

2024年08月28日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩表现承压，产品焕新期待改善

—香飘飘（603711.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年8月27日，香飘飘发布2024年半年报。

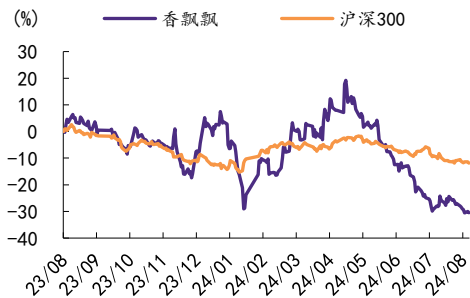
投资要点

基本数据

2024-08-27

当前股价(元)	10.95
总市值(亿元)	45
总股本(百万股)	411
流通股本(百万股)	411
52周价格范围(元)	10.95-19.43
日均成交额(百万元)	42.7

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《香飘飘（603711）：盈利实现减亏，期待新产品定位效果》2024-07-09
- 《香飘飘（603711）：利润高增超预期，降本增效成果显著》2024-04-18
- 《香飘飘（603711）：职业化转型决心重大，即饮放量增长可期》2023-12-29

■ 业绩表现符合预告，利润亏损环比收窄

业绩符合预期，表现承压。2024H1 总营收 11.79 亿元（同增 0.75%），归母净利润-0.30 亿元（去年同期为-0.44 亿元），扣非净利润-0.43 亿元（去年同期为-0.80 亿元）。2024Q2 总营收 4.54 亿元（同减 7.54%），归母净利润-0.55 亿元（去年同期为-0.50 亿元），扣非净利润-0.63 亿元（去年同期为-0.73 亿元）。毛利率提升，盈利能力同比提高。2024H1 毛利率/净利率分别为 30.58%/-2.52%，分别同比+2.69/+1.27pcts；2024Q2 分别为 25.71%/-12.10%，分别同比+2.13/-1.88pcts，毛利率提升主要系原料采购成本与运费下降所致。2024H1 销售/管理费用率分别为 28.47%/9.28%，分别同比-2.74/+0.16pcts；2024Q2 分别为 35.58%/11.90%，分别同比-1.68/+1.20pcts，销售费用率同比下降主要系去年基数较高叠加今年投放节奏靠后所致，管理费用绝对值变化不大。经营净现金流同比改善，销售回款表现符合节奏。2024H1/2024Q2 经营活动现金流净额分别为-2.45/-0.87 亿元，去年同期分别为-3.79/-0.70 亿元；2024H1/2024Q2 销售回款分别为 12.97/4.77 亿元，分别同比+5.64%/-9.16%。截至 2024H1，合同负债 1.23 亿元（环比减少 0.31 亿元）。

■ 冲泡受季节性影响，即饮全新定位

2024H1 冲泡类/即饮类营收分别为 6.14/5.47 亿元，分别同比-2.13%/+3.83%；2024Q2 营收分别为 1.29/3.13 亿元，分别同比-23.01%/-0.41%。冲泡方面，1) 业绩下滑主要系 Q1 旺季库存量较大，Q2 以去库存为主，期待公司冲泡新品扩大消费人群。2) “手作燕麦奶茶”试销反馈较好，加大健康化奶茶产品研发力度，形成“原叶现泡奶茶”等储备。即饮方面，1) 公司重新梳理 Meco 如鲜果茶产品定位为“茶饮店之外的第二选择”，与茶饮店果茶形成高度关联，推出“夏杏金萱”季节限定新品，市场反馈较好；2) 重新定位兰芳园冻柠茶为“健康的冰爽饮料”，今年以来收缩线上费用投放对线上销售形成一定影响。

■ 多渠道探索，团队调整赋能

分渠道看，2024H1 经销/电商/出口/直营营收为 10.2/0.9/0.1/0.4 亿元，同比+3%/-25%/+15%/+26%，公司将原冲泡团队优化调整为“全品类团队”，即饮销售团队进一步聚焦于即饮机会更大的城市，提高渠道效率；2024Q2 营收为 4.0/0.2/0.1/0.1 亿元，分别同比-2%/-50%/+21%/-41%。另外，公司探索零食量贩渠道取得一定进展，截至 7 月，直营覆盖零食量贩终端超过 2 万家；积极开发高档自助餐厅为代表的餐饮渠道，截至 6 月末开拓专职经销商超 100 家；进一步加强冰冻化成列，截至 7 月末投放自动量贩机超 9 万台。分区域看，2024H1 华东/西南/华中/西北/华南/华北/东北营收分别为 4.37/1.67/1.75/0.95/0.54/0.68/0.21 亿元，分别同比+4.65%/-2.65%/+5.55%/-1.49%/-1.77%/+11.98%/-0.63%，华东作为基本盘表现稳健，华北礼品市场正向反馈；2024Q2 营收为 1.52/0.72/0.61/0.41/0.28/0.35/0.12 亿元，同比+2.36%/-6.79%/-6.14%/-8.15%/-9.40%/+10.95%/-2.03%。截至 2024H1 末，总经销商 1775 家，较 2023 年年末增加 244 家。

■ 盈利预测

我们认为公司饮料业务重新启动新定位与场景，动销情况值得期待；Q2 受经济环境疲软与多雨水天气影响，叠加冲泡去库存，业绩表现略承压，建议关注 Q3 饮料旺季边际改善情况。根据中报，我们略调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.70/0.80/0.92（前值为 0.84/0.99/1.15）元，对应 PE 分别为 16/14/12 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、即饮板块增长不及预期、原材料上涨风险、冲泡板块增长不及预期、季节性波动风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	3,625	3,832	4,216	4,723
增长率（%）	15.9%	5.7%	10.0%	12.0%
归母净利润（百万元）	280	287	328	380
增长率（%）	31.0%	2.5%	14.3%	15.6%
摊薄每股收益（元）	0.68	0.70	0.80	0.92
ROE（%）	8.4%	8.1%	8.7%	9.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,711	3,099	3,514	3,958
应收款	68	79	81	84
存货	162	173	167	170
其他流动资产	334	403	370	344
流动资产合计	3,275	3,754	4,132	4,555
非流动资产:				
金融类资产	232	212	202	202
固定资产	1,476	1,410	1,329	1,246
在建工程	54	22	9	3
无形资产	189	180	171	162
长期股权投资	34	34	34	34
其他非流动资产	206	206	206	206
非流动资产合计	1,960	1,852	1,749	1,651
资产总计	5,235	5,606	5,881	6,206
流动负债:				
短期借款	1,007	1,057	1,097	1,127
应付账款、票据	414	498	508	525
其他流动负债	197	197	197	197
流动负债合计	1,786	1,961	2,009	2,069
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	98	98	98	98
非流动负债合计	98	98	98	98
负债合计	1,884	2,060	2,108	2,167
所有者权益				
股本	411	411	411	411
股东权益	3,351	3,547	3,773	4,039
负债和所有者权益	5,235	5,606	5,881	6,206

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	280	287	328	380
少数股东权益	-1	0	0	0
折旧摊销	178	108	103	97
公允价值变动	6	3	2	1
营运资金变动	-80	15	34	50
经营活动现金净流量	383	413	468	528
投资活动现金净流量	-138	118	104	89
筹资活动现金净流量	143	-42	-62	-84
现金流量净额	388	490	510	533

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,625	3,832	4,216	4,723
营业成本	2,265	2,388	2,614	2,912
营业税金及附加	30	34	33	36
销售费用	860	855	949	1,067
管理费用	228	238	257	283
财务费用	-64	-45	-55	-66
研发费用	33	34	38	42
费用合计	1,057	1,082	1,189	1,328
资产减值损失	0	-15	-10	-8
公允价值变动	6	3	2	1
投资收益	10	14	13	12
营业利润	343	365	415	478
加:营业外收入	0	4	3	2
减:营业外支出	2	3	2	1
利润总额	341	366	416	479
所得税费用	62	79	87	100
净利润	280	287	328	380
少数股东损益	-1	0	0	0
归母净利润	280	287	328	380

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	15.9%	5.7%	10.0%	12.0%
归母净利润增长率	31.0%	2.5%	14.3%	15.6%
盈利能力				
毛利率	37.5%	37.7%	38.0%	38.4%
四项费用/营收	29.2%	28.2%	28.2%	28.1%
净利率	7.7%	7.5%	7.8%	8.0%
ROE	8.4%	8.1%	8.7%	9.4%
偿债能力				
资产负债率	36.0%	36.7%	35.8%	34.9%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	53.2	48.7	52.1	56.2
存货周转率	14.0	14.0	15.9	17.4
每股数据(元/股)				
EPS	0.68	0.70	0.80	0.92
P/E	16.0	15.7	13.7	11.9
P/S	1.2	1.2	1.1	1.0
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。