

即饮维持较快增速，产品健康化升级

核心观点

- 公司近期发布 2024 年年报、2025 年一季报。24 年全年实现营业收入 32.9 亿元，同比-9.3%；实现归母净利润 2.5 亿元，同比-9.7%。25 年一季度实现营业收入 5.8 亿元，同比-20.0%；实现归母净利润-0.2 亿元，同比-174.5%。
- **Meco 表现亮眼，带动即饮类增长。**24 年，公司冲泡类实现收入 22.7 亿（yoy-15%），即饮类实现收入 9.7 亿（yoy+8%），其中 Meco 果茶实现营收 7.8 亿（yoy+21%）。25Q1 冲泡类实现收入 3.0 亿（yoy-37%），即饮类实现收入 2.7 亿（yoy+14%），预计增速放缓主要因春节备货部分提前至 12 月。分地区，24 年华东/西南/华中/西北/华南/华北/东北收入分别同比-9%/-11%/-6%/-15%/-8%/-13%/+5%，25Q1 这些地区收入分别同比-26%/-15%/-26%/-8%/-8%/-19%/-11%。
- **25Q1 毛利率承压，费用率提升，净利率承压。**公司 24 年综合毛利率为 38.3%，同比+0.8pct，净利率为 7.7%，同比-0.0pct。全年四费率为 29.3%，同比变动+0.1pct，其中管理/销售/研发/财务费用率分别为 6.8%/23.2%/1.1%/-1.8%，同比变动+0.5pct/-0.6pct/+0.2pct/-0.1pct。25Q1 毛利率为 31.2%，同比变动-2.4pct，预计主要因毛利率较高的冲泡类业务占比下滑；净利率为-3.2%，同比变动-6.7pct。一季度四费率为 37.1%，同比变动+7.1pct。其中管理/销售/研发/财务费用率分别为 9.4%/26.8%/1.7%/-0.9%，同比变动+1.8pct/+2.8pct/+0.7pct/+1.8pct。
- **产品健康化升级，积极推进零食餐饮渠道建设。**公司积极推动奶茶产品的“健康化”“年轻化”升级，乳茶系列升级推出“原叶现泡轻乳茶”、“原叶现泡奶茶”新品，有望持续巩固健康化品牌形象。渠道端加强对零食量贩、餐饮等新兴渠道的探索，24 年深度合作零食量贩门店数量大幅提升，零食单店销售收入也有所提高；同时公司大力推进餐饮渠道建设，加强冰冻化建设，有望推动餐饮渠道收入增长。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年年报、25 年一季报，对 25-26 年下调收入、毛利率。我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.58、0.62、0.68 元（原预测 25-26 年为 1.03、1.19 元）。我们延续采用 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 72.87 亿元，对应目标价 17.66 元，维持买入评级。

风险提示：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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,625	3,287	3,298	3,515	3,849
同比增长(%)	15.9%	-9.3%	0.3%	6.6%	9.5%
营业利润(百万元)	343	310	291	314	342
同比增长(%)	20.5%	-9.7%	-6.0%	7.8%	9.1%
归属母公司净利润(百万元)	280	253	237	256	279
同比增长(%)	31.0%	-9.7%	-6.2%	7.9%	9.1%
每股收益(元)	0.68	0.61	0.58	0.62	0.68
毛利率(%)	37.5%	38.3%	38.1%	37.8%	37.7%
净利率(%)	7.7%	7.7%	7.2%	7.3%	7.3%
净资产收益率(%)	8.7%	7.4%	6.6%	6.6%	6.8%
市盈率	19.7	21.8	23.2	21.5	19.7
市净率	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

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（2025年05月20日）	13.57 元
目标价格	17.66 元
52 周最高价/最低价	20.78/10.13 元
总股本/流通 A 股（万股）	41,268/41,268
A 股市值（百万元）	5,600
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 05 月 21 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.51	-4.91	-5.89	-18.98
相对表现%	3.46	-8.24	-5.11	-24.59
沪深 300%	0.05	3.33	-0.78	5.61



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006

相关报告

冲泡业务回归稳健，即饮引领二次成长 2024-04-19

投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.58、0.62、0.68 元（原预测 25-26 年为 1.03、1.19 元）。我们延续采用 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 72.87 亿元，对应目标价 17.66 元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 9.63%。

表 1：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	1.69%
无杠杆影响的 β 系数	1.16
市场收益率 Rm	8.63%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	10.41%
债务比率 D/(D+E)	10.00%
债务利率 rd	3.50%
WACC	9.63%

资料来源：Wind、东方证券研究所

股权价值计算结果：我们假设公司永续增长率为 3%，计算得出公司每股权益价值为 17.66 元。

图 1：FCFF 敏感性分析

FCFF 目标价敏感性分析	永续增长率 Gn(%)				
	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
7.63%	19.40	21.15	23.66	27.54	34.38
8.13%	18.27	19.71	21.71	24.68	29.55
8.63%	17.30	18.49	20.12	22.44	26.05
9.13%	16.44	17.45	18.79	20.64	23.40
9.63%	15.69	16.54	17.66	19.16	21.32
10.13%	15.02	15.75	16.69	17.93	19.65
10.63%	14.43	15.05	15.85	16.88	18.28
11.13%	13.89	14.44	15.11	15.98	17.14

数据来源：WIND、东方证券研究所

风险提示

- **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。**公司新品投放初期将加大广告费、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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,711	2,485	2,783	3,217	3,476	营业收入	3,625	3,287	3,298	3,515	3,849
应收票据、账款及款项融资	58	55	55	59	65	营业成本	2,265	2,027	2,041	2,185	2,396
预付账款	37	43	43	46	51	销售费用	860	761	751	788	862
存货	162	186	187	201	220	管理费用	228	224	224	239	262
其他	307	225	230	237	244	研发费用	33	37	37	40	44
流动资产合计	3,275	2,995	3,300	3,760	4,056	财务费用	(64)	(60)	(29)	(34)	(42)
长期股权投资	34	30	31	32	33	资产、信用减值损失	2	3	0	0	0
固定资产	1,476	1,343	1,362	1,379	1,393	公允价值变动收益	6	(5)	(5)	(5)	(5)
在建工程	54	54	50	48	47	投资净收益	10	16	16	16	16
无形资产	189	177	176	174	173	其他	25	4	6	6	4
其他	206	275	399	198	168	营业利润	343	310	291	314	342
非流动资产合计	1,960	1,878	2,017	1,831	1,814	营业外收入	0	1	1	1	1
资产总计	5,235	4,873	5,317	5,591	5,869	营业外支出	2	3	3	3	3
短期借款	1,007	674	867	849	797	利润总额	341	307	289	311	340
应付票据及应付账款	414	272	273	293	321	所得税	62	55	52	56	61
其他	365	347	352	369	393	净利润	280	252	237	255	279
流动负债合计	1,786	1,292	1,493	1,512	1,511	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	280	253	237	256	279
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.68	0.61	0.58	0.62	0.68
其他	98	87	94	94	94						
非流动负债合计	98	87	94	94	94	主要财务比率					
负债合计	1,884	1,380	1,587	1,606	1,605		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	2	(1)	(2)	(2)	(3)	成长能力					
实收资本(或股本)	411	412	413	413	413	营业收入	15.9%	-9.3%	0.3%	6.6%	9.5%
资本公积	646	680	680	680	680	营业利润	20.5%	-9.7%	-6.0%	7.8%	9.1%
留存收益	2,293	2,402	2,639	2,895	3,175	归属于母公司净利润	31.0%	-9.7%	-6.2%	7.9%	9.1%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,351	3,494	3,730	3,985	4,264	毛利率	37.5%	38.3%	38.1%	37.8%	37.7%
负债和股东权益总计	5,235	4,873	5,317	5,591	5,869	净利率	7.7%	7.7%	7.2%	7.3%	7.3%
						ROE	8.7%	7.4%	6.6%	6.6%	6.8%
						ROIC	5.4%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	36.0%	28.3%	29.8%	28.7%	27.4%
净利润	280	252	237	255	279	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	178	167	38	39	40	流动比率	1.83	2.32	2.21	2.49	2.68
财务费用	(64)	(60)	(29)	(34)	(42)	速动比率	1.74	2.17	2.08	2.35	2.54
投资损失	(10)	(16)	(16)	(16)	(16)	营运能力					
营运资金变动	(164)	(151)	6	16	21	应收账款周转率	64.9	58.2	59.6	61.4	62.2
其它	163	72	(112)	205	35	存货周转率	13.4	11.6	10.9	11.3	11.4
经营活动现金流	383	265	122	465	317	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
资本支出	(53)	(15)	(52)	(52)	(52)	每股指标(元)					
长期投资	10	8	(1)	(1)	(1)	每股收益	0.68	0.61	0.58	0.62	0.68
其他	(95)	1	6	5	5	每股经营现金流	0.93	0.64	0.30	1.13	0.77
投资活动现金流	(138)	(7)	(47)	(48)	(48)	每股净资产	8.12	8.47	9.04	9.66	10.34
债权融资	5	(5)	0	0	0	估值比率					
股权融资	13	36	0	0	0	市盈率	19.7	21.8	23.2	21.5	19.7
其他	(36)	(474)	223	16	(10)	市净率	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
筹资活动现金流	(18)	(444)	223	16	(10)	EV/EBITDA	7.8	8.6	11.9	11.2	10.5
汇率变动影响	3	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.8	14.3	13.6	12.8	11.9
现金净增加额	230	(184)	298	434	259						

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

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。