



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 28 日

基础数据

04 月 25 日收盘价（元）	14.02
总市值（亿元）	57.86
总股本（亿股）	4.13

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食品饮料】香飘飘 24Q3 点评：Q3 冲泡业务承压，即饮增长提速-2024.11.02

【兴证食品饮料】香飘飘 24H1 点评：短期需求承压，关注即饮调整成效-2024.08.29

【兴证食品饮料】香飘飘 24H1 业绩预告点评：短期需求承压，长期成长蓄力-2024.07.09

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003
jinhan@xyzq.com.cn

研究助理：王嘉琦

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

香飘飘(603711.SH)

冲泡业务承压，即饮稳健增长

投资要点：

- 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 32.87/2.53/2.18 亿元，同比-9.32%/-9.67%/-5.82%，Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 13.49/2.35/2.23 亿元，同比-18.06%/-14.94%/-17.67%。25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 5.80/-0.19/-0.25 亿元，同比-19.98%/-174.47%/-228.08%。
- 24 年冲泡承压，即饮稳健增长，Meco 果茶表现亮眼。1) 冲泡业务：24 年营收 22.71 亿元，同比-15.42%，主要系旺季动销表现偏弱，礼品市场销售有压力，24Q4+25Q1 营收合计同比下滑 25%；2) 即饮业务：24 年营收 9.73 亿元，同比+8.00%，其中 Meco 果汁茶营收 7.80 亿元，同比增长 20.7%，公司积极加强对零食量贩渠道、餐饮渠道探索，目前已与多家头部零食量贩系统达成合作，同时推出创新口味满足多元需求，24 年冻柠茶预计同比下滑；25Q1 即饮业务营收 2.66 亿元，同比+13.89%，增势良好，预计二季度进入即饮旺季贡献增量。
- 24 年成本改善带动毛利率提升，25Q1 费用率提升致盈利下滑。24 年毛利率为 38.34%，同比+0.81pct，毛利率改善主要系原材料采购价格下降，其中 Q4 毛利率为 43.65%，同比-0.24pct。25Q1 毛利率为 31.19%，同比-2.44pct。24 年销售/管理/研发/财务费用率为 23.16%/6.80%/1.13%/-1.81%，同比-0.58/+0.53/+0.23/-0.06pct，其中 Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比-0.52/+0.04/-0.04/+0.20pct，销售费用率小幅优化。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 26.84%/9.42%/1.71%/-0.89%，同比+2.83/+1.78/+0.67/+1.77pct，费用率有所提升。综合以上因素，24 年归母净利率为 7.70%，同比-0.03pct，其中 Q4 归母净利率为 17.45%，同比+0.64pct。25Q1 归母净利率为-3.24%，同比转亏，盈利短期承压。
- 盈利预测与投资建议：根据 2024 年年报及 2025 年一季报相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 34.06/36.31/38.25 亿元，同比+3.6%/+6.6%/+5.3%，归母净利润分别为 2.67/3.05/3.27 亿元，同比+5.3%/+14.3%/+7.3%，EPS 为 0.65/0.74/0.79 元；对应 2025 年 4 月 25 日收盘价，PE 为 21.7/19.0/17.7X，维持“增持”评级。
- 风险提示：产品质量管理风险、原料价格上升风险、行业竞争加剧风险、政策风险、消费者需求变化风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3287	3406	3631	3825
同比增长	-9.3%	3.6%	6.6%	5.3%
归母净利润（百万元）	253	267	305	327
同比增长	-9.7%	5.3%	14.3%	7.3%
毛利率	38.3%	37.6%	38.4%	39.3%
ROE	7.2%	7.3%	7.9%	8.1%
每股收益（元）	0.61	0.65	0.74	0.79
市盈率	22.9	21.7	19.0	17.7

数据来源：携宁，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

事件

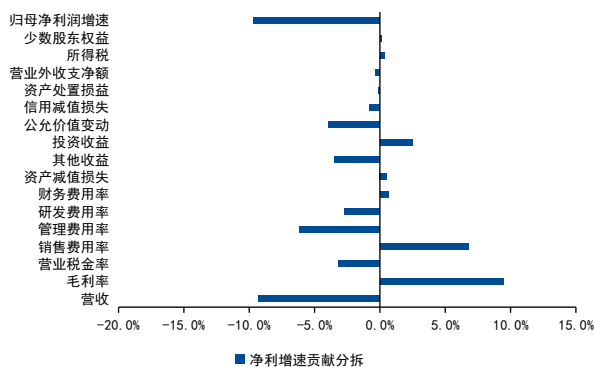
公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 32.87/2.53/2.18 亿元，同比-9.32%/-9.67%/-5.82%，Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 13.49/2.35/2.23 亿元，同比-18.06%/-14.94%/-17.67%。25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 5.80/-0.19/-0.25 亿元，同比-19.98%/-174.47%/-228.08%。

点评

- **24 年冲泡承压，即饮稳健增长，Meco 果茶表现亮眼。**
 - ✓ **分产品：**1) 冲泡业务：24 年营收 22.71 亿元，同比-15.42%，主要系旺季动销表现偏弱，礼品市场销售有压力，24Q4+25Q1 营收合计同比下滑 25%；2) 即饮业务：24 年营收 9.73 亿元，同比+8.00%，其中 Meco 果汁茶营收 7.80 亿元，同比增长 20.7%，公司积极加强对零食量贩渠道、餐饮渠道探索，目前已与多家头部零食量贩系统达成合作，同时推出创新口味满足多元需求，24 年冻柠茶预计同比下滑；25Q1 即饮业务营收 2.66 亿元，同比+13.89%，增势良好，预计二季度进入即饮旺季贡献增量。
 - ✓ **分渠道：**24 年经销/电商/出口/直营分别实现营收 29.61/1.86/0.19/0.78 亿元，同比-9.05%/-25.42%/+9.87%/+22.79%，25Q1 经销/电商/出口/直营分别同比-21.45%/-7.66%/+14.40%/-39.25%，公司加快拓商速度，24 年末经销商数量 1827 家，较 23 年年末增加 296 家，同比增长 19%。
- **24 年成本改善带动毛利率提升，25Q1 费用率提升致盈利下滑。**24 年毛利率为 38.34%，同比+0.81pct，毛利率改善主要系原材料采购价格下降，其中 Q4 毛利率为 43.65%，同比-0.24pct。25Q1 毛利率为 31.19%，同比-2.44pct。24 年销售/管理/研发/财务费用率为 23.16%/6.80%/1.13%/-1.81%，同比-0.58/+0.53/+0.23/-0.06pct，其中 Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比-0.52/+0.04/-0.04/+0.20pct，销售费用率小幅优化。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 26.84%/9.42%/1.71%/-0.89%，同比+2.83/+1.78/+0.67/+1.77pct，费用率有所提升。综合以上因素，24 年归母净利率为 7.70%，同比-0.03pct，其中 Q4 归母净利率为 17.45%，同比+0.64pct。25Q1 归母净利率为-3.24%，同比转亏，盈利短期承压。

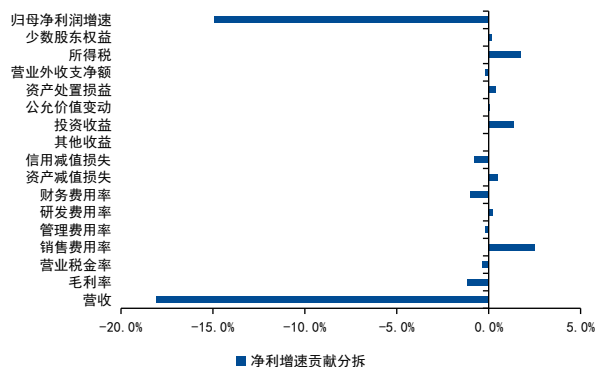
- **关注旺季动销节奏，即饮有望贡献增量。**公司坚持“双轮驱动”战略，冲泡为稳定增长基本盘，逐步向健康化、年轻化升级，推出原叶现泡轻乳茶等新品；即饮板块为聚焦发力的第二增长曲线，Meco 果茶近年增长势头较好，公司通过持续推进冰冻化建设，开拓餐饮、零食、商超连锁等场景，带动单品拓量，今年费用投放会倾斜到果茶。利润端，24 年公司即饮业务预计大幅减亏，未来随着冲泡业务稳步恢复、即饮板块稳步增长，产能利用率逐步提升，盈利能力将持续优化。
- **盈利预测与投资建议：**根据 2024 年年报及 2025 年一季报相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 34.06/36.31/38.25 亿元，同比 +3.6%/+6.6%/+5.3%，归母净利润分别为 2.67/3.05/3.27 亿元，同比 +5.3%/+14.3%/+7.3%，EPS 为 0.65/0.74/0.79 元；对应 2025 年 4 月 25 日收盘价，PE 为 21.7/19.0/17.7X，维持“增持”评级。

图1、2024 年归母净利润增速贡献拆分



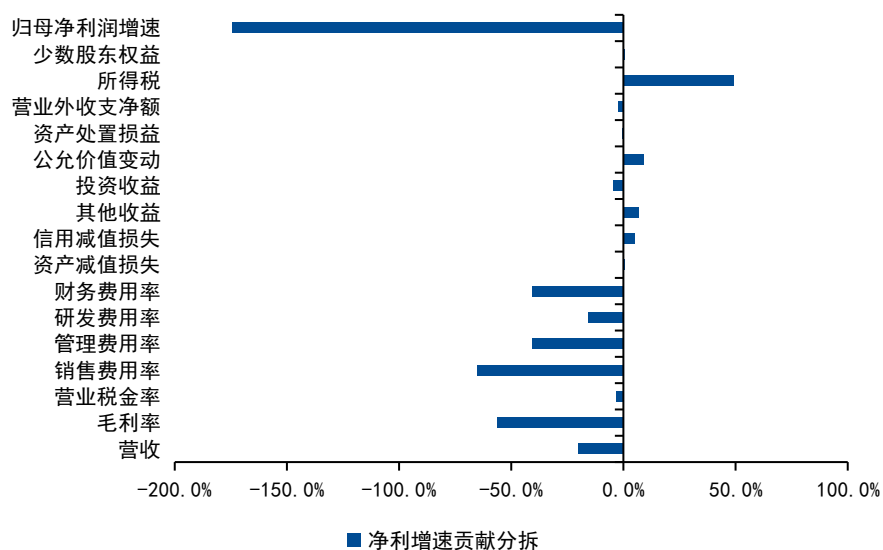
数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、24Q4 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、25Q1 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 风险提示

产品质量管理风险、原料价格上升风险、行业竞争加剧风险、政策风险、消费者需求变化风险。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2995	3185	3223	3499
货币资金	2485	2478	2694	2981
交易性金融资产	179	159	155	142
应收票据及应收账款	55	55	56	59
预付款项	43	255	62	46
存货	186	193	201	207
其他	45	45	56	63
非流动资产	1878	1927	1954	1977
长期股权投资	30	37	45	53
固定资产	1343	1341	1367	1385
在建工程	54	61	62	64
无形资产	177	178	179	179
商誉	0	1	3	5
其他	275	308	298	292
资产总计	4873	5111	5178	5476
流动负债	1292	1369	1252	1354
短期借款	674	596	591	550
应付票据及应付账款	272	236	62	193
其他	347	537	599	611
非流动负债	87	86	90	93
长期借款	0	0	0	0
其他	87	86	90	93
负债合计	1380	1455	1341	1447
股本	412	413	413	413
未分配利润	2194	2312	2447	2592
少数股东权益	-1	-2	-3	-4
股东权益合计	3494	3657	3836	4029
负债及权益合计	4873	5111	5178	5476

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	253	267	305	327
折旧和摊销	188	209	232	260
营运资金的变动	-160	-65	59	140
经营活动产生现金流量	265	404	615	771
资本支出	-55	-219	-262	-281
长期投资	28	6	0	3
投资活动产生现金流量	-7	-216	-249	-279
债权融资	0	-75	-1	-38
股权融资	21	6	0	0
融资活动产生现金流量	-444	-196	-150	-205
现金净变动	-184	-8	216	287

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3287	3406	3631	3825
营业成本	2027	2125	2235	2321
税金及附加	36	38	40	42
销售费用	761	770	799	841
管理费用	224	215	225	237
研发费用	37	34	36	39
财务费用	-60	-63	-43	-101
投资收益	16	15	14	0
公允价值变动收益	-5	-5	-5	-5
信用减值损失	-2	1	-1	-1
资产减值损失	0	-2	-2	-2
营业利润	310	346	396	437
营业外收支	-3	-5	-4	-4
利润总额	307	341	392	434
所得税	55	75	88	108
净利润	252	266	304	326
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	253	267	305	327
EPS(元)	0.61	0.65	0.74	0.79

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-9.3%	3.6%	6.6%	5.3%
营业利润增长率	-9.7%	11.7%	14.3%	10.5%
归母净利润增长率	-9.7%	5.3%	14.3%	7.3%
盈利能力				
毛利率	38.3%	37.6%	38.4%	39.3%
归母净利率	7.7%	7.8%	8.4%	8.6%
ROE	7.2%	7.3%	7.9%	8.1%
偿债能力				
资产负债率	28.3%	28.5%	25.9%	26.4%
流动比率	2.32	2.33	2.57	2.58
速动比率	2.12	1.98	2.33	2.36
营运能力				
资产周转率	65.0%	68.2%	70.6%	71.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.61	0.65	0.74	0.79
每股经营现金	0.64	0.98	1.49	1.87
估值比率(倍)				
PE	22.9	21.7	19.0	17.7
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

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.xyzq.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以及法律声明

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《证券交易所》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@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn