

香飘飘 (603711.SH)

公司快报

食品饮料 | 非乳饮料III

投资评级

买入-B(维持)

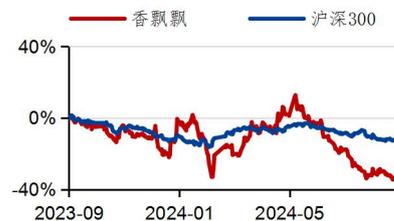
股价(2024-08-30)

11.05元

交易数据

总市值(百万元)	4,538.74
流通市值(百万元)	4,538.74
总股本(百万股)	410.75
流通股本(百万股)	410.75
12个月价格区间	19.30/10.91

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.72	-25.15	-21.02
绝对收益	-8.22	-32.37	-32.81

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号: S0910523120001

lixinxin@huajinsec.com

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.com

相关报告

香飘飘: 短期调整业绩承压, 战略清晰未来可期-华金证券-食品饮料-公司点评-香飘飘 2024.7.18

香飘飘: 冲泡修复增长, 即饮势能向好-华金证券-食品饮料-公司快报-香飘飘 2024.5.7

经营调整蓄势, 期待战略见效

◆ **事件:** 公司发布 2024 年半年度报告。根据公告, 2024H1 公司实现营业收入 11.79 亿元, 同比增长 0.75%, 实现归母净利润-0.30 亿元, 同比减亏 0.15 亿元, 实现扣非后归母净利润-0.43 亿元, 同比减亏 0.37 亿元;

单季度来看, 2024Q2 公司实现营业收入 4.54 亿元, 同比下降 7.54%, 实现归母净利润-0.55 亿元, 同比增亏 0.05 亿元, 实现扣非后归母净利润-0.63 亿元, 同比减亏 0.10 亿元。

◆ **收入分析:** 冲泡淡季消化库存, 即饮调整蓄势待发。上半年公司实现营收 11.79 亿元, 同比+0.75% (其中 Q1: +6.76%; Q2: -7.54%), Q2 增速放缓预计主要源于冲泡库存消化和即饮战略梳理期销售节奏放缓所致。具体来看;

产品端, 2024H1 冲泡/即饮业务收入 6.14/5.47 亿元, 同比-2.13%/+3.83%。H1 公司着重对产品定位和发展战略进行梳理, 奶茶业务制定了“品类健康化、品牌年轻化、产品场景化、消费日常化”的“四化”战略, 加大对健康化奶茶产品的研发力度, 现已形成“原叶现泡奶茶”、“原叶轻乳茶”等产品储备; 即饮业务中核心产品 Meco 如鲜果茶定位关联茶饮店, 以杯装形态等差异化作为发展核心, H1 新增“夏杏金萱”季节限定新品, 取得市场较好反馈, 兰芳园冻柠茶则定位为“健康的冰爽饮料”, 目前尚处于“0-1”发展阶段, 有待继续培育。

渠道端, 2024H1 经销商渠道收入 10.17 亿元/同比+2.91%, 电商渠道 0.94 亿元/同比-25.07%, 出口渠道 0.10 亿元/同比+15.31%, 直营渠道 0.40 亿元/同比+26.40%。上半年, 公司对销售团队进行优化部署, 将原冲泡团队优化调整为全品类团队, 即饮团队则进一步聚焦于销售机会更大的城市, 渠道运作效率有望进一步提升, 同时公司积极打造样板市场、强化渠道建设, 主要表现为: 1) Meco 果茶“家庭装”、“礼品装”部分试点表现优异, 有望扩大推广; 2) 经销商数量较年初净增加 244 家至 1775 家; 3) 部分产品通过直营方式进入赵一鸣、零食很忙、万辰集团等, 截止 7 月直营覆盖的零食量贩终端已超 2w 家; 4) 积极开拓餐饮渠道, 截止 6 月末, 已开拓专职即饮餐饮渠道经销商超 100 家; 5) 在购买冰冻化资源等基础上积极尝试自动量贩机等新形式, 截止 7 月末产品已投放自动量贩机超 9 万台, 累计冰冻化门店数量 (不含自贩机) 实现显著增长。

◆ **利润分析:** 成本下降毛利率同比提升, 政府补助减少导致净利率下滑。2024Q2 公司毛利率为 25.71%, 同比+2.13pct, 主要得益于原料采购成本和运费下降, 以及内部降本增效。费用端管控良好, Q2 期间费用率为 44.7%, 同比-0.8pct, 其中销售费用率为 35.58%, 同比-1.68pct, 主要系市场推广费、广告投入减少所致, 管理费用率 11.90%, 同比+1.2pct, 主要系股权激励费用上升所致; 研发费用率为 2.46%, 同比+0.68pct, 主要源于公司加强研发投入费用。此外, H1 政府补助显著减少 2408 万, 导致 Q2 其他收益/营业收入同比下降 3.3pct, 最终 Q2 净利率为-12.1%, 同比-1.88pct。

◆ **下半年战略规划:** 推出奶茶新品, 加强即饮资源投放。1) 冲泡业务, 旺季来临前



推出“原叶现泡”奶茶新品，做好新品营销和渠道铺货工作，进入旺季后，复制推广礼品装样板市场成功经验，积极做好旺季铺货与销售，推动产品动销；**2) 即饮业务**，加强果茶、冻柠茶资源及费用投放力度，并结合产品新定位加强线上推广、营造热销氛围，渠道端持续提升渠道运行管理效率，加强终端冰冻化建设及生动化陈列。

投资建议：短期来看，随着产品定位及品牌营销策略逐步明晰，公司自6月下旬以来加大宣传推广赋能动销，叠加前期渠道建设、冰冻化投入等动作有序推进，下半年即饮业务有望迎来放量增长，同时冲泡业务亦将逐步进入旺季，有望推动公司收入利润持续改善；**中长期来看**，公司坚持双轮驱动战略，冲泡业务基本盘稳固，叠加健康化升级有望迎来新发展阶段，即饮产品势能向好，随着后续样板市场打造成功全国铺开、渠道多元化拓展以及营销推广力度加大等，即饮业绩弹性有望逐步释放，看好公司长期发展。考虑到Q2收入增速不及预期及市场消费表现疲软，我们调整盈利预测，预计2024-2026年公司营业收入由原来的42.09/48.61/55.13亿元调整为38.45/42.35/46.85亿元，同比增长6.1%/10.2%/10.6%，归母净利润由原来的3.37/4.16/4.93亿元调整为3.15/3.63/4.23亿元，同比增长12.2%/15.3%/16.6%，维持“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**市场需求变化，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期，产品销售不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,128	3,625	3,845	4,235	4,685
YoY(%)	-9.8	15.9	6.1	10.2	10.6
归母净利润(百万元)	214	280	315	363	423
YoY(%)	-3.9	31.0	12.2	15.3	16.6
毛利率(%)	33.8	37.5	38.8	39.0	39.4
EPS(摊薄/元)	0.52	0.68	0.77	0.88	1.03
ROE(%)	6.8	8.3	8.9	9.6	10.3
P/E(倍)	21.2	16.2	14.4	12.5	10.7
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
净利率(%)	6.8	7.7	8.2	8.6	9.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2966	3275	3607	3819	4251	营业收入	3128	3625	3845	4235	4685
现金	2467	2711	2995	3198	3573	营业成本	2071	2265	2354	2582	2839
应收票据及应收账款	54	58	61	70	75	营业税金及附加	30	30	32	36	41
预付账款	45	37	50	46	60	营业费用	561	860	911	1008	1106
存货	172	162	185	195	223	管理费用	230	228	231	250	267
其他流动资产	228	307	317	310	321	研发费用	28	33	31	38	37
非流动资产	2078	1960	1932	1973	2028	财务费用	-38	-64	-45	-58	-75
长期投资	17	34	52	69	87	资产减值损失	-19	-2	-6	-9	-12
固定资产	1572	1476	1443	1474	1522	公允价值变动收益	-1	6	3	5	4
无形资产	194	189	181	173	165	投资净收益	16	10	15	15	15
其他非流动资产	295	260	256	258	254	营业利润	285	343	388	443	530
资产总计	5044	5235	5540	5793	6278	营业外收入	5	0	14	17	9
流动负债	1840	1786	1919	1911	2069	营业外支出	7	2	6	5	5
短期借款	921	1007	1007	1007	1007	利润总额	283	341	396	455	534
应付票据及应付账款	494	414	530	505	633	所得税	69	62	81	93	111
其他流动负债	425	365	383	399	429	税后利润	214	280	314	362	423
非流动负债	80	98	98	98	98	少数股东损益	0	-1	-0	-0	-0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	214	280	315	363	423
其他非流动负债	80	98	98	98	98	EBITDA	446	501	510	574	660
负债合计	1920	1884	2018	2009	2167						
少数股东权益	3	2	2	2	1	主要财务比率					
股本	411	411	411	411	411	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	633	646	646	646	646	成长能力					
留存收益	2078	2293	2490	2716	2972	营业收入(%)	-9.8	15.9	6.1	10.2	10.6
归属母公司股东权益	3122	3349	3520	3782	4110	营业利润(%)	25.4	20.5	13.0	14.1	19.7
负债和股东权益	5044	5235	5540	5793	6278	归属于母公司净利润(%)	-3.9	31.0	12.2	15.3	16.6
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	33.8	37.5	38.8	39.0	39.4
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率(%)	6.8	7.7	8.2	8.6	9.0
经营活动现金流	786	383	477	411	595	ROE(%)	6.8	8.3	8.9	9.6	10.3
净利润	214	280	314	362	423	ROIC(%)	4.9	5.9	6.4	6.9	7.5
折旧摊销	181	180	139	151	167	偿债能力					
财务费用	-38	-64	-45	-58	-75	资产负债率(%)	38.1	36.0	36.4	34.7	34.5
投资损失	-16	-10	-15	-15	-15	流动比率	1.6	1.8	1.9	2.0	2.1
营运资金变动	379	-99	92	-17	102	速动比率	1.5	1.7	1.7	1.8	1.9
其他经营现金流	66	97	-8	-12	-7	营运能力					
投资活动现金流	98	-138	-88	-165	-200	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
筹资活动现金流	-355	-18	-106	-42	-20	应收账款周转率	70.7	64.9	64.9	64.9	64.9
						应付账款周转率	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.68	0.77	0.88	1.03	P/E	21.2	16.2	14.4	12.5	10.7
每股经营现金流(最新摊薄)	1.91	0.93	1.16	1.00	1.45	P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
每股净资产(最新摊薄)	7.60	8.15	8.57	9.21	10.01	EV/EBITDA	6.5	5.4	4.7	3.8	2.8

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn