

香飘飘 (603711)

增持 (维持)

Q3 冲泡业务承压，即饮增长提速

2024年11月02日

市场数据

日期	2024-11-01
收盘价(元)	12.97
总股本(百万股)	410.75
流通股本(百万股)	410.75
净资产(百万元)	3245.67
总资产(百万元)	4892.53
每股净资产(元)	7.90

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《香飘飘: 短期需求承压, 关注即饮调整成效》2024-08-29
《香飘飘: 短期需求承压, 长期成长蓄力》2024-07-09
《香飘飘: 冲泡经营稳健, 即饮增势向好》2024-04-18

分析师:

金舍
jinhan@xyzq.com.cn
S0190521080003

研究助理:

王嘉琦
wangjiaqi23@xyzq.com.cn

投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年三季报: 前三季度营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 19.38/0.18/-0.06 亿元, 同比-2.05%/+408.98%/+85.70%。Q3 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 7.59/0.47/0.37 亿元, 同比-6.10%/-0.62%/-6.52%。
- Q3 即饮增长提速, 冲泡表现疲软。** 分产品: 1) 冲泡业务: 前三季度营收 11.10 亿元, 同比-8.27%, 其中 Q1/Q2/Q3 营收分别同比+5%/-23%/-15%, 一季度增长稳健, 二季度进入淡季, 以消化渠道库存为主, 三季度动销相对疲软, 收入端承压, 预计随着四季度冲泡旺季来临, 收入有望企稳。2) 即饮业务: 前三季度营收 8.01 亿元, 同比+7.89%, 其中 Q3 营收同比+17.8%、增长提速, 系即饮新定位调整落地成效显现, 预计 Meco 果茶收入快速增长, 冻柠茶受渠道结构调整收入下滑。
- 成本下行带动毛利率提升, 盈利能力有所优化。** 前三季度毛利率为 34.64%, 同比+2.40pct, 其中 Q3 毛利率为 40.94%, 同比+2.41pct, 毛利率改善主要系原材料采购价格下降。前三季度销售/管理/研发/财务费用率为 27.55%/8.81%/1.58%/-2.71%, 同比-1.48/+0.54/+0.37/-0.09pct, 其中 Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 26.13%/8.06%/1.58%/-1.23%, 同比+0.23/+1.03/+0.52/+0.76pct, Q3 销售费用率同比提升, 主要系公司持续投放广告、赞助综艺, 加大品牌曝光度。综合以上因素, 前三季度归母净利率为 0.91%, 同比+0.74pct, 其中 Q3 归母净利率为 6.22%, 同比+0.34pct。
- 盈利预测与投资建议:** 根据三季报调整盈利预测, 预计 2024-2026 年营收 36.05/40.47/44.75 亿元, 同比-0.56%/+12.25%/+10.60%, 归母净利润分别为 2.84/3.41/3.89 亿元, 同比+1.36%/+20.10%/+14.06%, EPS 为 0.69/0.83/0.95 元; 对应 2024 年 11 月 1 日收盘价, PE 为 18.75/15.61/13.69X, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 原材料成本波动, 行业竞争加剧, 市场需求下滑, 食品安全问题。

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3625	3605	4047	4475
同比增长	15.90%	-0.56%	12.25%	10.60%
归母净利润(百万元)	280	284	341	389
同比增长	31.04%	1.36%	20.10%	14.06%
毛利率	37.53%	38.19%	38.60%	38.80%
ROE	8.37%	8.28%	9.26%	9.83%
每股收益(元)	0.68	0.69	0.83	0.95
市盈率	19.01	18.75	15.61	13.69

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

报告正文**事件**

- 公司发布 2024 年三季报: 前三季度营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 19.38/0.18/-0.06 亿元, 同比-2.05%/+408.98%/+85.70%。Q3 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 7.59/0.47/0.37 亿元, 同比-6.10%/-0.62%/-6.52%。

点评

- **Q3 即饮增长提速, 冲泡表现疲软。**
 - ✓ 分产品: 1) 冲泡业务: 前三季度营收 11.10 亿元, 同比-8.27%, 其中 Q1/Q2/Q3 营收分别同比+5%/-23%/-15%, 一季度增长稳健, 二季度进入淡季, 以消化渠道库存为主, 三季度动销相对疲软, 收入端承压, 预计随着四季度冲泡旺季来临, 收入有望企稳。2) 即饮业务: 前三季度营收 8.01 亿元, 同比+7.89%, 其中 Q3 营收同比+17.8%、增长提速, 系即饮新定位调整落地成效显著, 预计 Meco 果茶收入快速增长, 冻柠茶受渠道结构调整收入下滑。
 - ✓ 分渠道: 前三季度经销/电商/出口/直营分别实现营收 17.27/1.19/0.15/0.51 亿元, 同比+0.23%/-30.77%/+6.48%/+14.58%。公司加快招商速度, 三季度末经销商数量 1851 家, 较 23 年年末净增加 320 家。
 - ✓ 分地区: 前三季度核心市场华东/华中/西南实现营收 8.00/2.85/2.50 亿元, 同比+4.42%/+1.11%/-6.11%, 华东大本营市场稳健增长。

- **成本下行带动毛利率提升, 盈利能力有所优化。**

前三季度毛利率为 34.64%, 同比+2.40pct, 其中 Q3 毛利率为 40.94%, 同比+2.41pct, 毛利率改善主要系原材料采购价格下降。前三季度销售/管理/研发/财务费用率为 27.55%/8.81%/1.58%/-2.71%, 同比-1.48/+0.54/+0.37/-0.09pct, 其中 Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 26.13%/8.06%/1.58%/-1.23%, 同比+0.23/+1.03/+0.52/+0.76pct, Q3 销售费用率同比提升, 主要系公司持续投放广告、赞助综艺, 加大品牌曝光度。综合以上因素, 前三季度归母净利率为 0.91%, 同比+0.74pct, 其中 Q3 归母净利率为 6.22%, 同比+0.34pct。

- **关注旺季动销节奏, 策略调整后即饮有望贡献增量。**

公司坚持“双轮驱动”战略, 冲泡为稳定增长基本盘, 逐步向健康化、年轻化升级, 推出了“如鲜”燕麦奶茶、原叶现泡轻乳茶等新品, “手作燕麦奶茶”前期试销取得良好反馈, 产品升级有望带动销量提升; 即饮板块为聚焦发力的第二增长曲线, 公司对相关产品定位进行重新梳理, 围绕 Meco 如鲜果茶“茶饮店之外的第二选择”、兰芳园冻柠茶“健康的冰爽饮料”新定位, 对适销市场进行差异化的

广告投放，并持续推进冰冻化建设、开拓餐饮等场景，伴随即饮动作调整落地，即饮板块发展潜力大。利润端，随着冲泡业务稳步恢复、即饮板块贡献增量，产能利用率逐步提升，静待规模效应显现，盈利能力将持续优化。

● **盈利预测与投资建议**

根据三季报调整盈利预测，预计 2024-2026 年营收 36.05/40.47/44.75 亿元，同比 -0.56%/+12.25%/+10.60%，归母净利润分别为 2.84/3.41/3.89 亿元，同比 +1.36%/+20.10%/+14.06%，EPS 为 0.69/0.83/0.95 元；对应 2024 年 11 月 1 日收盘价，PE 为 18.75/15.61/13.69X，维持“增持”评级。

● **风险提示：**原材料成本波动，行业竞争加剧，市场需求下滑，食品安全问题。

附表

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3275	3838	4527	5163
货币资金	2711	3009	3676	4539
交易性金融资产	232	209	220	214
应收票据及应收账款	58	35	31	43
预付款项	37	45	45	55
存货	162	505	514	270
其他	75	36	40	41
非流动资产	1960	1897	1814	1743
长期股权投资	34	13	17	20
固定资产	1476	1453	1406	1341
在建工程	54	32	21	15
无形资产	189	180	170	160
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	1	3	3	3
其他	205	216	197	203
资产总计	5235	5735	6341	6906
流动负债	1786	2259	2608	2895
短期借款	1007	964	986	975
应付票据及应付账款	414	758	1093	1315
其他	365	538	529	606
非流动负债	98	42	47	49
长期借款	0	0	0	0
其他	98	42	47	49
负债合计	1884	2302	2655	2945
股本	411	411	411	411
资本公积	646	646	646	646
未分配利润	2085	2207	2426	2676
少数股东权益	2	2	2	1
股东权益合计	3351	3433	3686	3961
负债及权益合计	5235	5735	6341	6906

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	280	284	341	389
折旧和摊销	180	158	174	186
资产减值准备	2	7	0	-3
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-6	0	-2	-3
财务费用	11	-61	-69	-73
投资损失	-10	-24	-23	-27
少数股东损益	-1	0	0	0
营运资金的变动	-99	189	285	477
经营活动产生现金流量	383	528	753	990
投资活动产生现金流量	-138	-43	-89	-75
融资活动产生现金流量	-18	-187	3	-53
现金净变动	230	298	667	863
现金的期初余额	2389	2711	3009	3676
现金的期末余额	2711	3009	3676	4539

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3625	3605	4047	4475
营业成本	2265	2228	2485	2739
税金及附加	30	29	32	36
销售费用	860	856	941	1032
管理费用	228	224	251	277
研发费用	33	32	36	40
财务费用	-64	-61	-69	-73
其他收益	56	48	49	51
投资收益	10	24	23	27
公允价值变动收益	6	0	2	3
信用减值损失	0	-5	-6	-8
资产减值损失	-2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	343	365	438	497
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	5	6	5
利润总额	341	359	432	492
所得税	62	75	91	103
净利润	280	284	341	389
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	280	284	341	389
EPS(元)	0.68	0.69	0.83	0.95

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	15.90%	-0.56%	12.25%	10.60%
营业利润增长率	20.52%	6.21%	20.07%	13.57%
归母净利润增长率	31.04%	1.36%	20.10%	14.06%
盈利能力				
毛利率	37.53%	38.19%	38.60%	38.80%
归母净利率	7.73%	7.88%	8.43%	8.70%
ROE	8.37%	8.28%	9.26%	9.83%
偿债能力				
资产负债率	35.99%	40.14%	41.87%	42.64%
流动比率	1.83	1.70	1.74	1.78
速动比率	1.74	1.47	1.54	1.69
营运能力				
资产周转率	0.71	0.66	0.67	0.68
应收账款周转率	63.30	76.88	118.28	116.05
存货周转率	13.38	6.59	4.80	6.88
每股资料(元)				
每股收益	0.68	0.69	0.83	0.95
每股经营现金	0.93	1.28	1.83	2.41
每股净资产	8.15	8.35	8.97	9.64
估值比率(倍)				
PE	19.01	18.75	15.61	13.69
PB	1.59	1.55	1.45	1.35

数据来源:天软,兴业证券经济与金融研究院整理
注:每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客

户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易法》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn