

香飘飘 (603711)

2024 年报&2025 年一季报点评：业绩承压，静待经营改善

增持（维持）

2025 年 04 月 28 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

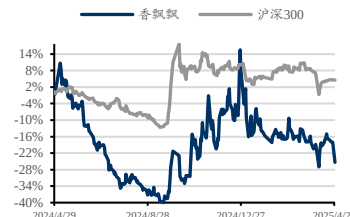
yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3625	3287	3320	3514	3672
同比（%）	15.90	(9.32)	1.00	5.84	4.48
归母净利润（百万元）	280.30	253.19	259.59	299.09	323.35
同比（%）	31.04	(9.67)	2.53	15.22	8.11
EPS-最新摊薄（元/股）	0.68	0.61	0.63	0.72	0.78
P/E（现价&最新摊薄）	20.64	22.85	22.29	19.34	17.89

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现营业收入 32.87 亿元，同比下降 9.32%，归母净利润 2.53 亿元，同比下降 9.67%，Q4 实现营业收入 13.49 亿元，同比下降 18.06%，实现归母净利润 2.35 亿元，同比下降 14.94%；25Q1 营业收入 5.80 亿元，同比下降 19.98%，归母净利润-1877.50 万元，同比下降 174.47%。
- **冲泡主业承压下滑，即饮产品稳步增长。**1) **分产品看**，24 年冲泡业务营收 22.71 亿元，同比下降 15.42%，主系礼赠市场相对疲软，且公司旺季减少压货，注重库存健康，短期出货承压，即饮业务收入 9.7 亿元，同比+8%，其中 Meco 果茶收入 7.80 亿元，同比增长 20.69%，冻柠茶逐步理顺，聚焦核心区域，增速慢于整体。2) **分渠道看**：2024 年经销商/电商/出口/直营渠道收入分别同比-9.1%/-25.4%/+9.9%/+22.8%，电商下滑主系公司对电商业务策略主动调整，将电商平台由原来单一的销售职能转型为品销合一及新品牌培育的定位。并将电商平台原有的部分 SKU 的销售转移到经销商的线上渠道。
- **原料成本下降推动毛利率提升，净利率保持平稳。**24 年归母净利率 7.7%，同比-0.03pct，正贡献主要来自于毛利率提升及销售费率优化。1) **毛利率**：24 年毛利率 38.3%，同比+0.81pct，主因原材料价格回落；2) **费用端**：24 年销售/管理（含研发）费率分别同比-0.58、+0.76pct，公司年内优化费用推广支出结构，销售费率同比小幅下滑。
- **Q1 冲泡业务仍承压，盈利能力下滑。**25Q1 冲泡/即饮业务分别实现收入 3.05/2.66 亿元，分别同比-37.18%、+13.89%。盈利端，25Q1 归母净利率-3.2%，同比-6.71pct：①毛利率：25Q1 毛利率 31.2%/同比-2.4pct，预计主系旺季货折力度放大；②销售/管理（含研发）费用率分别同比+2.83/+2.45pct，主系规模效应弱化、旺季费用投入有所增加。
- **盈利预测与投资评级：**综合考虑外部环境以及公司各业务进展，我们下调 2025-2026 年归母净利润为 2.6、3.0 亿元（前值为 3.37/3.85 亿元），分别同比+2.5%/15.2%，新增 2027 年归母净利润为 3.2 亿元，同比+8.1%，当前市值对应 PE 为 22/19/18 倍，期待后续收入逐步恢复，维持“增持”评级。
- **风险提示：**经济向好不确定性，成本费用支出超预期，食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.78
一年最低/最高价	10.13/21.13
市净率(倍)	1.51
流通 A 股市值(百万元)	5,274.11
总市值(百万元)	5,274.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.44
资产负债率(%，LF)	22.78
总股本(百万股)	412.68
流通 A 股(百万股)	412.68

相关研究

《香飘飘(603711)：2024 年前三季度业绩点评：业绩符合预期，期待旺季表现》

2024-11-04

《香飘飘(603711)：2024 年半年报点评：主业阶段承压，即饮蓄势待发》

2024-08-29

香飘飘三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,995	3,338	3,699	3,973	营业总收入	3,287	3,320	3,514	3,672
货币资金及交易性金融资产	2,665	3,070	3,421	3,691	营业成本(含金融类)	2,027	2,010	2,106	2,186
经营性应收款项	99	86	86	90	税金及附加	36	33	35	37
存货	186	134	135	134	销售费用	761	783	824	868
合同资产	0	0	0	0	管理费用	224	231	234	243
其他流动资产	45	48	58	58	研发费用	37	40	42	45
非流动资产	1,878	1,790	1,665	1,537	财务费用	(60)	(43)	(51)	(59)
长期股权投资	30	30	30	30	加:其他收益	41	43	42	44
固定资产及使用权资产	1,354	1,258	1,150	1,033	投资净收益	16	10	11	11
在建工程	54	32	19	12	公允价值变动	(5)	0	0	0
无形资产	177	173	169	165	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	310	319	377	407
其他非流动资产	262	295	295	295	营业外净收支	(3)	(3)	(3)	(3)
资产总计	4,873	5,128	5,365	5,509	利润总额	307	317	374	404
流动负债	1,292	1,433	1,535	1,550	减:所得税	55	57	75	81
短期借款及一年内到期的非流动负债	676	736	806	806	净利润	252	260	299	323
经营性应付款项	272	349	344	343	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	185	183	211	220	归属母公司净利润	253	260	299	323
其他流动负债	160	165	173	180	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.63	0.72	0.78
非流动负债	87	83	83	83	EBIT	240	274	323	345
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	428	446	499	525
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.34	39.47	40.07	40.46
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	7.70	7.82	8.51	8.81
其他非流动负债	86	82	82	82	收入增长率(%)	(9.32)	1.00	5.84	4.48
负债合计	1,380	1,516	1,617	1,633	归母净利润增长率(%)	(9.67)	2.53	15.22	8.11
归属母公司股东权益	3,494	3,613	3,748	3,877					
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)					
所有者权益合计	3,494	3,612	3,747	3,876					
负债和股东权益	4,873	5,128	5,365	5,509					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	265	555	497	515	每股净资产(元)	8.48	8.76	9.08	9.40
投资活动现金流	(7)	(10)	7	(43)	最新发行在外股份(百万股)	413	413	413	413
筹资活动现金流	(444)	(90)	(102)	(202)	ROIC(%)	4.61	5.27	5.80	5.98
现金净增加额	(184)	455	401	270	ROE-摊薄(%)	7.25	7.18	7.98	8.34
折旧和摊销	188	172	176	180	资产负债率(%)	28.31	29.56	30.15	29.64
资本开支	(55)	(54)	(54)	(54)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.85	22.29	19.34	17.89
营运资本变动	(160)	143	22	12	P/B(现价)	1.65	1.60	1.54	1.49

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>