

# 冲泡类收入暂时承压，疫后有望释放业绩弹性

## 核心观点

- 公司前三季度实现营业收入 15.3 亿元 (yoy-22.5%)；实现归母净利润-0.8 亿元 (yoy-290.5%)。22Q3，公司实现营业收入 6.7 亿元 (yoy-24.2%)，实现归母净利润 0.5 亿元 (yoy-46.7%)。
- **疫情下冲泡类收入回落，即饮产品持续升级。**分产品，22 年前三季度公司冲泡类产品实现收入 9.62 亿元 (yoy-31.9%)，因疫情下公司主动实施稳健备库策略；即饮类实现收入 5.39 亿元 (yoy+1.6%)。22Q3，公司冲泡类、即饮类产品同比增速分别为-32.3%、28.0%。分地区，22 年前三季度，华东、西南、华中、西北、华南、华北、东北大区收入分别同比-26.1%、-23.0%、-25.6%、-24.6%、-7.4%、-33.0%、-13.6%，消费场景缺失、区域物流压力使动销承压，预计疫情相对稳定、出行人数增加后动销有望恢复。截至 22Q3 末，公司经销商数量为 1330 家，环比 22Q2 末增加 133 家，招商持续推进。
- **毛利率下降费用率上升，盈利水平承压。**22 年 1-9 月，公司毛利率为 26.55% (yoy-5.68pct)，销售费用率为 25.62% (yoy+0.17pct)，管理费用率为 11.00% (yoy+3.50pct)。22Q3，公司毛利率为 34.03% (yoy-3.39pct)，主要因原材料涨价；公司在 22 年 2 月对冲泡类产品提价，有望减轻成本压力；销售费用率为 15.45% (yoy-2.70pct)，管理费用率为 9.61% (yoy+3.08pct)。综合，22 年 1-9 月公司净利率为-4.90% (yoy-6.90pct)，22Q3 净利率为 8.07% (yoy-3.40pct)。
- **瞄准消费趋势丰富产品布局，疫后看好业绩弹性。**冲泡板块，公司积极布局去植脂未健康乳茶，健康化升级；即饮板块重点推广瓶装冻柠茶、瓶装黑乌龙乳茶，持续发力。渠道上，公司完善产品陈列，增强消费者触达，重点推进冰冻化建设，增加网点质量数量。业绩端，伴随疫情好转、消费场景恢复，公司有望释放业绩弹性。

## 盈利预测与投资建议

- 根据三季报，下调营收，调整毛利率，上调费用率。我们预测公司 22-24 年每股收益为 0.06、0.68、0.95 元 (原预测 22-23 年为 1.08、1.22 元)。结合可比公司，我们认为目前公司合理估值水平为 23 年 23 倍 PE，对应目标价 15.64 元，维持买入评级。

**风险提示：**冲泡类收入恢复不及预期风险、果汁茶动销不及预期、原材料成本大幅上升、销售费用投入高增风险。

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,761	3,466	3,240	4,204	4,796
同比增长(%)	-5.5%	-7.8%	-6.5%	29.8%	14.1%
营业利润(百万元)	466	227	38	333	469
同比增长(%)	5.8%	-51.3%	-83.2%	772.4%	41.2%
归属母公司净利润(百万元)	358	223	27	278	390
同比增长(%)	3.2%	-37.9%	-88.0%	943.5%	40.0%
每股收益(元)	0.87	0.54	0.06	0.68	0.95
毛利率(%)	36.2%	33.6%	27.3%	34.1%	35.6%
净利率(%)	9.5%	6.4%	0.8%	6.6%	8.1%
净资产收益率(%)	13.3%	7.7%	0.9%	9.1%	11.8%
市盈率	15.7	25.3	211.4	20.3	14.5
市净率	2.0	1.9	1.9	1.8	1.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2023年01月19日)	15.29 元
目标价格	15.64 元
52 周最高价/最低价	16.33/10.23 元
总股本/流通 A 股 (万股)	41,075/41,075
A 股市值 (百万元)	6,280
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 01 月 19 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	11.4	12.02	29.06	-2.36
相对表现	7.96	5.27	19.01	10.7
沪深 300	3.44	6.75	10.05	-13.06



## 证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524 zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

## 联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

## 相关报告

推陈出新布局新赛道，提价有望提升盈利水平	2022-01-24
需求改善渠道恢复，业绩增长喜超预期	2021-01-29

## 盈利预测与投资建议

根据三季报，下调营收，调整毛利率，上调费用率。根据财报，我们预测 22 年公司收入同比下降，23 年收入有望反弹。考虑到 22 年公司原材料成本压力较大，预计全年毛利率同比下降；预计 23 年公司原材料成本压力缓解，叠加疫情后消费复苏引领产品结构升级，毛利率有望回升。我们预测公司 22-24 年每股收益为 0.06、0.68、0.95 元（原预测 22-23 年为 1.08、1.22 元）。结合可比公司，我们认为目前公司合理估值水平为 23 年 23 倍 PE，对应目标价 15.64 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
承德露露	000848	8.95	0.56	0.65	0.74	15.89	13.85	12.11
伊利股份	600887	32.42	1.45	1.71	1.99	22.32	18.92	16.28
西麦食品	002956	13.94	0.46	0.53	0.63	30.09	26.14	22.01
光明乳业	600597	10.45	0.37	0.44	0.51	28.15	23.96	20.52
新乳业	002946	12.60	0.44	0.57	0.71	28.49	21.97	17.71
养元饮品	603156	21.14	1.20	1.48	1.80	17.62	14.28	11.74
东鹏饮料	605499	183.07	3.47	4.51	5.63	52.69	40.61	32.51
均瑶健康	605388	13.65	0.27	0.44	0.61	50.56	31.02	22.38
<b>调整后平均</b>						<b>30</b>	<b>23</b>	<b>19</b>

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2023 年 1 月 19 日收盘价）

图 1：业务预测调整表

	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
<b>冲泡系列</b>					
销售收入(百万元)	4,012.5	4,538.9	2,442.9	3,224.7	3,653.5
变动幅度			-39.1%	-29.0%	
毛利率	36.7%	36.9%	34.0%	40.8%	42.3%
变动幅度			-2.8%	3.9%	
<b>即饮系列</b>					
销售收入(百万元)	708.8	792.8	747.3	927.2	1,088.0
变动幅度			5.4%	17.0%	
毛利率	14.0%	14.2%	7.0%	12.3%	14.5%
变动幅度			-7.0%	-2.0%	
<b>其他业务</b>					
销售收入(百万元)	36.8	36.8	49.7	52.2	54.8
变动幅度			35.1%	41.9%	
毛利率	5.0%	5.0%	5.0%	8.0%	8.0%
变动幅度			0.0%	3.0%	
<b>合计</b>					
销售收入(百万元)	4758.1	5368.5	3239.9	4204.1	4796.3
变动幅度			-31.9%	-21.7%	
综合毛利率	33.1%	33.3%	27.3%	34.1%	35.6%
变动幅度			-5.8%	0.8%	

数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：盈利预测调整表

	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,758	5,369	3,240	4,204	4,796
变动幅度			-31.9%	-21.7%	
营业成本（百万元）	3,183	3,580	2,355	2,772	3,088
变动幅度			-26.0%	-22.6%	
营业税金及附加（百万元）	39	44	25	32	36
变动幅度			-36.3%	-27.6%	
销售费用（百万元）	777	883	726	896	1,022
变动幅度			-6.6%	1.5%	
管理费用及研发费用（百万元）	279	304	252	267	281
变动幅度			-9.8%	-12.2%	
财务费用（百万元）	-1	-1	-37	24	19
变动幅度			2816.7%	-2699.6%	
营业利润（百万元）	582	656	38	333	469
变动幅度			-93.5%	-49.3%	
利润总额（百万元）	572	645	38	342	479
变动幅度			-93.3%	-47.0%	
净利润（百万元）	450	508	27	278	390
变动幅度			-94.1%	-45.2%	
归属于母公司净利润（百万元）	450	508	27	278	390
变动幅度			-94.1%	-45.2%	
每股收益（元）	1.08	1.22	0.06	0.68	0.95
变动幅度			-94.0%	-44.6%	
毛利率	33.1%	33.3%	27.3%	34.1%	35.6%
变动幅度			-5.8%	0.8%	
净利率	9.5%	9.5%	0.8%	6.6%	8.1%
变动幅度			-8.6%	-2.8%	

数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 风险提示

- **冲泡类收入恢复不及预期风险。**冲泡类为公司主要产品之一，如果冲泡类疫后复苏情况不及预期，将影响公司业绩增速。
- **果汁茶动销不及预期风险。**果汁茶发力带动液体即饮板块收入提升。若果汁茶需求不及预期、动销放缓，将影响公司收入及盈利表现。
- **原材料成本大幅上升风险。**产品升级、新品推出可能导致原材料成本上升，若成本大幅上涨，公司产品迭代和调价幅度无法完全覆盖成本涨幅，将对毛利率造成负面影响。
- **销售费用投入高增风险。**公司果汁茶和双拼奶茶投放市场时间不久，初期将加大广告费、市场推广费用投入。若费用投放持续高增，将对利润表现产生不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,394	2,163	2,022	2,623	2,993	营业收入	3,761	3,466	3,240	4,204	4,796
应收票据、账款及款项融资	26	35	32	42	48	营业成本	2,399	2,302	2,355	2,772	3,088
预付账款	144	192	180	233	266	营业税金及附加	29	26	25	32	36
存货	154	157	160	189	210	销售费用	714	740	726	896	1,022
其他	965	320	318	323	326	管理费用及研发费用	241	257	252	267	281
<b>流动资产合计</b>	<b>2,684</b>	<b>2,866</b>	<b>2,712</b>	<b>3,410</b>	<b>3,843</b>	财务费用	1	3	(37)	24	19
长期股权投资	0	2	2	2	2	资产、信用减值损失	(1)	1	0	1	0
固定资产	1,162	1,637	1,573	1,446	1,302	公允价值变动收益	7	(6)	20	15	15
在建工程	450	122	70	74	87	投资净收益	19	26	20	15	15
无形资产	200	197	193	189	186	其他	62	69	79	90	90
其他	242	188	401	201	171	<b>营业利润</b>	<b>466</b>	<b>227</b>	<b>38</b>	<b>333</b>	<b>469</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,054</b>	<b>2,145</b>	<b>2,239</b>	<b>1,912</b>	<b>1,748</b>	营业外收入	2	50	8	10	10
<b>资产总计</b>	<b>4,738</b>	<b>5,011</b>	<b>4,951</b>	<b>5,323</b>	<b>5,591</b>	营业外支出	12	4	8	1	1
短期借款	798	1,217	1,177	1,279	1,190	<b>利润总额</b>	<b>455</b>	<b>273</b>	<b>38</b>	<b>342</b>	<b>479</b>
应付票据及应付账款	383	346	354	416	464	所得税	97	51	11	64	89
其他	638	382	361	389	406	<b>净利润</b>	<b>358</b>	<b>222</b>	<b>27</b>	<b>278</b>	<b>390</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,819</b>	<b>1,944</b>	<b>1,892</b>	<b>2,083</b>	<b>2,059</b>	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>358</b>	<b>223</b>	<b>27</b>	<b>278</b>	<b>390</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.87	0.54	0.06	0.68	0.95
其他	80	88	93	93	93						
<b>非流动负债合计</b>	<b>80</b>	<b>88</b>	<b>93</b>	<b>93</b>	<b>93</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,899</b>	<b>2,032</b>	<b>1,985</b>	<b>2,176</b>	<b>2,152</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	2	2	2	2	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	418	415	411	411	411	营业收入	-5.5%	-7.8%	-6.5%	29.8%	14.1%
资本公积	589	632	667	667	667	营业利润	5.8%	-51.3%	-83.2%	772.4%	41.2%
留存收益	1,831	1,930	1,887	2,066	2,359	归属于母公司净利润	3.2%	-37.9%	-88.0%	943.5%	40.0%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,838</b>	<b>2,980</b>	<b>2,967</b>	<b>3,146</b>	<b>3,439</b>	毛利率	36.2%	33.6%	27.3%	34.1%	35.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,738</b>	<b>5,011</b>	<b>4,951</b>	<b>5,323</b>	<b>5,591</b>	净利率	9.5%	6.4%	0.8%	6.6%	8.1%
						ROE	13.3%	7.7%	0.9%	9.1%	11.8%
						ROIC	11.9%	4.8%	0.0%	6.8%	8.8%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	358	222	27	278	390	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	132	147	177	180	185	流动比率	1.48	1.47	1.43	1.64	1.87
财务费用	1	3	(37)	24	19	速动比率	1.39	1.39	1.35	1.54	1.76
投资损失	(19)	(26)	(20)	(15)	(15)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(268)	(325)	7	(7)	1	应收账款周转率	105.3	113.8	96.9	113.2	106.9
其它	131	65	(232)	186	15	存货周转率	14.5	14.5	14.6	15.6	15.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>335</b>	<b>87</b>	<b>(78)</b>	<b>647</b>	<b>595</b>	总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.9
资本支出	(322)	(262)	(54)	(54)	(50)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(7)	(30)	0	0	0	每股收益	0.87	0.54	0.06	0.68	0.95
其他	(515)	682	39	30	30	每股经营现金流	0.80	0.21	-0.19	1.57	1.45
<b>投资活动现金流</b>	<b>(844)</b>	<b>390</b>	<b>(14)</b>	<b>(24)</b>	<b>(20)</b>	每股净资产	6.91	7.25	7.22	7.65	8.37
债权融资	0	7	(7)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	50	40	31	0	0	市盈率	15.7	25.3	211.4	20.3	14.5
其他	439	274	(73)	(21)	(206)	市净率	2.0	1.9	1.9	1.8	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>489</b>	<b>321</b>	<b>(49)</b>	<b>(21)</b>	<b>(206)</b>	EV/EBITDA	7.4	11.7	24.8	8.2	6.6
汇率变动影响	(1)	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	9.4	19.2	3,963.2	12.4	9.0
<b>现金净增加额</b>	<b>(20)</b>	<b>795</b>	<b>(141)</b>	<b>602</b>	<b>370</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。