



2023-04-23

公司点评报告

买入/调高

香飘飘(603711)

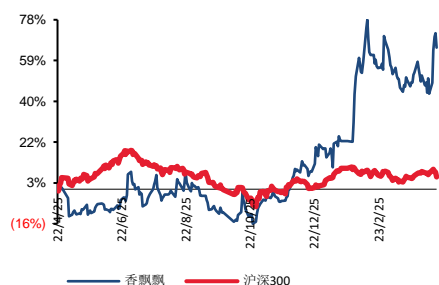
目标价: 25

昨收盘: 20.6

食品饮料 饮料乳品

香飘飘：23 年一季度业绩扭亏，激励计划增强公司动能

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股) | 411/411 |
| 总市值/流通(百万元) | 8,461/8,461 |
| 12 个月最高/最低(元) | 22.20/10.50 |

相关研究报告：

香飘飘(603711)《香飘飘三季报点评：费用高举高打，期待新品放量》
—2019/10/27

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：李梦鹏

电话：15216670756

E-MAIL: limx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522080002

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 全年营业收入 31.28 亿元 (-9.8%)，归母净利润 2.14 亿元 (-3.9%)，扣非归母净利润 1.74 亿元 (+42.0%)。22Q4 营业收入 15.98 亿元 (+7.1%)，归母净利润 2.89 亿元 (57.8%)，扣非归母净利润 2.79 亿元 (+91.4%)。23Q1 营业收入 6.79 亿元 (+37.0%)，归母净利润 585 万元 (扭亏)。

收入分析：受疫情影响，22 年整体收入下滑，伴随场景复苏，经营逐渐恢复。

2022 全年，公司实现营收 31.28 亿元，同比-9.8% (Q1: -28.3%; Q2: -8.5%, Q3: -24.2%, Q4: +7.1%)，公司 2022 年业绩受损，主系疫情反复对线下消费场景造成负面影响，导致公司产渠道铺货不畅，公司主要产品动销大幅下滑。22Q4 疫情影响减弱恢复正增长状态，23Q1 随着场景恢复与新品铺货实现快速增长。**分产品看**，2022 全年冲泡类营收 24.55 亿元 (-11.6%)，即饮类营收 6.38 亿元 (-0.7%)。23Q1 冲泡类营收 4.60 亿元 (+39.9%)，即饮类营收 2.12 亿元 (+34.3%)。随着外部环境扰动的减弱，消费场景恢复与出行限制取消，公司冲泡业务恢复稳健增长，即饮业务新品投放潜力巨大有望实现高增。**分地区看**，2022 年华东/华中/西南/西北/华北/华南/东北地区分别实现为 13.58/4.63/4.19/2.70/1.61/1.12/0.34 亿元，同比增速分别为-11.0%/-9.9%/-6.7%/-1.4%/-15.0%/-6.2%/-22.0%，东北地区表现低迷系受东北地区外部环境影响。

本费利分析：冲泡业务提价叠加费用管控优化，带动公司盈利改善。

2022 年公司归母净利率 6.8% (+0.4pct)，2023Q1 净利率 0.86%，同比+12.9pct。毛利率方面，2022 年公司毛利率为 33.8% (+0.2pct)，23Q1 毛利率为 31.0% (+10.4pct)，主要系公司于 2022 年 2 月对冲泡业务提价促进公司毛利率改善。费用率方面，2022 年销售费用率 17.9% (-3.4pct)，管理费用率 7.4% (+0.8pct)，2023Q1 销售费用率 26.8% (-5.5pct)，管理费用率 8.0% (-2.1pct)。销售费用率减少主要系公司减少传统广告及市场推广费支出，管理费用率增加主要系公司为提升生产效率，推进精益化生产。

23 年展望：产品升级创新，期权草案发布强化公司动能。

产品方面：随着消费场景恢复，23 年 Q2、Q3 即饮产品旺季的冰冻化率和整体放量有望进一步提升。冲泡业务将围绕健康和年轻化升级，开发消费场景，拓展高速门店渠道，扩大产出，并努力实现冲泡产品在旺季和淡季之间的平衡，并与即饮品业务相辅相成。饮料业务将投入更多资源，努力打造第二个业务增长曲线；推出新品种，优化产品和品牌，包括 MECO 果汁茶、瓶装奶茶和兰芳园冻柠茶；大力宣传冻柠茶，并推出低糖健康产品。

经营渠道：经营方面公司将加大资源投入、扩充产品种类、建立独立销售团队、强化渠道管理、加大市场推广投入并积极探索高增长领域。渠道则以动销为原则、提高库存管理水平、优化费用投入、提升饮料业务和渠道服务能力、降本增效和打造样板市场，实现良性健康的渠道体系和全国拓展。

股权激励：为了激励公司核心员工，增强公司的能动性，同时强化增长确定性，公司发布股票期权激励计划。该计划将授予公司核心员工共计 1357 万份期权，其中 1091 万份将分配给 39 名公司核心员工，包括公司董事、高管、核心管理及技术人员，平均每人 28.0 万份。另外，预留 266 万份期权（占激励计划的 19.6%），行权条件是考核 2023/2024/2025 年营收较 2022 年增长 15%/35%/50%，即营收不低于 36.0/42.2/46.9 亿元。

盈利方面：白糖价格上涨对冲泡产品成本有影响，但目前销售淡季且已锁定合同。公司原材料成本相比去年可控。此外，公司积极提升经营效率和严格控制费用支出，通过精细化管控与设备升级降低制造费用，提高公司盈利能力，从而推动净利率的持续稳步改善。

中长期展望：产品持续推新，渠道稳步推进，经营效率不断强化。

公司坚持“双轮驱动”战略，努力打造“第二成长曲线”。**1) 产品端：**一方面公司主要收入来源主要为冲泡业务，知名度高，可以持续发挥品牌效应稳定收入，未来将继续围绕创新升级的方向，做好乳茶系列产品的论证以及后续探索，以及泛冲泡产品的研发和创新；另一方面，公司紧跟市场潮流风向，发展即饮业务，以 Meco 果汁茶、兰芳园瓶装冻柠茶、香飘飘瓶装牛乳茶三个系列为核心，持续推进产品品类和口味的创新，继续挖掘有潜力的新品类和新产品。**2) 渠道端：**通过下沉渠道、优化库存管理、聚焦经营和执行以动销为原则的渠道策略，挖掘冲泡业务机会，提高盈利能力；另外，成立独立的销售团队，加强即饮业务的人员配置和引进销售人才，提高渠道管理效率。**3) 营运端：**公司秉持长期主义经营理念，计划在三年内建立系统化即饮业务经营能力和平台，以促进快速发展和突破。同时，公司不断提高内部

运营的信息化水平，上线 EHR、SRM、合同管理、费用管理和电子档案等系统，提升内部效率和市场竞争力。

盈利预测与估值：公司 2022 年业绩下挫，动销受疫情影响放缓。2023 年随着消费场景恢复，公司冲泡业务持续修复，即饮业务潜力巨大，有望成为第二生长曲线，实现公司盈利改善。我们预计公司 2023-2025 年收入增速 24.0%/16.8%/13.6%，归母净利润增速 38.5%/33.9%/28.3%，按照 2023 年业绩给估值，一年目标价 25 元，给予公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险、新品推广增长不及预期风险、原材料价格波动风险、食品安全问题等。

■ 盈利预测和财务指标：

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 3128 | 3878 | 4530 | 5146 |
| (+/-%) | -9.76% | 24.00% | 16.80% | 13.60% |
| 归母净利润(百万) | 214 | 296 | 397 | 509 |
| (+/-%) | -3.89% | 38.50% | 33.90% | 28.30% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.52 | 0.72 | 0.97 | 1.24 |
| 市盈率(PE) | 40 | 29 | 21 | 17 |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|--------------|--------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 常新宇 | 13269957563 | changxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 佟宇婷 | 13522888135 | tongyt@tpyzq.com |
| 华北销售 | 王辉 | 18811735399 | wanghui@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 胡亦真 | 17267491601 | huyz@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李昕蔚 | 18846036786 | lixw@tpyzq.com |
| 华东销售 | 张国锋 | 18616165006 | zhanggf@tpyzq.com |
| 华东销售 | 胡平 | 13122990430 | huping@tpyzq.com |
| 华东销售 | 周许奕 | 021-58502206 | zhouxuyi@tpyzq.com |
| 华东销售 | 丁锬 | 13524364874 | dingkun@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhaf1@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |
| 华南销售 | 陈宇 | 17742876221 | cheny@tpyzq.com |
| 华南销售 | 李艳文 | 13728975701 | liyw@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。