

短期业绩承压，静待改革成效

2024 年 08 月 28 日

► **事件:** 公司发布 2024 年中报, 2024H1 实现营收 11.79 亿元, 同比+0.75%; 实现归母净利润-0.30 亿元, 同比减亏 0.15 亿元; 经测算, 公司 24Q2 实现营收 4.54 亿元, 同比-7.54%; 实现归母净利润-0.55 亿元, 同比亏损增加 0.05 亿元。

► **即饮产品稳健增长, 冲泡类产品略承压。** 分产品看, 2024 上半年, 冲泡类产品/即饮类产品营收分别为 6.14/5.47 亿元, 收入分别同比-2.13%/+3.83%。冲泡产品方面, 2024 年上半年, 公司持续推动对奶茶产品的创新升级, 推进技术升级, 丰富产品储备。即饮方面, 2024 年上半年, 公司在原有“桃桃红柚”“泰式青柠”“樱桃莓莓”“红石榴白葡萄”“荔枝百香”“芒果芭乐”等主要口味的基础上, 进一步丰富产品线, 增加了“夏杏金萱”季节限定新口味, 以满足消费者对多样化口味的追求。同时, 上半年, 原冲泡团队优化调整为“全品类团队”, 充分发挥协同作用; 即饮销售团队采取“聚焦”策略, 进一步聚焦于即饮产品销售机会更大的城市。公司有望通过全品类团队与即饮销售团队的协同作战, 来实现渠道整体运作效率的提升。

► **积极探索新渠道、新场景, 积极打造样板市场。** 分地区看, 2024 上半年, 华东地区/西南地区/华中地区/西北地区/华南地区/华北地区/东北地区营收分别为 4.37/1.67/1.74/0.95/0.54/0.68/0.21 亿元, 收入分别同比+4.65%/-2.65%/+5.55%/-1.49%/-1.77%/+11.98%/-0.63%, 营收占比四成以上的华东市场保持快于整体的增速, 公司积极探索新渠道、新场景, 进一步开拓成长空间。分销售模式看, 经销商/电商/出口/直营营收分别为 10.2/0.94/0.10/0.40 亿元, 收入分别同比+2.91%/-25.07%/+15.31%/+26.40%。公司新渠道拓展效果显著, 直营渠道增长迅速。经销商数量上: 截至 24 上半年, 公司共有经销商 1775 家, 上半年净增加 335 家。

► **销售费用率同比下行, 股权激励费用致管理费有所提升。** 2024H1, 公司毛利率为 30.58%, 同比+2.69pcts; 单季度看, 24Q2 公司毛利率为 25.71%, 同比+2.13pcts; 24Q2 公司销售/管理/研发费用率分别为 35.58%/11.90%/2.46%, 同比-1.68/+1.20/+0.68pcts, 管理费用增加主要系股权激励费用所致。24Q2 公司归母净利率-12.04%, 同比-1.89pcts。

► **投资建议:** 预计公司 24-26 年归母净利润增速分别为 3.3/3.7/4.3 亿元, 同比+15.9%/14.9%/13.9%, 当前股价对应 P/E 分别为 14/12/10X, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 原材料成本波动, 行业竞争加剧, 食品安全问题。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,625	3,935	4,252	4,528
增长率 (%)	15.9	8.6	8.0	6.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	280	325	373	425
增长率 (%)	31.0	15.9	14.9	13.9
每股收益 (元)	0.68	0.79	0.91	1.03
PE	16	14	12	10
PB	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

10.74 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书: S0100522090002

邮箱: zhanglingyu@mszq.com

相关研究

- 香飘飘 (603711.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 冲泡修复在途 即饮旺季放量可期-2024/04/19
- 香飘飘 (603711.SH) 2023 年三季报点评: 冲泡修复即饮放量 组织架构调整释放改革红利-2023/10/20
- 香飘飘 (603711.SH) 2023 年半年报点评: 冲泡恢复超预期, 即饮发力未来可期-2023/08/21
- 香飘飘 (603711.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 激励落地彰显信心, 看好冲泡弹性和即饮势能-2023/04/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,625	3,935	4,252	4,528
营业成本	2,265	2,339	2,511	2,657
营业税金及附加	30	33	36	38
销售费用	860	1,003	1,076	1,132
管理费用	228	248	268	285
研发费用	33	35	38	41
EBIT	263	332	383	438
财务费用	-64	-51	-57	-65
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	10	16	17	18
营业利润	343	399	458	521
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	341	399	458	521
所得税	62	74	85	96
净利润	280	325	373	425
归属于母公司净利润	280	325	373	425
EBITDA	451	520	573	629

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,711	2,736	2,984	3,252
应收账款及票据	58	57	61	65
预付款项	37	95	102	108
存货	162	173	186	197
其他流动资产	307	180	182	183
流动资产合计	3,275	3,241	3,514	3,805
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	1,476	1,494	1,506	1,514
无形资产	189	189	189	189
非流动资产合计	1,960	1,972	1,972	1,972
资产合计	5,235	5,213	5,486	5,777
短期借款	1,007	694	694	694
应付账款及票据	414	445	478	506
其他流动负债	365	445	479	508
流动负债合计	1,786	1,584	1,650	1,707
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	98	97	97	97
非流动负债合计	98	97	97	97
负债合计	1,884	1,681	1,747	1,804
股本	411	411	411	411
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	3,351	3,532	3,739	3,973
负债和股东权益合计	5,235	5,213	5,486	5,777

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.90	8.55	8.05	6.49
EBIT 增长率	13.09	26.00	15.64	14.37
净利润增长率	31.04	15.88	14.88	13.90
盈利能力 (%)				
毛利率	37.53	40.56	40.95	41.32
净利润率	7.73	8.25	8.78	9.39
总资产收益率 ROA	5.35	6.23	6.80	7.36
净资产收益率 ROE	8.37	9.20	9.98	10.70
偿债能力				
流动比率	1.83	2.05	2.13	2.23
速动比率	1.69	1.84	1.92	2.01
现金比率	1.52	1.73	1.81	1.90
资产负债率 (%)	35.99	32.24	31.84	31.23
经营效率				
应收账款周转天数	5.55	5.23	4.99	5.02
存货周转天数	26.51	25.80	25.78	25.95
总资产周转率	0.71	0.75	0.79	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	0.68	0.79	0.91	1.03
每股净资产	8.15	8.60	9.10	9.67
每股经营现金流	0.93	1.36	1.49	1.60
每股股利	0.35	0.41	0.47	0.53
估值分析				
PE	16	14	12	10
PB	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.16	5.34	4.84	4.41
股息收益率 (%)	3.26	3.78	4.34	4.94

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	280	325	373	425
折旧和摊销	188	189	190	191
营运资金变动	-86	38	41	35
经营活动现金流	383	558	612	657
资本开支	-65	-181	-182	-183
投资	-91	134	0	0
投资活动现金流	-138	-36	-165	-165
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	-314	0	0
筹资活动现金流	-18	-497	-199	-224
现金净流量	230	25	247	269

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026