

香飘飘 (603711)

2024 年半年报点评: 主业阶段承压, 即饮蓄势待发

增持 (维持)

2024 年 08 月 29 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3128	3625	3822	4189	4576
同比 (%)	(9.76)	15.90	5.42	9.62	9.22
归母净利润 (百万元)	213.90	280.30	305.51	356.20	408.52
同比 (%)	(3.89)	31.04	9.00	16.59	14.69
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.52	0.68	0.74	0.87	0.99
P/E (现价&最新摊薄)	20.62	15.74	14.44	12.38	10.80

投资要点

- **事件:** 24H1 总营收 11.79 亿元, 同比+0.75%; 归母净利润-0.3 亿元, 同比+33.02%。24Q2 总营收 4.54 亿元, 同比-7.54%; 归母净利润-0.55 亿元, 同比-9.67%。
- **冲泡去库收入承压, 即饮调整到位蓄势待发。**分产品看, 1) 24Q2 冲泡业务收入 1.29 亿元, 同比-23%, 主因 Q2 淡季加大库存消化、商业折扣增加, 7 月去库仍持续推进, 预计 8 月销售表现环比有所改善, 目前公司健康化新品如鲜打磨已接近尾声, 预计于 24H2 推出, 有望满足一二线城市高端消费群体需求、推动客户纳新, 进一步贡献增量。2) 即饮业务收入 3.13 亿元, 同比基本持平, 主系 Q2 公司主要工作以产品定位&品牌战略梳理、渠道调整为主, 实际落地性动作相对后延, 其中 Meco 果茶在已有运作经验基础上实现 10%+增长, 冻柠茶销售低于预期, 主系 1 则 24 年尝鲜需求同比减少; 2 则大环境下瓶装饮料竞争更为激烈; 3 则电商策略调整下, 线上销售同比下降。展望未来, 伴随原点及餐饮多渠道发力, 新定位“健康的冰爽饮料”消费者认知度有望进一步提升, 预计 Q3 即饮业务有望延续双位数增长。截至 24Q2 末经销商数量 1175 家, 同比/环比分别+356/+164 家, 公司积极推进餐饮渠道经销商团队搭建工作, 截至 24Q2 末, 公司已开拓专职即饮餐饮渠道经销商超 100 家。
- **成本下降抬升毛利率, 政府补助扰动净利率表现。**24Q2 归母净利率同比-1.9pct 至-12%, 主系政府补助减少: 1) **毛利率:** 24Q2 同比+2.1pct 至 25.7%, 主系原材料采购成本及运费下降, 目前公司新财年采购合同已签订, 预计下半年成本同比下降趋势有望延续。2) **费用端,** 24Q2 销售费率同比-1.7pct 至 35.6%, 主系 Q2 市场推广费、广告投入减少; 24Q2 管理费用率(含研发)同比+1.9pct 至 14.4%, 主系股权激励费用同比增加 (24H1 同比+0.09 亿元), 其他收益同比-0.17 亿元, 主系政府补助减少 (24H1 同比-0.24 亿元)。
- **盈利预测:** 24H1 公司产品规划、组织架构、渠道模式等多方面已基本梳理到位, 期待下半年销售逐步步入正轨, 综合考虑外部环境以及公司各业务进展, 我们调整 2024-2026 年归母净利润为 3.06/3.56/4.09 亿元 (前值为 3.3/4.2/5.1 亿元), 分别同比+9%/17%/15% (前值为+19%、26%、22%), 对应 PE 为 14/12/11 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料成本波动、即饮业务拓展不及预期风险、饮料行业竞争加剧风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.74
一年最低/最高价	10.42/21.13
市净率(倍)	1.38
流通 A 股市值(百万元)	4,411.41
总市值(百万元)	4,411.41

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.77
资产负债率(% ,LF)	25.96
总股本(百万股)	410.75
流通 A 股(百万股)	410.75

相关研究

《香飘飘(603711): 杯饮天地新, 香飘飘知行路》

2024-08-07

《香飘飘(603711): 冲泡+液体奶茶带动 Q2 增长, 期待 20H2 持续改善》

2020-08-24

## 香飘飘三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>3,275</b>	<b>3,556</b>	<b>3,973</b>	<b>4,420</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,625</b>	<b>3,822</b>	<b>4,189</b>	<b>4,576</b>
货币资金及交易性金融资产	2,943	3,206	3,604	4,033	营业成本(含金融类)	2,265	2,307	2,484	2,676
经营性应收款项	95	105	108	111	税金及附加	30	33	41	45
存货	162	160	166	171	销售费用	860	921	1,024	1,141
合同资产	0	0	0	0	管理费用	228	247	255	268
其他流动资产	75	86	95	105	研发费用	33	38	44	51
<b>非流动资产</b>	<b>1,960</b>	<b>1,912</b>	<b>1,809</b>	<b>1,699</b>	财务费用	(64)	(44)	(50)	(58)
长期股权投资	34	34	34	34	加:其他收益	56	54	54	59
固定资产及使用权资产	1,493	1,428	1,346	1,250	投资净收益	10	11	12	13
在建工程	54	26	10	0	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	189	185	181	177	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>343</b>	<b>385</b>	<b>458</b>	<b>525</b>
其他非流动资产	189	236	236	236	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>资产总计</b>	<b>5,235</b>	<b>5,468</b>	<b>5,782</b>	<b>6,119</b>	<b>利润总额</b>	<b>341</b>	<b>383</b>	<b>456</b>	<b>523</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,786</b>	<b>1,858</b>	<b>2,012</b>	<b>2,185</b>	减:所得税	62	78	100	114
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,014	1,063	1,123	1,193	<b>净利润</b>	<b>280</b>	<b>306</b>	<b>356</b>	<b>409</b>
经营性应付款项	414	417	455	498	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	168	191	230	275	<b>归属母公司净利润</b>	<b>280</b>	<b>306</b>	<b>356</b>	<b>409</b>
其他流动负债	190	188	203	219	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.68	0.74	0.87	0.99
非流动负债	98	93	93	93	EBIT	263	339	406	465
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	451	527	601	666
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.53	39.64	40.72	41.52
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	7.73	7.99	8.50	8.93
其他非流动负债	88	83	83	83	收入增长率(%)	15.90	5.42	9.62	9.22
<b>负债合计</b>	<b>1,884</b>	<b>1,951</b>	<b>2,105</b>	<b>2,278</b>	归母净利润增长率(%)	31.04	9.00	16.59	14.69
归属母公司股东权益	3,349	3,515	3,675	3,838					
少数股东权益	2	2	2	2					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,351</b>	<b>3,517</b>	<b>3,677</b>	<b>3,840</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,235</b>	<b>5,468</b>	<b>5,782</b>	<b>6,119</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	383	458	626	695	每股净资产(元)	8.15	8.56	8.95	9.35
投资活动现金流	(138)	(42)	(31)	(30)	最新发行在外股份(百万股)	411	411	411	411
筹资活动现金流	(18)	(103)	(147)	(187)	ROIC(%)	5.12	6.03	6.75	7.37
现金净增加额	230	313	448	479	ROE-摊薄(%)	8.37	8.69	9.69	10.64
折旧和摊销	188	187	194	201	资产负债率(%)	35.99	35.69	36.41	37.23
资本开支	(65)	(93)	(93)	(93)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.74	14.44	12.38	10.80
营运资本变动	(86)	6	75	85	P/B(现价)	1.32	1.26	1.20	1.15

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>