

**投资评级 优于大市 调高**

## 23 年一季度收入表现亮眼，期待即饮产品表现

**股票数据**

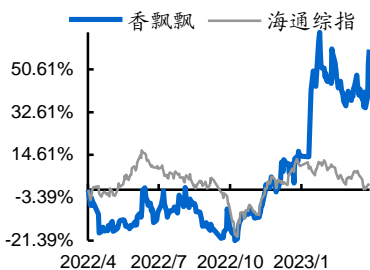
04月20日收盘价(元)	21.43
52周股价波动(元)	10.23-23.00
总股本/流通A股(百万股)	411/411
总市值/流通市值(百万元)	8802/8802

**相关研究**

《四季度利润表现亮眼，期待23年重拾良好成长》2023.02.09

《上半年营收利润承压，关注冲泡产品升级&amp;瓶装即饮产品后续表现》2022.08.16

《业绩短期承压，继续坚持双轮驱动战略&amp;优化渠道布建》2022.05.06

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	18.6	6.1	40.6
相对涨幅 (%)	14.2	6.6	42.3

资料来源：海通证券研究所

分析师: 颜慧菁

Email: yhj12866@haitong.com

证书: S0850520020001

分析师: 张宇轩

Tel: (021)23154172

Email: zyx11631@haitong.com

证书: S0850520050001

**投资要点:**

- 事件:** 公司4月18日披露2022年年报，22年公司实现营业收入31.28亿元 (YOY=-9.76%)，实现归母净利润2.14亿元 (YOY=-3.89%)。此外公司23Q1公司实现营业收入6.79亿元，归母净利达到5.85百万元 (YOY=109.80%)。
- 22年经营展现稳健韧性。** 2022年，面对不利的外部环境，公司坚持“双轮驱动”战略，围绕“产品创新、品牌升级、渠道优化”的经营策略，稳步落实各项经营举措。22年公司营业收入实现31.28亿元 (YOY=-9.76%) 毛利率同比增加0.2pct至33.8%，毛利额同比减少9.22%。此外公司期间费用率同比下降3.86pct (其中公司销售费用率同比下降3.42pct (主要系减少广告费及市场推广费支出所致)，管理费用率同比增加0.75pct)，但由于其他收入与收益同比下降2.38亿元，因此最终归母净利润同比减少3.89%至2.14亿元，对应归母净利润率同比上升0.42pct至6.84%。
- 22Q4单独来看，** 公司实现主营业务收入15.98亿元 (YOY=7.06%)，实现毛利率40.74% (YOY=5.34pct)。此外期间费用率同比下降7.28pct (其中销售费用率同比下降5.35pct，管理费用率同比下降1.51pct，最终2022Q4公司归母净利润率同比上升5.81pct，对应最终归母净利润为2.89亿元 (YOY=57.76%)。
- 23年一季度收入表现亮眼。** 2023Q1单独来看，公司实现主营业务收入6.79亿元 (YOY=37.03%)，实现毛利率31.02% (YOY=10.42pct)。此外期间费用率同比下降7.07pct (其中销售费用率同比下降5.50pct，管理费用率同比下降2.13pct，最终2023Q1公司归母净利润率同比上升12.91pct，对应最终归母净利润为5.85百万元 (YOY=109.80%)。
- 坚持“双轮驱动”战略，努力打造“第二成长曲线”。** 公司持续深耕杯装奶茶领域。一方面，继续推动冲泡产品的“年轻化”、“健康化”升级，稳步推进渠道深耕，实现冲泡业务的持续健康发展；另一方面，加大即饮业务的费用投入力度，建立单独的销售团队，提升渠道的服务能力，推动即饮业务的快速成长。公司通过产品创新、渠道优化、降本增效等措施加大产品及品类创新，积极推出新的冲泡类、即饮类产品，主要包括香飘飘芝士/生椰牛乳茶、珍珠牛乳茶，MECO杯装果汁茶新口味-“荔枝百香”“芒果芭乐”、瓶装果汁茶“有梅有鸭”，香飘飘瓶装牛乳茶，兰芳园瓶装冻柠茶、联名款燕麦奶茶等。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3466	3128	3629	4256	4869
(+/-)YoY(%)	-7.8%	-9.8%	16.0%	17.3%	14.4%
净利润(百万元)	223	214	305	376	457
(+/-)YoY(%)	-37.9%	-3.9%	42.6%	23.4%	21.6%
全面摊薄EPS(元)	0.54	0.52	0.74	0.92	1.11
毛利率(%)	33.6%	33.8%	33.1%	32.8%	32.7%
净资产收益率(%)	7.5%	6.9%	8.9%	9.9%	10.7%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

(1) 固体冲泡类。冲泡业务是公司的利基业务，公司将继续推冲泡业务的创新，包括进一步推进产品及品类的健康化升级，公司 22 年冲泡类产品实现全年营收 24.55 亿元 (YOY=-11.55%)，实现毛利率 40.65%，同比上升 2.21pct。为应对原物料、物流成本及能源价格上涨所带来的经营压力，在综合考虑各方面因素的基础上，公司于 2022 年 2 月开始对冲泡产品的经典系列、好料系列进行提价，到 2022 年第四季度提价策略在冲泡产品的销售旺季执行到位，产品营收和盈利能力均得到提升。

(2) 即饮饮料类。公司加大对即饮业务的资源投入，提升即饮业务的经营规模及系统化经营能力。公司 22 年即饮类产品实现全年营收 6.38 亿元 (YOY=-0.69%)，实现毛利率 11.68%，同比下降 5.01pct。2022 年，公司推出了以“香飘飘瓶装牛乳茶”为代表的即饮乳茶、联名款燕麦奶茶等，进一步加强对液体奶茶市场的探索与测试。除果汁茶以外，公司还推出了兰芳园瓶装冻柠茶等即饮产品，进一步深入探索即饮品市场，努力拓宽公司的未来成长空间。

**拟推出股权激励，促进公司长远发展。**4 月 17 日晚公司发布《2023 年股票期权激励计划（草案）》。据公告：(1) 本激励计划拟授予的股票期权数量 1357.00 万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 3.30%；(2) 本次激励计划的激励对象人数共计 39 人；(3) 本激励计划首次及预留授予股票期权的行权价格为每份 14.74 元；(4) 本激励计划的首次授予部分股票期权的行权考核年度为 2023-2025 年三个会计年度，业绩考核目标为以 22 年营收为基准，23-25 年营收增长率不低于 15%/35%/50%。我们认为，本次股权激励的推出将进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司积极性，促进公司长远发展。

**盈利预测与投资建议。**我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 36.29/42.56/48.69 亿元，归母净利润分别为 3.05/3.76/4.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.74/0.92/1.11 元/股。结合 A 股可比公司估值，考虑到公司未来几年业绩复苏，给予公司 25-30 倍的 PE (2023E) 估值区间，合理价值区间为 18.50-22.20 元，给予“优于大市”评级。

**风险提示。**(1) 市场需求下滑，(2) 渠道拓展不及预期，(3) 食品安全问题。

表 1 可比上市公司估值表 (2023 年预测 PE, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2023E)
养元饮品	603156	22.67	15.32
承德露露	000848	8.90	13.30
盐津铺子	002847	127.50	35.41
保龄宝	002286	8.57	0.00
平均 PE (倍, 2023E)			21.34

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2023 年 04 月 20 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3128</b>	<b>3629</b>	<b>4256</b>	<b>4869</b>
每股收益	0.52	0.74	0.92	1.11	营业成本	2071	2428	2862	3275
每股净资产	7.60	8.34	9.26	10.37	毛利率%	33.8%	33.1%	32.8%	32.7%
每股经营现金流	1.91	1.21	1.40	1.60	营业税金及附加	30	35	41	47
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	561	653	745	828
P/E	35.68	25.02	20.28	16.68	营业费用率%	17.9%	18.0%	17.5%	17.0%
P/B	2.44	2.23	2.01	1.79	管理费用	230	265	298	317
P/S	2.44	2.10	1.79	1.57	管理费用率%	7.4%	7.3%	7.0%	6.5%
EV/EBITDA	11.67	18.27	13.70	9.68	EBIT	208	216	277	369
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-38	-108	-86	-106
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.2%	-3.0%	-2.0%	-2.2%
毛利率	33.8%	33.1%	32.8%	32.7%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	6.8%	8.4%	8.8%	9.4%	投资收益	16	18	21	24
净资产收益率	6.9%	8.9%	9.9%	10.7%	<b>营业利润</b>	<b>285</b>	<b>396</b>	<b>490</b>	<b>597</b>
资产回报率	4.2%	6.7%	7.3%	7.9%	营业外收支	-2	5	5	5
投资回报率	3.9%	4.8%	5.5%	6.6%	<b>利润总额</b>	<b>283</b>	<b>401</b>	<b>495</b>	<b>602</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	397	314	384	487
营业收入增长率	-9.8%	16.0%	17.3%	14.4%	所得税	69	96	119	144
EBIT 增长率	47.1%	3.6%	28.5%	33.3%	有效所得税率%	24.3%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润增长率	-3.9%	42.6%	23.4%	21.6%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>214</b>	<b>305</b>	<b>376</b>	<b>457</b>
资产负债率	38.1%	24.9%	25.8%	26.1%					
流动比率	1.61	2.31	2.40	2.53	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.49	2.08	2.16	2.30	货币资金	2467	1907	2373	2925
现金比率	1.34	1.80	1.91	2.06	应收账款及应收票据	54	60	70	80
<b>经营效率指标</b>					存货	172	200	235	269
应收帐款周转天数	6.30	6.00	6.00	6.00	其它流动资产	273	288	310	332
存货周转天数	30.25	30.00	30.00	30.00	流动资产合计	2966	2454	2988	3605
总资产周转率	0.62	0.79	0.83	0.84	长期股权投资	17	17	17	17
固定资产周转率	1.99	2.29	2.68	3.08	固定资产	1572	1585	1588	1581
					在建工程	69	99	129	159
					无形资产	194	189	183	178
					非流动资产合计	2078	2115	2143	2160
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>5044</b>	<b>4569</b>	<b>5131</b>	<b>5766</b>
净利润	214	305	376	457	短期借款	921	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	494	545	643	736
非现金支出	208	98	107	118	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-15	0	-26	-29	其它流动负债	425	515	603	687
营运资金变动	379	92	117	112	流动负债合计	1840	1060	1246	1423
<b>经营活动现金流</b>	<b>786</b>	<b>495</b>	<b>575</b>	<b>657</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-123	-130	-130	-130	其它长期负债	80	80	80	80
投资	57	0	0	0	非流动负债合计	80	80	80	80
其他	164	18	21	24	<b>负债总计</b>	<b>1920</b>	<b>1140</b>	<b>1325</b>	<b>1502</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>98</b>	<b>-112</b>	<b>-109</b>	<b>-106</b>	实收资本	411	411	411	411
债权募资	600	-921	0	0	归属于母公司所有者权益	3122	3427	3803	4261
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	3	3	3	3
其他	-955	-23	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5044</b>	<b>4569</b>	<b>5131</b>	<b>5766</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-355</b>	<b>-944</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>530</b>	<b>-561</b>	<b>466</b>	<b>552</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 20 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业  
张宇轩 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天润乳业,贵州茅台,洋河股份,山西汾酒,盐津铺子,千禾味业,味知香,千味央厨,东鹏饮料,佳禾食品,紫燕食品,光明乳业,妙可蓝多,农夫山泉,周黑鸭,李子园,汤臣倍健,安琪酵母,中炬高新,伊利股份,酒鬼酒,康师傅控股,中国旺旺,新乳业,立高食品,海天味业,百润股份,今世缘,水井坊,承德露露

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。