

2023 年 11 月 20 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

新品贡献增量，利润释放明显

—软饮料 2023 年三季报总结

推荐(维持)

投资要点

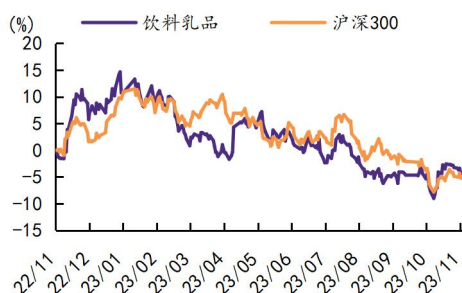
分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
饮料乳品(申万)	2.6	-1.9	-5.6
沪深 300	1.0	-5.7	-6.1

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《软饮料行业专题报告：新品增量叠加成本改善，利润释放可期》
2023-05-11

■ 软饮料：营收稳增，利润释放

业绩端：2023Q3 软饮料行业总营收/归母净利润分别为 84.41/14.99 亿元，分别同比+21.13%/+36.30%，环比增速略下降，主要系下半年整体需求处于弱复苏态势，同时去年同期基数逐步抬高。其中，东鹏饮料、百润股份、香飘飘 2023Q3 营收增长较好主要系其基础盘较稳固，百润的微醺和香飘飘的冲泡产品均实现恢复式增长，同时新品推广效果较好。**费用端，**2023Q3 软饮料行业销售费用率/管理费用率分别为 15.40%/3.53%，分别同比+0.86pct/-0.46pct，单三季度整体费用投放力度加大，其中香飘飘、百润股份 2023Q3 销售费用率分别同比+10.45pct/-9.50pct，香飘飘推广冻柠茶等新品力度较大，百润股份去年三季度强爽引爆后加大费用投放致基数较高，故今年 Q3 销售费用率收窄明显。**盈利端：**2023Q3 软饮料行业销售毛利率/销售净利率分别为 41.93%/17.75%，分别同比+3.61ct/+1.98pct，单三季度软饮料行业毛利率提升受益于原材料成本下行，而费用投放力度加大略影响净利率，但仍呈上升态势。**现金流端：**2023Q3 软饮料行业销售回款共 81.80 亿元，同增 19.31%，增速略放缓主要系经济处于弱复苏阶段，同时去年基数逐步抬高。

■ 成本整体利好，新品贡献增长

香飘飘：三季度公司费用投放力度加大，利润端亏损，四季度冲泡板块放量预计带来整体盈利能力提升。**养元饮品：**看好公司市场开拓逐步推进，基本盘持续下沉的同时，发力植物奶赛道。**李子园：**看好公司作为甜牛奶龙头进行品牌焕新，早餐渠道招商提高占有率，全国市场扩张贡献增量，长期增长动力仍足。**东鹏饮料：**能量饮料基本盘仍表现较好，未来仍具增长空间；以“补水啦”为代表的新品增速表现亮眼，期待铺货结束后自然动销表现。**佳禾食品：**粉末油脂业务下半年以来因去年同期基数逐渐提高，营收增速按正常节奏放缓。咖啡业务由于下游现磨咖啡市场面临激烈价格战，传导一定压力至中游咖啡市场；公司转变咖啡业务思路，加大对烘焙咖啡豆的布局，期待后续客户开发与产能扩张。**承德露露：**以杏仁露为基本盘，积极推出健康化新品以顺应消费需求，新品贡献增长值得期待。**百润股份：**强爽系列第三季度受竞争加剧、餐饮场景减少叠加高基数影响，营收增速

预计略放缓，四季度预计加大品牌投放力度推动强爽系列增长；同时零糖销售势头较猛，处于大力铺货与尝鲜阶段，贡献一定增长。微醺系列去年由于涨价及公司整体产品战略重心调整而有所受损，今年通过热播剧植入等流量加持及包装换新加大推广，实现恢复性增长。**欢乐家**：看好C端椰子汁方面完善产品矩阵，以椰子水等产品提升高线城市销售占比；罐头方面继续打造水果罐头龙头，稳定基本盘；B端厚椰乳发挥产品端和供应端优势进军咖啡赛道，贡献新增长。

行业评级及投资策略

短期看，多数软饮企业预计在春节旺季加大促销节奏，抢占市场份额以贡献业绩；利润端预计仍受益于成本下行红利。**长期看**，软饮企业增长将受益于：1) 整体经济和消费力的恢复，理顺健康化多样化消费升级逻辑；2) 具有稳固消费者基础的老品持续进入下沉市场和打造多元消费场景，保障业绩稳健增长；3) 在新品推广上有定力并具有成熟的打法与可复用的能力，如快速反应的产品研发、深入细化的渠道建设与市场敏感度高的品牌推广能力。我们看好软饮行业中尚在培育期的细分板块和差异化新品放量带来的较快增长，重点推荐：东鹏饮料、香飘飘、李子园、佳禾食品，建议关注：百润股份、欢乐家、承德露露、养元饮品。

维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

风险提示

疫情波动风险；宏观经济波动风险；推荐公司业绩不及预期的风险；行业竞争风险；食品安全风险；行业政策变动风险；消费税或生产风险；原材料价格波动风险等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2023-11-17 股价	EPS			PE			投资评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
603711.SH	香飘飘	15.55	0.64	0.82	0.98	24.30	18.96	15.87	买入
605337.SH	李子园	15.40	0.68	0.87	1.04	22.65	17.70	14.81	买入
603156.SH	养元饮品	23.31	1.43	1.59	1.95	16.30	14.66	11.95	买入
605499.SH	东鹏饮料	180.40	5.05	6.84	8.51	35.72	26.37	21.20	买入
605300.SH	佳禾食品	17.26	0.72	0.92	1.20	23.97	18.76	14.38	买入
000848.SZ	承德露露	8.32	0.61	0.73	0.84	13.64	11.40	9.90	买入
002568.SZ	百润股份	26.10	0.86	1.08	1.41	30.35	24.17	18.51	买入
300997.SZ	欢乐家	13.67	0.56	0.66	0.78	24.41	20.71	17.53	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 软饮料：营收稳增，利润释放	5
1.1、 业绩概况：韧性仍足，增长稳健	5
1.2、 费用端：投放加大，效率优化	6
1.3、 盈利端：成本改善，利润释放	7
1.4、 现金流：整体质优，内部分化	8
2、 成本整体利好，新品贡献增长	10
2.1、 香飘飘：业绩符合预期，期待冲泡旺季表现	10
2.2、 养元饮品：利润表现超预期，市场开拓显成效	11
2.3、 李子园：业绩符合预期，期待渠道增量贡献	12
2.4、 东鹏饮料：业绩符合预期，新品增长亮眼	13
2.5、 佳禾食品：业绩符合预期，植脂末业务稳健增长	14
2.6、 承德露露：业绩符合预期，扩产顺利推进	15
2.7、 百润股份：业绩符合预期，费用优化明显	16
2.8、 欢乐家：利润略超预期，渠道发力明显	17
3、 行业评级及投资策略	18
4、 风险提示	18

图表目录

图表 1：2023Q1-Q3 软饮料总营收 241.60 亿元，同比+22.47%	5
图表 2：2023Q1-Q3 软饮料归母净利 46.28 亿元，同比+46.61%	5
图表 3：2023Q3 软饮料总营收 84.41 亿元，同比+21.13%	6
图表 4：2023Q3 软饮料归母净利 14.99 亿元，同比+36.30%	6
图表 5：2023Q1-Q3 软饮料销售费用率/管理费用率分别为 14.98%/3.46%	7
图表 6：2023Q3 软饮料销售费用率/管理费用率分别为 15.40%/3.53%	7
图表 7：2023Q1-Q3 软饮料销售毛利率/销售净利率分别为 42.12%/19.16%	8
图表 8：2023Q3 软饮料销售毛利率/销售净利率分别为 41.93%/17.75%	8
图表 9：2023Q1-Q3 软饮料销售回款 260.48 亿元，同比+25.79%	9
图表 10：2023Q3 软饮料销售回款为 81.80 亿元，同比+19.31%	9
图表 11：2023Q1-Q3 软饮料合同负债 28.10 亿元，环比-27.15%	9
图表 12：2023Q1-Q3 香飘飘总营收 19.79 亿元，同比+29.3%	10
图表 13：2023Q1-Q3 香飘飘归母净利 0.03 亿元，同比+104.6%	10
图表 14：2023Q1-Q3 养元饮品总营收 45.87 亿元，同比+9.6%	11
图表 15：2023Q1-Q3 养元饮品归母净利 12.89 亿元，同比+28.0%	11
图表 16：2023Q1-Q3 李子园总营收 10.69 亿元，同比+0.7%	12
图表 17：2023Q1-Q3 李子园归母净利润 1.89 亿元，同比+21.9%	12
图表 18：2023Q1-Q3 东鹏饮料总营收 86.41 亿元，同比+30.1%	13

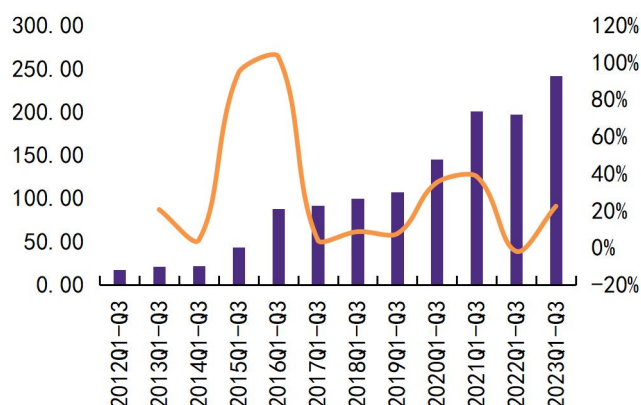
图表 19: 2023Q1-Q3 东鹏饮料归母净利 16.56 亿元, 同比+42.1%	13
图表 20: 2023Q1-Q3 佳禾食品总营收 20.86 亿元, 同比+22.8%	14
图表 21: 2023Q1-Q3 佳禾食品归母净利 0.63 亿元, 同比+240.8%	14
图表 22: 2023Q1-Q3 承德露露总营收 20.35 亿元, 同比+3.3%	15
图表 23: 2023Q1-Q3 承德露露归母净利润 4.43 亿元, 同比增长 5.4%	15
图表 24: 2023Q1-Q3 百润股份总营收 24.57 亿元, 同比+49.4%	16
图表 25: 2023Q1-Q3 百润股份归母净利 6.65 亿元, 同比+118.2%	16
图表 26: 2023Q1-Q3 欢乐家总营收 13.06 亿元, 同比+22.92%	17
图表 27: 2023Q1-Q3 欢乐家归母净利 1.76 亿元, 同比+49.38%	17
图表 26: 重点关注公司及盈利预测	18

1、软饮料：营收稳增，利润释放

1.1、业绩概况：韧性仍足，增长稳健

2023 前三季度营收整体恢复性增长，利润弹性释放。2023Q1-Q3 软饮料行业总营收/归母净利润分别为 241.60/46.28 亿元，分别同比+22.47%/+46.61%，收入修复性增长，利润弹性普遍释放，同比增长明显。其中，百润股份、东鹏饮料、香飘飘、佳禾食品 2023Q1-Q3 营收分别同比+49.35%/+30.05%/29.31%/28.18%，取得较快增长，业绩表现突出。利润方面，佳禾食品、百润股份、欢乐家、东鹏饮料 2023Q1-Q3 归母净利润分别同比+240.77%/+118.19%/+49.38%/+42.05%，主要受益于原材料成本下行，另外，香飘飘三季度扭亏为盈，利润端表现均较优。

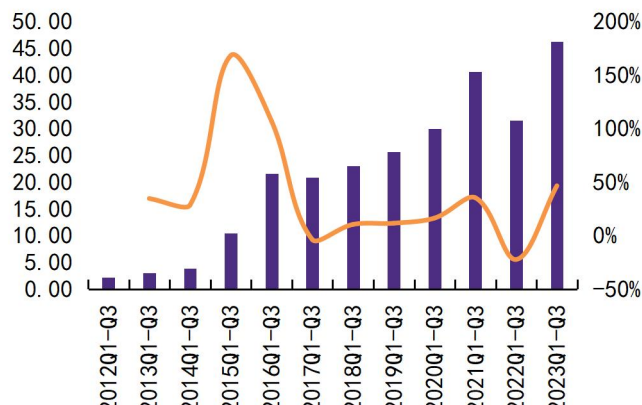
图表 1：2023Q1-Q3 软饮料总营收 241.60 亿元，同比 +22.47%



■ 营业总收入 (亿元, 左轴) — YoY (%) (右轴)

资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 2：2023Q1-Q3 软饮料归母净利润 46.28 亿元，同比 +46.61%

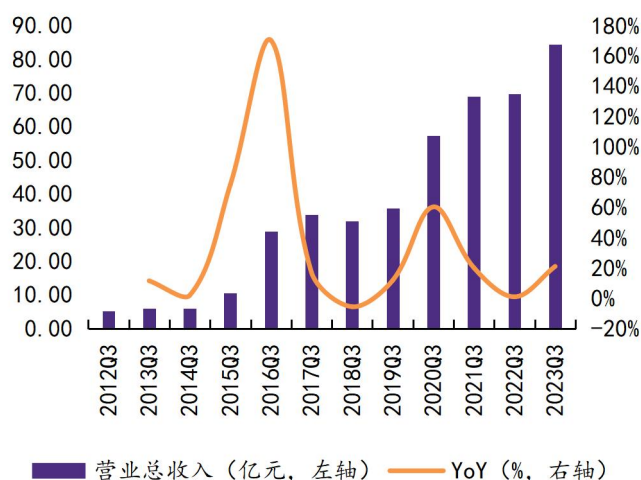


■ 归母净利润 (亿元, 左轴) — YoY (%) (右轴)

资料来源：WIND，华鑫证券研究

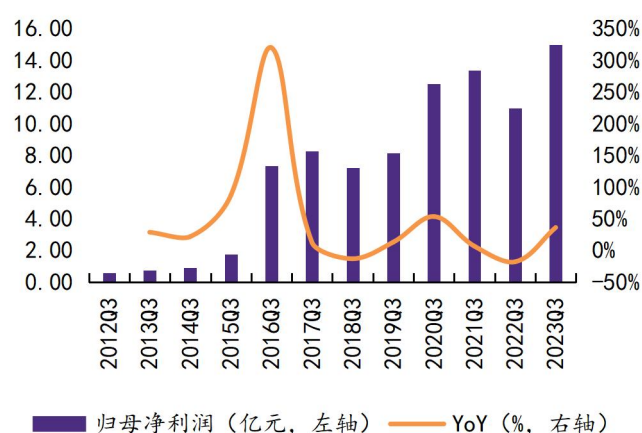
2023Q3 营收环比增长略缓，利润端仍受益于成本下行。2023Q3 软饮料行业总营收/归母净利润分别为 84.41/14.99 亿元，分别同比+21.13%/+36.30%，环比增速略下降，主要系下半年整体需求处于弱复苏态势，同时去年同期基数逐步抬高。其中，东鹏饮料、百润股份、香飘飘 2023Q3 营收分别同比+35.17%/+32.54%/+20.41%，三季度增长较好主要系其基础盘较稳固，百润的微醺和香飘飘的冲泡产品均实现恢复式增长，同时新品推广效果较好。百润股份、佳禾食品、东鹏饮料、欢乐家 2023Q3 归母净利润分别同比+169.02%/+162.54%/+33.25%/+32.52%，表现较优，其中，百润受益于提价措施效果显现，产品结构向高毛利产品强爽持续优化与原材料成本下行。

图表 3：2023Q3 软饮料总营收 84.41 亿元，同比+21.13%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 4：2023Q3 软饮料归母净利润 14.99 亿元，同比+36.30%

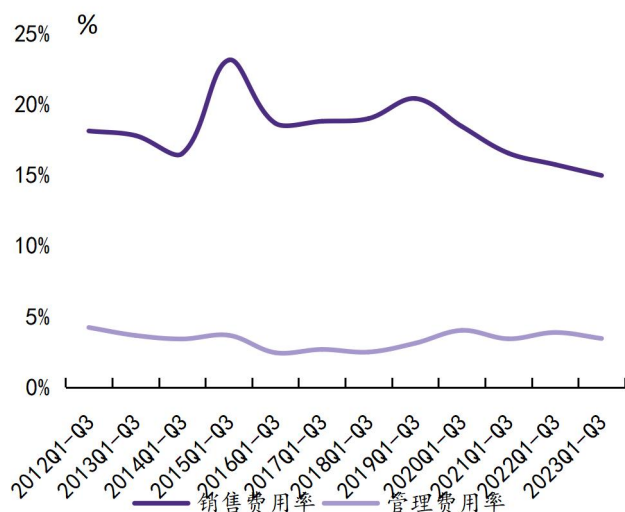


资料来源：WIND，华鑫证券研究

1.2、费用端：投放加大，效率优化

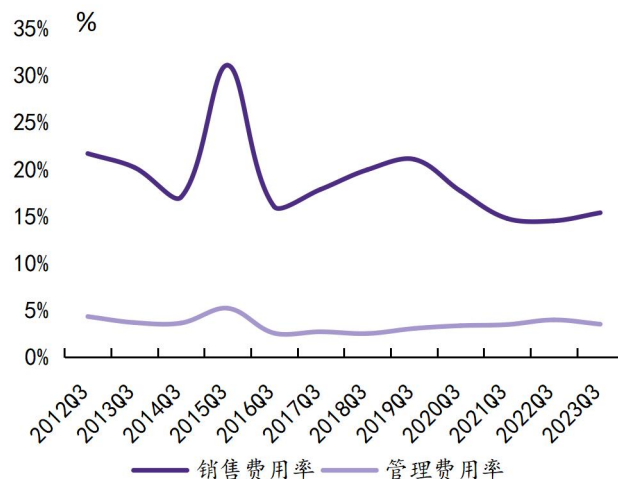
2023Q3 销售端费用投放力度加大，管理效率提升。2023Q1-Q3 软饮料行业销售费用率/管理费用率分别为 14.98%/3.46%，分别同比-0.78pct/-0.42pct，前三季度整体费用收缩，管控效果较好。其中，百润股份、养元饮品、李子园 2023Q1-Q3 销售费用率分别同比-4.67pct/-3.60pct/-2.03pct；香飘飘、百润股份 2023Q1-Q3 管理费用率分别同比-2.75pct/-2.09pct。2023Q3 软饮料行业销售费用率/管理费用率分别为 15.40%/3.53%，分别同比+0.86pct/-0.46pct，单三季度整体费用投放力度加大，其中香飘飘、百润股份 2023Q3 销售费用率分别同比+10.45pct/-9.50pct，香飘飘推广冻柠茶等新品力度较大，百润股份去年三季度强爽引爆后加大费用投放致基数较高，故今年 Q3 销售费用率收窄明显；李子园、东鹏饮料、佳禾食品、欢乐家 2023Q3 销售费用率分别同比+0.82pct/+1.26pct/+0.64pct/+2.70pct，均有不同幅度的提升。

图表 5：2023Q1-Q3 软饮料销售费用率/管理费用率分别为 14.98%/3.46%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 6：2023Q3 软饮料销售费用率/管理费用率分别为 15.40%/3.53%

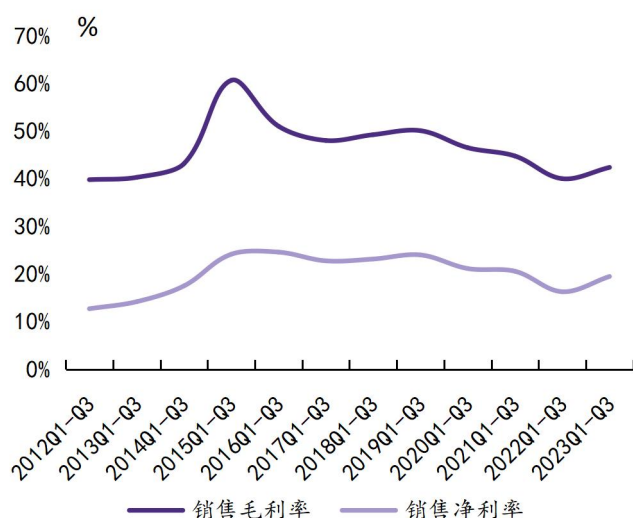


资料来源：WIND，华鑫证券研究

1.3、盈利端：成本改善，利润释放

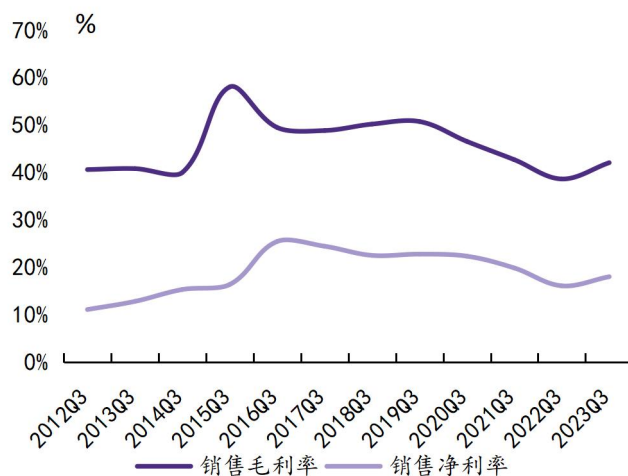
2023Q3 毛利率多数提升，成本红利释放明显。2023Q1-Q3 软饮料行业销售毛利率/销售净利率分别为 42.12%/19.16%，分别同比+2.48pct/+3.15pct，前三季度受益于原材料成本下行及费用管控效果较好，盈利能力提升明显。2023Q3 软饮料行业销售毛利率/销售净利率分别为 41.93%/17.75%，分别同比+3.61pct/+1.98pct，单三季度软饮行业毛利率提升受益于原材料成本下行，而费用投放力度整体加大略影响净利率，但仍呈上升态势。2023Q3 佳禾食品、百润股份、欢乐家、香飘飘销售毛利率分别同比+8.74pct/+6.75pct/+6.31pct/+4.50pct，成本端受益最明显。2023Q3 百润股份、佳禾食品、欢乐家、养元饮品销售净利率分别同比+14.23pct/+5.26pct/+2.18pct/+1.98pct，三季度延续成本改善趋势；另外 2023Q3 香飘飘销售净利率同比-2.19pct，主要系饮料新品大力推广策略下费用投放力度加大，冲抵成本下行的红利释放，三季度净利率短期承压。

图表 7：2023Q1-Q3 软饮料销售毛利率/销售净利率分别为 42.12%/19.16%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 8：2023Q3 软饮料销售毛利率/销售净利率分别为 41.93%/17.75%



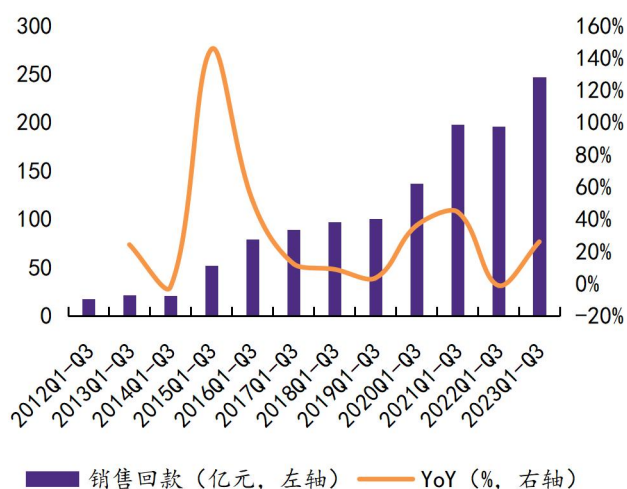
资料来源：WIND，华鑫证券研究

1.4、 现金流：整体质优，内部分化

前三季度整体现金流质量较优，2023Q3 现金流表现略分化。2023Q1-Q3 年软饮料行业销售回款共 260.48 亿元，同比+25.79%，现金流取得双位数增长，与营收表现较一致，主要系今年整体需求呈回暖态势，其中百润股份、佳禾食品、东鹏饮料 2023Q1-Q3 销售回款分别同比+35.74%/+33.10%/+32.64%。2023Q3 软饮料行业销售回款共 81.80 亿元，同比增长 19.31%，增速略放缓主要系经济处于弱复苏阶段，同时去年基数逐步抬高，其中东鹏饮料、佳禾食品、欢乐家、百润股份 2023Q3 销售回款分别同比+35.56%/+25.06%/+8.93%/+4.92%，均取得双位数增长，体现较强的增长动能。

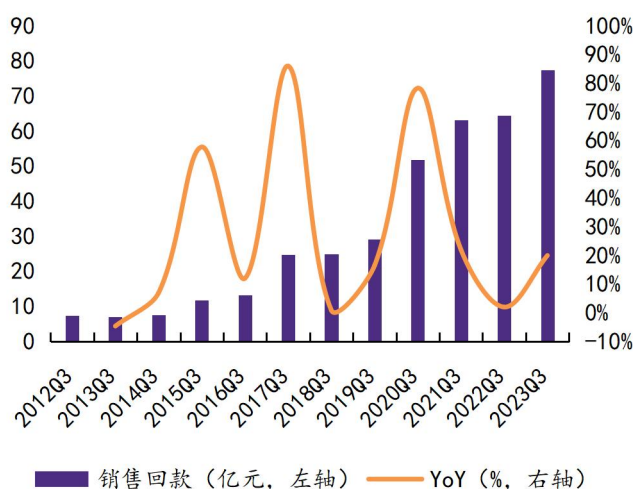
受整体环境影响，合同负债环比下滑。2023 三季度末软饮料合同负债共 28.10 亿元，环比下降 27.15%，主要系下半年以来整体需求呈弱复苏态势，整体消费力偏弱，而上半年以回补式增长为主。后续随着春节备货的旺季到来，预计回款质量将得到一定提升。

图表 9：2023Q1-Q3 软饮料销售回款 260.48 亿元，同比 +25.79%



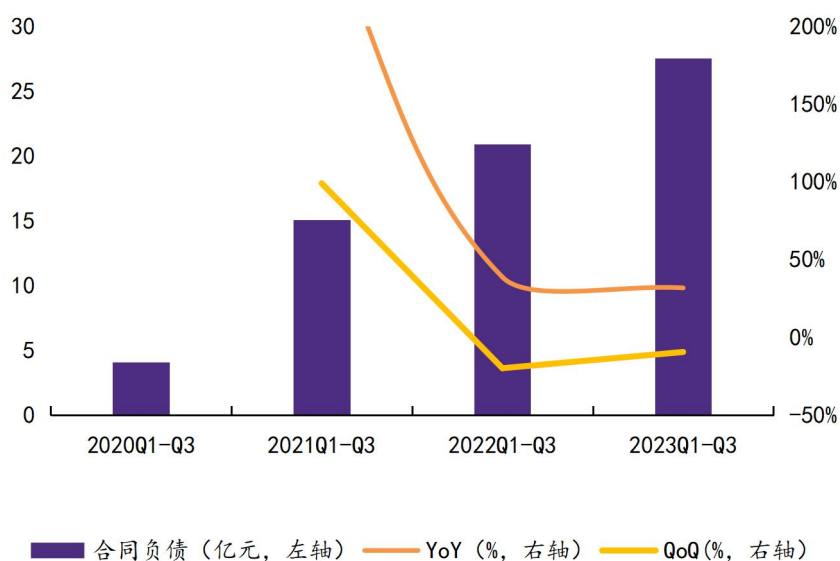
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 10：2023Q3 软饮料销售回款为 81.80 亿元，同比 +19.31%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 11：2023Q1-Q3 软饮料合同负债 28.10 亿元，环比-27.15%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

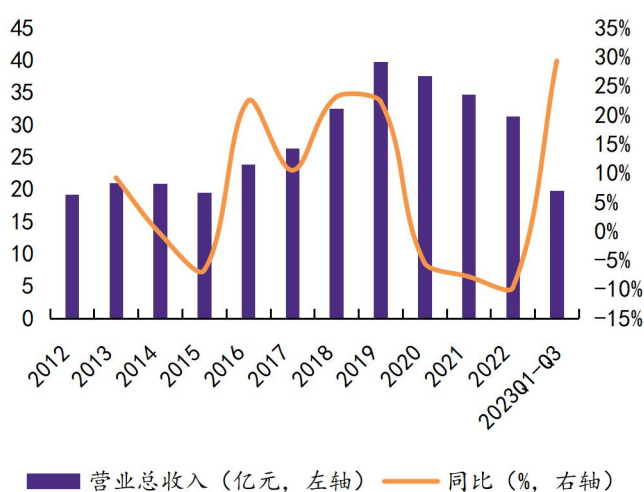
2、成本整体利好，新品贡献增长

2.1、香飘飘：业绩符合预期，期待冲泡旺季表现

业绩符合预期，费用投放力度大。2023Q1-Q3 公司总营收 19.79 亿元（同增 29%），归母净利润 0.03 亿元，实现扭亏为盈。2023Q3 公司总营收 8.08 亿元（同增 20%），归母净利润 0.48 亿元（同减 12%）。盈利端，2023Q3 毛利率 38.53%（+5pct），毛利率提升主要系营收规模快速增长及即饮板块占比提升所致，净利率 5.88%（-2pct）。费用端，公司顺应新品推广战略，前三季度费用投放力度较大，2023Q3 销售费用率提升 10pct 至 25.90%；规模效应释放下管理费用率下降 3pct 至 7.03%；营业税金及附加占比下降 0.1pct 至 0.71%。现金流端，2023Q3 经营活动现金流净额为 3.64 亿元（同减 28%），销售回款为 10.44 亿元（同增 4.44%）。截至 2023Q3 末，合同负债 2.36 亿元（环比+129.10%）。

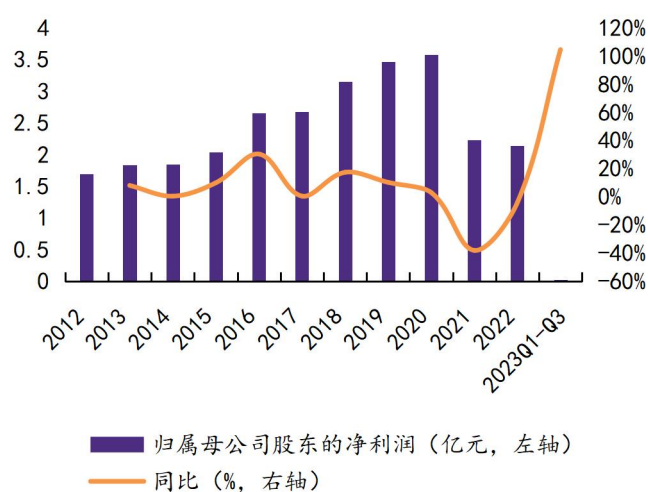
即饮板块持续增长，期待旺季冲泡表现。分产品看，2023Q1-Q3 冲泡类/即饮类营收分别为 12.10/7.43 亿元，分别同比+26%/+38%；2023Q3 分别为 5.83/2.16 亿元，分别同比+15%/+42%。受益于持续新品推广及品牌投放，冻柠茶快速增长；期待四季度冲泡板块旺季放量。分渠道看，2023Q1-Q3 经销/电商/出口/直营营收分别为 17.23/1.71/0.14/0.44 亿元，同比+30%/+6%/+9%/+595%；2023Q3 分别为 7.35/0.46/0.05/0.13 亿元，分别同比+18%/+45%/+55%/+1481%，出口渠道增长亮眼。分区域看，2023Q1-3 华东/西南/华中/西北/华南/华北/东北营收分别为 7.66/2.66/2.82/1.68/0.93/1.15/0.32 亿元，分别同比+35%/+20%/+33%/+25%/+29%/+37%/+21%；2023Q3 为 3.49/0.95/1.17/0.71/0.38/0.55/0.11 亿元，分别同比+13%/+18%/+11%/+36%/+29%/+39%/+8%。成熟市场华东地区仍表现稳健，新兴市场华北、西北地区冻柠茶动销反馈较好，期待持续增长。截至 2023Q3，经销商 1502 家，较 2023 年年底增加 170 家。公司即饮板块独立运作后，大力招募即饮经销商，预计持续扩大团队，利用渠道推力加快即饮放量。三季度公司费用投放力度加大，利润端亏损，四季度冲泡板块放量预计带来整体盈利能力提升。我们看好公司旺季动销加速，冲泡板块增长。

图表 12：2023Q1-Q3 香飘飘总营收 19.79 亿元，同比 +29.3%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 13：2023Q1-Q3 香飘飘归母净利 0.03 亿元，同比 +104.6%



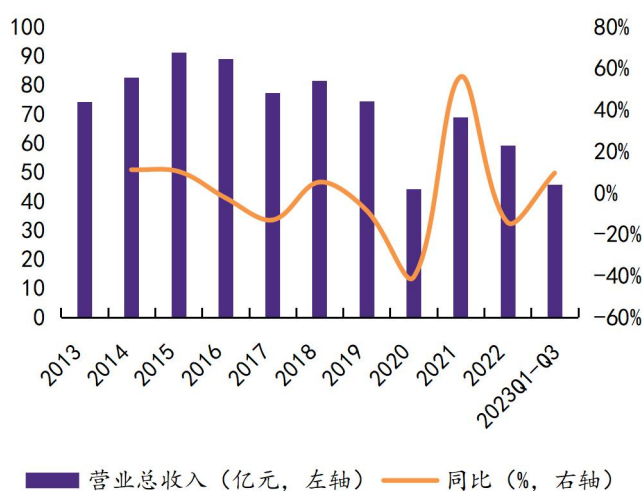
资料来源：WIND，华鑫证券研究

2.2、养元饮品：利润表现超预期，市场开拓显成效

成本费用控制有效，利润表现超预期。2023Q1-Q3 公司总营收 45.87 亿元（同增 10%），归母净利润 12.89 亿元（同增 28%），扣非归母净利润 10.66 亿元（同增 31%）。2023Q3 总营收 15.85 亿元（同增 10%），归母净利润 3.78 亿元（同增 20%），扣非归母净利润 3.50 亿元（同增 32%），利润增长超预期。**盈利端**，受益于包材等原材料成本同比去年下降，2023Q3 毛利率同比提升 3pct 至 45.65%；同时费用端持续控制，2023Q3 净利率同比提升 2pct 至 23.85%。**费用端**，2023Q3 销售费用率/管理费用率/营业税金及附加占比分别同比-1pct/-1pct/+0.1pct 至 13.04%/1.35%/0.89%，优化较明显。**现金流端**，2023Q1-Q3 经营活动现金流净额为-1.52 亿元（去年同期为-5.84 亿元），销售回款 38.77 亿元（同增 23%）。2023Q3 经营活动现金流净额为-10.18 亿元（去年同期为-7.59 亿元），销售回款为 3.26 亿元（同增 5%）。截至 2023Q3 末，合同负债 2.69 亿元（环比-82%）。

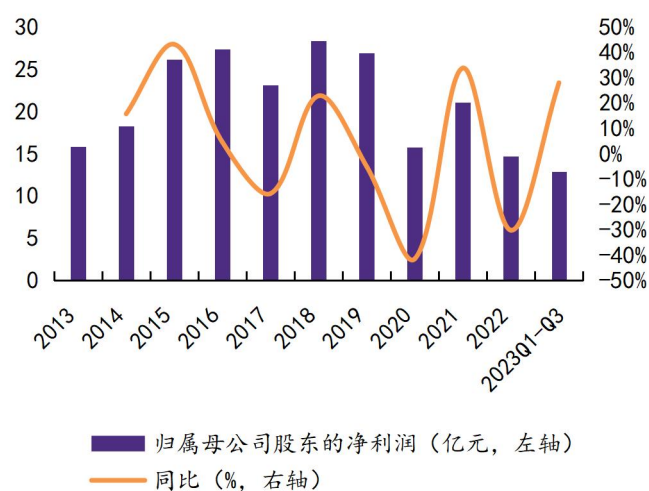
市场开拓显成效，期待第二增长曲线。分区域看，2023Q1-Q3 华东/华中/华北/西南/西北/华南/东北营收分别为 15.55/11.31/8.59/6.80/1.51/1.05/1.02 亿元，分别同比+9%/+11%/+15%/-2%/+41%/+3%/+16%；2023Q3 为 5.99/3.75/3.68/1.22/0.47/0.39/0.34 亿元，分别同比+8%/+9%/+52%/-42%/+46%/+34%/+30%，华北、西北、华南地区增速较快，华东与华中地区表现稳定。**分渠道看**，2023Q1-Q3 经销/直销营收分别为 43.95/1.89 亿元，分别同比+10%/+1%；2023Q3 分别为 15.38/0.45 亿元，分别同比+11%/+6%，直销增速提升。截至 2023Q3，经销商共 2103 家，较年初增加 61 家。目前公司六个核桃系列仍为重点产品，同时开发养生系列等针对性较强的新品，符合健康化升级趋势。另外公司以全豆生产工艺布局植物奶赛道，体现产品生产工艺基础与品类优势。我们看好公司市场开拓逐步推进，基本盘持续下沉的同时，发力植物奶赛道。

图表 14：2023Q1-Q3 养元饮品总营收 45.87 亿元，同比 +9.6%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 15：2023Q1-Q3 养元饮品归母净利 12.89 亿元，同比 +28.0%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

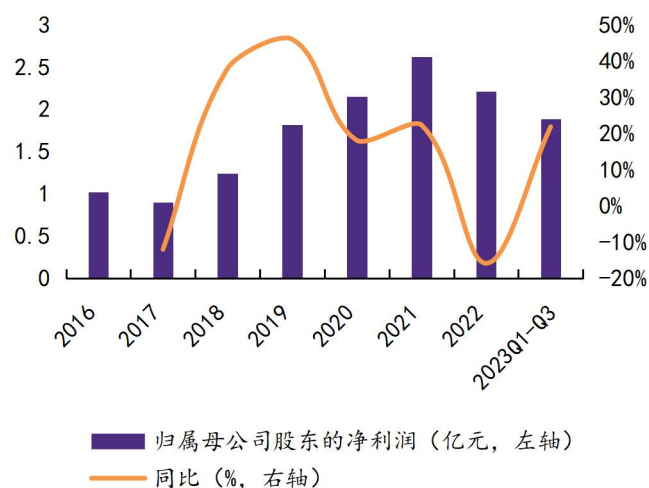
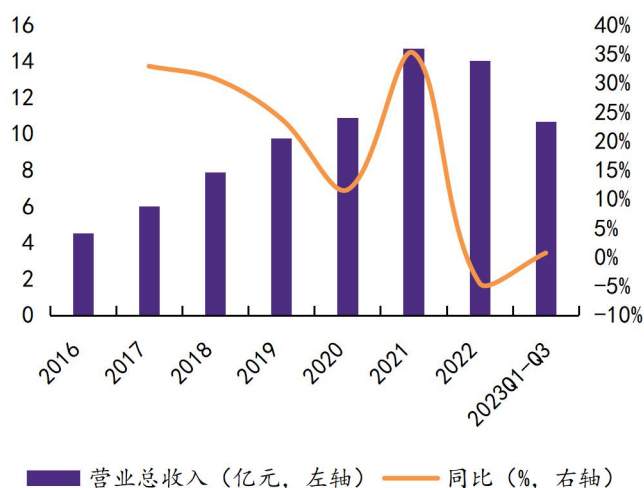
2.3、李子园：业绩符合预期，期待渠道增量贡献

业绩符合预期，期待品牌投放效果显现。2023Q1-Q3 公司总营收 10.69 亿元（同增 1%），归母净利润 1.89 亿元（同增 22%）；2023Q3 总营收 3.68 亿元（同增 2%），归母净利润 0.55 亿元（同增 5%），业绩基本符合预期，受去年提价及今年原材料价格同比下降影响，全年盈利能力预计提升。盈利端，前三季度公司毛利率/净利率分别为 36.38%/17.68%，分别同比+5pct/+3pct，销售费用率/管理费用率分别为 10.94%/4.58%，分别同比-2pct/+1pct，主要系上半年公司费用投入略有减少。2023Q3 销售费用率/管理费用率/营业税金及附加占比分别为 13.27%/4.82%/1.47%，均提升 1pct。现金流端，2023Q3 经营活动现金流净额为 1.46 亿元（同增 847%），主要系公司发行可转债资金到账所致。

回购股份增活力，市场开拓持续推进。分产品看，2023Q1-Q3 含乳饮料/其他营收分别为 10.49/0.14 亿元，分别同比+2%/-52%；2023Q3 分别为 3.60/0.05 亿元，分别同比+3%/-49%，含乳饮料实现平稳增长，其他饮料主要系小品类整合而出现下滑。分渠道看，2023Q3 直销营收同增 47%，增长亮眼。分区域看，2023Q1-3 华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北营收分别为 5.33/2.08/1.97/0.17/0.63/0.08/0.07 亿元，同比-4%/+5%/+8%/+4%/+27%/-36%/-14%；2023Q3 分别为 1.86/0.67/0.70/0.06/0.22/0.02/0.02 亿元，分别同比-1%/+2%/+5%/+2%/+25%/-54%/+2%。华南市场仍保持较快增长，市场开拓持续推进。截至 2023Q3 末，公司共有经销商 2581 家，较 2023 年年底增加 31 家。另外，公司于 10 月 10 日发布回购公告，拟回购 608.27-1216.55 万股用于实施员工持股计划或股权激励，占总股本 1.54%-3.08%，回购资金总额为 1.5-3.0 亿元，体现公司激活经营活力决心。我们看好公司作为甜牛奶龙头进行品牌焕新，早餐渠道招商提高占有率，全国市场扩张贡献增量，长期增长动力仍足。

图表 16：2023Q1-Q3 李子园总营收 10.69 亿元，同比+0.7%

图表 17：2023Q1-Q3 李子园归母净利润 1.89 亿元，同比+21.9%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

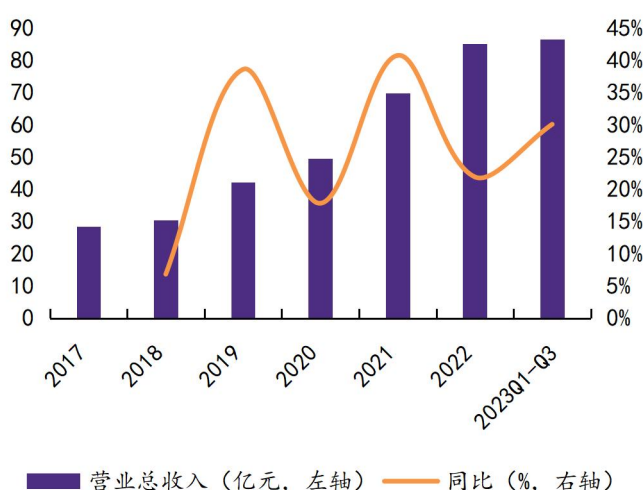
资料来源：WIND，华鑫证券研究

2.4、东鹏饮料：业绩符合预期，新品增长亮眼

业绩符合预期，增长动力充足。2023Q1-Q3 总营收 86.41 亿元（同增 30%），归母净利润 16.56 亿元（同增 42%），扣非归母净利润 15.02 亿元（同增 41%）。2023Q3 总营收 31.81 亿元（同增 35%），归母净利润 5.47 亿元（同增 33%），扣非归母净利润 5.12 亿元（同增 46%），业绩符合预期，收入利润双增长。**盈利端**，受益于包材成本同比下降，2023Q3 毛利率同比提升 1pct 至 41.51%；2023Q3 净利率同比下降 0.2pct 至 17.21%。**费用端**，2023Q3 销售费用率/管理费用率/营业税金及附加占比分别同比提升 1pct/0.1pct/0.1pct 至 17.53%/2.97%/1.05%，整体表现较稳定。**现金流端**，2023Q1-Q3 经营活动现金流净额为 20.13 亿元（同增 42%），销售回款 102.08 亿元（同增 33%）。2023Q3 经营活动现金流净额为 7.15 亿元（同增 1%），销售回款为 37.11 亿元（同增 36%）。截至 2023Q3 末，合同负债 19.16 亿元（环比+4%），业绩增长动力持续提高。

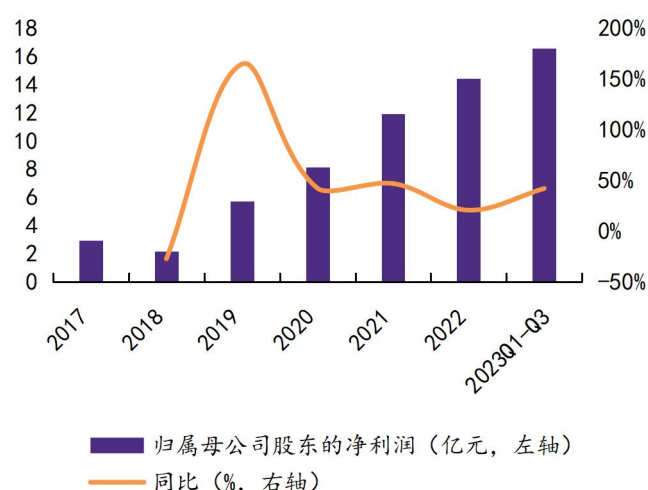
基本盘稳健增长，新品增速亮眼。分产品看，2023Q1-Q3 东鹏特饮/其他饮料营收分别为 79.94/6.40 亿元，分别同比+25%/+165%；2023Q3 分别为 28.59/3.20 亿元，分别同比+26%/+325%。能量饮料基本盘仍表现较好，保持双位数增速，未来仍具增长空间；同时以“补水啦”为代表的新品增速表现亮眼，期待铺货结束后自然动销表现。**分渠道看**，2023Q1-Q3 经销/直营/线上营收分别为 76.53/8.15/1.54 亿元，分别同比+29%/+43%/+36%；2023Q3 分别为 27.94/3.27/0.58 亿元，分别同比+35%/+46%/+40%，经销渠道仍为公司主要渠道，同时直营渠道贡献增长。**分区域看**，2023Q3 广东/华东/华中/广西/西南/华北营收分别为 10.60/4.48/4.14/2.55/2.93/3.23 亿元，分别同增 3%/68%/58%/16%/72%/129%。广东广西基地市场由于体量持续扩大，增速自然放缓；而华北、西南、华东等地区均取得高速增长，全国空白网点仍有空间。截至 2023Q3 末，经销商共 2780 家，较年初增加 1 家。我们看好公司在能量饮料主赛道上持续提升市场份额，同时电解质水、咖啡实现较快增长。

图表 18：2023Q1-Q3 东鹏饮料总营收 86.41 亿元，同比 +30.1%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 19：2023Q1-Q3 东鹏饮料归母净利 16.56 亿元，同比 +42.1%



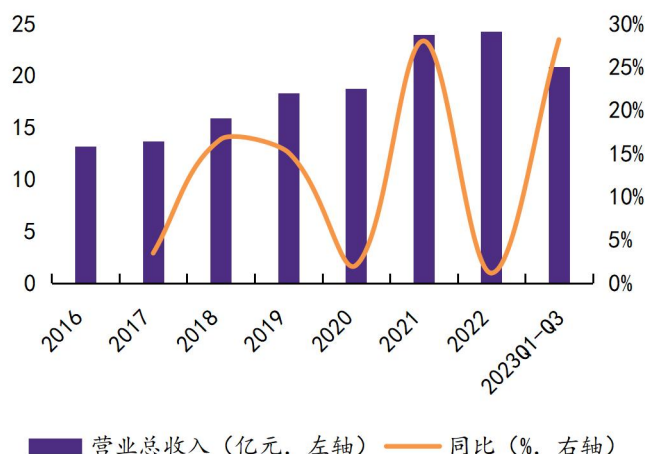
资料来源：WIND，华鑫证券研究

2.5、佳禾食品：业绩符合预期，植脂末业务稳健增长

业绩符合预期，成本改善红利释放。2023Q1-Q3 公司总营收 20.86 亿元（同增 28%），归母净利润 2.06 亿元（同增 241%），扣非归母净利润 1.78 亿元（同增 346%）。2023Q3 总营收 7.59 亿元（同增 14%），归母净利润 0.70 亿元（同增 163%），扣非归母净利润 0.63 亿元（同增 260%），业绩符合预期，成本改善红利持续释放。**盈利端**，受益于原材料价格回落，2023Q3 毛利率同比提升 9pct 至 18.91%；净利率同比提升 5pct 至 9.19%。**费用端**，2023Q3 销售费用率/管理费用率/营业税金及附加占比分别同比+1pct/-1pct/+0.1pct 至 3.31%/2.66%/0.47%，费用变动幅度相对较小。**现金流端**，2023Q1-Q3 经营活动现金流净额 1.87 亿元（同增 182%），销售回款 23.52 亿元（同增 33%）。2023Q3 经营活动现金流净额 0.54 亿元（去年同期为-0.02 亿元），销售回款 7.92 亿元（同增 25%）。截至 2023Q3 末，合同负债 0.15 亿元（环比+11%），业绩增长动力仍足。

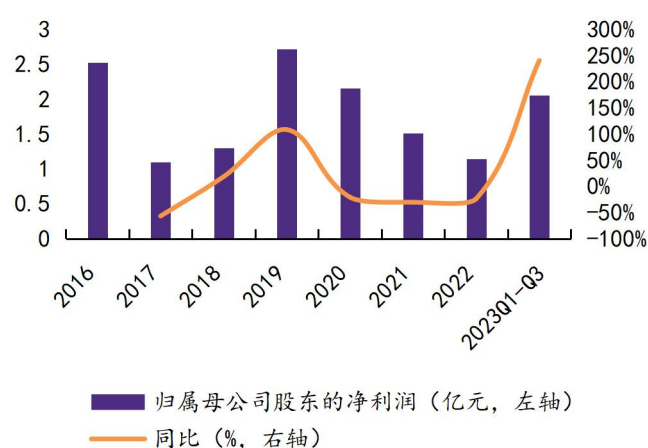
植脂末业务稳健增长，期待咖啡业务发力。分产品看，2023Q1-Q3 粉末油脂/植物基/咖啡/其他营收为 14.44/1.80/0.79/2.64 亿元，同比+28%/+30%/+14%/+36%；2023Q3 分别为 5.03/0.70/0.28/0.99 亿元，分别同比+11%/+4%/-2%/+21%。粉末油脂业务上半年主要受益于下游茶饮场景消费复苏，下半年以来因去年同期基数逐渐提高，营收增速按正常节奏放缓。咖啡业务方面，由于下游现磨咖啡市场面临激烈价格战，传导一定压力至中游咖啡市场；同时公司转变咖啡业务思路，加大对烘焙咖啡豆的布局，期待后续客户开发与产能扩张。其他业务增速较快主要系糖浆等附加产品增长较好。**分渠道看**，2023Q3 生产企业/连锁/经销/其他营收分别为 1.91/4.09/0.69/0.31 亿元，分别同比+17%/+11%/+9%/-18%。生产企业客户开发增速仍高于连锁客户，符合公司客户开拓思路。**分区域看**，2023Q3 华北/华东/华南/华中/西北/西南/东北/境外营收为 0.37/1.85/0.80/2.01/0.08/0.71/0.05/1.03 亿元，同比+334%/-10%/+13%/+38%/-6%/-16%/+65%/+5%，华北、东北地区因基数较小而取得快速增长。截至 2023Q3 末，经销商数量为 566 家，较年初增加 73 家。另外，公司于同日发布关于开展期货套期保值业务的公告，计划投入套期保值业务的保证金总额不超过 1500 万元，任一交易日持有的最高合约价值不超过 1.50 亿元，以控制原材料价格波动造成的采购成本波动。我们看好公司植脂末主业稳健增长，同时长远布局咖啡业务。

图表 20：2023Q1-Q3 佳禾食品总营收 20.86 亿元，同比 +22.8%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 21：2023Q1-Q3 佳禾食品归母净利润 0.63 亿元，同比 +240.8%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

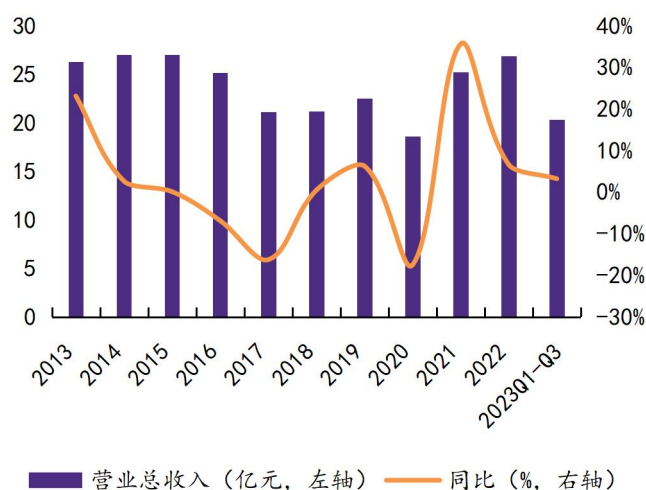
14

2.6、承德露露：业绩符合预期，扩产顺利推进

业绩符合预期，费用管控有效。2023Q1-Q3 公司总营收 20.35 亿元（同增 3%），归母净利润 4.43 亿元（同增 5%），扣非归母净利润 4.40 亿元（同增 5%）。2023Q3 总营收 5.41 亿元（同增 6%），归母净利润 1.29 亿元（同增 5%），扣非归母净利润 1.26 亿元（同增 2%），业绩整体符合预期。**盈利端**，受整体消费弱复苏影响，利润端略承压，2023Q3 毛利率/净利率分别同比下降 3pct/0.4pct 至 37.46%/23.79%。**费用端**，2023Q3 销售费用率同比下降 2pct 至 5.56%，费用投放有所收窄；2023Q3 管理费用率同比提升 0.02pct 至 1.31%，营业税金及附加占比同比下降 0.3pct 至 0.63%，表现相对稳定。**现金流端**，2023Q1-Q3 经营活动现金流净额为 1.01 亿元（同增 32%），销售回款 20.07 亿元（同增 23%）。2023Q3 经营活动现金流净额为 0.61 亿元（同减 15%），销售回款为 6.34 亿元（同增 9%）。截至 2023Q3 末，合同负债 0.79 亿元（环比+31%），现金流表现稳健。

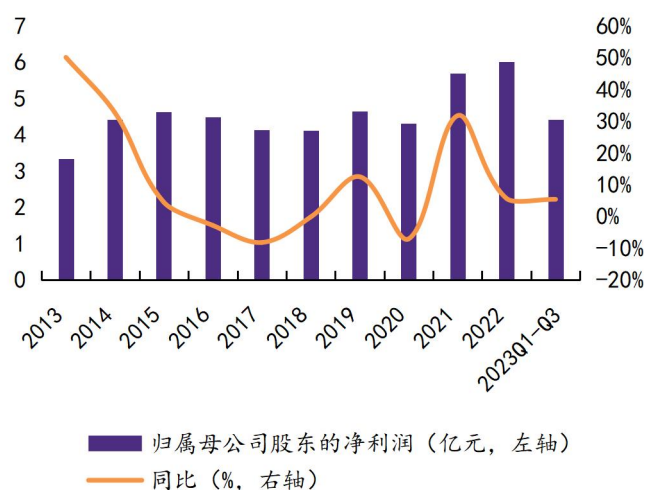
新品持续推广，扩产顺利推进。**产品端**，公司以杏仁露为基本盘，积极推出健康化新品以顺应消费需求，如杏仁奶、低糖杏仁露、低糖核桃露等，新品贡献增长值得期待。**渠道端**，公司通过线上平台及线下潮流市集对接年轻群体，通过全年广告投放进行品牌曝光。目前南方市场空间仍足，看好公司加大南方市场开拓力度。**产能端**，公司 2020 年开启的年产 50 万吨露露系列饮料项目（一期）预计今年年底完成工程验收，2024 年 6 月投产，为后续加大销售力度、不断打开市场奠定基础。

图表 22：2023Q1-Q3 承德露露总营收 20.35 亿元，同比 +3.3%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 23：2023Q1-Q3 承德露露归母净利润 4.43 亿元，同比增长 5.4%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

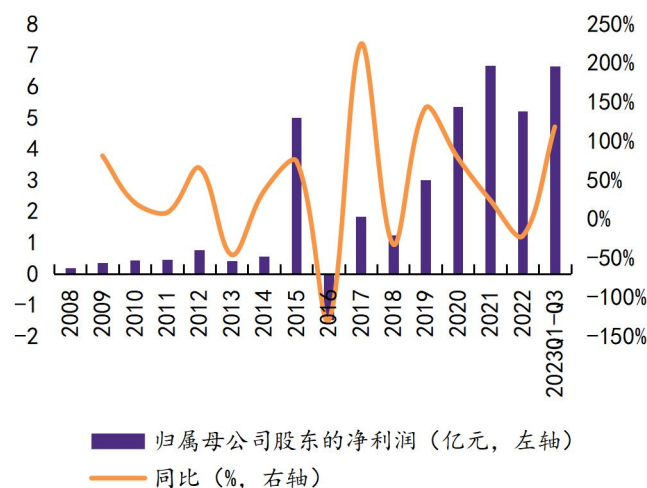
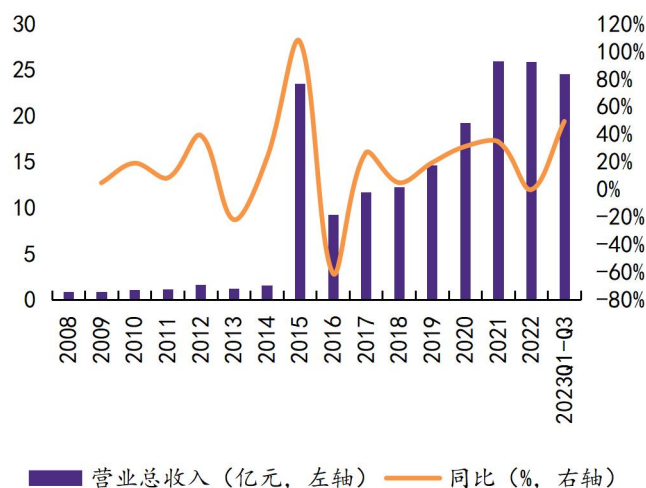
2.7、百润股份：业绩符合预期，费用优化明显

业绩符合预期，产品结构提升。2023Q1-Q3 总营收 24.57 亿元（同增 49%），归母净利润 6.65 亿元（同增 118%）；2023Q3 总营收 8.06 亿元（同增 33%），归母净利润 2.26 亿元（同增 169%），业绩符合预期。**盈利端**，2023Q3 毛利率提升 7pct 至 68.84%，主要系强爽产品占比提升及包材成本下降所致；同时费用大幅优化，2023Q3 净利率提升 14pct 至 27.97%。**费用端**，2023Q3 销售费用率/管理费用率/营业税金及附加占比分别下降 10pct/1pct/1pct 至 20.32%/5.87%/4.48%，销售费用率大幅优化主要系去年同期强爽燃爆后投放基数较大，今年同比有所收窄。**现金流端**，2023Q1-Q3 经营活动现金流净额为 5.21 亿元（同增 85%），销售回款 27.72 亿元（同增 36%）。2023Q3 经营活动现金流净额为 1.24 亿元（同减 31%），销售回款为 8.15 亿元（同增 5%）。截至 2023Q3 末，合同负债 1.96 亿元（环比-11%）。

微醺恢复性增长，看好强爽持续增长。2023Q1-Q3 预调鸡尾酒营收为 21.70 亿元，同增 55%；净利润 4.8 亿元，同增 154%。2023Q3 预调鸡尾酒营收 7.18 亿元，同增 34%。分产品看，**强爽系列**第三季度受竞争加剧、餐饮场景减少叠加高基数影响，营收增速预计略放缓，四季度预计加大品牌投放力度推动强爽系列增长；同时零糖销售势头较猛，处于大力铺货与尝鲜阶段，贡献一定增长。**清爽系列**仍在零食系统发力较多，公司注重渠道管控与价格管理，处于自然良性增长阶段。**微醺系列**去年由于涨价及公司整体产品战略重心调整而有所受损，今年通过热播剧植入等流量加持及包装换新加大推广，实现恢复性增长。我们看好公司发力预调酒赛道，产品轮动培育并放量，前瞻布局威士忌业务。

图表 24：2023Q1-Q3 百润股份总营收 24.57 亿元，同比 +49.4%

图表 25：2023Q1-Q3 百润股份归母净利润 6.65 亿元，同比 +118.2%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

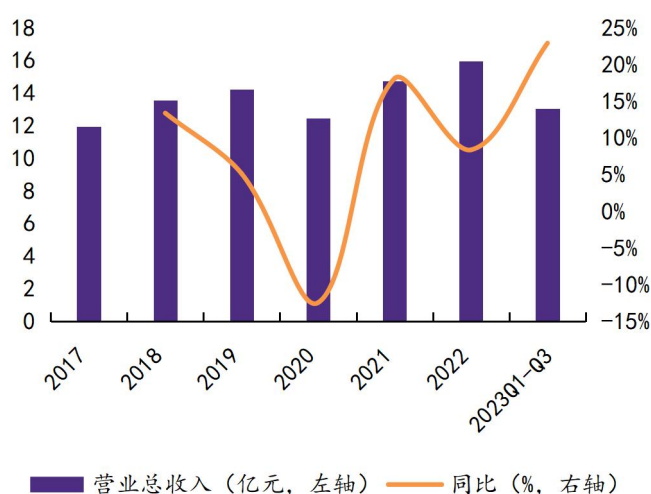
资料来源：WIND，华鑫证券研究

2.8、欢乐家：利润略超预期，渠道发力明显

利润略超预期，提价效果显现。2023Q1-Q3 公司总营收 13.06 亿元（同增 23%），归母净利润 1.76 亿元（同增 49%），扣非归母净利润 1.69 亿元（同增 50%）；2023Q3 总营收 3.94 亿元（同增 8%），归母净利润 0.46 亿元（同增 33%），扣非归母净利润 0.41 亿元（同增 18%），利润略超预期。**盈利端**，受益于去年提价兑现及今年包材等大宗原材料成本同比改善，2023Q3 毛利率提升 6pct 至 38.61%；净利率提升 2pct 至 11.69%，四季度盈利展望仍取决于白糖价格走势及橘子采购成本的表现。**费用端**，公司加大渠道陈列投放与网点布局，销售人员数量及薪酬提高，2023Q3 销售费用率提升 3pct 至 14.88%，管理费用率为提升 2pct 至 8.38%。**现金流端**，2023Q1-Q3 经营活动现金流净额为 0.06 亿元（同减 7%），销售回款 13.68 亿元（同增 21%）；2023Q3 经营活动现金流净额为 0.07 亿元（同减 88%），销售回款为 4.41 亿元（同增 9%）。截至 2023Q3 末，合同负债 0.53 亿元（环比-6%）。

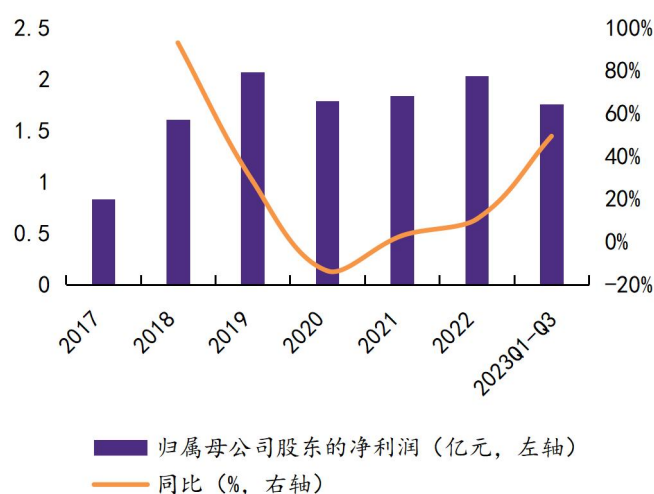
饮料增长较好，渠道发力明显。分产品看，2023Q1-Q3 饮料产品/罐头产品营收分别为 7.23/5.66 亿元，分别同比+20%/+25%；其中椰子汁饮料产品/黄桃罐头/橘子罐头营收分别为 6.21/2.28/1.41 亿元，分别同比+21%/+68%/+17%。黄桃罐头上半年销售收入高速增长，拉动罐头产品整体增速。2023Q3 椰子汁饮料/黄桃罐头/橘子罐头营业收入分别为 2.15/0.52/0.36 亿元，分别同比+16.35%/+7.58%/+15.34%，三季度罐头产品增速有所放缓，回归正常节奏；饮料产品维持双位数增长，公司加大网点布局效果有所显现。四季度椰子水新包装产品将上市，为饮料板块增长提前布局。**分渠道看**，2023Q1-Q3 经销模式营收 12.28 亿元，同增 25%，占比 95%。2023Q3 经销模式营收 3.88 亿元，同增 15%。今年以来公司加大对流通和餐饮渠道的开发，拓宽即饮渠道，经销渠道增速表现较好。**分区域看**，2023Q1-Q3 华中、华东、西南地区收入共 8.39 亿元，同增 20%，占比 64%；2023Q3 华中、华东、西南地区收入共 2.62 亿元，同增 8%。四季度旺季公司将继续大力推进产品铺设工作，抢占春节市场。我们看好 C 端椰子汁方面完善产品矩阵，以椰子水等产品提升高线城市销售占比；罐头方面继续打造水果罐头龙头，稳定基本盘；B 端厚椰乳产品发挥产品端和供应端优势进军咖啡赛道，贡献新增长。

图表 26：2023Q1-Q3 欢乐家总营收 13.06 亿元，同比 +22.92%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 27：2023Q1-Q3 欢乐家归母净利 1.76 亿元，同比 +49.38%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

3、行业评级及投资策略

收入端，2023 年前三季度软饮料行业整体业绩实现恢复式增长，第三季度营收由于去年基数逐步抬高及经济弱复苏而环比略降速，但普遍实现增长，行业韧性仍足。成本端，全年行业整体受益于原材料成本下行，多数软饮企业盈利能力均有效提升。费用端，第三季度软饮企业多数加大费用投放，主要用于推广新品及扩大老品旺季市场份额，而管理效率普遍优化，总体盈利情况仍稳步上升。短期看，多数软饮企业预计在春节旺季加大促销节奏，抢占市场份额以贡献业绩；利润端预计仍受益于成本下行红利。长期看，软饮企业增长将受益于：1) 整体经济和消费力的恢复，理顺健康化多样化消费升级逻辑；2) 具有稳固消费者基础的老品持续进入下沉市场和打造多元消费场景，保障业绩稳健增长；3) 在新品推广上有定力并具有成熟的打法与可复用的能力，如快速反应的产品研发、深入细化的渠道建设与市场敏感度高的品牌推广能力。我们看好软饮行业中尚在培育期的细分板块和差异化新品放量带来的较快增长，重点推荐：东鹏饮料、香飘飘、李子园、佳禾食品，建议关注：百润股份、欢乐家、承德露露、养元饮品。

维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

图表 26：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2023-11-17 股价	EPS			PE			投资评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
603711.SH	香飘飘	15.55	0.64	0.82	0.98	24.30	18.96	15.87	买入
605337.SH	李子园	15.40	0.68	0.87	1.04	22.65	17.70	14.81	买入
603156.SH	养元饮品	23.31	1.43	1.59	1.95	16.30	14.66	11.95	买入
605499.SH	东鹏饮料	180.40	5.05	6.84	8.51	35.72	26.37	21.20	买入
605300.SH	佳禾食品	17.26	0.72	0.92	1.20	23.97	18.76	14.38	买入
000848.SZ	承德露露	8.32	0.61	0.73	0.84	13.64	11.40	9.90	买入
002568.SZ	百润股份	26.10	0.86	1.08	1.41	30.35	24.17	18.51	买入
300997.SZ	欢乐家	13.67	0.56	0.66	0.78	24.41	20.71	17.53	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、风险提示

疫情波动风险；宏观经济波动风险；推荐公司业绩不及预期的风险；行业竞争风险；食品安全风险；行业政策变动风险；消费税或生产风险；原材料价格波动风险等。

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

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，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—0%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。