

公司研究

24Q3 即饮增长冲泡承压，盈利能力持续提升

——香飘飘（603711.SH）2024 年三季报点评

增持（维持）

当前价：13.65 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

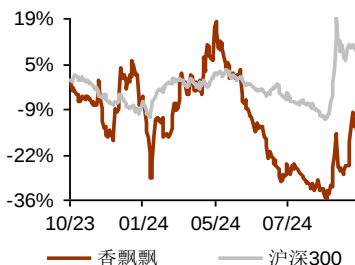
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.11
总市值(亿元):	56.07
一年最低/最高(元):	10.13/20.61
近 3 月换手率:	68.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.46	0.38	-23.96
绝对	1.26	13.37	-15.09

资料来源：Wind

相关研报

24H1 业绩承压，期待后续战略梳理成效——香飘飘（603711.SH）2024 年中报点评（2024-08-31）

23 年冲泡业务温和复苏，即饮业务持续发力——香飘飘（603711.SH）2023 年年报及 2024 年一季报点评（2024-04-18）

要点

事件：香飘飘发布 24 年三季报，前三季度实现营业收入 19.4 亿元，同比-2%；归母净利润 0.2 亿元，同比+409%；扣非归母净利润-0.1 亿元。24Q3 实现营业收入 7.6 亿元，同比-6.1%；归母净利润 0.5 亿元，同比-0.6%；扣非归母净利润 0.4 亿元，同比-6.5%。

冲泡业务仍具压力，果茶维持良好增长。分产品，24 年前三季度，冲泡业务实现营业收入 11.10 亿元，同比-8.3%，主要系消费环境承压，经销商备货谨慎。即饮业务实现营业收入 8.01 亿元，同比+7.9%，主要系 Meco 果茶以校园为主的原点渠道、零食量贩渠道以及礼品装、家庭装市场实现增长。**分区域，**24 年前三季度，公司的核心市场华东/西南/华中分别实现营收 8.00/2.50/2.85 亿元，分别同比+4.4%/-6.1%/+1.1%，华东大本营延续稳健增长。另外，24 年前三季度，东北区域实现营业收入 3444 万元，同比+8.8%，基数较小。**分渠道，**24 年前三季度，经销渠道实现营业收入 17.3 亿元，同比+0.2%，增长原因是公司持续加强经销商招募力度，24 年前三季度公司经销商数量同比净增 320 家至 1851 家。电商渠道实现营业收入 1.2 亿元，同比-30.8%，系公司持续调整电商策略。直营实现营业收入 5059 万元，同比+14.6%，系公司拓展零售量贩渠道带来营收增量。出口实现营业收入 1487 万元，同比+6.5%。另外，公司在线下新增自动量贩机渠道，已经投入自动贩卖机超 9 万台。

24Q3 冲泡/即饮业务实现营收 4.96/2.54 亿元，同比-14.9%/+17.8%，冲泡业务仍然处于调整期，即饮业务因销售旺季拉动营收增长。核心市场华东/西南/华中分别实现营收 3.63/0.83/1.11 亿元，分别同比+4.1%/-12.4%/-5.2%。经销/电商/出口/直营分别实现营收 7.1/0.2/0.05/0.11 亿元，分别同比-3.4%/-46.4%/-8.2%/-14.8%。

降本增效与成本红利推升盈利能力。24 年前三季度/24Q3 公司的毛利率分别为 34.6%/40.9%，分别同比+2.4/+2.4pcts，毛利率提升主要系公司内部降本增效，大宗原物料价格稳中下降。24 年前三季度/24Q3 公司的销售费用率分别为 27.6%/26.1%，分别同比-1.5/+0.2pcts。24 年前三季度/24Q3 管理费用率分别为 8.8%/8.1%，分别同比+0.5/+1.0pcts。综上，24 年前三季度/24Q3 公司归母净利率分别为 0.9%/6.2%，分别同比+0.74/+0.34pcts。

持续进行品类创新与渠道拓展，后续重点关注冲泡旺季表现。冲泡业务方面，24 年 9 月公司进行品类创新，推出两款新品：1) “原叶现泡轻乳茶”，对标线下现制茶饮店，尝试进行客群破圈与升级；2) “原叶现泡奶茶”，向健康化、年轻化的产品方向升级。公司原有的冲泡产品以下沉市场客群为主，该两款新品有望在未来助力冲泡业务获取一、二线城市的新增客群，抬高营收天花板。24Q4 进入冲泡旺季，且 25 年春节时间较早，预计经销商会提前备货，后续需重点关注冲泡品类表现。即饮业务方面，公司目前仍处于投入阶段，销售团队已基本稳定，后续关注 Meco “轻果茶”系列产品上市后表现，以及冻柠茶从“0-1”的发展进度。

盈利预测、估值与评级：考虑需求偏弱，公司新品放量尚需时间，我们下调公司 24 年归母净利润预测至 2.86 亿元，较前次预测下调幅度为 9.5%，基本维持 25-26 年归母净利润预测分别为 3.66/4.37 亿元。24-26 年对应 EPS 分别为 0.70/0.89/1.06 元，当前股价对应 24-26 年 PE 分别为 20x/15x/13x。公司作为中国杯装奶茶的开创者和领导者，积极求变求新，持续进行品类与渠道开拓，我们看好公司未来发展前景，维持“增持”评级。

风险提示：新品增长不及预期，原材料价格大幅上涨，食品安全风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,128	3,625	3,677	4,093	4,499
营业收入增长率	-9.76%	15.90%	1.43%	11.32%	9.91%
归母净利润（百万元）	214	280	286	366	437
归母净利润增长率	-3.89%	31.04%	2.09%	28.07%	19.16%
EPS（元）	0.52	0.68	0.70	0.89	1.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.85%	8.37%	8.19%	9.50%	10.17%
P/E	26	20	20	15	13
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-30

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,128	3,625	3,677	4,093	4,499
营业成本	2,071	2,265	2,317	2,579	2,847
折旧和摊销	177	178	180	206	229
税金及附加	30	30	31	34	38
销售费用	561	860	930	970	1,017
管理费用	230	228	184	188	207
研发费用	28	33	33	37	40
财务费用	-38	-64	-24	-16	-28
投资收益	16	10	30	30	30
营业利润	285	343	311	411	499
利润总额	283	341	358	458	546
所得税	69	62	72	92	109
净利润	214	280	286	366	437
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	214	280	286	366	437
EPS(元)	0.52	0.68	0.70	0.89	1.06

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	786	383	429	537	637
净利润	214	280	286	366	437
折旧摊销	177	178	180	206	229
净营运资金增加	-560	488	3	54	212
其他	955	-562	-40	-89	-241
投资活动产生现金流	98	-138	-408	-300	-300
净资本支出	-123	-65	-430	-330	-330
长期投资变化	17	34	0	0	0
其他资产变化	204	-107	22	30	30
融资活动现金流	-355	-18	-342	-171	-94
股本变化	-4	0	0	0	0
债务净变化	-300	91	-224	-187	-122
无息负债变化	188	-126	6	69	70
净现金流	530	230	-321	66	243

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	33.8%	37.5%	37.0%	37.0%	36.7%
EBITDA 率	13.8%	12.3%	11.8%	14.0%	14.9%
EBIT 率	8.0%	7.4%	7.0%	9.0%	9.8%
税前净利润率	9.0%	9.4%	9.7%	11.2%	12.1%
归母净利润率	6.8%	7.7%	7.8%	9.0%	9.7%
ROA	4.2%	5.3%	5.5%	6.8%	7.5%
ROE (摊薄)	6.9%	8.4%	8.2%	9.5%	10.2%
经营性 ROIC	5.8%	6.0%	5.2%	7.2%	8.0%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	38%	36%	32%	29%	26%
流动比率	1.61	1.83	1.86	2.10	2.38
速动比率	1.52	1.74	1.76	1.97	2.23
归母权益/有息债务	3.38	3.30	4.42	6.40	8.93
有形资产/有息债务	5.15	4.88	6.12	8.39	11.26

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	5,044	5,235	5,161	5,409	5,794
货币资金	2,467	2,711	2,390	2,456	2,699
交易性金融资产	186	232	232	234	236
应收账款	54	58	37	61	67
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	19	10	11	12	13
存货	172	162	166	184	204
其他流动资产	24	65	66	74	82
流动资产合计	2,966	3,275	2,939	3,064	3,348
其他权益工具	29	29	29	29	29
长期股权投资	17	34	34	34	34
固定资产	1,572	1,476	1,645	1,687	1,713
在建工程	69	54	70	98	118
无形资产	194	189	215	241	266
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	4	1	1	1	1
非流动资产合计	2,078	1,960	2,221	2,345	2,446
总负债	1,920	1,884	1,666	1,548	1,496
短期借款	921	1,007	783	596	474
应付账款	424	414	423	471	520
应付票据	70	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	15	7	7	7	7
流动负债合计	1,840	1,786	1,577	1,459	1,407
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	72	74	75	75	75
非流动负债合计	80	98	89	89	89
股东权益	3,124	3,351	3,494	3,861	4,298
股本	411	411	411	411	411
公积金	841	854	854	854	854
未分配利润	1,870	2,085	2,228	2,594	3,031
归属母公司权益	3,122	3,349	3,492	3,859	4,295
少数股东权益	3	2	2	2	2

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	17.93%	23.73%	25.30%	23.70%	22.60%
管理费用率	7.35%	6.28%	5.00%	4.60%	4.60%
财务费用率	-1.20%	-1.75%	-0.66%	-0.38%	-0.62%
研发费用率	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
所得税率	24%	18%	20%	20%	20%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.16	0.35	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.91	0.93	1.04	1.31	1.55
每股净资产	7.60	8.15	8.50	9.39	10.46
每股销售收入	7.61	8.83	8.95	9.97	10.95

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	26	20	20	15	13
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	13.5	13.3	13.9	10.3	8.6
股息率	1.2%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP