

# Q3 即饮销售好转，期待冲泡旺季恢复增长

## 香飘飘(603711)

评级:	买入	股票代码:	603711
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	20.61/10.13
目标价格:		总市值(亿)	56.35
最新收盘价:	13.72	自由流通市值(亿)	56.35
		自由流通股数(百万)	410.75

### 事件概述

公司 24Q1-Q3 实现营收 19.38 亿元，同比-2.05%，归母净利润 0.18 亿元，同比+408.98%，扣非归母净利润-0.58 亿元。公司 24Q3 实现营收 7.59 亿元，同比-6.10%，归母净利润 0.47 亿元，同比-0.62%，扣非归母净利润 0.37 亿元，同比-6.52%。

### 分析判断:

#### ▶ 冲泡持续承压，即饮旺季销售好转

Q3 公司坚持“双轮驱动”战略，积极挖掘业务发展机会、持续提升资源使用效率，但受冲泡需求承压和战略调整，Q3 收入同比下降 6.1%至 7.59 亿元。

分产品来看，Q3 公司冲泡和即饮分别实现营业收入 4.96/2.54 亿元，分别同比-14.9%/+17.8%，冲泡业务增长承压；即饮业务随着旺季和公司战略的有效落地，销售持续好转。

分渠道来看，Q3 公司经销商/电商/出口/直营分别实现营收 7.10/0.25/0.05/0.11 亿元，分别同比-3.4%/-46.4%/-8.2%/-14.8%，各渠道均有一定的增长压力，预计主要受到冲泡产品影响，即饮渠道布局按计划推进，冰冻化率持续提升。

#### ▶ 成本改善带动利润表现优于收入

成本端来看，Q3 公司毛利率同比提升 2.4pct 至 40.9%，我们认为主要受原材料成本下降以及运费下降带动。费用端来看，Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.1%/8.1%/1.6%/-1.2%，分别同比+0.2%/+1.0%/+0.5%/+0.8pct，销售费用率提升主要系旺季加大即饮市场投放，管理费用率提升主要系股权激励费用上升。综合毛利率和费用率变动，公司净利率同比微增 0.34pct 至 6.22%，相应的归母净利润微降 0.62%至 0.47 亿元。

#### ▶ 战略调整期，经营稳健恢复可期

公司今年以来持续推进战略调整，即饮将 Meco 如鲜果茶定义为“茶饮店之外的第二选择”，将冻柠茶定位为“健康的冰爽饮料”，随着新战略有效落地，有望带来即饮产品的进一步放量；冲泡类产品公司继续探索健康化升级，有望继续实现稳健增长。我们看好公司持续巩固冲泡产品竞争优势，加速推进即饮产品放量，打造第二曲线，实现盈利质量提升。

### 投资建议

参考公司公告，我们下调公司 24-26 年 38.06/43.71/48.82 亿元的预测至 36.67/41.03/45.22 亿元；下调 24-26 年 EPS 0.77/0.93/1.13 元的预测至 0.73/0.85/1.01 元。对应 2024 年 10 月 31 日收盘价 13.72 元的股价对应估值分别为 19/16/14 倍，维持买入评级。

### 风险提示

成本压力缓解不及预期，新品推广不及预期，行业竞争加剧

### 盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,128	3,625	3,667	4,103	4,522
YoY (%)	-9.8%	15.9%	1.2%	11.9%	10.2%

归母净利润(百万 元)	214	280	301	349	415
YoY (%)	-3.9%	31.0%	7.3%	16.0%	19.0%
毛利率 (%)	33.8%	37.5%	38.0%	38.3%	38.5%
每股收益(元)	0.52	0.68	0.73	0.85	1.01
ROE	6.9%	8.4%	8.2%	8.7%	9.4%
市盈率	26.38	20.18	18.73	16.15	13.57

资料来源: Wind, 华西证券研究所

**分析师: 寇星**

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

**分析师: 卢周伟**

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,625	3,667	4,103	4,522	净利润	280	300	348	414
YoY (%)	15.9%	1.2%	11.9%	10.2%	折旧和摊销	188	134	136	139
营业成本	2,265	2,274	2,532	2,781	营运资金变动	-86	-26	65	-6
营业税金及附加	30	33	37	41	经营活动现金流	383	400	546	541
销售费用	860	851	944	1,031	资本开支	-65	-68	-57	-56
管理费用	228	220	234	244	投资	-91	-30	-30	-30
财务费用	-64	-34	-40	-49	投资活动现金流	-138	-84	-66	-63
研发费用	33	33	37	41	股权募资	0	5	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	10	18	21	23	筹资活动现金流	-18	-17	-20	-20
营业利润	343	364	422	501	现金净流量	230	299	459	457
营业外收支	-2	2	3	4	<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
利润总额	341	366	425	505	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	62	66	76	91	营业收入增长率	15.9%	1.2%	11.9%	10.2%
净利润	280	300	348	414	净利润增长率	31.0%	7.3%	16.0%	19.0%
归属于母公司净利润	280	301	349	415	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	31.0%	7.3%	16.0%	19.0%	毛利率	37.5%	38.0%	38.3%	38.5%
每股收益	0.68	0.73	0.85	1.01	净利率	7.7%	8.2%	8.5%	9.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	总资产收益率 ROA	5.4%	5.4%	5.8%	6.4%
货币资金	2,711	3,010	3,469	3,927	净资产收益率 ROE	8.4%	8.2%	8.7%	9.4%
预付款项	37	45	51	56	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	162	169	193	206	流动比率	1.83	2.02	2.16	2.38
其他流动资产	365	438	508	577	速动比率	1.69	1.85	1.97	2.17
流动资产合计	3,275	3,662	4,221	4,765	现金比率	1.52	1.66	1.78	1.96
长期股权投资	34	34	34	34	资产负债率	36.0%	34.4%	33.8%	32.2%
固定资产	1,476	1,418	1,346	1,272	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	189	184	179	174	总资产周转率	0.71	0.68	0.71	0.72
非流动资产合计	1,960	1,908	1,832	1,752	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,235	5,570	6,052	6,518	每股收益	0.68	0.73	0.85	1.01
短期借款	1,007	1,007	1,007	1,007	每股净资产	8.15	8.90	9.75	10.76
应付账款及票据	414	395	474	504	每股经营现金流	0.93	0.97	1.33	1.32
其他流动负债	365	415	470	491	每股股利	0.35	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,786	1,817	1,951	2,002	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	20.18	18.73	16.15	13.57
其他长期负债	98	97	97	97	PB	2.10	1.91	1.74	1.58
非流动负债合计	98	97	97	97					
负债合计	1,884	1,914	2,048	2,098					
股本	411	411	411	411					
少数股东权益	2	1	1	0					
股东权益合计	3,351	3,657	4,005	4,419					
负债和股东权益合计	5,235	5,570	6,052	6,518					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。