲泡稳健增长，着力健康化创新升级。2023年冲泡/即饮营收分别为26.86/9.01亿元，分别同增9.37%/41.16%，冲泡板块稳健增长，即饮板块实现高增。2023年冲泡毛利率44.68%，同比+4.03pcts，主要系生产效率提升所致。2023年冲泡销量/均价分别同增8.51%/0.79%，销量增长为主驱动力，得益于公司强化品牌“暖”的定位，并持续配合大媒介内容提高产品曝光度，在较多节目中重点推广。同时公司顺应趋势推出“如鲜”手作燕麦奶茶、“鲜咖主义”手作燕麦

拿铁咖啡，着力推进“健康化”升级；亦创新推出“CC 柠檬液”等泛冲泡产品，试销反馈较好。即饮快速增长，品牌势能逐步扩大。2023 年即饮毛利率为 18.41%，同比 +6.73pcts，主要受益于销售规模扩大后摊薄生产成本且精益化生产。2023 年即饮销量/均价分别同增 39.58%/1.13%，以销量提升为主。2023 年果汁茶以“泛零食”与“礼盒装”消费场景作为新增长点，在线上节目与线下快闪活动中加强与消费者链接；对冻柠茶进行较大力度广告投放，同时重点进行冰柜投放，实现税前 2 亿销售规模。公司饮料板块目前已形成稳定团队，拥有 600 余名销售人员，2024 年继续以果汁茶和冻柠茶为重点推进饮料业务放量。

■ 渠道布局双管齐下，全国扩张稳步推进

基地市场稳健增长，新兴市场潜力较大。2023 年华东/华中/西南营收分别为 16.04/5.30/4.64 亿元，分别同增 18.16%/14.52%/10.78%，主要市场稳步增长，其中华东市场 2023 年新增经销商 128 家，着力做好渠道下沉工作。另外东北市场营收同增 30.01%，华南市场毛利率同比提升 8.21pcts，新兴市场潜力充足。渠道思路清晰，深度广度并行。2023 年经销商/电商/直营营收分别为 32.56/2.50/0.63 亿元，分别同增 15.61%/7.00%/119.29%。其中，公司针对冲泡板块进行渠道下沉，提前布局中原市场，在销售旺季成果抢占终端；针对饮料板块专注做好生动化陈列、终端冰冻化工作，实现快速铺货。截至 2023 年年底，公司拥有经销商 1531 家，较去年同比增加 199 家，通过“无忧计划”与多重激励提高经销商积极性，即饮专职经销商数量大幅提升。

■ 盈利预测

我们看好公司生产端持续降本增效，期待新总裁销售策略改革成效，即饮板块实现快速增长；预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.84/0.99/1.15 元，当前股价对应 PE 分别为 20/17/15 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、即饮板块增长不及预期、原材料上涨风险、冲泡板块增长不及预期、季节性波动风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	3,625	4,300	4,985	5,733
增长率（%）	15.9%	18.6%	15.9%	15.0%
归母净利润（百万元）	280	343	408	472
增长率（%）	31.0%	22.5%	18.7%	15.8%
摊薄每股收益（元）	0.68	0.84	0.99	1.15
ROE（%）	8.4%	9.6%	10.5%	11.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,711	3,165	3,662	4,197
应收款	68	88	96	102
存货	162	191	197	209
其他流动资产	334	427	401	374
流动资产合计	3,275	3,872	4,356	4,882
非流动资产:				
金融类资产	232	212	202	202
固定资产	1,476	1,410	1,329	1,246
在建工程	54	22	9	3
无形资产	189	180	171	162
长期股权投资	34	34	34	34
其他非流动资产	206	206	206	206
非流动资产合计	1,960	1,852	1,749	1,651
资产总计	5,235	5,724	6,105	6,533
流动负债:				
短期借款	1,007	1,057	1,097	1,127
应付账款、票据	414	551	601	647
其他流动负债	197	197	197	197
流动负债合计	1,786	2,041	2,141	2,238
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	98	98	98	98
非流动负债合计	98	98	98	98
负债合计	1,884	2,139	2,239	2,336
所有者权益				
股本	411	411	411	411
股东权益	3,351	3,585	3,866	4,197
负债和所有者权益	5,235	5,724	6,105	6,533

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	280	343	408	472
少数股东权益	-1	0	0	0
折旧摊销	178	108	103	97
公允价值变动	6	3	2	1
营运资金变动	-80	43	62	77
经营活动现金净流量	383	497	575	647
投资活动现金净流量	-138	118	104	89
筹资活动现金净流量	209	-60	-86	-112
现金流量净额	454	556	592	624

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,625	4,300	4,985	5,733
营业成本	2,265	2,644	3,094	3,591
营业税金及附加	30	39	39	44
销售费用	860	967	1,097	1,221
管理费用	228	258	289	332
财务费用	-64	-46	-59	-72
研发费用	33	39	45	52
费用合计	1,057	1,218	1,372	1,533
资产减值损失	0	-15	-10	-8
公允价值变动	6	3	2	1
投资收益	10	14	13	12
营业利润	343	437	515	595
加:营业外收入	0	4	3	2
减:营业外支出	2	3	2	1
利润总额	341	438	516	596
所得税费用	62	94	108	124
净利润	280	343	408	472
少数股东损益	-1	0	0	0
归母净利润	280	343	408	472

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	15.9%	18.6%	15.9%	15.0%
归母净利润增长率	31.0%	22.5%	18.7%	15.8%
盈利能力				
毛利率	37.5%	38.5%	37.9%	37.3%
四项费用/营收	29.2%	28.3%	27.5%	26.7%
净利率	7.7%	8.0%	8.2%	8.2%
ROE	8.4%	9.6%	10.5%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	36.0%	37.4%	36.7%	35.8%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	53.2	48.7	52.1	56.2
存货周转率	14.0	14.0	15.9	17.4
每股数据(元/股)				
EPS	0.68	0.84	0.99	1.15
P/E	24.8	20.2	17.0	14.7
P/S	1.9	1.6	1.4	1.2
P/B	2.1	1.9	1.8	1.7

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。