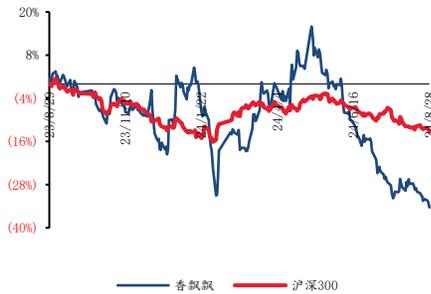


香飘飘: Q2 业绩承压, 积极调整再出发

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	4.11/4.11
总市值/流通(亿元)	44.11/44.11
12个月内最高/最低价(元)	21.13/10.42

相关研究报告

<<香飘飘: 2024Q1 利润高弹性增长, 即饮成长势头正劲>>—2024-04-22

<<香飘飘: 23 年一季度业绩扭亏, 激励计划增强公司动能>>—2023-04-24

<<香飘飘三季报点评: 费用高举高打, 期待新品放量>>—2019-10-28

证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师: 肖依琳

电话:

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

事件: 公司发布 2024 年中报, 公司 2024H1 实现收入 11.79 亿元, 同比+0.75%, 归母净利润-0.30 亿元, 同比+33.02%, 扣非净利润-0.43 亿元, 同比+46.23%; 其中 Q2 实现收入 4.54 亿元, 同比-7.54%, 归母净利润-0.55 亿元, 同比-9.67%, 扣非净利润-0.63 亿元, 同比+14.11%。

冲泡业务淡季去库拖累整体表现, 线下即饮延续稳增。分产品来看, Q2 冲泡/即饮分别实现收入 1.29/3.13 亿元, 分别同比-22.8%/0.6%, Q2 冲泡淡季以库存调整为主, 并持续进行产品创新升级, 预计旺季前将新推升级新品带动整体增长。即饮方面, 公司以 Meco 为战略重心实现差异化突围, Q2 即饮表现略有下滑预计与费用更多向线下倾斜, 线上销量受影响, 以及牛乳茶产品再定位有关, Q2 电商收入同比下滑 50.1%, 而线下即饮板块预计仍有较好表现。分区域来看, 公司华东/华北市场同比增长 2.4%/11.0%, 主销区华东市场表现稳健, 同时包含北京在内的华北地区在公司积极推广下获得较好表现, 其余地区均有不同程度下滑。

毛利率延续提升趋势, 但产品创新投入力度加大, Q2 盈利水平改善不明显。2024H1 公司毛利率同比+2.69pct 至 30.58%, 其中 Q2 毛利率同比+2.13pct 至 25.71%, 毛利率提升预计与规模效应提升, 以及大包粉、植脂末等原材料价格下降有关。费用方面, Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 35.6%/11.9%/2.5%/2.5%/-5.3%, 分别同比-1.7/+1.2/+0.7/-1.0pct, 广告费用以及线上费用投放收缩致销售费用率下降, 同时管理费用率提升主因股权激励费用摊销所致, Q2 加快对冲泡以及轻果茶新品的研发力度, 研发费用率亦有提升。综上, Q2 净利率同比-1.9pct 至-12.0%。

产品创新步伐加快, 积极调整再出发。展望下半年, 公司冲泡业务通过产品创新以及高势能网点精耕挖潜, 收入有望回归正增。冲泡业务净利率常年保持在 16% 以上, 是较稳定的现金流业务, 可为新品的提供提供坚实支撑。上半年公司重新调整内部团队, 将原冲泡团队与即饮销售团队针对部分市场、渠道进行协同整合, 实现资源战略聚焦。同时, 公司对即饮产品重新定位调整, 并积极推进餐饮、零食量贩店、自动量贩机等渠道, 未来将继续通过网点扩张、加大地推营销等方式发力样板市场, 为后续的全国化扩张做准备, 预计即饮收入延续稳定增长。此外, 今年随即饮业务销售规模逐步提升, 带动产能利用率向上恢复, 即饮业务盈利有望稳步减亏, 看好盈利水平逐步提升。

盈利预测: 考虑整体需求较疲软, 行业竞争较激烈, 我们下调 2024-2026 年盈利预测, 我们预计公司 2024-2026 年实现收入 38.78/42.41/47.09 亿元, 同比增长 7%/9%/11%, 实现利润

3.07/3.49/4.11 亿元，同比增长 30%/24%/19%，对应 PE 为 23/20/17X。我们按照 2024 年业绩给 25 倍 PE，一年目标价 18.75 元，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；即饮旺季动销不及预期；内部管理调整变动；网点开拓不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,625	3,878	4,241	4,709
营业收入增长率(%)	15.90%	6.98%	9.36%	11.02%
归母净利（百万元）	280	307	349	411
净利润增长率(%)	31.04%	9.54%	13.70%	17.64%
摊薄每股收益（元）	0.68	0.75	0.85	1.00
市盈率（PE）	25.21	22.61	19.89	16.90

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,467	2,711	2,540	2,942	3,416
应收和预付款项	99	95	0	0	0
存货	172	162	0	0	0
其他流动资产	228	307	297	297	297
流动资产合计	2,966	3,275	2,837	3,239	3,713
长期股权投资	17	34	43	53	62
投资性房地产	89	61	86	111	136
固定资产	1,572	1,476	1,536	1,552	1,562
在建工程	69	54	-66	-167	-273
无形资产开发支出	194	189	186	184	180
长期待摊费用	3	1	1	1	1
其他非流动资产	3,100	3,419	2,994	3,396	3,872
资产总计	5,044	5,235	4,781	5,130	5,541
短期借款	921	1,007	1,007	1,007	1,007
应付和预收款项	494	414	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	505	463	111	111	111
负债合计	1,920	1,884	1,118	1,118	1,118
股本	411	411	411	411	411
资本公积	633	646	651	651	651
留存收益	2,078	2,293	2,599	2,949	3,359
归母公司股东权益	3,122	3,349	3,661	4,011	4,421
少数股东权益	3	2	2	2	2
股东权益合计	3,124	3,351	3,663	4,013	4,423
负债和股东权益	5,044	5,235	4,781	5,130	5,541

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	786	383	-14	545	664
投资性现金流	98	-138	-161	-144	-190
融资性现金流	-355	-18	4	0	0
现金增加额	530	230	-171	402	474

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,128	3,625	3,878	4,241	4,709
营业成本	2,071	2,265	2,415	2,628	2,813
营业税金及附加	30	30	34	38	41
销售费用	561	860	834	925	1,008
管理费用	230	228	283	297	306
财务费用	-38	-64	0	0	0
资产减值损失	0	-2	0	0	0
投资收益	16	10	26	29	0
公允价值变动	-1	6	0	0	0
营业利润	285	343	375	426	501
其他非经营损益	-2	-2	0	0	0
利润总额	283	341	375	426	501
所得税	69	62	68	77	90
净利润	214	280	307	349	411
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归母股东净利润	214	280	307	349	411

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	33.80%	37.53%	37.72%	38.03%	40.26%
销售净利率	6.84%	7.73%	7.92%	8.23%	8.72%
销售收入增长率	-9.76%	15.90%	6.98%	9.36%	11.02%
EBIT 增长率	24.81%	13.09%	42.37%	13.70%	17.64%
净利润增长率	-3.89%	31.04%	9.54%	13.70%	17.64%
ROE	6.85%	8.37%	8.39%	8.70%	9.29%
ROA	4.24%	5.35%	6.42%	6.80%	7.41%
ROIC	4.35%	4.93%	6.55%	6.93%	7.54%
EPS (X)	0.52	0.68	0.75	0.85	1.00
PE (X)	28.92	25.21	22.61	19.89	16.90
PB (X)	1.98	2.10	1.90	1.73	1.57
PS (X)	1.98	1.94	1.79	1.64	1.47
EV/EBITDA (X)	10.99	11.88	9.14	7.61	6.03

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。