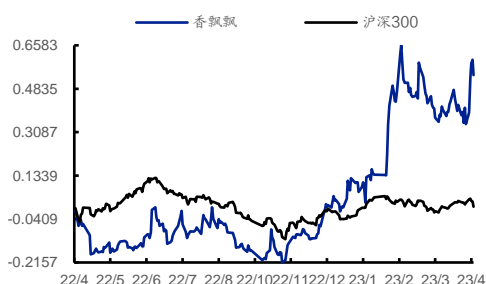


研究所  
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005  
 xueyh@ghzq.com.cn  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 联系人：秦一方 S0350121120034  
 qinyf@ghzq.com.cn

## 疫情扰动下实现开门红，股权激励激发增长动能

### ——香飘飘（603711）2022年报及2023一季报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
香飘飘	11.7%	35.2%	53.9%
沪深300	1.3%	-3.6%	0.9%

#### 市场数据

数据项	2023/04/21
当前价格(元)	20.60
52周价格区间(元)	10.23-23.00
总市值(百万)	8,461.36
流通市值(百万)	8,461.36
总股本(万股)	41,074.58
流通股本(万股)	41,074.58
日均成交额(百万)	120.49
近一月换手(%)	0.94

#### 事件：

**香飘飘发布2022年报及2023年一季报：**2022年公司实现营收31.28亿元，同比-9.76%，实现归母净利2.14亿元，同比-3.89%，实现扣非归母净利1.74亿元，同比+42.05%。2023年一季度公司实现营收6.79亿元，同比+37.03%；归母净利0.06亿元，同比转正。

#### 投资要点：

- **疫情扰动下，公司春节旺季增速超预期。**剔除春节扰动，2022Q4+2023Q1合计实现营收22.77亿元，同比+14.5%，其中冲泡行业结束2022年前三季度的下滑，2022Q4/2023Q1分别实现了+9.47%/+39.93%的收入增长，即饮板块2022Q4/2023Q1的收入增速分别为-11.7%/+34.28%，环比提速明显。
- **提价叠加原材料价格回落，带来利润端弹性。**2022Q4/2023Q1公司分别实现毛利率40.74%/31.01%，同比+5.33/+10.42pct，改善明显。主要由于：1)公司2022年2月对部分冲泡产品进行提价，提价策略在四季度冲泡产品的销售旺季执行到位；2)植脂末、包材等核心原材料价格与2022年下半年开始高位回落，使得公司核心冲泡业务的毛利率企稳回升。2022Q4+2023Q1合计实现归母净利2.95亿元，同比+139.8%，利润端的大幅改善也得益于公司加强对费用开支的管控，2022Q4/2023Q1公司销售费用率分别为10.57%/26.82%，同比-5.35/-5.5pct。
- **公布股权激励计划，激发增长动能。**公司公告激励计划草案，拟授予股票期权数量1357万份，约占公司股本总额的3.30%，用于股权激励，首次授予的激励对象人数为39人，包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术(业务)人员，价格为14.74元/股，考核目标以2022年为基准，2023/2024/2025年收入增长率不低于15%/35%/50%，我们认为公司股权激励目标合理稳健，提升了公司未来几年收入端的较高增长的确定性。
- **看好公司今年冲泡业务的恢复和即饮业务的高增。**公司冲泡业务地

位稳固，2012~2022 年连续 11 年杯装冲泡奶茶市场份额保持第一，2022 年公司为确保提价策略的有效执行，加大了对经销商及渠道的进货补贴，使得上半年冲泡业务毛利率承压，目前冲泡业务已调整到位，随着消费场景的恢复，我们对 2023 年公司冲泡业务的恢复展望积极。即饮业务方面，公司加强创新，Meco 果汁茶推出“荔枝百香”、“芒果芭乐”等新口味，兰芳园品牌推出瓶装冻柠茶，香飘飘品牌创新推出瓶装牛乳茶，同时公司决定组建独立的即饮销售团队，预计 2023 三季度到位，产品创新、组织架构调整叠加旺季来临，公司即饮板块增长可期。

- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2023/2024/2025 实现归母净利润 3.15/4.20/5.62 亿元，分别同比+47%/+33%/+34%，当前股价对应 PE 为 27/20/15x，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 新品推广不及预期；2) 冲泡业务恢复不及预期；3) 原材料价格超预期上行；4) 行业竞争加剧；5) 食品安全问题等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3128	3597	4208	4671
增长率（%）	-10	15	17	11
归母净利润（百万元）	214	315	420	562
增长率（%）	-4	47	33	34
摊薄每股收益（元）	0.52	0.77	1.02	1.37
ROE（%）	7	9	11	13
P/E	28.92	26.82	20.14	15.06
P/B	1.98	2.46	2.19	1.91
P/S	1.98	2.35	2.01	1.81
EV/EBITDA	10.99	12.66	8.95	6.60

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：香飘飘盈利预测表

证券代码:	603711				股价:	20.60		投资评级:	增持		日期:	2023/04/21	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	7%	9%	11%	13%	EPS	0.52	0.77	1.02	1.37				
毛利率	34%	36%	37%	39%	BVPS	7.60	8.37	9.39	10.76				
期间费率	24%	26%	26%	25%	<b>估值</b>								
销售净利率	7%	9%	10%	12%	P/E	28.92	26.82	20.14	15.06				
<b>成长能力</b>					P/B	1.98	2.46	2.19	1.91				
收入增长率	-10%	15%	17%	11%	P/S	1.98	2.35	2.01	1.81				
利润增长率	-4%	47%	33%	34%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.62	0.69	0.70	0.75	营业收入	3128	3597	4208	4671				
应收账款周转率	57.96	161.88	56.58	136.40	营业成本	2071	2302	2643	2840				
存货周转率	18.23	25.88	17.65	27.95	营业税金及附加	30	31	37	41				
<b>偿债能力</b>					销售费用	561	673	791	864				
资产负债率	38%	34%	36%	29%	管理费用	230	263	299	327				
流动比	1.61	1.87	1.89	2.39	财务费用	-38	-13	-16	-31				
速动比	1.48	1.71	1.70	2.21	其他费用/(-收入)	28	30	36	40				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	285	391	520	709				
现金及现金等价物	2653	2797	3421	3792	营业外净收支	-2	13	19	15				
应收款项	54	22	74	34	利润总额	283	404	540	724				
存货净额	172	139	238	167	所得税费用	69	88	120	162				
其他流动资产	87	152	173	165	净利润	214	315	420	562				
<b>流动资产合计</b>	<b>2966</b>	<b>3110</b>	<b>3906</b>	<b>4158</b>	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	1572	1510	1507	1456	归属于母公司净利润	214	315	420	562				
在建工程	69	52	36	15	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	420	481	524	570	经营活动现金流	786	323	885	622				
长期股权投资	17	25	34	43	净利润	214	315	420	562				
<b>资产总计</b>	<b>5044</b>	<b>5179</b>	<b>6008</b>	<b>6242</b>	少数股东权益	0	0	0	0				
短期借款	921	913	880	811	折旧摊销	189	185	212	216				
应付款项	494	277	662	351	公允价值变动	1	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	379	-173	270	-140				
其他流动负债	425	470	527	579	投资活动现金流	98	-134	-192	-149				
<b>流动负债合计</b>	<b>1840</b>	<b>1659</b>	<b>2068</b>	<b>1741</b>	资本支出	-123	-102	-163	-121				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	57	-54	-54	-55				
其他长期负债	80	80	80	80	其他	164	21	25	27				
<b>长期负债合计</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	筹资活动现金流	-355	-45	-69	-102				
<b>负债合计</b>	<b>1920</b>	<b>1739</b>	<b>2148</b>	<b>1820</b>	债务融资	0	-8	-33	-69				
股本	411	411	411	411	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	3124	3440	3860	4422	其它	-355	-37	-36	-34				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5044</b>	<b>5179</b>	<b>6008</b>	<b>6242</b>	现金净增加额	530	144	624	371				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

### 【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

秦一方：伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、卤制品、保健品等板块，曾任职于方正证券。

### 【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。