

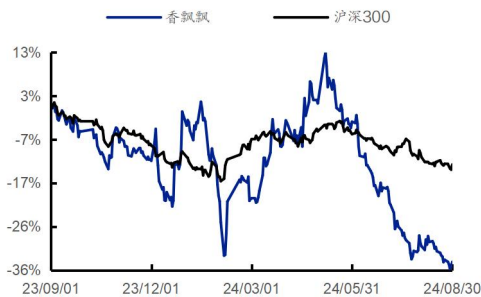
研究所:

 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
qinyf@ghzq.com.cn

Q2 收入承压，期待产品新定位下的后续发展

——香飘飘 (603711) 2024 年半年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/08/30

表现	1M	3M	12M
香飘飘	-3.7%	-31.4%	-33.5%
沪深 300	-1.4%	-7.6%	-12.3%

市场数据

2024/08/30

当前价格(元)	11.05
52 周价格区间(元)	10.42-21.13
总市值(百万)	4,538.74
流通市值(百万)	4,538.74
总股本(万股)	41,074.58
流通股本(万股)	41,074.58
日均成交额(百万)	26.98
近一月换手(%)	0.38

相关报告

《香飘飘 (603711) 公司深度研究: 冲泡龙头改革再起, 即饮业务蓄势待发 (买入) *饮料乳品*刘浩铭, 秦一方》——2024-06-18

《香飘飘 (603711) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 冲泡即饮双轮驱动, 盈利能力持续改善(增持) *饮料乳品*刘浩铭, 秦一方》——2024-04-19

《香飘飘 (603711) 2023 年三季报点评: 收入符合预期, 期待四季度冲泡旺季表现 (增持) *饮料乳品*薛玉虎, 刘浩铭》——2023-10-21

《香飘飘 (603711) 2023 年半年报点评: 冲泡淡季逆势高增, 即饮持续发力 (增持) *饮料乳品*薛

事件:

2024 年 8 月 27 日, 香飘飘发布 2024 年半年报。2024H1 公司实现营业收入 11.79 亿元, 同比+0.75%; 归母净利润-0.30 亿元, 同比+0.14 亿元; 扣非归母净利润-0.43 亿元, 同比+0.37 亿元。2024Q2 公司实现营业收入 4.54 亿元, 同比-7.54%; 归母净利润-0.55 亿元, 同比-0.05 亿元; 扣非归母净利润-0.63 亿元, 同比+0.10 亿元。

投资要点:

- **冲泡表现承压, 期待各项业务在新定位下的后续发展。**分产品来看, 2024H1 冲泡/即饮营收分别为 6.14/5.47 亿元, 同比-2.13%/+3.83%; 其中 2024Q2 冲泡/即饮分别为 1.29/3.13 亿元, 同比-23.01%/-0.41%, 表现承压, 我们认为原因有: 1) Q2 冲泡产品处于去库存期; 2) 公司减少对线上渠道的投放; 3) 公司重新梳理各个品牌的打法和战略, 业务处于调整阶段。冲泡奶茶制定了“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, 积极推进产品创新, 形成“原叶现泡奶茶”“原叶轻乳茶”等产品储备。Meco 如鲜果茶产品重新定位为“茶饮店之外的第二选择”, 兰芳园冻柠茶重新定位为“健康的冰爽饮料”。
- **优势区域增长稳健, 积极探索新渠道、新场景。**分渠道来看, 2024H1 经销商/电商/出口/直营分别营收 10.17/0.94/0.10/0.40 亿元, 同比+2.91%/-25.07%/+15.31%/+26.40%。直营渠道增速较高, 主要为公司以直营方式进入零食量贩系统, 截至到 2024 年 7 月末已覆盖超过 2 万家, 并为该渠道定制小规格产品。电商下滑幅度较大, 主要系公司主动对该渠道费用投放进行调整。公司积极推进餐饮渠道的经销商团队搭建工作, 截至 2024 年 6 月末, 公司已开拓专职即饮餐饮渠道经销商超 100 家。分区域来看, 2024H1 华东/华中/华北地区收入增长, 为 4.37/1.75/0.68 亿元, 同比+4.65%/+5.55%/+11.98%; 西南/西北/华南/东北地区收入下滑, 为 1.67/0.95/0.54/0.21 亿元, 同比-2.65%/-1.49%/-1.77%/-0.63%; 优势区域华东收入占比约 37%, 收入增速跑赢公司整体。
- **成本改善下毛利率优化, 股权激励费用致整体费用率提升。**2024H1/Q2 公司毛利率为 30.58%/25.71%, 同比+2.69/2.13pct, 主要系原料采购成本和运费下降所致。费用端, 2024Q2 公司销售/管理/

薛玉虎，刘洁铭》——2023-08-20

《香飘飘（603711）2022 年报及 2023 一季报点评：疫情扰动下实现开门红，股权激励激发增长动能（增持）*饮料乳品*薛玉虎，刘洁铭》——2023-04-21

研发费用率分别为 35.58%/11.90%/2.46%，同比-1.68/+1.20/+0.68pct，市场推广费、广告投入减少导致销售费用率下滑；股权激励费用上升导致管理费用率提升。最终，2024Q2 同比增亏 0.05 亿元至-0.55 亿元，归母净利率同比-1.89pct 至-12.04%。

- **盈利预测和投资评级：**展望未来，公司继续坚持奶茶及饮料“双轮驱动”战略，在稳定开拓固体冲泡奶茶市场的同时，大力拓展即饮饮料市场，实现公司持续、健康、稳定的发展，考虑到公司各项业务重新调整和梳理，预计短期内对收入有所扰动，我们调整对公司的盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 37.97/43.10/48.54 亿元，同比+5%/+14%/+13%；归母净利润为 3.25/3.86/4.47 亿元，同比+16%/19%/+16%；EPS 分别为 0.79/0.94/1.09 元，对应 PE 分别为 14/12/10X，维持“买入”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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3625	3797	4310	4854
增长率(%)	16	5	14	13
归母净利润（百万元）	280	325	386	447
增长率(%)	31	16	19	16
摊薄每股收益（元）	0.68	0.79	0.94	1.09
ROE(%)	8	9	10	11
P/E	25.21	13.95	11.75	10.17
P/B	2.10	1.29	1.22	1.16
P/S	1.94	1.20	1.05	0.94
EV/EBITDA	11.88	5.11	4.05	3.34

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:	11.05				投资评级:	买入				日期:	2024/08/30			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	8%	9%	10%	11%	EPS	0.68	0.79	0.94	1.09										
毛利率	38%	39%	39%	40%	BVPS	8.15	8.55	9.02	9.56										
期间费率	28%	28%	28%	28%	估值														
销售净利率	8%	9%	9%	9%	P/E	25.21	13.95	11.75	10.17										
成长能力					P/B	2.10	1.29	1.22	1.16										
收入增长率	16%	5%	14%	13%	P/S	1.94	1.20	1.05	0.94										
利润增长率	31%	16%	19%	16%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.71	0.70	0.75	0.79	营业收入	3625	3797	4310	4854										
应收账款周转率	64.91	75.46	70.82	71.20	营业成本	2265	2334	2628	2935										
存货周转率	13.58	14.51	13.85	14.02	营业税金及附加	30	33	38	42										
偿债能力					销售费用	860	858	967	1086										
资产负债率	36%	37%	38%	38%	管理费用	228	228	259	296										
流动比	1.83	1.80	1.75	1.79	财务费用	-64	-12	-12	-15										
速动比	1.69	1.64	1.59	1.64	其他费用/(-收入)	33	30	34	39										
					营业利润	343	401	473	546										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-2	6	10	10										
现金及现金等价物	2943	3114	3415	3680	利润总额	341	407	483	556										
应收款项	58	43	79	58	所得税费用	62	82	97	110										
存货净额	162	160	220	199	净利润	280	325	386	446										
其他流动资产	113	153	145	159	少数股东损益	-1	0	0	-1										
流动资产合计	3275	3469	3858	4096	归属于母公司净利润	280	325	386	447										
固定资产	1476	1537	1587	1627															
在建工程	54	52	51	49	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	396	436	453	471	经营活动现金流	383	554	696	693										
长期股权投资	34	48	63	79	净利润	280	325	386	447										
资产总计	5235	5543	6012	6322	少数股东损益	-1	0	0	-1										
短期借款	1007	1087	1167	1248	折旧摊销	188	170	177	187										
应付款项	414	428	575	534	公允价值变动	-6	0	0	0										
合同负债	168	174	203	223	营运资金变动	-86	42	109	34										
其他流动负债	197	242	263	289	投资活动现金流	-138	-259	-236	-236										
流动负债合计	1786	1931	2207	2294	资本支出	-65	-234	-212	-214										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-91	-39	-34	-32										
其他长期负债	98	98	98	98	其他	18	15	9	10										
长期负债合计	98	98	98	98	筹资活动现金流	-18	-125	-159	-191										
负债合计	1884	2029	2306	2392	债务融资	0	80	80	81										
股本	411	411	411	411	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	3351	3514	3706	3929	其它	-18	-205	-239	-272										
负债和股东权益总计	5235	5543	6012	6322	现金净增加额	230	171	301	265										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，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视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。