

# 香飘飘 (603711.SH)

## 为什么看好当前的香飘飘?

**杯装奶茶龙头，场景恢复助力冲泡业务恢复。**公司连续11年稳居国内冲泡奶茶市场份额第一的位置，2021和2022年受外部环境扰动冲泡类业务营收有所下滑，22Q4和23Q1冲泡类业务合计实现19.5亿元，较18Q4和19Q1合计营收仅下滑1.3%，高于2019-2021年间的同时期营收，恢复伊始，公司作为龙头尽享恢复红利；**展望未来**，公司坚持品宣投入，产品不断提质创新，牛乳茶系列以乳粉代替植脂末消除消费者健康顾虑，多款新口味迎合新消费趋势，在持续创新投入和渠道进一步下沉的带动下公司冲泡业务未来有望持续稳健增长。

**即饮业务打造公司第二增长曲线。**

**战略规划角度来看：**在2022年报中公司明确坚持“双轮驱动”战略，提出努力打造“第二增长曲线”，即饮业务战略重要性显著提升，公司预计2025年即饮业务占比达到40%，而2022年仅占20%，未来有望持续高增。

**短期数据角度来看：22Q4消费场景恢复加速恢复，4月环比进一步加速。**22Q4由于即饮业务处于消费淡季，22Q4/23Q1即饮业务营收同比-11.7%/+34.3%，23Q1单季度即饮业务收入恢复至19Q1水平，据公司1-4月主要经营数据公告，4月公司营收同比+71.1%至1.9亿元，环比23Q1表现进一步加速，考虑到公司冲泡与即饮业务存在明显的季节性，我们预计4月公司营收进一步加速主要系即饮业务快速放量所致，即饮高增正在兑现。

**销售团队角度来看：加大人员配置力度，专业人做专业事，强化增长确定性。**公司4月之前的工作重心是人员到位，一方面独立即饮团队人手充沛费用充足，有望强化增长动能，另一方面冲泡类业务已是成熟业务，而即饮类规模仍小，品牌运作思路和产品操盘方式等均有所不同，专业人做专业事，我们认为即饮团队组织架构变化是公司打造第二增长曲线的保障。

**产品角度来看：以Meco为基本盘，冻柠茶与瓶装奶茶把握行业新趋势。**Meco果汁茶以口味迭代和创新消费场景维护消费者基本盘，4月公司官宣新代言人，未来有望重拾成长性；香飘飘牛乳茶继承香飘飘品牌记忆，推动香飘飘从杯装走向瓶装，市场接受度高，对标行业龙头未来空间广阔；兰芳园冻柠茶把握高景气柠檬茶赛道，低糖差异化竞争有望胜出。

**盈利能力角度来看：规模效应下看好未来盈利前景。**2022年公司即饮业务毛利率仅11.7%，显著低于行业内其他饮料企业，主要系产能投放后缺少收入端规模效应摊薄，参考我们此前深度报告《杯装奶茶引领者，即饮贡献新增长》测算，预计2024年即饮业务有望实现盈利。

**投资建议：把握即饮放量期的“独立行情”。**4月单月酒饮料和精制茶制造业企业利润总额同比+1.7%，增速环比3月的40.0%显著回落，而4月香飘飘营收环比23Q1的37.0%增速进一步加速至71.1%，我们认为这是组织架构变化+新品推广带来的“独立行情”。**在乐观预期下可分部估值**，参考对标企业冲泡业务预计5亿利润给予15xPE，即饮业务近10亿营收给予4xPS，合计市值115亿元，较当前股价仍有35.3%的上升空间。

**盈利预测：**维持盈利预测，预计2023-2025年公司实现营收38.0/44.0/49.2亿元，同比+21.3%/16.1%/11.7%，实现归母净利润3.3/4.4/6.1亿元，同比+56.0%/32.3%/38.0%，当前股价对应PE为26/19/14x，考虑到公司当前即饮业务成长正当时，看好未来即饮业务扭亏贡献业绩弹性，上调至“买入”评级。

**风险提示：**新品推广不及预期，测算模型具备局限性，行业竞争加剧，食品安全问题等。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,466	3,128	3,795	4,405	4,921
增长率yoy(%)	-7.8	-9.8	21.3	16.1	11.7
归母净利润(百万元)	223	214	334	441	609
增长率yoy(%)	-37.9	-3.9	56.0	32.3	38.0
EPS最新摊薄(元/股)	0.54	0.52	0.81	1.07	1.48
净资产收益率(%)	7.5	6.8	9.8	11.7	14.1
P/E(倍)	38.2	39.7	25.5	19.3	13.9
P/B(倍)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.0

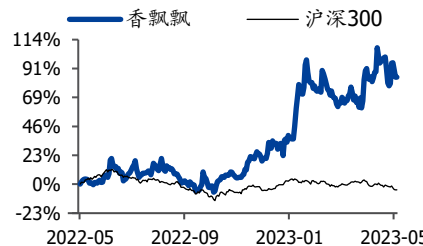
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年5月26日收盘价

### 买入(调高)

#### 股票信息

行业	饮料乳品
前次评级	增持
5月26日收盘价(元)	20.68
总市值(百万元)	8,494.22
总股本(百万股)	410.75
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	5.18

#### 股价走势



#### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

分析师 郝宇新

执业证书编号: S0680522080001

邮箱: haoyuxin@gszq.com

#### 相关研究

- 《香飘飘(603711.SH): Q1业绩扭亏, 激励强化动能》2023-04-18
- 《香飘飘(603711.SH): 杯装奶茶引领者, 即饮贡献新增长》2023-03-22

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2866	2966	3079	3448	3890
现金	2163	2467	2345	2834	3066
应收票据及应收账款	35	54	53	71	68
其他应收款	17	19	25	26	31
预付账款	192	45	243	91	282
存货	157	172	204	217	234
其他流动资产	303	209	209	209	209
<b>非流动资产</b>	2145	2078	2238	2360	2427
长期投资	2	17	31	45	59
固定资产	1637	1572	1702	1805	1862
无形资产	197	194	192	188	182
其他非流动资产	309	295	314	323	324
<b>资产总计</b>	5011	5044	5317	5809	6317
<b>流动负债</b>	1944	1840	1846	1964	1929
短期借款	1217	921	921	921	921
应付票据及应付账款	346	494	466	610	543
其他流动负债	382	425	459	432	465
<b>非流动负债</b>	88	80	80	80	80
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	88	80	80	80	80
<b>负债合计</b>	2032	1920	1925	2043	2008
少数股东权益	2	3	3	3	3
股本	415	411	411	411	411
资本公积	663	633	633	633	633
留存收益	1930	2078	2312	2620	3047
归属母公司股东权益	2977	3122	3390	3763	4306
<b>负债和股东权益</b>	5011	5044	5317	5809	6317

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	87	786	189	778	469
净利润	222	214	334	441	609
折旧摊销	156	181	144	165	184
财务费用	3	-38	-31	-44	-55
投资损失	-26	-16	-21	-19	-20
营运资金变动	-269	379	-228	238	-244
其他经营现金流	0	66	-8	-3	-5
<b>投资活动现金流</b>	390	98	-274	-265	-225
资本支出	255	128	146	108	53
长期投资	621	57	-14	-14	-14
其他投资现金流	1266	284	-142	-171	-186
<b>筹资活动现金流</b>	321	-355	-37	-24	-12
短期借款	419	-296	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-3	-4	0	0	0
资本公积增加	-41	-30	0	0	0
其他筹资现金流	-54	-25	-37	-24	-12
<b>现金净增加额</b>	795	530	-122	489	232

**利润表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3466	3128	3795	4405	4921
营业成本	2302	2071	2367	2655	2845
营业税金及附加	26	30	32	37	42
营业费用	740	561	790	918	1031
管理费用	229	230	275	304	318
研发费用	28	28	33	39	43
财务费用	3	-38	-31	-44	-55
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	46	44	45	44	44
公允价值变动收益	-6	-1	-3	-2	-3
投资净收益	26	16	21	19	20
资产处置收益	23	-1	11	5	8
<b>营业利润</b>	227	285	403	562	767
营业外收入	50	5	28	16	22
营业外支出	4	7	6	6	6
<b>利润总额</b>	273	283	425	572	783
所得税	51	69	91	131	173
<b>净利润</b>	222	214	334	441	609
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	222	214	334	441	609
EBITDA	438	446	552	715	934
EPS (元)	0.54	0.52	0.81	1.07	1.48

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-7.8	-9.8	21.3	16.1	11.7
营业利润(%)	-51.3	25.4	41.4	39.6	36.4
归属于母公司净利润(%)	-37.9	-3.9	56.0	32.3	38.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.6	33.8	37.6	39.7	42.2
净利率(%)	6.4	6.8	8.8	10.0	12.4
ROE(%)	7.5	6.8	9.8	11.7	14.1
ROIC(%)	5.4	4.9	7.3	8.9	11.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.5	38.1	36.2	35.2	31.8
净负债比率(%)	-29.0	-47.1	-39.8	-48.8	-48.1
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0
速动比率	1.3	1.5	1.4	1.6	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	113.8	70.7	70.7	70.7	70.7
应付账款周转率	6.3	4.9	4.9	4.9	4.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.52	0.81	1.07	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	1.91	0.46	1.89	1.14
每股净资产(最新摊薄)	7.25	7.60	8.25	9.16	10.48
<b>估值比率</b>					
P/E	38.2	39.7	25.5	19.3	13.9
P/B	2.9	2.7	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.9	15.4	12.6	9.0	6.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 26 日收盘价

## 内容目录

1、杯装奶茶龙头，场景恢复助力冲泡业务恢复.....	4
2、即饮业务打造公司第二增长曲线.....	6
3、盈利预测及投资建议：把握即饮放量期的“独立行情”.....	9
风险提示.....	11

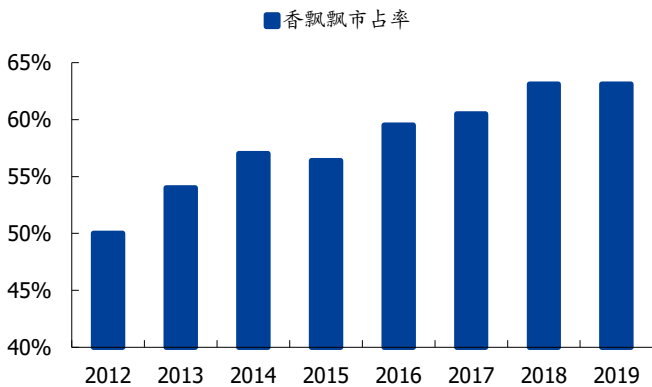
## 图表目录

图表 1: 公司杯装冲泡奶茶市占率多年保持第一.....	4
图表 2: 近年公司冲泡类业务营收情况（亿元）.....	4
图表 3: 公司 Q3 和 Q4 冲泡类业务合计营收情况（亿元）.....	4
图表 4: Q4 和 Q1 冲泡类业务合计营收情况（亿元）.....	4
图表 5: 公司杯装奶茶产品系列及代言人.....	5
图表 6: 公司销售费用率常年高于行业平均水平.....	5
图表 7: 公司冲泡类业务与整体毛利率情况对比.....	5
图表 8: 公司单季度及 4 月营收及增速情况（亿元）.....	6
图表 9: 公司单季度即饮类营收及增速情况（亿元）.....	6
图表 10: 公司冲泡与即饮业务存在明显季节性.....	6
图表 11: 公司近年员工总数及销售人员数量（人）.....	7
图表 12: 香飘飘经销商数量及经销商平均销售额情况（家，万元/家）.....	7
图表 13: 公司即饮类业务营收及增速情况（亿元）.....	8
图表 14: Meco 果汁茶官宣新代言人.....	8
图表 15: 瓶装牛乳茶突出“中国茶底+低糖更香”特点.....	8
图表 16: 统一奶茶（阿萨姆）营收持续增长（百万元）.....	8
图表 17: 公司冲泡与即饮业务成本占收入比情况.....	9
图表 18: 香飘飘即饮业务毛利率显著低于其他饮料企业.....	9
图表 19: 酒、饮料和茶行业规模以上企业利润及增速情况（亿元）.....	10
图表 20: 公司单季度及 4 月营收及增速情况（亿元）.....	10
图表 21: 主要饮料企业当前股价对应 2023 年一致预期 PE.....	10
图表 22: 主要饮料企业当前股价对应 2023 年一致预期 PS.....	10
图表 23: 香飘飘盈利预测及拆分（百万元）.....	11

## 1、杯装奶茶龙头，场景恢复助力冲泡业务恢复

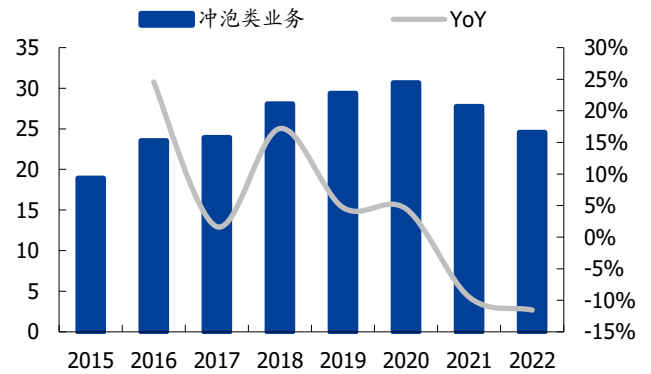
**冲泡业务龙头地位稳固，外部环境因素阶段性扰动。**据公司 2022 年报披露，国内冲泡奶茶经过多年优胜劣汰的市场选择，竞争格局已基本稳定，公司作为国内主要的冲泡奶茶经营企业，2012-2022 年连续 11 年杯装冲泡奶茶市场份额保持第一。回顾 2020-2022 年发展，公司冲泡类营收分别同比+4.5%/-9.5%/-11.5%，考虑到冲泡类产品消费场景主要集中于天气转凉的秋冬季节，外部环境因素扰动消费场景，进而使得公司冲泡业务动销承压。

图表 1: 公司杯装冲泡奶茶市占率多年保持第一



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, 公司 2020 年后未公布市占率但仍稳居第一

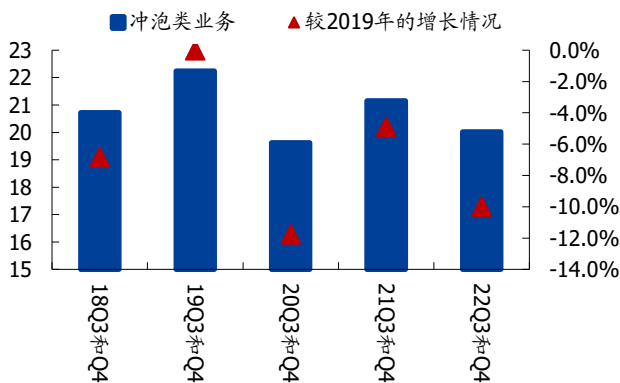
图表 2: 近年公司冲泡类业务营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

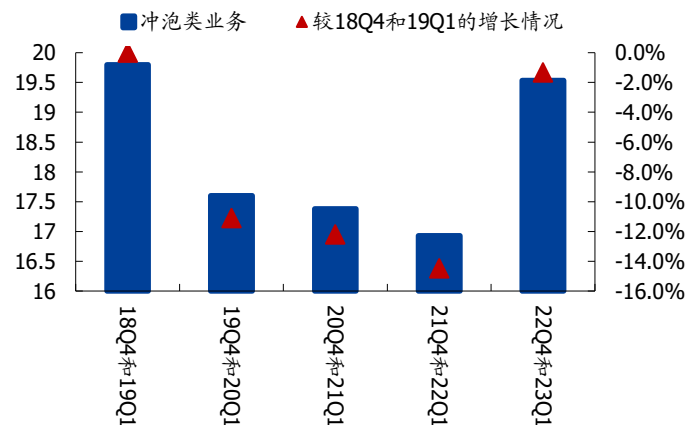
**恢复伊始，再现增长。**尽管 2021 和 2022 年受外部环境扰动冲泡类业务整体呈现下滑态势，但随着当前外部环境扰动因素减弱，22Q4 开始公司呈现出较好的恢复态势，22Q3 和 22Q4 冲泡类业务实现营收 20.0 亿元，较 2019 年同期营收仍下滑 10%，考虑到 Q3 外部环境扰动较强，22Q4 和 23Q1 冲泡类业务合计实现 19.5 亿元，较 18Q4 和 19Q1 合计营收仅下滑 1.3%，高于 2019-2021 年间的同时期表现，恢复伊始，冲泡类业务公司已占据行业龙头，尽享消费场景恢复红利，有望再次实现增长。

图表 3: 公司 Q3 和 Q4 冲泡类业务合计营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: Q4 和 Q1 冲泡类业务合计营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

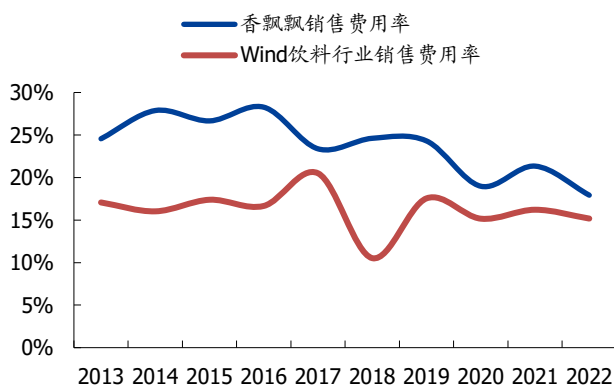
产品创新迭代与坚持品宣投放，有望助力公司冲泡业务未来持续增长。尽管公司近 11 年来稳居杯装奶茶行业市占率第一的位置，但公司坚持产品创新与品宣投入，销售费用率常年高于饮料行业平均水平，代言人方面积极邀请当红明星代言产品，以期持续扩大在年轻消费群体中的影响力，在产品方面公司亦非故步自封，积极拥抱新趋势与新口味，比如随着消费升级及健康化需求起势，公司不断优化内容物与口感，推出好料系列与牛乳茶系列产品，其中牛乳茶系列产品以乳粉替代植脂末消除了消费者的顾虑；近年“椰子+”系列饮料走红，公司亦积极推出相应生椰产品，产品创新推动收入增长，市占率助力公司稳定盈利能力，复盘历年冲泡类业务毛利率可见公司冲泡类业务盈利稳定，在持续创新投入和渠道进一步下沉的带动下公司冲泡业务未来有望持续稳健增长。

图表 5: 公司杯装奶茶产品系列及代言人



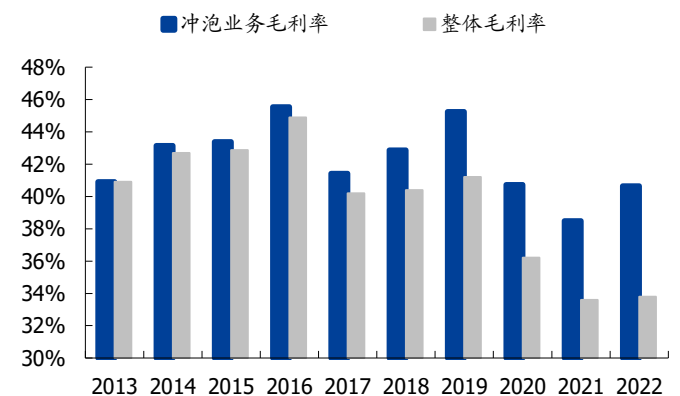
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 6: 公司销售费用率常年高于行业平均水平



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 7: 公司冲泡类业务与整体毛利率情况对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所



## 2、即饮业务打造公司第二增长曲线

**战略规划角度来看：打造第二增长曲线，即饮业务未来可期。**2022年公司冲泡/即饮业务分别占营收比 79.6%/20.7%，其中公司冲泡/即饮业务毛利率分别为 40.7%/11.7%，可见冲泡类业务是公司的核心收入与利润来源，但在 2022 年报中，公司明确坚持“双轮驱动”战略，提出努力打造“第二增长曲线”，即饮业务**战略低位及重要性的表述较往年显著提升**，由此可见公司发展防线已经发生重大转变。据每日经济新闻报道，公司初步规划 2025 年即饮占比达到 40%左右，预计未来即饮业务将保持较快增长速度。

**短期数据角度来看：22Q4 消费场景恢复加速恢复，4 月环比进一步加速。**随着 22Q4 外部环境扰动减弱，消费场景逐渐恢复，22Q4/23Q1 单季度公司营收同比 +7.1%/+37.0%，22Q4 由于即饮业务处于消费淡季，同时受公司备货节奏影响，22Q4/23Q1 即饮业务营收同比 -11.7%/+34.3%，23Q1 单季度即饮业务收入恢复至 19Q1 水平，考虑到公司冲泡与即饮业务存在季节性，随着天气转暖即饮业务有望接棒冲泡业务贡献增长，据公司 1-4 月主要经营数据公告，4 月公司营收同比+71.1%至 1.9 亿元，环比 23Q1 表现进一步加速，**我们预计 4 月公司营收进一步加速主要系即饮业务快速放量所致**。公司计划加大即饮业务方面的费用投入，成立独立团队强化渠道服务，据每日经济新闻报道公司 4 月前的工作重心是人员到位，现在处于内部试运行的状态，同时公司两款即饮新品已经面市铺货，我们认为 4 月环比加速是公司战略转变的表现兑现。

图表 8：公司单季度及 4 月营收及增速情况（亿元）



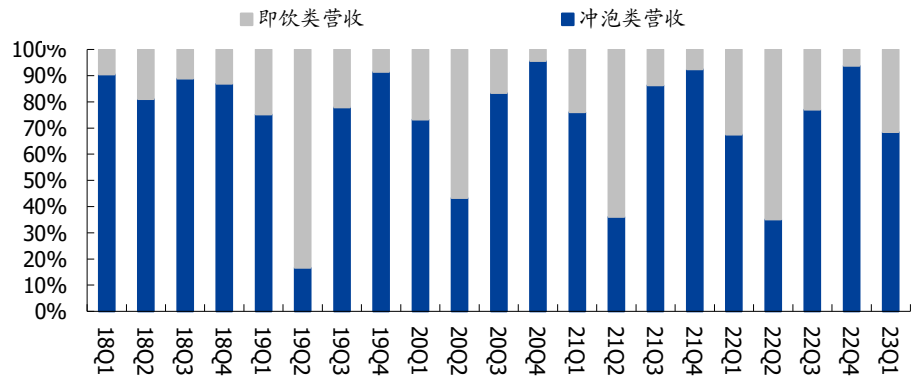
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 9：公司单季度即饮类营收及增速情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

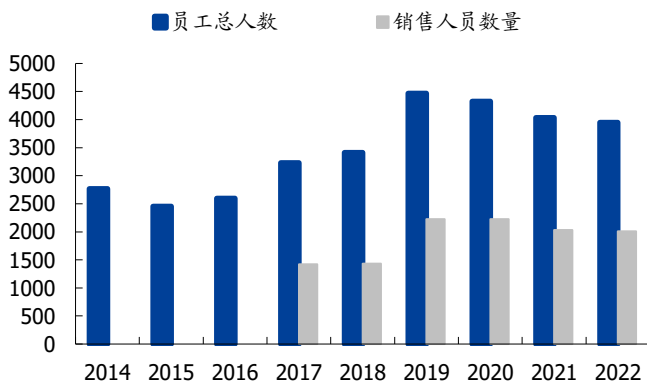
图表 10：公司冲泡与即饮业务存在明显季节性



资料来源：Wind，国盛证券研究所

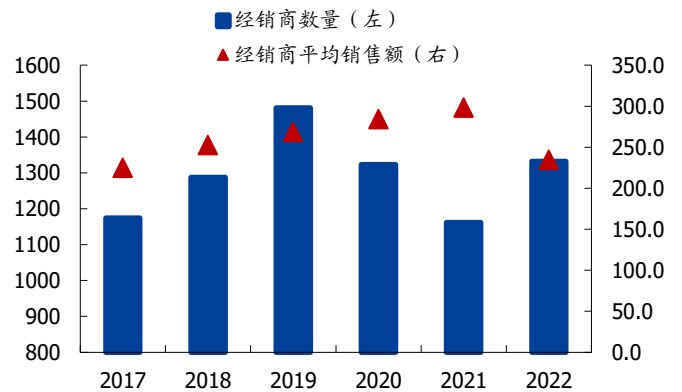
销售团队角度来看:加大人员配置力度,专业人做专业事,强化增长确定性。公司自2019年以来员工数量持续优化,但销售人员占比持续提升,2017年销售人员数量占比为44.1%,2022年提升至50.8%,公司不断强化销售端人员配置,与其他上市饮料企业相比,预计公司渠道深耕的运作模式下要求更多的销售人员,据公司2022年报,公司年内将成立独立的即饮业务销售团队,同时据每日经济新闻报道,公司4月之前的工作重心是人员到位,现在处于内部试运行阶段,我们认为组织架构的变化是即饮业务放量增长的核心保障,2022年公司销售人员2009人,2023年即饮业务团队已召集1000人左右,其中200名总部人员均外部招聘,700名基层业务代表中300人来自冲泡团队转化,考虑到即饮业务2022年收入仅6.4亿元,即饮销售团队可谓人手充沛,近年公司经销商数量稳定,单经销商营收整体稳步增长,预计即饮团队增配人手将显著带动即饮产品招商及经销商赋能。从业务管理角度来看,冲泡类的杯装奶茶已是成熟业务,公司连续11年行业内市占率第一,而即饮类业务方兴未艾规模仍小,其品牌运作思路和产品操盘方式等均有所不同,专业人做专业事,我们认为即饮业务团队组织架构的变化是公司打造第二增长曲线的根本保障。

图表 11: 公司近年员工总数及销售人数(人)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 香飘飘经销商数量及经销商平均销售额情况(家,万元/家)

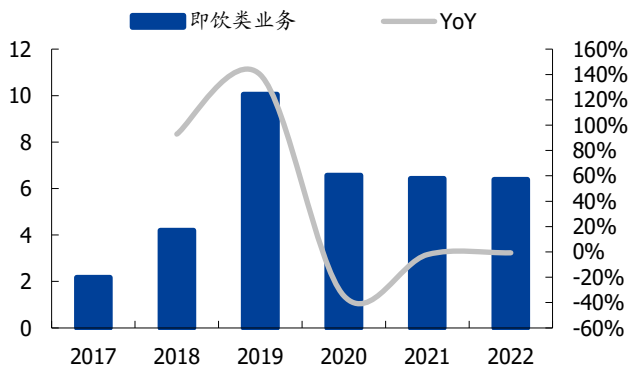


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

产品角度来看:以 Meco 为基本盘,冻柠茶与瓶装奶茶把握行业新趋势。

**Meco 果汁茶: 口味迭代+创新消费场景,有望重拾成长性。**2018和2019年公司即饮类业务营收分别同比+93.0%/139.8%至4.2/10.0亿元,其中Meco果汁茶营收分别为2.0/8.7亿元,Meco果汁茶精准布局新兴茶饮赛道,以更多果汁添加和更出众的品质赢得消费者喜爱,2020年随着外部环境因素扰动,消费场景受阻影响,2020-2022年公司即饮业务营收分别为6.6/6.4/6.4亿元,尽管较2019年下滑较大但维持了6.4亿元左右的收入体量,我们认为Meco拥有较为忠实的消费群体,同时公司近年来持续创新品味,每年通过口味换新和季节限定产品等不断推动产品宣传,近期公司亿“吃零食,就喝Meco果汁茶”的宣传语瞄准零食市场,不断开创把握新消费场景,4月11日Meco果汁茶官宣全新品牌代言人蔡徐坤,进一步强化品宣,可以看出Meco作为曾经的近10亿元单品,公司依然倾注资源与费用以期把握当前消费复苏的机遇,考虑到Meco的消费者基础,我们认为随着独立的即饮销售团队不断推动业务开展,Meco有望重现成长性。

图表 13: 公司即饮类业务营收及增速情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: Meco 果汁茶官宣新代言人



资料来源: 界面新闻, 国盛证券研究所

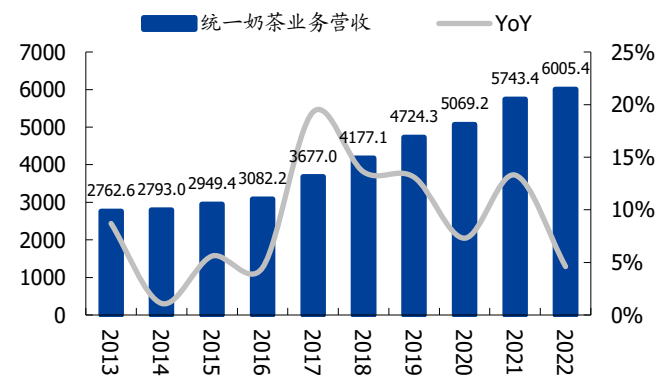
**香飘飘牛乳茶: 继承香飘飘品牌记忆, 推动香飘飘从杯装转向瓶装。**公司过去以兰芳园品牌推出了杯装即饮奶茶, 意在强化产品定位港式奶茶的出众品质, 而香飘飘品牌亦是国内家喻户晓的奶茶品牌, 以“杯子连起来可绕地球 X 圈”的宣传语享誉全国, 当前公司以香飘飘品牌推出瓶装牛乳茶, 有望继承香飘飘在杯装奶茶销售方面的消费者心智。**对标行业龙头与新品发展速度, 香飘飘牛乳茶空间广阔。**阿萨姆奶茶作为瓶装奶茶市占率最高的大单品, 2022 年统一奶茶业务同比+4.6%至 60.1 亿元, 阿萨姆展现出较好增长态势, 考虑到瓶装奶茶市场接受度较好, 预计公司新品牛乳茶亦能在短期被市场接受, 叠加低糖产品属性, 突出“中国茶底+低糖更香”的口号, 把握当前低糖健康化的消费趋势, 对标元气森林 2019 年 11 月推出的新品乳茶, 2021 年便实现 10 亿销售额, 可见瓶装奶茶是消费者接受度较高的饮料行业, 在香飘飘公司新即饮团队的不断推动下, 我们认为香飘飘牛乳茶未来具备较为广阔的发展空间。

图表 15: 瓶装牛乳茶突出“中国茶底+低糖更香”特点



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 16: 统一奶茶 (阿萨姆) 营收持续增长 (百万元)



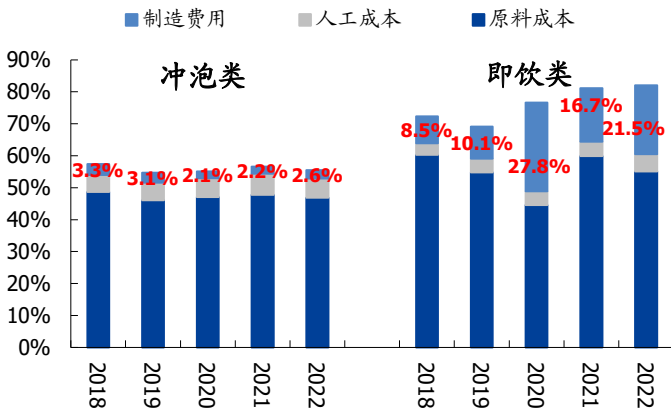
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**兰芳园冻柠茶: 把握高景气柠檬茶赛道, 差异化竞争有望胜出。**柠檬茶是近年饮料行业中十分火爆的赛道, 无论是瓶装产品还是现制柠檬茶店均有较好发展, 其中瓶装柠檬茶以维他柠檬茶为代表迅速抢占市场份额, 以独特出众的口感深受消费者喜爱, 公司新推出的冻柠茶正如兰芳园品牌一般, 在保持港式柠檬茶经典口味的前提下主打低糖特点, 有望受益于当前柠檬茶品类的高景气度, 铺货放量增长可期。



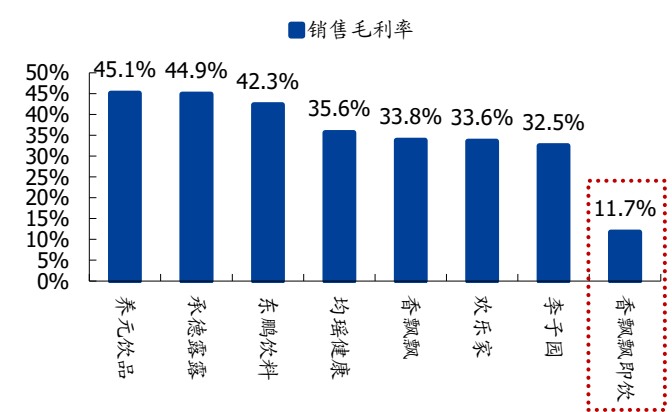
盈利能力角度来看：规模效应下看好未来盈利前景。2019年随着 Meco 放量增长，公司募资强化即饮业务产能建设，但 2020 年外部环境影响扰动即饮业务发展，导致即饮业务收入端缺乏规模效应而成本端制造费用由于产能投产而高企，2022 年冲泡/即饮业务的成本中制造费用占营收比分别为 2.6%/21.5%，2022 年公司即饮业务毛利率仅 11.7%，显著低于行业内其他饮料企业，我们认为未来随着收入端呈现规模效应，即饮业务毛利率有望显著改善，进而带动即饮业务扭亏为盈，据我们此前深度报告《杯装奶茶引领者，即饮贡献新增长》的测算，通过边际营收与边际毛利率测算盈亏平衡点，预计 2024 年即饮业务有望实现盈利。

图表 17: 公司冲泡与即饮业务成本占收入比情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 香飘飘即饮业务毛利率显著低于其他饮料企业



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3、盈利预测及投资建议：把握即饮放量期的“独立行情”

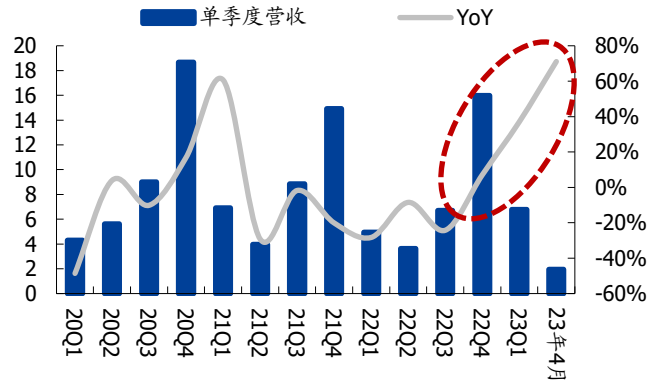
消费复苏逐渐恢复，把握香飘飘收入加速增长的窗口期。2023 年 4 月单月酒、饮料和精制茶制造业企业利润总额为 139.5 亿元，同比+1.7%，同比增速较 3 月的 40.0%显著回落，考虑到 2022 年 3-6 月单月增速分别为 12.3%/3.2%/21.5%/21.0%，未来随着基数效应影响，消费恢复呈现渐进的特点，而香飘飘得益于发展战略转变以及销售组织架构调整和新品推广等因素，收入端呈现出逐渐加速的趋势，23Q1/23 年 4 月公司营收同比+37.0%/71.1%，环比加速趋势显著优于行业，增长态势呈现“独立行情”，同时从利润端来看，23Q1 公司从同期亏损 5968 万元扭亏为盈利 585 万元，据公司 1-4 月经营数据公告来看，4 月公司单月归母净利率为-2.5%，而 22Q2 单季度归母净利率为-19.1%，收入与利润均表现亮眼。

图表 19: 酒、饮料和茶行业规模以上企业利润及增速情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

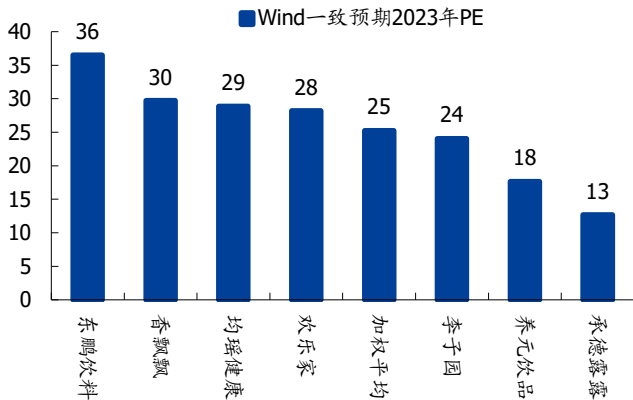
图表 20: 公司单季度及 4 月营收及增速情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

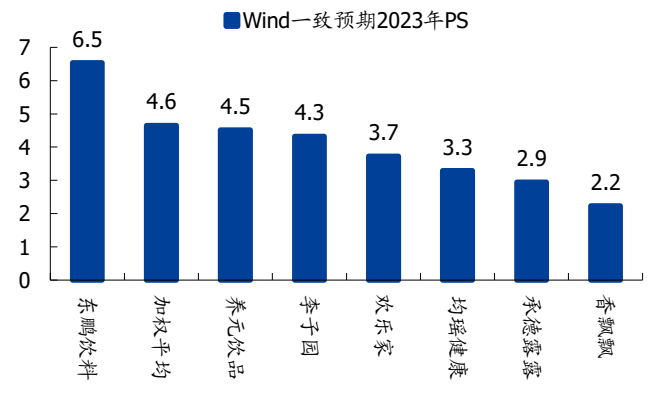
**新品放量改变盈利预期, 乐观预期下可进行分部估值。**近年香飘飘归母净利润波动较大, 主要系收入端即饮产品自 2019 年的 10.0 亿营收下滑至 2021 年的 6.4 亿, 考虑到固定成本影响, 预计即饮板块仍处于亏损状态, 预计冲泡类业务在 2020 年之前可贡献约 4-5 亿元的利润。若 2023 年即饮板块随着新品放量与组织结构改善赋能再次实现高增, 在乐观预期下可进行分部估值, 据每日经济新闻报道公司过去冲泡业务年收入稳定在 25-30 亿元, 净利润约 5 亿元, 参考行业可比饮料企业 2023 年 Wind 一致预期 PE, 保守假设下给予 15xPE, 对应冲泡类业务市值为 75 亿元, 即饮业务我们预计年内有望回升至接近 10 亿营收的水平, 给予 4xPS, 对应即饮类业务 40 亿市值, 对应总市值 115 亿元, 较当前股价仍有 35.3% 的上升空间, 建议积极把握新品放量期。

图表 21: 主要饮料企业当前股价对应 2023 年一致预期 PE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 采用 2023 年 5 月 26 日收盘数据

图表 22: 主要饮料企业当前股价对应 2023 年一致预期 PS



资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 采用 2023 年 5 月 26 日收盘数据

**盈利预测:** 维持此前盈利预测, 预计 2023-2025 年公司实现营业收入 38.0/44.0/49.2 亿元, 同比+21.3%/16.1%/11.7%, 其中冲泡类业务实现营业收入 27.7/29.4/30.3 亿元, 同比+13.0%/6.0%/3.0%, 即饮类业务实现营业收入 9.9/14.3/18.7 亿元, 同比+55.0%/45.0%/30.0%, 预计实现归母净利润 3.3/4.4/6.1 亿元, 同比+56.0%/32.3%/38.0%, 当前股价对应 PE 为 26/19/14x, 考虑到公司当前即饮业务成长正当时, 看好未来即饮业务扭亏贡献业绩弹性, 上调至“买入”评级。

图表 23: 香飘飘盈利预测及拆分 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3466.3	3127.8	3795.3	4404.5	4921.0
yoy	-7.8%	-9.4%	21.3%	16.1%	11.7%
冲泡类	2776.0	2455.4	2774.7	2941.1	3029.4
Yoy	-9.5%	-11.5%	13.0%	6.0%	3.0%
即饮类	642.9	638.5	989.6	1434.9	1865.4
Yoy	-2.1%	-0.7%	55.0%	45.0%	30.0%
其他业务	47.3	33.9	31.1	28.5	26.2
毛利率	33.6%	33.8%	37.6%	39.7%	42.2%
销售费用率	21.3%	17.9%	20.8%	20.9%	21.0%
管理费用率	6.6%	7.4%	7.3%	6.9%	6.5%
归母净利润	222.5	213.9	333.6	441.2	609.1
yoy	-37.9%	-3.9%	56.0%	32.3%	38.0%
归母净利润率	6.4%	6.8%	8.8%	10.0%	12.4%
对应 PE (倍)	38.2	39.7	25.5	19.3	13.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测, 注: 股价为 2023 年 5 月 26 日收盘价

## 风险提示

**新品推广不及预期:** 公司在老品恢复性增长之外, 未来核心的增长来源是即饮产品放量增长, 若新品推广受阻会带动公司未来收入端增速疲软, 同时影响即饮业务盈利情况改善。

**测算模型具备局限性:** 文中针对公司即饮业务盈亏平衡的测算具备局限性, 或与实际情况与未来发展存在一定出入。

**行业竞争加剧:** 公司冲泡类受现制奶茶影响较大, 低线市场随着低价现制奶茶店加密, 将会影响相关产品动销, 同时即饮业务身处饮料行业, 行业竞争较为激烈, 未来随着外部环境扰动因素淡化, 竞品可能加大广宣投入加剧竞争, 使得公司发展受到更大的阻力。

**食品安全问题:** 公司作为食品制造业公司, 若出现食品安全问题将致使品牌形象受损, 进而使得产品动销受阻, 影响公司发展。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com