

2023 年 04 月 18 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 一季度开门红，即饮板块加快放量

## —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

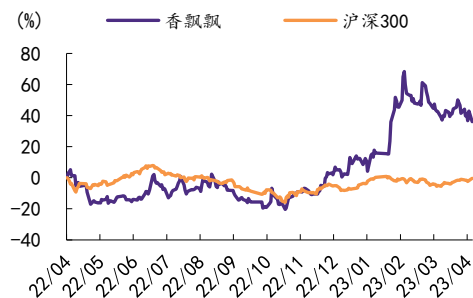
2023 年 04 月 17 日，香飘飘发布 2022 年年报和 2023 年一季度报；此外，还发布 2023 年股权激励方案。

### 基本数据

2023-04-17

当前股价（元）	18.58
总市值（亿元）	76
总股本（百万股）	411
流通股本（百万股）	411
52 周价格范围（元）	10.5-22.2
日均成交额（百万元）	37.27

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《香飘飘（603711）：即饮推新品，独立团队运作》2023-03-12
- 2、《香飘飘（603711）：冲泡基本盘向好，即饮继续推陈出新》2023-02-18
- 3、《香飘飘（603711）：业绩符合预期，即饮板块有望加快恢复》2023-02-06

### 投资要点

#### 费用投放明显优化，一季度经营提速

2022 年总营收 31.28 亿元（同减 10%），归母净利润 2.14 亿元（同减 4%）。其中 2022Q4 总营收 15.98 亿元（同增 7%），归母净利润 2.89 亿元（同增 58%），四季度疫情影响略消退，业绩逐步恢复。2023Q1 总营收 6.79 亿元（同增 37.03%），归母净利润 0.06 亿元，实现扭亏为盈。毛利率 2022 年 33.80%（+0.2pct），其中 2022Q4 为 40.74%（+5.34pct），2023Q1 为 31.01%（+10.42pct），受益于 2022 年 2 月起冲泡板块部分系列提价。净利率 2022 年 6.84%（+0.42pct），其中 2022Q4、2023Q1 净利率分别为 18.08%/0.86%，分别同比+5.82/+12.90pct，主要系销售费用及管理费用较同期优化。2022/2022Q4/2023Q1 销售费用率分别为 17.93%/10.57%/7.35%，分别同比 -3.41/-5.35/-5.50pct，主要系公司缩减传统硬广投入，加大新媒体及线下推广力度，提升品牌投放效率；2022/2022Q4/2023Q1 管理费用率分别为 7.35%/3.85%/7.98%，分别同比 +0.75pct/-1.51pct/-2.13pct，系提升生产端效率，推进精益化生产。

#### 即饮占比提升，激励计划显信心

分产品看，2022 年奶茶营收 30.94 亿元（同减 10%），其中冲泡类/即饮类营收分别为 24.55/6.38 亿元，分别同比 -11.6%/-0.7%，占比 79%/21%。2023Q1 奶茶营收 6.72 亿元（同增 38%），其中冲泡类/即饮类营收分别为 4.60/2.12 亿元，分别同增 40%/34%，占比 68%/32%。期待今年新品瓶装冻柠茶、瓶装牛乳茶培育和放量，扩充第二增长曲线。分渠道看，2022 年经销/电商/出口/直营营收分别为 28.17/2.34/0.15/0.29 亿元，分别同比 -10%/-17%/+9%/+199%，占比 91%/7.6%/0.5%/1%。2023Q1 经销/电商/出口/直营渠道营收分别为 5.77/0.78/0.04/0.13 亿元，分别同比 +49%/-14%/+15%/+218%。分区域看，2022 年华东地区/华中地区/西南地区/西北地区/华北地区/华南地区/东北地区营收分别为 13.58/4.63/4.19/2.70/1.61/1.12/0.34 亿元，分别同比 -11%/-10%/-7%/-1%/-15%/-6%/-22%，占比

44%/15%/14%/9%/5%/4%/1%。华东区域仍为公司基本盘。2023Q1 华东/华中/西南/西北/华北/华南/东北营收分别为 2.7/1/1/0.5/0.3/0.2/0.1 亿元，分别同比+88%/+66%/+10%/+6%/+36%/+7%/+26%。量价拆分看，2022 年冲泡类、即饮类销量分别为 3517.76、1649.76 万标箱，分别同比-18%/-0.3%；吨价分别为 69.80、38.70 元/标箱，分别同比+8%/-0.4%，公司冲泡板块提价措施效果显著。公司治理层面看，公司发布 2023 年股票期权激励计划：1) 拟授予 1357 万份股票期权，占总股本 3.30%。其中首次授予 1091 万份，占总股本 2.66%；预留 266 万份，占总股本 0.65%。2) 首次授予激励对象 39 人，包括公司董事、高管、核心管理及技术人员。3) 公司层面行权条件为在首次授予第一、二、三个行权期，2023/2024/2025 年营收较 2022 年增长率分别不低于 15%/35%/50%。若预留部分在 2023 三季报披露后授予，则在预留授予的第一、二个行权期，2024/2025 年营收较 2022 年增长率分别不低于 35%/50%，现公司长期发展信心。

## ■ 盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 为 0.68/0.83/0.98 元，当前股价对应 PE 分别为 27/23/19 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	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	3,128	3,724	4,295	4,877
增长率（%）	-9.8%	19.1%	15.3%	13.5%
归母净利润（百万元）	214	281	339	403
增长率（%）	-3.9%	31.3%	20.8%	18.7%
摊薄每股收益（元）	0.52	0.68	0.83	0.98
ROE（%）	6.8%	8.5%	9.6%	10.5%

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	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>3,128</b>	<b>3,724</b>	<b>4,295</b>	<b>4,877</b>
现金及现金等价物	2,467	2,748	3,193	3,666	营业成本	2,071	2,448	2,817	3,184
应收款	73	77	82	87	营业税金及附加	30	34	34	37
存货	172	177	180	185	销售费用	561	663	760	858
其他流动资产	254	352	327	302	管理费用	230	264	301	336
流动资产合计	2,966	3,353	3,782	4,240	财务费用	-38	-38	-49	-61
<b>非流动资产：</b>					研发费用	28	34	39	44
金融类资产	186	166	156	156	费用合计	782	923	1,051	1,178
固定资产	1,572	1,509	1,425	1,337	资产减值损失	-19	-15	-10	-8
在建工程	69	28	11	4	公允价值变动	-1	3	2	1
无形资产	194	185	175	166	投资收益	16	14	13	12
长期股权投资	17	17	17	17	<b>营业利润</b>	<b>285</b>	<b>357</b>	<b>429</b>	<b>507</b>
其他非流动资产	226	226	226	226	加：营业外收入	5	4	3	2
非流动资产合计	2,078	1,964	1,853	1,749	减：营业外支出	7	3	2	1
资产总计	5,044	5,316	5,635	5,989	<b>利润总额</b>	<b>283</b>	<b>358</b>	<b>430</b>	<b>508</b>
<b>流动负债：</b>					所得税费用	69	77	90	106
短期借款	921	971	1,011	1,041	<b>净利润</b>	<b>214</b>	<b>281</b>	<b>339</b>	<b>403</b>
应付账款、票据	494	510	547	574	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	237	237	237	237	<b>归母净利润</b>	<b>214</b>	<b>281</b>	<b>339</b>	<b>403</b>
流动负债合计	1,840	1,922	2,006	2,078					
<b>非流动负债：</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	80	80	80	80	营业收入增长率	-9.8%	19.1%	15.3%	13.5%
非流动负债合计	80	80	80	80	归母净利润增长率	-3.9%	31.3%	20.8%	18.7%
负债合计	1,920	2,001	2,086	2,158	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	33.8%	34.3%	34.4%	34.7%
股本	411	411	411	411	四项费用/营收	25.0%	24.8%	24.5%	24.2%
股东权益	3,124	3,315	3,549	3,831	净利率	6.8%	7.5%	7.9%	8.3%
负债和所有者权益	5,044	5,316	5,635	5,989	ROE	6.8%	8.5%	9.6%	10.5%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	38.1%	37.6%	37.0%	36.0%
净利润	214	281	339	403	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
折旧摊销	177	115	110	104	应收账款周转率	43.1	48.7	52.1	56.2
公允价值变动	-1	3	2	1	存货周转率	12.1	14.0	15.9	17.4
营运资金变动	395	-95	50	58	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	786	303	501	565	EPS	0.52	0.68	0.83	0.98
投资活动现金净流量	98	125	111	95	P/E	35.7	27.2	22.5	19.0
筹资活动现金净流量	-603	-40	-65	-91	P/S	2.4	2.1	1.8	1.6
现金流量净额	281	388	547	569	P/B	2.4	2.3	2.2	2.0

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。

**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。