

公司研究

4月收入强劲增长，期待即饮旺季表现

——香飘飘（603711.SH）2023年1-4月主要经营数据公告点评

增持（维持）

当前价：20.12元

作者

分析师：陈彦彤
 执业证书编号：S0930518070002
 021-52523689
 chenyt@ebsecn.com
 分析师：叶倩瑜
 执业证书编号：S0930517100003
 021-52523657
 yeqianyu@ebsecn.com
 分析师：杨哲
 执业证书编号：S0930522080001
 021-52523795
 yangz@ebsecn.com

联系人：汪航宇
 wanghangyu@ebsecn.com
 联系人：李嘉祺
 lijiaqi@ebsecn.com
 联系人：董博文
 dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.11
总市值(亿元)	82.64
一年最低/最高(元)	10.23/23.70
近3月换手率	56.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.15	7.06	73.93
绝对	-2.33	2.24	73.70

资料来源：Wind

相关研报

难关将过，期待再度飘香——香飘飘
 (603711.SH) 投资价值分析报告
 (2023-05-14)

要点

事件：香飘飘披露1-4月主要经营数据，其中23年1-4月实现营收8.74亿元，同比增长43%；归母净利润104万元，同比扭亏为盈。

即饮团队提前搭建完成，带动即饮产品实现快速增长。

公司4月实现营收1.95亿元，同比增长71%。4月冲泡已进入淡季，收入增长主要来自即饮产品贡献。3月底近1000人左右的即饮团队人员已基本到位，4月1日起即饮团队开始独立运作，进度比预期快了2个月。人员的提前到位促进即饮产品在旺季来临前加快铺货，今年即饮网点数计划从22年底的30万家左右提升至40万家左右。

今年重点打造三款瓶装新品，包括瓶装Meco果汁茶、瓶装香飘飘牛乳茶（三种口味）、兰芳园冻柠茶。其中，1) Meco果汁茶：今年推出熊猫逃逃联名款竹香青梅获得较好的市场反响；4月官宣蔡徐坤为品牌代言人，为Meco果汁茶带来较好流量，开售10分钟，天猫旗舰店的Meco x KUN八连杯礼盒销售额就已经突破了100万元。2) 瓶装牛乳茶：牛乳茶具有更好的广谱性，公司在全国70个核心城市中选取适合的渠道进行循序渐进的铺货，今年瓶装牛乳茶计划铺到20-30万家网点。3) 冻柠茶：冻柠茶偏港式茶饮，第一阶段将重点在华南地区进行布局，当前已在广州等城市通过分众传媒投放广告，并在大学校园食堂铺设桌贴广告。各即饮产品动销反馈均较好，渠道铺设及广告宣传稳步进行。

1-4月利润同比扭亏为盈，23Q2预计延续去年同期亏损。

公司4月归母净利润亏损约481万元，我们认为主要系：1) 产品结构变化：4月高毛利率的冲泡产品进入淡季，其收入占比下降导致毛利率降低。2) 即饮系列前期费用投放较大：今年推出多款即饮新品，前期需要投放较多费用。22Q2公司归母净利润亏损6955万元，由于即饮产品尚未实现盈亏平衡，且Q2冲泡收入占比较小，预计23Q2归母净利润仍有亏损。展望全年，考虑22年冲泡产品提价贡献，以及23年包材、植脂末等主要原材料价格有下行趋势，成本压力趋缓，预计23年整体毛利率将同比改善；23年冲泡系列仍将是主要利润来源，即饮系列预计仍有亏损。

饮料旺季增长确定性较强，期待公司旺季表现。

饮料行业的景气度与人口流动和天气之间关系紧密。23年随着疫后人口流动恢复，饮料行业旺季有望迎来确定性增长。23年随着即饮团队搭建完成，新品铺货加速，叠加股权激励，公司即饮板块表现值得期待。冲泡方面，22年年末疫情恰逢冲泡奶茶销售旺季，疫情对运输以及消费均产生了一定冲击，疫情下原点渠道（学校、车站）的销售受到扰动。随着疫后消费场景的恢复，冲泡业务有望逐渐修复。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司2023-2025年归母净利润预测分别为2.62/3.69/4.76亿元，折合2023-2025年EPS分别为0.64/0.90/1.16元，当前股价对应2023-2025年的PE分别为32x/22x/17x，考虑目前公司冲泡业务稳健，即饮业务有较大增长空间，维持“增持”评级。

风险提示：新品增长不及预期，即饮团队组建进展不及预期，原材料价格大幅上涨，食品安全风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,466	3,128	3,707	4,463	5,072
营业收入增长率	-7.83%	-9.76%	18.53%	20.39%	13.64%
归母净利润 (百万元)	223	214	262	369	476
归母净利润增长率	-37.90%	-3.89%	22.47%	40.67%	29.09%
EPS (元)	0.54	0.52	0.64	0.90	1.16
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.47%	6.85%	7.89%	9.99%	11.43%
P/E	38	39	32	22	17
P/B	2.8	2.6	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-05-19 (注：2021-2022 年股本数分别为 4.15/4.11 亿股)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,466	3,128	3,707	4,463	5,072
营业成本	2,302	2,071	2,407	2,872	3,240
折旧和摊销	147	177	179	206	229
税金及附加	26	30	36	43	49
销售费用	740	561	816	911	984
管理费用	229	230	269	317	353
研发费用	28	28	34	40	46
财务费用	3	-38	-23	-12	-25
投资收益	26	16	30	30	30
营业利润	227	285	280	414	548
利润总额	273	283	327	461	595
所得税	51	69	65	92	119
净利润	222	214	262	369	476
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	223	214	262	369	476
EPS(元)	0.54	0.52	0.64	0.90	1.16

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	87	786	457	489	698
净利润	223	214	262	369	476
折旧摊销	147	177	179	206	229
净营运资金增加	134	-560	297	310	315
其他	-417	955	-280	-395	-322
投资活动产生现金流	390	98	-399	-300	-300
净资本支出	-233	-123	-430	-330	-330
长期投资变化	2	17	0	0	0
其他资产变化	621	204	31	30	30
融资活动现金流	321	-355	-116	79	-33
股本变化	-3	-4	0	0	0
债务净变化	426	-300	-85	67	-58
无息负债变化	-294	188	127	63	115
净现金流	795	530	-58	268	365

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	33.6%	33.8%	35.1%	35.6%	36.1%
EBITDA 率	9.9%	13.8%	10.8%	13.1%	14.2%
EBIT 率	5.4%	8.0%	6.0%	8.4%	9.7%
税前净利润率	7.9%	9.0%	8.8%	10.3%	11.7%
归母净利润率	6.4%	6.8%	7.1%	8.3%	9.4%
ROA	4.4%	4.2%	5.0%	6.4%	7.5%
ROE (摊薄)	7.5%	6.9%	7.9%	10.0%	11.4%
经营性 ROIC	3.9%	5.8%	4.6%	7.0%	8.4%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	41%	38%	37%	36%	34%
流动比率	1.47	1.61	1.57	1.66	1.82
速动比率	1.39	1.52	1.47	1.54	1.69
归母权益/有息债务	2.43	3.38	3.96	4.07	4.92
有形资产/有息债务	3.87	5.15	5.91	6.00	7.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	5,011	5,044	5,283	5,781	6,313
货币资金	2,163	2,467	2,410	2,678	3,043
交易性金融资产	247	186	186	188	190
应收账款	35	54	37	73	83
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	17	19	22	27	30
存货	157	172	203	242	273
其他流动资产	56	24	35	51	63
流动资产合计	2,866	2,966	2,945	3,320	3,752
其他权益工具	29	29	29	29	29
长期股权投资	2	17	17	17	17
固定资产	1,637	1,572	1,745	1,789	1,817
在建工程	122	69	82	106	125
无形资产	197	194	220	245	270
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	7	4	4	4	4
非流动资产合计	2,145	2,078	2,337	2,461	2,562
总负债	2,032	1,920	1,962	2,091	2,148
短期借款	1,217	921	836	902	844
应付账款	309	424	493	588	663
应付票据	37	70	81	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7	15	15	15	15
流动负债合计	1,944	1,840	1,872	2,001	2,058
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	74	72	84	84	84
非流动负债合计	88	80	90	90	90
股东权益	2,980	3,124	3,321	3,690	4,165
股本	415	411	411	411	411
公积金	870	841	841	841	841
未分配利润	1,723	1,870	2,067	2,436	2,911
归属母公司权益	2,977	3,122	3,319	3,687	4,163
少数股东权益	2	3	3	3	3

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	21.34%	17.93%	22.00%	20.40%	19.40%
管理费用率	6.61%	7.35%	7.25%	7.10%	6.95%
财务费用率	0.09%	-1.20%	-0.63%	-0.27%	-0.50%
研发费用率	0.81%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
所得税率	19%	24%	20%	20%	20%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.17	0.16	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.21	1.91	1.11	1.19	1.70
每股净资产	7.17	7.60	8.08	8.98	10.13
每股销售收入	8.35	7.61	9.03	10.87	12.35

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	38	39	32	22	17
PB	2.8	2.6	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	28.0	19.7	22.0	15.2	12.2
股息率	0.8%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP