

事件: 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 23 年全年公司实现营收/归母净利润 36.25/2.80 亿元, 同比+15.90%/+31.04%; 其中 23Q4 实现营收/归母净利润 16.47/2.77 亿元, 同比+3.06%/-4.20%; 24Q1 实现营收 7.25 亿元, 同比+6.76%, 归母净利润 2521 万元, 同比 331.26%, 扣非净利润分别为 1977 万元, 扭亏为盈; 公司 2023 年利润分配显示分红率达 51.29%, 分红率较 22 年 30.73% 有较大幅度提升。

即饮产品加速放量, 冲泡类产品恢复性增长。分产品看, ①冲泡类 23 年/23Q4/24Q1 分别实现营收 26.86/14.76/4.85 亿元, 同比增长+9.37%/-1.18%/+5.46%。冲泡类产品围绕“健康化”及“泛冲泡”两条思路推进产品创新升级, 销售策略上减持“渠道下沉”, 聚焦核心市场重点区县的高潜门店, 并在旺季前积极协助经销商抢占终端陈列位和堆头, 营造节日礼赠氛围, 在 23 年取得了一定的恢复性增长。**②即饮类** 23 年/23Q4/24Q1 分别实现营收 9.01/1.59/2.34 亿元, 同比增长+41.16%/+60.09%/+10.12%。23 年即饮类产品围绕 Meco 果汁茶、兰芳园冻柠茶两款核心产品开展销售, 组织架构上公司针对即饮业务组建独立的千人销售团队, 提升经营专注度, 即饮类产品营收增长突出, 后续公司将努力挖掘产品卖点, 加强冰冻化、积极探索餐饮渠道、开拓零食渠道市场机会。

持续加强渠道建设, 经销体系不断优化。分地区看, 23 年华东/西南/华中/西北/华南/华北/东北同比+18.16%/+14.52%/+10.78%/+9.55%/+17.72%/+14.42%/+30.01%, 营收占比四成以上的华东市场保持快于整体的增速, 东北市场由于基数偏低在饮料业务带动下取得 30% 增长。公司目前已经建立了基本覆盖国内大中型城市及县区的全国性销售网络, 销售渠道稳定通畅。**分销售模式看,** 公司经销/电商/出口/直营分别实现营收同比+15.61%/+7.00%/+16.80%/+119.29%, 公司新渠道拓展效果显著, 直营渠道增长迅速。**经销商数量上:** 23 年末公司共有经销商 1,332 家, 全年净增加 273 家。

即饮毛利显著提升, 二次创业初期销售费用率大幅增加。 2023 年公司毛利率为 37.53%, 同比+3.73pcts, 其中冲泡类/即饮类毛利率分别 44.68%/18.41%, 同比+4.03/+6.73pct, 单季度看 23Q4 和 24Q1 毛利率 43.89%/33.64%, 同比+3.15/+8.45pcts。23 年公司销售/管理费用率分别为 23.73%/6.28%, 同比+5.80/-1.08pcts, 销售费用增加主要系广告费及市场推广费支出增加、组建即饮销售团队人力支出增加所致。23 年公司归母净利率 7.73%, 同比+0.89pcts。

投资建议: 预计公司 24-26 年归母净利润增速分别为 3.4/4.2/5.0 亿元, 同比+21.9%/23.3%/17.8%, 当前股价对应 P/E 分别为 21/17/15X, 维持“推荐”评级。

风险提示: 原材料成本波动, 行业竞争加剧, 食品安全问题。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 3,625 | 4,279 | 4,956 | 5,603 |
| 增长率 (%) | 15.9 | 18.0 | 15.8 | 13.0 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 280 | 342 | 421 | 496 |
| 增长率 (%) | 31.0 | 21.9 | 23.3 | 17.8 |
| 每股收益 (元) | 0.68 | 0.83 | 1.03 | 1.21 |
| PE | 26 | 21 | 17 | 15 |
| PB | 2.2 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 18 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

17.66 元


分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

- 香飘飘 (603711.SH) 2023 年三季报点评: 冲泡修复即饮放量 组织架构调整释放改革红利-2023/10/20
- 香飘飘 (603711.SH) 2023 年半年报点评: 冲泡恢复超预期, 即饮发力未来可期-2023/08/21
- 香飘飘 (603711.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 激励落地彰显信心, 看好冲泡弹性和即饮势能-2023/04/18

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 3,625 | 4,279 | 4,956 | 5,603 |
| 营业成本 | 2,265 | 2,547 | 2,935 | 3,301 |
| 营业税金及附加 | 30 | 36 | 41 | 47 |
| 销售费用 | 860 | 1,048 | 1,204 | 1,356 |
| 管理费用 | 228 | 270 | 312 | 353 |
| 研发费用 | 33 | 38 | 45 | 50 |
| EBIT | 263 | 400 | 488 | 574 |
| 财务费用 | -64 | -2 | -9 | -13 |
| 资产减值损失 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 10 | 17 | 20 | 22 |
| 营业利润 | 343 | 419 | 517 | 609 |
| 营业外收支 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 341 | 419 | 517 | 609 |
| 所得税 | 62 | 78 | 96 | 113 |
| 净利润 | 280 | 342 | 421 | 496 |
| 归属于母公司净利润 | 280 | 342 | 421 | 496 |
| EBITDA | 451 | 588 | 678 | 765 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 2,711 | 2,799 | 3,135 | 3,501 |
| 应收账款及票据 | 58 | 62 | 71 | 81 |
| 预付款项 | 37 | 103 | 119 | 134 |
| 存货 | 162 | 189 | 218 | 245 |
| 其他流动资产 | 307 | 182 | 185 | 188 |
| 流动资产合计 | 3,275 | 3,335 | 3,728 | 4,148 |
| 长期股权投资 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| 固定资产 | 1,476 | 1,494 | 1,506 | 1,514 |
| 无形资产 | 189 | 189 | 189 | 189 |
| 非流动资产合计 | 1,960 | 1,972 | 1,972 | 1,972 |
| 资产合计 | 5,235 | 5,306 | 5,699 | 6,119 |
| 短期借款 | 1,007 | 694 | 694 | 694 |
| 应付账款及票据 | 414 | 485 | 559 | 629 |
| 其他流动负债 | 365 | 482 | 555 | 625 |
| 流动负债合计 | 1,786 | 1,660 | 1,807 | 1,947 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 98 | 97 | 97 | 97 |
| 非流动负债合计 | 98 | 97 | 97 | 97 |
| 负债合计 | 1,884 | 1,757 | 1,904 | 2,044 |
| 股本 | 411 | 411 | 411 | 411 |
| 少数股东权益 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 股东权益合计 | 3,351 | 3,549 | 3,795 | 4,076 |
| 负债和股东权益合计 | 5,235 | 5,306 | 5,699 | 6,119 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 15.90 | 18.04 | 15.82 | 13.04 |
| EBIT 增长率 | 13.09 | 51.93 | 22.13 | 17.50 |
| 净利润增长率 | 31.04 | 21.92 | 23.28 | 17.81 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 37.53 | 40.48 | 40.79 | 41.07 |
| 净利润率 | 7.73 | 7.99 | 8.50 | 8.86 |
| 总资产收益率 ROA | 5.35 | 6.44 | 7.39 | 8.11 |
| 净资产收益率 ROE | 8.37 | 9.63 | 11.11 | 12.18 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.83 | 2.01 | 2.06 | 2.13 |
| 速动比率 | 1.69 | 1.79 | 1.84 | 1.90 |
| 现金比率 | 1.52 | 1.69 | 1.73 | 1.80 |
| 资产负债率 (%) | 35.99 | 33.11 | 33.41 | 33.40 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 5.55 | 5.02 | 4.82 | 4.88 |
| 存货周转天数 | 26.51 | 24.79 | 24.92 | 25.21 |
| 总资产周转率 | 0.71 | 0.81 | 0.90 | 0.95 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.68 | 0.83 | 1.03 | 1.21 |
| 每股净资产 | 8.15 | 8.64 | 9.24 | 9.92 |
| 每股经营现金流 | 0.93 | 1.51 | 1.72 | 1.89 |
| 每股股利 | 0.35 | 0.43 | 0.53 | 0.62 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 26 | 21 | 17 | 15 |
| PB | 2.2 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 12.46 | 9.55 | 8.28 | 7.35 |
| 股息收益率 (%) | 1.98 | 2.42 | 2.98 | 3.51 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 280 | 342 | 421 | 496 |
| 折旧和摊销 | 188 | 189 | 190 | 191 |
| 营运资金变动 | -86 | 83 | 90 | 85 |
| 经营活动现金流 | 383 | 619 | 706 | 775 |
| 资本开支 | -65 | -181 | -182 | -183 |
| 投资 | -91 | 134 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -138 | -34 | -162 | -161 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 0 | -314 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -18 | -497 | -208 | -249 |
| 现金净流量 | 230 | 88 | 336 | 366 |

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026