

公司研究

25H1 公司冲泡业务承压，盈利能力同比下滑

——香飘飘（603711.SH）2025 中报点评

增持（维持）

当前价：13.52 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebcn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebcn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

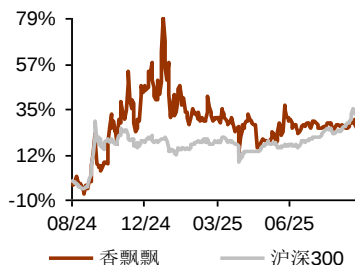
021-52523808

nieboya@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.13
总市值(亿元):	55.82
一年最低/最高(元):	9.95/20.41
近 3 月换手率:	78.12%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.19	-15.92	-9.23
绝对	0.15	0.82	28.50

资料来源：Wind

相关研报

冲泡业务短期承压，期待即饮后续表现——香飘飘（603711.SH）2024 年年报与 25 年一季报点评（2025-04-29）

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（2024-11-03）

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）

要点

事件：香飘飘发布 25 年半年度报告，25H1 实现营收 10.35 亿元，同比-12.21%；归母净利润-0.97 亿元，亏损同比扩大。其中 Q2 营收 4.55 亿元，同比+0.2%；归母净利润-0.79 亿元，亏损同比扩大。

冲泡营收增长承压，即饮营收表现稳健。分产品，25H1 冲泡业务实现营收 4.23 亿元，同比下降 31.04%，主要系消费环境变化及公司为维护渠道健康，主动降低渠道库存所致。即饮业务实现营收 5.91 亿元，同比增长 8.03%，其中，Meco 果茶的杯装形态具备差异化竞争优势，在零食量贩等渠道实现增长；兰芳园冻柠茶因公司调整策略，聚焦重点市场。**分区域，**25H1 各个区域营收均同比负增长，公司的华东/华中/华北的营收分别同比-19.67%/-24.20%/-17.19%，表现较为疲弱。**分渠道，**25H1 经销渠道实现营收 8.44 亿元，同比-17.01%。25H1 经销商数量较 24 年末净减少 92 家至 1735 家，公司持续优化经销商结构。电商渠道实现营收 1.06 亿元，同比+12.39%，表现较好。直营实现营收 4871 万元，同比+22.39%，系公司拓展零售量贩渠道带来营收增量，公司通过直营合作的头部零食量贩门店数量已超过 3 万家。出口实现营收 1589 万元，同比+58.01%。餐饮渠道作为新增长点正在积极探索，已在部分地区开展 Meco 果茶餐饮定制款产品的试点工作。

25Q2 冲泡/即饮业务营收分别同比-7.88%/+3.66%。经销/电商/出口/直营的营收分别同比-10.23%/+71.01%/+99.89%/+188.73%。

25H1 毛利率下滑，销售费用率同比增长。25H1/25Q2 公司的毛利率分别为 29.36%/27.02%，分别同比-1.22/+1.31pcts，25H1 毛利率下降主要系营收规模负效应。25H1/25Q2 公司的销售费用率分别为 31.97%/38.51%，分别同比+3.50/+2.93pcts，销售费用率增长主要系收入阶段性下滑，以及公司为推动品牌年轻化、培育新品，增加用户运营、线下快闪店等市场推广活动所致。25H1/25Q2 公司的管理费用率分别为 9.69%/10.03%，分别同比+0.41/-1.87pcts。综上，25H1/25Q2 公司归母净利率分别为-9.41%/-17.27%，分别同比-6.91/-5.23pcts。

后续重点关注冲泡产品旺季修复情况与即饮业务的渠道和品类拓展。冲泡业务方面，公司战略重心在于稳健修复，主动维护渠道健康。同时，持续推进产品健康化升级，重点打造“原叶现泡”系列，轻乳茶新品线上复购率近 30%，表现良好。即饮业务方面，公司的战略为加速拓展，Meco 果茶将继续深耕校园渠道，并加大对零食量贩和餐饮渠道的布局，后续关注果茶在学校、餐饮、零食量贩渠道的拓展情况。25 年下半年公司继续调整冻柠茶定位，聚焦重点城市，打造样板市场。

盈利预测、估值与评级：考虑需求偏弱，外卖平台补贴对公司产品销售的负面影响，我们下调公司 25-27 年归母净利润预测分别至 1.59、2.26、2.69 亿元（较前次预测下调幅度为 40.4%、25.9%、19.5%）。当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 35x/25x/21x。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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,625	3,287	2,981	3,109	3,249
营业收入增长率	15.90%	-9.32%	-9.33%	4.31%	4.49%
归母净利润（百万元）	280	253	159	226	269
归母净利润增长率	31.04%	-9.67%	-37.35%	42.30%	19.23%
EPS（元）	0.68	0.61	0.38	0.55	0.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.37%	7.25%	4.47%	6.08%	6.91%
P/E	20	22	35	25	21
P/B	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-8-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,625	3,287	2,981	3,109	3,249
营业成本	2,265	2,027	1,871	1,923	1,984
折旧和摊销	178	180	190	213	233
税金及附加	30	36	33	34	36
销售费用	860	761	799	774	793
管理费用	228	224	203	211	221
研发费用	33	37	34	31	32
财务费用	-64	-60	-34	-18	-22
投资收益	10	16	17	17	17
营业利润	343	310	150	234	288
利润总额	341	307	197	281	335
所得税	62	55	39	56	67
净利润	280	252	158	225	268
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	280	253	159	226	269
EPS(元)	0.68	0.61	0.38	0.55	0.65

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	383	265	288	403	463
净利润	280	253	159	226	269
折旧摊销	178	180	190	213	233
净营运资金增加	488	-67	-204	-74	81
其他	-562	-101	143	38	-120
投资活动产生现金流	-138	-7	-512	-313	-313
净资本支出	-65	-55	-530	-330	-330
长期投资变化	34	30	0	0	0
其他资产变化	-107	19	18	17	17
融资活动现金流	-18	-444	-324	-162	-66
股本变化	0	2	1	0	0
债务净变化	91	-338	-250	-116	1
无息负债变化	-126	-166	-37	14	16
净现金流	230	-184	-548	-72	84

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	37.5%	38.3%	37.2%	38.1%	38.9%
EBITDA 率	12.3%	12.9%	9.8%	13.2%	14.8%
EBIT 率	7.4%	7.4%	3.4%	6.3%	7.6%
税前净利润率	9.4%	9.3%	6.6%	9.0%	10.3%
归母净利润率	7.7%	7.7%	5.3%	7.3%	8.3%
ROA	5.3%	5.2%	3.4%	4.8%	5.5%
ROE (摊薄)	8.4%	7.2%	4.5%	6.1%	6.9%
经营性 ROIC	6.0%	5.7%	2.2%	4.2%	5.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	36%	28%	24%	21%	21%
流动比率	1.83	2.32	2.38	2.59	2.65
速动比率	1.74	2.17	2.21	2.39	2.45
归母权益/有息债务	3.30	5.17	8.34	11.99	12.52
有形资产/有息债务	4.88	6.79	10.15	14.07	14.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,235	4,873	4,642	4,702	4,897
货币资金	2,711	2,485	1,937	1,865	1,949
交易性金融资产	232	179	179	181	183
应收账款	58	55	46	49	51
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	10	16	14	15	15
存货	162	186	172	177	182
其他流动资产	65	30	24	26	29
流动资产合计	3,275	2,995	2,413	2,355	2,453
其他权益工具	29	29	29	29	29
长期股权投资	34	30	30	30	30
固定资产	1,476	1,343	1,433	1,440	1,442
在建工程	54	54	78	103	123
无形资产	189	177	203	229	254
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	71	71	71	71
非流动资产合计	1,960	1,878	2,230	2,347	2,444
总负债	1,884	1,380	1,093	991	1,007
短期借款	1,007	674	424	308	309
应付账款	414	272	251	258	266
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7	8	8	8	8
流动负债合计	1,786	1,292	1,013	910	927
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	74	72	66	66	66
非流动负债合计	98	87	80	80	80
股东权益	3,351	3,494	3,549	3,711	3,890
股本	411	412	413	413	413
公积金	854	888	888	888	888
未分配利润	2,085	2,194	2,251	2,413	2,592
归属母公司权益	3,349	3,494	3,551	3,714	3,893
少数股东权益	2	-1	-2	-3	-3

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	23.73%	23.16%	26.80%	24.90%	24.40%
管理费用率	6.28%	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%
财务费用率	-1.75%	-1.81%	-1.15%	-0.56%	-0.69%
研发费用率	0.90%	1.13%	1.13%	1.00%	1.00%
所得税率	18%	18%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.35	0.25	0.15	0.22	0.26
每股经营现金流	0.93	0.64	0.70	0.98	1.12
每股净资产	8.15	8.48	8.60	8.99	9.43
每股销售收入	8.83	7.97	7.22	7.53	7.87

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	20	22	35	25	21
PB	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.2	13.3	19.7	13.7	11.7
股息率	2.6%	1.8%	1.1%	1.6%	1.9%

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