

## 公司研究

## 26Q1 业绩改善，盈利能力同比提升

——香飘飘（603711.SH）2025 年报与 2026 年一季报点评

## 增持（维持）

当前价：14.28 元

## 作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

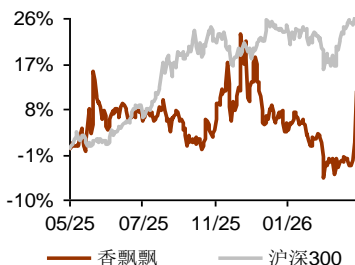
021-52523808

nieboya@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.13
总市值(亿元)	58.96
一年最低/最高(元)	12.00/17.30
近3月换手率	32.52%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.46	1.88	-14.50
绝对	14.79	6.25	11.73

资料来源：Wind

## 相关研报

25H1 公司冲泡业务承压，盈利能力同比下滑——香飘飘（603711.SH）2025 年中报点评（2025-09-01）

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）

## 要点

**事件：**香飘飘发布 25 年年报与 26 年一季报，25 年实现营收 29.26 亿元，同比-11.0%；归母净利润 0.95 亿元，同比-62.4%。26Q1 实现营收 8.78 亿元，同比+51.4%；归母净利润 0.93 亿元，同比扭亏为盈。

**26Q1 渠道信心修复，冲泡与即饮营收均同比增长。分产品，**25 年冲泡业务实现营收 18.81 亿元，同比下降 17.20%，主要系公司为确保 26 年春节渠道与终端的货龄新鲜度，主动调整出货节奏。即饮业务实现营收 10.05 亿元，同比增长 3.27%，其中，Meco 果茶持续增长，兰芳园冻柠茶因调整销售策略，对即饮收入造成负面影响。**分区域，**25 年各个区域营收均同比负增长，公司营收贡献前三大区域——华东/华中/西南的营收分别同比-15.54%/-25.43%/-6.02%。**分渠道，**25 年经销渠道实现营收 25.17 亿元，同比-15.01%。电商渠道实现营收 2.02 亿元，同比+8.21%。直营实现营收 1.33 亿元，同比+71.56%，主要系来自零食量贩渠道的持续拉动，截至 25 年末，公司直营对接的零食量贩门店数量已超过 4 万家。出口实现营收 3395 万元，同比+77.55%。

26Q1 冲泡/即饮业务营收分别同比+85.31%/+11.76%，冲泡与即饮业务营收增长主要系渠道库存调整后恢复健康水平，渠道价格得到修复，以及春节礼赠场景拉动。经销/电商/出口/直营的营收分别同比+46.49%/+23.64%/+29.38%/+282.48%。26Q1 经销商数量较 25Q4 末净减少 5 家至 1698 家，公司持续优化调整经销商数量和结构。

**营收规模正效应，叠加降本增效推动 26Q1 盈利能力提升。**25 年公司的毛利率为 37.1%，同比-1.2pcts，毛利率下降主要系营收规模负效应。公司的期间费用率为 32.2%，同比+2.9pcts，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.9%/7.2%/1.9%/-0.7%，分别同比+0.7%/+0.4%/+0.7%/+1.1pcts。虽然公司 2025 年职工薪酬、广告投入、股权激励费用下降，但是由于营收规模负效应明显，销售费用率与管理费用率仍同比提升。综上，25 年公司归母净利率分别为 3.3%，同比-4.4pcts。

26Q1 公司的毛利率为 40.8%，同比+9.7pcts。期间费用率为 26.4%，同比-10.7pcts。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.5%/6.2%/1.2%/-0.4%，分别同比-7.3/-3.2/-0.5/+0.4pcts。

**持续进行产品与渠道多元化，探索布局海外市场。**作为国内冲泡奶茶龙头，公司连续多年位居杯装冲泡奶茶市场份额第一，面对消费升级，以“健康化、年轻化、功能化”为方向，迭代推出原叶现泡轻乳茶、古方五红暖乳茶、古方八舒助眠奶茶等新品，开辟“药食同源”养生新赛道，同时主动控出货节奏，优化礼盒产品带动渠道价格修复。即饮业务持续扩容，Meco 果茶通过口味升级、NFC 版本强化健康属性，并加速渗透餐饮、零食量贩渠道。此外，2026 年公司计划启动泰国即饮生产基地建设，以东盟市场为目标，依托当地资源打造差异化高端产品，迈出全球化关键一步，为长期增长筑牢根基。

**盈利预测、估值与评级：**考虑行业竞争程度加剧，我们下调公司 26-27 年归母净利润预测分别为 2.09/2.26 亿元（较前次预测分别下调 8%/16%），新增 28 年归母净利润预测为 2.54 亿元。当前股价对应 26-28 年 PE 分别为 28x/26x/23x。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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3,287	2,926	3,244	3,514	3,716
营业收入增长率	-9.32%	-11.00%	10.86%	8.35%	5.74%
归母净利润 (百万元)	253	95	209	226	254
归母净利润增长率	-9.67%	-62.38%	118.95%	8.60%	12.19%
EPS (元)	0.61	0.23	0.51	0.55	0.62
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.25%	2.73%	5.69%	5.94%	6.39%
P/E	23	62	28	26	23
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-4-30

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,287	2,926	3,244	3,514	3,716
营业成本	2,027	1,839	2,042	2,196	2,307
折旧和摊销	180	177	182	197	217
税金及附加	36	34	37	40	43
销售费用	761	698	787	853	902
管理费用	224	211	227	242	256
研发费用	37	55	49	49	52
财务费用	-60	-21	-25	-16	-21
投资收益	16	9	17	17	17
营业利润	310	137	213	235	270
利润总额	307	134	260	282	317
所得税	55	40	52	56	63
净利润	252	95	208	226	253
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	253	95	209	226	254
EPS(元)	0.61	0.23	0.51	0.55	0.62

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	265	351	375	369	437
净利润	253	95	209	226	254
折旧摊销	180	177	182	197	217
净营运资金增加	-67	-303	166	19	114
其他	-101	382	-182	-73	-148
投资活动产生现金流	-7	-664	-171	-313	-313
净资本支出	-55	-82	-230	-330	-330
长期投资变化	30	27	0	0	0
其他资产变化	19	-608	59	17	17
融资活动现金流	-444	-89	-524	-56	-3
股本变化	2	1	0	0	0
债务净变化	-338	362	-527	11	66
无息负债变化	-166	33	57	40	29
净现金流	-184	-405	-320	0	121

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	38.3%	37.1%	37.1%	37.5%	37.9%
EBITDA 率	12.9%	10.4%	10.7%	11.4%	12.0%
EBIT 率	7.4%	4.3%	5.1%	5.8%	6.2%
税前净利润率	9.3%	4.6%	8.0%	8.0%	8.5%
归母净利润率	7.7%	3.3%	6.4%	6.4%	6.8%
ROA	5.2%	1.8%	4.2%	4.4%	4.7%
ROE (摊薄)	7.2%	2.7%	5.7%	5.9%	6.4%
经营性 ROIC	5.7%	2.8%	4.0%	4.7%	4.9%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	28%	34%	26%	26%	27%
流动比率	2.32	2.04	2.59	2.53	2.46
速动比率	2.17	1.95	2.44	2.38	2.32
归母权益/有息债务	5.17	3.36	7.18	7.31	6.77
有形资产/有息债务	6.79	4.80	9.12	9.25	8.61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	4,873	5,260	4,969	5,162	5,421
货币资金	2,485	2,428	2,108	2,109	2,229
交易性金融资产	179	734	734	736	738
应收账款	55	76	57	91	97
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	16	5	5	6	6
存货	186	159	177	190	200
其他流动资产	30	16	22	27	31
流动资产合计	2,995	3,466	3,157	3,217	3,362
其他权益工具	29	29	29	29	29
长期股权投资	30	27	27	27	27
固定资产	1,343	1,263	1,198	1,211	1,222
在建工程	54	35	41	76	102
无形资产	177	165	192	218	243
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	71	67	67	67	67
非流动资产合计	1,878	1,794	1,812	1,945	2,059
总负债	1,380	1,774	1,304	1,355	1,450
短期借款	674	1,037	509	520	586
应付账款	272	353	392	421	442
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	8	11	11	11	11
流动负债合计	1,292	1,696	1,219	1,270	1,365
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	72	65	71	71	71
非流动负债合计	87	78	85	85	85
股东权益	3,494	3,485	3,665	3,807	3,971
股本	412	413	413	413	413
公积金	888	888	888	888	888
未分配利润	2,194	2,186	2,367	2,510	2,674
归属母公司权益	3,494	3,487	3,667	3,811	3,974
少数股东权益	-1	-2	-2	-3	-4

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	23.16%	23.86%	24.28%	24.28%	24.28%
管理费用率	6.80%	7.21%	7.00%	6.90%	6.90%
财务费用率	-1.81%	-0.73%	-0.78%	-0.46%	-0.58%
研发费用率	1.13%	1.87%	1.50%	1.40%	1.40%
所得税率	18%	30%	20%	20%	20%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.25	0.07	0.20	0.22	0.25
每股经营现金流	0.64	0.85	0.91	0.89	1.06
每股净资产	8.48	8.45	8.88	9.23	9.63
每股销售收入	7.97	7.09	7.86	8.51	9.00

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	23	62	28	26	23
PB	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	14.1	18.5	16.0	14.0	12.7
股息率	1.8%	0.5%	1.4%	1.5%	1.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
<b>基准指数说明：</b>		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的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

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 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  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼