

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

事件

公司在外部环境承压下，主动推进劣势门店优化，通过调整产品组合策略修复客流与客单表现，短期战略转型阵痛下利润端表现承压，而下半年以来门店数量企稳回升，随着门店网络、资产结构优化，且公司不断尝试新兴渠道布局，未来有望迈入高质量发展阶段。根据 2025 年半年度业绩公告，我们预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为-0.21/0.03/0.19 元，

当前股价对应 PE 分别为-8/57/9 倍，首次覆盖，给予“增持”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险，行业竞争加剧风险，门店拓展不及预期，市场拓展不及预期。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10273.25	8222.42	8483.08	8987.53
YoY	-9.81%	-19.96%	3.17%	5.95%
净利润(百万元)	-386.03	-322.82	44.80	289.90
YoY	--	--	--	547.14%
每股收益(元)	-0.25	-0.21	0.03	0.19
EBIT Margin	-1.77%	-2.85%	1.91%	4.70%
净资产收益率 (ROE)	-14.26%	-13.54%	1.84%	10.66%
市盈率 (PE)	-6.65	-7.96	57.33	8.86
EV/EBITDA	-42.59	-32.30	47.67	18.19
市净率 (PB)	0.95	1.08	1.06	0.94

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1758	1780	1884	1807
应收款	2210	1769	1825	1934
存货	330	264	261	272
其他流动资产	453	362	374	396
流动资产合计	5496	4706	4830	4996
固定资产	628	748	840	920
无形资产及其他	653	522	392	261
投资性房地产	227	227	227	227
长期股权投资	816	1088	1218	1354
资产总计	7820	7291	7506	7757
短期借款及交易性金融负债	2347	2404	2611	2434
应付款项	558	403	387	426
其他流动负债	1455	1195	1134	1195
流动负债合计	4359	4002	4131	4055
长期借款及应付债券	162	162	162	162
其他长期负债	488	651	691	718
长期负债合计	650	813	853	880
负债合计	5009	4815	4984	4934
所有者权益				
少数股东权益	103	91	92	103
股东权益	2708	2385	2430	2719
负债和股东权益总计	7820	7291	7506	7757

关键财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	-0.25	-0.21	0.03	0.19
每股红利	0.12	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.76	1.55	1.58	1.77
ROIC	-8%	-12%	-2%	5%
ROE	-14%	-14%	2%	11%
毛利率	7%	4%	8%	11%
EBIT Margin	-2%	-3%	2%	5%
EBITDA Margin	-2%	-3%	2%	5%
收入增长	-10%	-20%	3%	6%
净利润增长率	--	--	-114%	547%
资产负债率	65%	67%	68%	65%
息率	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	-6.7	-8.0	57.3	8.9
P/B	0.9	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA	-43	-32	48	18

资料来源：Wind、华鑫证券研究

注：PE 换算对应汇率为：港元兑人民币：0.932

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10273	8222	8483	8988
营业成本	9509	7857	7767	8004
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	605	452	424	431
管理费用	466	484	478	490
财务费用	12	103	114	116
投资收益	6	0	0	0
资产减值及公允价值变动	-43	-4	-1	0
其他收入	-35	337	349	361
营业利润	-391	-342	47	307
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	-391	-342	47	307
所得税费用	8	-7	1	6
少数股东损益	-14	-12	2	11
归属于母公司净利润	-386	-323	45	290

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-386	-323	45	290
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	124	206	218	230
公允价值变动损失	43	4	1	0
财务费用	12	103	114	116
营运资本变动	134	345	-101	-14
其它	-14	-12	2	11
经营活动现金流	-98	221	165	517
资本开支	-222	-200	-180	-180
其它投资现金流	-563	215	44	-101
投资活动现金流	-788	-257	-266	-417
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	36	0	0	0
支付股利、利息	-65	0	0	0
其它融资现金流	590	58	206	-177
融资活动现金流	530	58	206	-177
现金净变动	-357	21	105	-77
货币资金的期初余额	2115	1758	1780	1884
货币资金的期末余额	1758	1780	1884	1807
企业自由现金流	-150	122	96	450
权益自由现金流	463	78	191	160

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 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，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

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% — 20%
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。

■ 免责条款

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。