

4 月营收增长强劲，期待即饮旺季表现

■ 证券研究报告

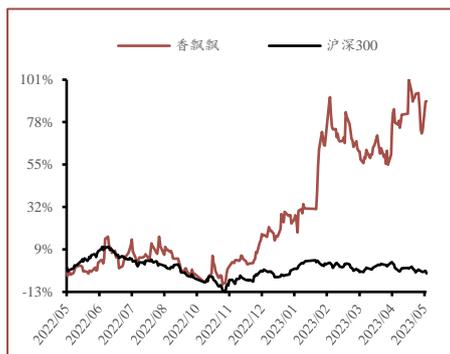
★ 投资评级:增持(维持)

基本数据

2023-05-23

收盘价(元)	21.94
流通股本(亿股)	4.11
每股净资产(元)	7.61
总股本(亿股)	4.11

最近 12 月市场表现



分析师 孙瑜

SAC 证书编号: S0160523010003
sunyu02@ctsec.com

相关报告

- 《销量压力难关已过，即饮新品蓄势待发》 2023-02-06
- 《短期仍有经营压力，多举措调整应对》 2020-11-02
- 《环比改善明显，冲泡类产品表现亮眼》 2020-08-26

核心观点

- ❖ **事件:** 5月21日，香飘飘发布23年1-4月主要经营数据，23年1-4月公司实现营业收入8.74亿元，同比增长43.4%，实现归母净利润104万元，同比实现扭亏为盈。业绩增长的主要原因系外部市场环境改善，公司新的业务举措开展进度符合公司预期，公司业绩实现恢复性增长。
- ❖ **即饮业务启动有望推动营收持续增长。** 公司4月实现营收1.95亿元(同比71.1%)，实现归母净利润-480.63万元。二季度冲泡业务进入淡季，公司利润承压为正常季节变化，我们预计即饮产品受益于消费场景修复放量有望推动公司23M4收入持续增长。23Q1公司实现营收6.8亿元，同比增长37.0%，其中23Q1公司冲泡类实现收入4.6亿元(同比39.9%);即饮类实现收入2.1亿元(同比34.4%)。实现归母净利润585万元，较去年同期大幅扭亏。同时23Q1公司毛利率提升10.4pct至31%，我们预计主要系公司冲泡业务提价顺利传导所致。
- ❖ **独立团队基本成型，旺季放量值得关注。** 据公司披露，截至4月公司近1000人左右的独立即饮销售团队人员已成型，其中200人是从其他饮料企业招聘来的总部销售负责人、市场渠道推广、省级城市客户主管;基层的业务代表700余人(300+原冲泡代表;400+外部招聘)。团队建设顺利有助于公司即饮业务旺季铺货推动，产品放量值得关注。产品端来看，MECO果汁茶仍为主力，4月11日MECO官宣新任头部流量代言人，产品知名度有望进一步打开。新品方面瓶装牛乳茶、兰芳园冻柠茶试销顺利，期待未来进一步放量。
- ❖ **期权激励草案目标稳健，彰显公司信心。** 随着2023年消费场景快速修复，外部扰动逐渐减少，公司股票期权激励草案计划授予公司核心员工1357万份期权，占总股本3.3%，另预留266万份(占激励计划的19.6%)，我们预计后续引进的即饮团队核心成员也有望充分受益。激励计划考核目标为2023-2025年营收较2022年增长15%/35%/50%，对应单年营收增速分别为15%/17%/11%。我们认为一方面激励计划彰显公司业绩增长信心，另一方面有望进一步提升员工积极性，促进公司长远发展。
- ❖ **投资建议:** 随着消费场景修复，公司冲泡业务有望通过市场渠道持续下沉及产品健康化升级推动业绩持续修复。同时伴随独立团队搭建完成及品牌推广的持续投入，公司即饮业务有望进一步放量。预计公司2023-2025年实现营业收入37.5/43.6/48.3亿元，归母净利润2.8/3.5/4.3亿元，对应PE为29.6/23.4/19.0倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 宏观经济修复不及预期风险;新品推广不及预期风险;食品安全风险;消费场景修复不及预期风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3466	3128	3746	4364	4832
收入增长率(%)	-7.83	-9.76	19.75	16.52	10.71
归母净利润(百万元)	223	214	280	353	434
净利润增长率(%)	-37.90	-3.89	30.69	26.12	23.14
EPS(元/股)	0.53	0.52	0.68	0.86	1.06
PE	30.94	28.92	29.56	23.44	19.04
ROE(%)	7.47	6.85	8.22	9.39	10.37
PB	2.29	1.98	2.43	2.20	1.97

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3466.26	3127.82	3745.64	4364.41	4831.95	成长性					
减:营业成本	2301.70	2070.69	2451.78	2808.33	3051.22	营业收入增长率	-7.8%	-9.8%	19.8%	16.5%	10.7%
营业税费	26.29	29.97	31.16	37.07	42.51	营业利润增长率	-51.3%	25.4%	21.0%	24.9%	27.8%
销售费用	739.82	560.77	727.28	853.81	916.59	净利润增长率	-37.9%	-3.9%	30.7%	26.1%	23.1%
管理费用	228.96	229.98	246.48	298.80	334.69	EBITDA 增长率	-39.6%	21.0%	-25.5%	24.4%	31.7%
研发费用	28.05	28.31	29.18	36.27	40.51	EBIT 增长率	-57.7%	24.8%	35.1%	24.4%	31.7%
财务费用	3.02	-37.53	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-56.2%	16.1%	40.2%	24.3%	30.1%
资产减值损失	0.38	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	15.6%	-3.7%	6.9%	8.1%	9.3%
加:公允价值变动收益	-5.85	-0.68	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	5.0%	4.9%	8.9%	10.4%	11.6%
投资和汇兑收益	25.81	16.37	22.26	27.09	28.00	利润率					
营业利润	227.09	284.80	344.50	430.37	550.19	毛利率	33.6%	33.8%	34.5%	35.7%	36.9%
加:营业外净收支	46.21	-2.25	11.17	18.38	9.10	营业利润率	6.6%	9.1%	9.2%	9.9%	11.4%
利润总额	273.31	282.55	355.67	448.75	559.29	净利润率	6.4%	6.8%	7.5%	8.1%	9.0%
减:所得税	50.84	68.66	76.13	96.19	125.16	EBITDA/营业收入	10.1%	13.5%	8.4%	9.0%	10.7%
净利润	222.54	213.89	279.55	352.56	434.13	EBIT/营业收入	5.4%	7.4%	8.4%	9.0%	10.7%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	2163.00	2467.40	2134.49	2487.05	2921.18	固定资产周转天数	172	183	153	132	119
交易性金融资产	246.75	185.51	185.51	185.51	185.51	流动营业资本周转天数	-2	-49	19	16	14
应收账款	34.57	53.96	0.00	0.00	0.00	流动资产周转天数	302	346	228	226	236
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	3	5	0	0	0
预付帐款	192.25	44.97	0.00	0.00	0.00	存货周转天数	24	29	0	0	0
存货	156.54	171.62	0.00	0.00	0.00	总资产周转天数	506	579	455	379	372
其他流动资产	55.58	23.84	23.84	23.84	23.84	投资资本周转天数	443	473	422	392	386
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	7.5%	6.9%	8.2%	9.4%	10.4%
长期股权投资	2.30	16.77	16.77	16.77	16.77	ROA	4.4%	4.2%	6.3%	7.4%	8.3%
投资性房地产	62.78	88.89	88.89	88.89	88.89	ROIC	3.6%	4.3%	5.7%	6.6%	7.8%
固定资产	1636.63	1572.40	1572.40	1572.40	1572.40	费用率					
在建工程	121.53	68.99	68.99	68.99	68.99	销售费用率	21.3%	17.9%	19.4%	19.6%	19.0%
无形资产	196.66	194.25	194.25	194.25	194.25	管理费用率	6.6%	7.4%	6.6%	6.8%	6.9%
其他非流动资产	6.73	3.72	3.72	3.72	3.72	财务费用率	0.1%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	5011.36	5043.95	4421.90	4774.47	5208.60	三费/营业收入	28.0%	24.1%	26.0%	26.4%	25.9%
短期债务	1217.00	921.00	921.00	921.00	921.00	偿债能力					
应付帐款	308.55	423.72	0.00	0.00	0.00	资产负债率	40.5%	38.1%	23.0%	21.3%	19.5%
应付票据	37.00	70.00	0.00	0.00	0.00	权益权益比	68.2%	61.4%	29.9%	27.1%	24.3%
其他流动负债	6.79	14.91	14.91	14.91	14.91	流动比率	1.47	1.61	2.50	2.87	3.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.27	1.48	2.47	2.85	3.31
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	4.99	11.49	—	—	—
负债总额	2031.69	1919.62	1018.03	1018.03	1018.03	分红指标					
少数股东权益	2.23	2.53	2.53	2.53	2.53	DPS(元)	0.17	0.16	0.00	0.00	0.00
股本	415.11	410.75	410.75	410.75	410.75	分红比率					
留存收益	1930.43	2077.99	2357.54	2710.10	3144.23	股息收益率	1.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2979.67	3124.33	3403.88	3756.44	4190.57	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.53	0.52	0.68	0.86	1.06
净利润	222.54	213.89	279.55	352.56	434.13	BVPS(元)	7.17	7.60	8.28	9.14	10.20
加:折旧和摊销	162.17	188.94	0.00	0.00	0.00	PE(X)	30.9	28.9	29.6	23.4	19.0
资产减值准备	0.65	19.04	0.00	0.00	0.00	PB(X)	2.3	2.0	2.4	2.2	2.0
公允价值变动损失	5.85	0.68	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	39.62	19.81	0.00	0.00	0.00	P/S	2.0	2.0	2.2	1.9	1.7
投资收益	-25.81	-16.37	-22.26	-27.09	-28.00	EV/EBITDA	16.8	11.0	22.5	17.1	12.2
少数股东损益	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-288.93	379.06	-612.46	0.00	0.00	PEG	—	—	1.0	0.9	0.8
经营活动产生现金流量	86.74	785.69	-374.35	294.67	389.56	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	389.95	98.28	41.44	57.89	44.57	REP					
融资活动产生现金流量	320.64	-354.66	0.00	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。