

2023年02月06日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩符合预期，即饮板块有望加快恢复

## —香飘飘（603711.SH）公司事件点评报告

### 买入(首次)

分析师：孙山山 S1050521110005  
 sunss@cfsc.com.cn

基本数据		2023-02-03
当前股价（元）		18.95
总市值（亿元）		78
总股本（百万股）		411
流通股本（百万股）		411
52周价格范围（元）		10.5-18.95
日均成交额（百万元）		25.79



### 相关研究

2月5日，香飘飘发布2022年业绩快报。

### 投资要点

#### 四季度环比改善，提价红利兑现

根据业绩快报，2022年营收31.17亿元（同减10.1%），归母净利润2.10亿元（同减5.5%），扣非净利润1.70亿元（同增39%）。其中2022Q4营收15.87亿元（同增6.3%），归母净利润2.85亿元（同增55.8%），扣非净利润2.74亿元（同增88.9%）。从全年业绩来看，营收下滑主要系受疫情影响致公司冲泡产品销量下降；从销售旺季四季度表现来看，2022年2月的提价策略在2022Q4兑现，冲泡产品毛利率有效提高，叠加管理效率改善致费用率下降，盈利能力明显提升。考虑公司提价策略深入实施，加大即饮板块投放，我们预计盈利能力将持续提升。

#### 冲泡基本盘稳定放量，即饮蓄力增长可期

当前公司两大板块产品推新动作积极，原有渠道资源丰富的同时注重开发新渠道，加快即饮产品的导入。**冲泡板块：**1) 2022年2月对冲泡产品中的经典、好料系列提价，提价幅度2%-8%不等，成功应对成本压力；2) 公司以健康化、年轻化趋势为轴，推出珍珠牛乳茶等去植脂末产品，满足日益多元的消费需求；3) 进一步实行渠道下沉，深入县乡镇市场及礼品市场。**即饮板块：**1) Meco果汁茶目前处于导入期，未来通过新口味开发、品牌建设等继续加深消费者认知；2) 兰芳园瓶装冻柠茶四季度表现积极，在“天猫V榜”中排名第三，好评率高于喜茶；3) 积极开发专职即饮经销商，充分加大对学校周边的原点渠道及便利店系统的覆盖，并推动冰冻化建设。我们认为在提价及渠道下沉策略下，公司冲泡基本盘稳固；同时即饮板块逐步起势，新事业部的成立叠加投放力度加大，期待“Meco果汁茶+瓶装冻柠茶+瓶装黑乌龙乳茶”组成的新矩阵实现放量。

#### 盈利预测

我们看好公司冲泡板块继续下沉及即饮板块加快恢复，后疫情时代，消费场景加快恢复叠加前值低基数，我们认为大有可为。根据业绩预告，我们预计2022-2024年EPS为0.51/0.68/0.85元，当前股价对应PE分别为37/28/22倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## 风险提示

宏观经济下行风险、新品推广不及预期、原材料大幅上涨风险、产能投放不及预期、产品单一风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入 (百万元)	3,466	3,117	3,803	4,576
增长率 (%)	-7.8%	-10.1%	22.0%	20.3%
归母净利润 (百万元)	223	210	279	348
增长率 (%)	-37.9%	-5.5%	32.5%	25.1%
摊薄每股收益 (元)	0.54	0.51	0.68	0.85
ROE (%)	7.5%	6.7%	8.4%	9.8%

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	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>3,466</b>	<b>3,117</b>	<b>3,803</b>	<b>4,576</b>
现金及现金等价物	2,163	1,893	2,009	2,251	营业成本	2,302	1,989	2,407	2,888
应收款项	52	60	63	56	营业税金及附加	26	25	30	35
存货	157	160	167	176	销售费用	740	647	783	933
其他流动资产	495	470	483	514	管理费用	229	235	281	329
流动资产合计	2,866	2,583	2,722	2,997	财务费用	3	-24	-36	-46
<b>非流动资产:</b>					研发费用	28	25	31	37
金融类资产	247	227	217	217	费用合计	1,000	883	1,060	1,254
固定资产	1,637	1,600	1,523	1,433	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	122	49	19	8	公允价值变动	-6	3	2	1
无形资产	197	187	177	168	投资收益	26	14	13	12
长期股权投资	2	2	2	2	营业利润	227	268	346	432
其他非流动资产	188	188	188	188	加: 营业外收入	50	1	2	1
非流动资产合计	2,145	2,026	1,909	1,799	减: 营业外支出	4	7	1	0
资产总计	5,011	4,609	4,631	4,796	利润总额	273	262	347	433
<b>流动负债:</b>					所得税费用	51	52	69	85
短期借款	1,217	717	517	417	净利润	222	210	279	348
应付账款、票据	346	331	367	400	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	282	282	282	282	归母净利润	223	210	279	348
流动负债合计	1,944	1,398	1,229	1,150					
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	88	88	88	88					
非流动负债合计	88	88	88	88					
负债合计	2,032	1,486	1,316	1,237					
<b>所有者权益</b>									
股本	415	411	411	411					
股东权益	2,980	3,123	3,315	3,559					
负债和所有者权益	5,011	4,609	4,631	4,796					
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E					
净利润	222	210	279	348					
少数股东权益	0	0	0	0					
折旧摊销	147	119	116	110					
公允价值变动	-6	3	2	1					
营运资金变动	-277	-52	-2	-14					
经营活动现金净流量	87	280	394	446					
投资活动现金净流量	390	129	117	102					
筹资活动现金净流量	-747	-567	-286	-205					
现金流量净额	-270	-158	225	343					
主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
<b>成长性</b>									
营业收入增长率	-7.8%	-10.1%	22.0%	20.3%					
归母净利润增长率	-37.9%	-5.5%	32.5%	25.1%					
<b>盈利能力</b>									
毛利率	33.6%	36.2%	36.7%	36.9%					
四项费用/营收	28.8%	28.3%	27.9%	27.4%					
净利率	6.4%	6.7%	7.3%	7.6%					
ROE	7.5%	6.7%	8.4%	9.8%					
<b>偿债能力</b>									
资产负债率	40.5%	32.2%	28.4%	25.8%					
<b>营运能力</b>									
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	1.0					
应收账款周转率	66.9	52.1	60.8	81.1					
存货周转率	14.7	12.6	14.6	16.6					
<b>每股数据(元/股)</b>									
EPS	0.54	0.51	0.68	0.85					
P/E	35.3	37.0	28.0	22.4					
P/S	2.3	2.5	2.0	1.7					
P/B	2.6	2.5	2.4	2.2					

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，5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年金融新锐分析师称号。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。

**何宇航：**山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

## ■ 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受到任何形式的补偿。

## ■ 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。

请阅读最后一页重要免责声明

## ■ 免责条款

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提供。

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。