

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，22 年全年公司实现营收/归母净利润 31.28/2.14 亿元，同比-9.76%/-3.89%；其中 22Q4 实现营收/归母净利润 15.98/2.89 亿元，同比+7.06%/+57.76%；23Q1 实现营收 6.79 亿元，同比+37.03%，归母净利润/扣非净利润分别为 585/700 万元，同比扭亏/减亏；

22 年疫情扰动致营收承压，22Q4 恢复正增长，伴随场景复苏。2022 年营收/归母净利润同比-9.76%/-3.89%，公司产品渠道以批发零售、便利店为主，疫情致消费场景减少，渠道铺货受阻动销大幅下滑。22Q4 恢复正增长，23Q1 营收同增 37%，彰显复苏弹性。**分产品看**，公司冲泡类/即饮类实现营收 24.55/6.38 亿元，分别同比-11.55%/-0.69%，**冲泡类**推出健康化“去植脂末”的芝芝/生椰牛乳茶等，23 年初消费场景和餐饮出行链恢复，叠加春节走亲访友礼赠需求激增，冲泡产品春节动销旺盛；**即饮类**主打“国潮+健康+联名”，推出超 20 款新品，22 年受疫情影响，新品推广节奏放缓，23 年压制因素将逐步解除，年初成立独立即饮销售团队、公司持续加大兰芳园和 Meco 双品牌的资源投放力度、叠加冰冻化建设加速，有望实现高增。**分销售模式**，公司经销/电商/出口/直营分别实现营业收入 28.2/2.34/1.5/2.88 亿元，同比-9.6%/-16.9%/+8.9%/+199.4%，直营渠道大幅增长主要系公司积极拓展新渠道。

冲泡产品提价效应叠加原材料成本下行，盈利能力逐步改善。2022 年公司毛利率为 33.8%，同比+0.2pcts，其中冲泡类/即饮类分别 40.65%/11.68%，同比+2.21/-5.01pct，单 Q4 和 23Q1 毛利率 40.74%/31.01%，同比+5.34/+10.42pcts。公司于 22M2 对冲泡业务提价，助力毛利率改善。**成本端：**受疫情影响，棕榈油价格在 22 年登顶后开始回落，23M2 较高点已回落 33.8%，包材 PET 价格较高点已回落 18.8%。**费用端：**22 年公司销售/管理/研发费用率分别为 17.93%/8.26%/0.90%，同比-3.42/+0.84/+0.10pcts，全年净利率 6.84%，同比+0.42pct。伴随 23 年提价红利进一步释放、原材料成本下行趋势以及精细化费用管控，看好公司盈利水平修复。

股权激励落地再出发，双轮驱动打造第二生长曲线。公司于 2023 年 4 月 17 日发布股票期权激励计划，对象为高管及核心技术（业务）人员，共 39 人，考核条件为：22 年营收为基数，23-25 年营收增长率不低于 15%/35%/50%，拆分单年营收 yoy 为 15%/17.4%/11%。发布激励计划有助于提升员工积极性和凝聚力，同时彰显公司信心。我们预计，“冲泡”条线将持续修复，作为杯装奶茶第一品牌，持续下沉和产品健康化升级推动冲泡基本盘年内恢复可期；“即饮”条线系公司近年着力打造的第二生长曲线，在独立销售团队+细化渠道管理+加大市场投入+提升冰冻化质量的四重加持下，营收端有望实现高增。预计公司 23~25 年营收分别为 39/45/50 亿元，归母净利润分别为 3/4/5.1 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 28/21/16X，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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3128	3919	4491	4995
增长率 (%)	-9.8	25.3	14.6	11.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	214	302	404	513
增长率 (%)	-3.9	41.3	33.8	26.8
每股收益 (元)	0.52	0.74	0.98	1.25
PE	39	28	21	16
PB	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.44 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

1.香飘飘 (603711) 2021 年三季报点评：冲泡类产品收入增长稳健，即饮类产品仍处于调整期-2021/11/03

2.香飘飘 (603711) 2021 年半年报点评：收入端逐步恢复，冲泡业务稳健增长-2021/08/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3128	3919	4491	4995
营业成本	2071	2510	2784	3065
营业税金及附加	30	38	36	40
销售费用	561	784	943	999
管理费用	230	255	283	310
研发费用	28	31	36	40
EBIT	233	356	472	610
财务费用	-38	4	2	-3
资产减值损失	0	-6	-6	-7
投资收益	16	21	24	26
营业利润	285	367	487	632
营业外收支	-2	11	18	9
利润总额	283	378	506	641
所得税	69	76	101	128
净利润	214	302	404	513
归属于母公司净利润	214	302	404	513
EBITDA	422	558	689	851

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2467	2663	3039	3490
应收账款及票据	54	45	51	57
预付款项	45	138	153	169
存货	172	180	200	220
其他流动资产	228	229	232	235
流动资产合计	2966	3256	3676	4171
长期股权投资	17	37	60	85
固定资产	1572	1583	1586	1587
无形资产	194	188	188	186
非流动资产合计	2078	2096	2104	2105
资产合计	5044	5352	5779	6276
短期借款	921	921	921	921
应付账款及票据	494	459	509	560
其他流动负债	425	530	593	653
流动负债合计	1840	1909	2022	2134
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	80	83	88	87
非流动负债合计	80	83	88	87
负债合计	1920	1992	2110	2221
股本	411	411	411	411
少数股东权益	3	3	3	3
股东权益合计	3124	3360	3669	4055
负债和股东权益合计	5044	5352	5779	6276

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-9.76	25.31	14.59	11.20
EBIT 增长率	24.81	53.20	32.41	29.30
净利润增长率	-3.89	41.33	33.80	26.82
盈利能力 (%)				
毛利率	33.80	35.96	38.01	38.62
净利润率	6.84	7.71	9.01	10.27
总资产收益率 ROA	4.24	5.65	7.00	8.17
净资产收益率 ROE	6.85	9.00	11.03	12.66
偿债能力				
流动比率	1.61	1.71	1.82	1.95
速动比率	1.48	1.53	1.63	1.76
现金比率	1.34	1.39	1.50	1.64
资产负债率 (%)	38.06	37.23	36.51	35.39
经营效率				
应收账款周转天数	6.30	4.17	4.17	4.17
存货周转天数	30.25	26.17	26.17	26.17
总资产周转率	0.62	0.75	0.81	0.83
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.74	0.98	1.25
每股净资产	7.60	8.17	8.93	9.87
每股经营现金流	1.91	1.16	1.68	2.01
每股股利	0.16	0.23	0.31	0.39
估值分析				
PE	39	28	21	16
PB	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	16.26	11.93	9.12	6.85
股息收益率 (%)	0.78	1.13	1.51	1.92

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	214	302	404	513
折旧和摊销	189	202	217	241
营运资金变动	379	-24	71	67
经营活动现金流	786	477	691	827
资本开支	-123	-170	-182	-211
投资	57	0	0	0
投资活动现金流	98	-171	-182	-211
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	-2	0
筹资活动现金流	-355	-110	-133	-164
现金净流量	530	196	376	451

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