

2025 年 04 月 27 日

证券研究报告•2024 年报及 2025 一季报点评

香飘飘 (603711) 食品饮料

买入 (维持)

当前价: 14.02 元

目标价: 17.36 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

经营调整蓄力，期待旺季表现

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 年实现营收 32.9 亿元，同比-9.3%；归母净利润 2.5 亿元，同比-9.7%；25Q1 实现营收 5.8 亿元，同比-20.0%；归母净利-0.2 亿元，同比转亏。受外部环境影响，公司短期业绩承压，出货端虽面临压力，但公司积极维护价盘稳定，渠道库存已去至健康水位。
- **即饮产品蓄势待发，渠道调整稳步推进。**1、分产品看，24 年冲泡板块实现营收 22.7 亿元，同比-15.4%；即饮板块实现营收 9.7 亿元，同比+8.0%。其中，Meco 果茶实现营收 7.8 亿元，同比+20.7%。25Q1 冲泡板块实现营收 3.0 亿元，同比-37.2%；即饮板块实现营收 2.7 亿元，同比+13.9%。消费环境承压，经销商备货谨慎，导致冲泡产品销量下降。即饮产品获得较好市场认可，Meco 果茶延续高增，冻柠茶受渠道结构调整有所承压，牛乳茶等基本保持稳定。2、分区域看，24 年华东/华中/西南/西北/华北/华南/东北分别实现营收 14.7/5.0/4.1/2.5/1.7/1.2/0.5 亿元，分别同比-8.7%/-5.7%/-10.9%/-14.6%/-25.4%/-12.6%/-7.6%/+4.6%。25Q1 华东/华中/西南/西北/华北/华南/东北分别同比-26.0%/-15.2%/-26.1%/-8.3%/-7.6%/-19.1%/-10.9%。国内市场整体表现较为疲软。3、分渠道看，24 年经销商/电商/出口/直营渠道分别实现营收 29.6/1.9/0.2/0.8 亿元，分别同比-9.1%/-25.4%/+9.9%/+22.8%；25Q1 同比-21.5%/-7.7%/+14.4%/-39.3%。电商渠道下滑较多主要系积极调整策略优化运营。公司入驻多家零食量贩系统，深度合作的门店数量大幅上升，单店收入有所提高。同时持续加强专职即饮餐饮经销商招募力度，24 年底经销商数量净增 296 家至 1827 家。
- **降本增效与成本红利推升盈利，25Q1 利润承压。**1、24 年毛利率为 38.3%，同比+0.8pp；25Q1 毛利率为 31.2%，同比-2.4pp。24 年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。25Q1 毛利率下滑主要系毛利率较高的冲泡板块收入承压。2、24 年销售/管理费用率分别为 23.2%/6.8%，同比-0.6/+0.5pp，销售费用率同比下降主要系优化推广费用支出结构所致。25Q1 销售/管理费用率分别为 26.8%/9.4%，同比+2.8/+1.8pp，主要系规模效应减弱小费用率有所上行。3、综合影响下，24 年净利率为 7.7%，同比持平；25Q1 净利率为-3.2%，同比-6.7pp。25Q1 净利率转负主要系毛利率下滑和费用率增大制约盈利水平。
- **品类创新持续进行，重点关注即饮旺季表现。**冲泡业务方面，公司从保障经销商权益、维护销售渠道健康及可持续发展的长远视角考虑，积极消化冲泡奶茶渠道库存，维护产品价盘，稳定经销商及渠道的积极性，渠道库存目前已回归良性健康状态，最大程度保障了整体渠道的利益。即饮业务方面，作为公司双轮驱动第二成长曲线，公司结合前期探索瓶装形态的验证结果及杯装形态产品的市场销售表现和消费者反馈，坚定打造差异化杯装形态的策略路线。Meco 果茶矩阵扩容，针对性开发渠道定制产品，基于产品特性及目标市场定位，实施整合营销，实现品牌认知度与市场渗透率的双重提升。目前渠道库存良性健康，随着新产品的研发推出、顺应健康化年轻化市场趋势，业绩有望迎来底部反转。

西南证券研究院

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：杜雨聪
执业证号：S1250524070007
电话：023-63786049
邮箱：dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.12
流通 A 股(亿股)	4.12
52 周内股价区间(元)	10.26-19.79
总市值(亿元)	57.86
总资产(亿元)	45.09
每股净资产(元)	8.44

相关研究

1. 香飘飘 (603711)：冲泡收入有所承压，果茶增速亮眼 (2024-11-04)
2. 香飘飘 (603711)：利润端短期亏损，期待渠道调整成效 (2024-08-29)

- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年归母净利润分别为 2.6 亿元、3.0 亿元、3.2 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.72 元、0.77 元。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，看好未来发展前景。故给予 2025 年 28 倍估值，对应目标价 17.36 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全问题，原材料价格波动风险，渠道开拓或不及预期。



指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	32.87	33.09	34.67	35.85
增长率	-9.32%	0.66%	4.76%	3.41%
归属母公司净利润（亿元）	2.53	2.56	2.96	3.18
增长率	-9.67%	0.96%	15.69%	7.51%
每股收益 EPS（元）	0.61	0.62	0.72	0.77
净资产收益率 ROE	7.22%	7.05%	7.79%	8.02%
PE	23	23	20	18
PB	1.65	1.59	1.52	1.46

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：冲泡作为公司基本盘业务，行业市占率超过 60% 占据龙头地位，未来公司将持续深耕下沉市场，同时探索泛冲泡新品，有望带来新增量。预计 2025-2027 年冲泡业务销量分别同比 -8.0%/-2.0%/-1.0%，吨单价分别同比 +1.0%/+1.0%/+1.0%，毛利率分别为 45.5%/46.3%/47.1%。

假设 2：即饮当前处于培育阶段，Meco 果茶作为核心包括单品支撑高速增长，预计未来三年保持较高增速，随着冰冻化的持续推进，冻柠茶或有望放量接力增长。预计 2025-2027 年即饮业务销量分别同比 +16.0%/+14.0%/+8.0%，吨单价分别同比 +2.0%/+1.0%/+1.0%，毛利率分别为 30.0%/32.8%/33.8%。

假设 3：考虑到公司持续进行产品研发和迭代工作，其他业务未来将保持平稳增长，预计其他业务 2025-2027 年营收分别同比 +10.0%/+10.0%/+10.0%，毛利率分别为 20.0%/20.0%/20.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率（单位：人民币）

分业务情况（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
收入	3,287.3	3,309.1	3,466.6	3,584.8
yoy	-9.3%	0.7%	4.8%	3.4%
成本	2,027.1	1,993.5	2,053.8	2,102.8
毛利率	38.3%	39.8%	40.8%	41.3%
冲泡类				
收入	2,271.4	2110.5	2089.0	2088.8
yoy	-15.4%	-7.1%	-1.0%	0.0%
成本	1,262.9	1,150.2	1,121.6	1,104.8
毛利率	44.4%	45.5%	46.3%	47.1%
销量（万标箱）	3,279	3,016	2,956	2,926
yoy	-14.1%	-8.0%	-2.0%	-1.0%
吨单价（元）	69.3	70.0	70.7	71.4
yoy	-1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
吨成本（元）	38.5	38.1	37.9	37.8
yoy	-1.0%	-1.0%	-0.5%	-0.5%
即饮类				
收入	973.3	1151.6	1325.9	1439.2
yoy	8.0%	18.3%	15.1%	8.5%
成本	731.1	805.7	890.9	952.6
毛利率	24.9%	30.0%	32.8%	33.8%
销量（万标箱）	2,559	2,969	3,385	3,655

分业务情况（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
yoy	11.1%	16.0%	14.0%	8.0%
吨单价（元）	38.0	38.8	39.2	39.4
yoy	-2.8%	2.0%	1.0%	0.5%
吨成本（元）	28.6	27.1	26.3	26.1
yoy	-10.5%	-5.0%	-3.0%	-1.0%
其他				
收入	42.7	46.9	51.6	56.8
yoy	11.1%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	33.1	37.5	41.3	45.4
毛利率	22.5%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以欢乐家、养元饮品、承德露露作为可比公司。考虑到公司冲泡业务持续下沉精耕，即饮业务作为第二曲线提供增量，规模化优势下成本持续下降，利润端提升可期。故给予 2025 年 28 倍估值，对应目标价 17.36 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价（元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300997.SZ	欢乐家	14.10	1.47	1.66	1.83	1.99	44	39	35	32
603156.SH	养元饮品	23.86	17.21	13.56	13.93	15.05	17	22	22	20
603156.SH	承德露露	9.92	6.66	7.25	8.14	8.40	14	14	13	12
平均值							25	25	23	21
603711.SH	香飘飘	14.02	2.53	2.56	2.96	3.18	23	23	20	18

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32.87	33.09	34.67	35.85	净利润	2.52	2.56	2.96	3.18
营业成本	20.27	19.93	20.54	21.03	折旧与摊销	1.80	1.87	1.87	1.87
营业税金及附加	0.36	0.33	0.35	0.36	财务费用	-0.60	-0.08	-0.11	-0.12
销售费用	7.61	7.61	8.04	8.42	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	2.24	2.15	2.22	2.26	经营营运资本变动	-1.27	-1.04	-0.20	0.02
财务费用	-0.60	-0.08	-0.11	-0.12	其他	0.19	0.10	-0.02	-0.01
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2.65	3.41	4.50	4.94
投资收益	0.16	0.00	0.00	0.00	资本支出	1.34	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.05	0.00	0.00	0.00	其他	-1.40	-0.13	-0.15	-0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-0.07	-0.13	-0.15	-0.15
营业利润	3.10	3.14	3.63	3.90	短期借款	-3.33	-6.74	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3.07	3.12	3.61	3.88	股权融资	0.36	0.00	0.00	0.00
所得税	0.55	0.56	0.65	0.70	支付股利	-1.44	-1.27	-1.28	-1.48
净利润	2.52	2.56	2.96	3.18	其他	-0.02	0.13	0.13	0.15
少数股东损益	-0.01	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-4.44	-7.88	-1.15	-1.33
归属母公司股东净利润	2.53	2.56	2.96	3.18	现金流量净额	-1.84	-4.60	3.20	3.46
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	24.85	20.26	23.46	26.91	成长能力				
应收和预付款项	1.14	1.11	1.16	1.20	销售收入增长率	-9.32%	0.66%	4.76%	3.41%
存货	1.86	1.66	1.73	1.79	营业利润增长率	-9.69%	1.33%	15.58%	7.47%
其他流动资产	2.09	2.18	2.21	2.20	净利润增长率	-9.79%	1.28%	15.69%	7.51%
长期股权投资	0.30	0.30	0.30	0.30	EBITDA 增长率	-6.26%	14.57%	9.25%	4.79%
投资性房地产	0.58	0.58	0.58	0.58	获利能力				
固定资产和在建工程	13.97	12.16	10.36	8.55	毛利率	38.34%	39.76%	40.75%	41.34%
无形资产和开发支出	1.77	1.70	1.64	1.57	三费率	28.15%	29.27%	29.28%	29.46%
其他非流动资产	2.17	2.30	2.45	2.60	净利率	7.68%	7.73%	8.53%	8.87%
资产总计	48.73	42.26	43.88	45.71	ROE	7.22%	7.05%	7.79%	8.02%
短期借款	6.74	0.00	0.00	0.00	ROA	5.18%	6.05%	6.74%	6.96%
应付和预收款项	3.99	4.76	4.67	4.77	ROIC	9.23%	11.72%	14.16%	16.29%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.10%	14.91%	15.55%	15.76%
其他负债	3.06	1.22	1.25	1.28	营运能力				
负债合计	13.80	5.98	5.92	6.05	总资产周转率	0.65	0.73	0.80	0.80
股本	4.12	4.12	4.12	4.12	固定资产周转率	2.33	2.64	3.23	4.02
资本公积	6.80	6.80	6.80	6.80	应收账款周转率	56.66	59.31	60.32	60.10
留存收益	24.02	25.31	26.99	28.69	存货周转率	11.56	11.24	12.00	11.85
归属母公司股东权益	34.94	36.28	37.96	39.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.41%	—	—	—
少数股东权益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	资本结构				
股东权益合计	34.94	36.28	37.95	39.66	资产负债率	28.31%	14.16%	13.50%	13.24%
负债和股东权益合计	48.73	42.26	43.88	45.71	带息债务/总负债	48.85%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.32	4.95	5.70	6.28
					速动比率	2.17	4.63	5.35	5.93
					股利支付率	56.78%	49.52%	43.22%	46.51%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	4.31	4.93	5.39	5.65	每股收益	0.61	0.62	0.72	0.77
PE	22.83	22.61	19.54	18.18	每股净资产	8.47	8.80	9.21	9.62
PB	1.65	1.59	1.52	1.46	每股经营现金	0.64	0.83	1.09	1.20
PS	1.76	1.75	1.67	1.61	每股股利	0.35	0.31	0.31	0.36
EV/EBITDA	7.90	6.43	5.26	4.38					
股息率	2.49%	2.19%	2.21%	2.56%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn