

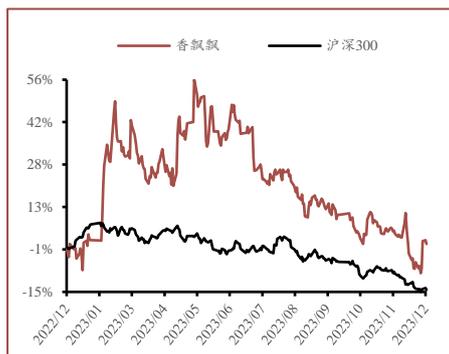
## 人事迎重大变化，即饮业务有望乘势而上

 证券研究报告

### 投资评级:增持(维持)

<b>基本数据</b>	<b>2023-12-26</b>
收盘价(元)	14.92
流通股本(亿股)	4.11
每股净资产(元)	7.46
总股本(亿股)	4.11

最近 12 月市场表现


**分析师** 吴文德

 SAC 证书编号: S0160523090004  
wuw01@ctsec.com

**分析师** 赵婕

 SAC 证书编号: S0160523100002  
zhaojie@ctsec.com

### 相关报告

- 《4月营收增长强劲，期待即饮旺季表现》 2023-05-23
- 《销量压力难关已过，即饮新品蓄势待发》 2023-02-06
- 《短期仍有经营压力，多举措调整应对》 2020-11-02

### 核心观点

- ❖ **事件：**公司发布公告，为了进一步优化公司治理结构，董事长兼总经理蒋建琪总申请辞去公司总经理职务，继续担任董事长、董事会战略决策委员会召集人等职务。同时聘任杨冬云为公司总经理（总裁）。
- ❖ **总经理快消销售经验丰富，曾任职于多家大消费领域公司。**杨冬云总生于1971年1月（今年52岁），本科学历。曾历任广州宝洁公司项目经理、大区域经理、品类总监；黛安芬集团中国区副总经理、总经理；易达集团亚太区副总裁并兼中国区总经理、日本区总裁；速8酒店高级副总裁；白象食品集团执行总裁/副总裁、董事，健康元药业集团股份有限公司总裁。
- ❖ **人事调整再次对外强化改革信心、管理改善预期进一步提升。**今年公司即饮业务在渠道建设及营销推广下，冻柠茶销售反馈积极趋势验证，大红袍奶茶新包装新配方上市。公司产品矩阵逐渐完善，具备丰富快消经验的新总裁上任后，我们认为将有望进一步理顺冲泡及即饮事业部运作，加速大单品培育及产品运作落地，为公司带来更多积极变化。
- ❖ **公司即饮板块逻辑得到验证，冲泡业务呈现强韧性。**1) **即饮业务方面**，公司加大广告投放、加快终端网点建设，通过地铁广告、综艺赞助等持续营造消费氛围，并聚焦网点进行生动化陈列建设，冻柠茶势能已得到验证，在广东、北京、江苏等地区获得较好市场反馈。同时，公司组建了独立的即饮销售团队，提升了两大核心业务经营专注度，为后续发展打下了良好基础。2) **冲泡业务方面**，作为公司基本盘业务稳健成长，通过年轻化健康化升级、渠道下沉、泛冲泡新品推出等，持续深耕，有望维持良好增长。我们认为公司在团队整合、渠道铺市以及广告方面有望得到持续强化，一方面冲泡基本盘稳健，另一方面即饮板块不断释放势能，有望持续提速。
- ❖ **盈利预测：**预计公司 23-24 年实现营业收入 36.9/43.7 亿元，归母净利润 2.74/3.51 亿元，同比增长 27.9%/28.4%，当前对应 PE 为 23x/18x，维持“增持”评级。

### 盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3466	3128	3685	4372	5048
收入增长率(%)	-7.83	-9.76	17.81	18.65	15.47
归母净利润(百万元)	223	214	274	351	460
净利润增长率(%)	-37.90	-3.89	27.92	28.42	31.01
EPS(元/股)	0.53	0.52	0.67	0.86	1.12
PE	30.94	28.92	23.10	17.99	13.73
ROE(%)	7.47	6.85	8.20	9.52	11.09
PB	2.29	1.98	1.89	1.71	1.52

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>3466.26</b>	<b>3127.82</b>	<b>3684.75</b>	<b>4371.94</b>	<b>5048.23</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2301.70	2070.69	2335.62	2725.82	3098.32	营业收入增长率	-7.8%	-9.8%	17.8%	18.6%	15.5%
营业税费	26.29	29.97	28.37	34.10	37.86	营业利润增长率	-51.3%	25.4%	14.1%	38.4%	29.8%
销售费用	739.82	560.77	777.48	918.11	1050.03	净利润增长率	-37.9%	-3.9%	27.9%	28.4%	31.0%
管理费用	228.96	229.98	272.67	319.15	363.47	EBITDA 增长率	-39.6%	21.0%	30.9%	17.3%	8.7%
研发费用	28.05	28.31	29.48	30.60	30.29	EBIT 增长率	-57.7%	24.8%	44.5%	28.4%	31.0%
财务费用	3.02	-37.53	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-56.2%	16.1%	55.3%	28.4%	31.0%
资产减值损失	0.38	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	15.6%	-3.7%	5.5%	8.2%	10.0%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-5.85</b>	<b>-0.68</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>净资产增长率</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>10.5%</b>	<b>12.5%</b>
投资和汇兑收益	25.81	16.37	29.48	34.98	40.39	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>227.09</b>	<b>284.80</b>	<b>324.92</b>	<b>449.58</b>	<b>583.44</b>	毛利率	33.6%	33.8%	36.6%	37.7%	38.7%
加:营业外净收支	46.21	-2.25	11.17	-18.00	-18.00	营业利润率	6.6%	9.1%	8.8%	10.3%	11.6%
<b>利润总额</b>	<b>273.31</b>	<b>282.55</b>	<b>336.10</b>	<b>431.58</b>	<b>565.44</b>	净利润率	6.4%	6.8%	7.4%	8.0%	9.1%
减:所得税	50.84	68.66	62.51	80.27	105.17	EBITDA/营业收入	10.1%	13.5%	15.0%	14.8%	13.9%
<b>净利润</b>	<b>222.54</b>	<b>213.89</b>	<b>273.61</b>	<b>351.36</b>	<b>460.31</b>	EBIT/营业收入	5.4%	7.4%	9.1%	9.9%	11.2%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	2163.00	2467.40	2639.75	3356.14	3986.88	固定资产周转天数	145	185	154	130	116
交易性金融资产	246.75	185.51	185.51	185.51	185.51	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>13</b>	<b>-26</b>	<b>-39</b>	<b>-46</b>	<b>-65</b>
应收账款	34.57	53.96	42.05	127.85	165.35	流动资产周转天数	288	336	302	309	335
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	3	5	5	7	10
预付帐款	192.25	44.97	128.73	165.94	149.73	存货周转天数	24	29	26	37	54
存货	156.54	171.62	167.47	397.38	527.63	总资产周转天数	506	579	505	481	490
其他流动资产	55.58	23.84	23.84	23.84	23.84	投资资本周转天数	407	475	406	366	346
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	7.5%	6.9%	8.2%	9.5%	11.1%
长期股权投资	2.30	16.77	16.77	16.77	16.77	ROA	4.4%	4.2%	5.2%	5.5%	6.3%
投资性房地产	62.78	88.89	88.89	88.89	88.89	ROIC	3.6%	4.3%	6.4%	7.6%	9.1%
固定资产	1636.63	1572.40	1576.75	1581.20	1663.30	费用率					
在建工程	121.53	68.99	22.44	44.44	44.44	销售费用率	21.3%	17.9%	21.1%	21.0%	20.8%
无形资产	196.66	194.25	186.37	178.49	238.49	管理费用率	6.6%	7.4%	7.4%	7.3%	7.2%
其他非流动资产	6.73	3.72	5.53	5.53	5.53	财务费用率	0.1%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>5011.36</b>	<b>5043.95</b>	<b>5291.62</b>	<b>6401.21</b>	<b>7329.79</b>	三费/营业收入	28.0%	24.1%	28.5%	28.3%	28.0%
短期债务	1217.00	921.00	921.00	921.00	921.00	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	308.55	423.72	365.84	743.29	981.68	资产负债率	40.5%	38.1%	36.9%	42.3%	43.4%
应付票据	37.00	70.00	60.79	45.30	34.89	负债权益比	68.2%	61.4%	58.4%	73.4%	76.6%
其他流动负债	6.79	14.91	14.91	14.91	14.91	流动比率	1.47	1.61	1.72	1.64	1.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.27	1.48	1.55	1.42	1.42
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	4.99	11.49	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>2031.69</b>	<b>1919.62</b>	<b>1951.56</b>	<b>2709.85</b>	<b>3178.16</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	2.23	2.53	2.50	2.45	2.41	DPS(元)	0.17	0.16	0.00	0.00	0.00
股本	415.11	410.75	410.75	410.75	410.75	分红比率					
留存收益	1930.43	2077.99	2288.29	2639.65	3099.96	股息收益率	1.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>2979.67</b>	<b>3124.33</b>	<b>3340.05</b>	<b>3691.36</b>	<b>4151.63</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	0.53	0.52	0.67	0.86	1.12
净利润	222.54	213.89	273.61	351.36	460.31	BVPS(元)	7.17	7.60	8.13	8.98	10.10
加:折旧和摊销	162.17	188.94	215.65	215.55	137.90	PE(X)	30.9	28.9	23.1	18.0	13.7
资产减值准备	0.65	19.04	0.00	0.00	0.00	PB(X)	2.3	2.0	1.9	1.7	1.5
公允价值变动损失	5.85	0.68	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	39.62	19.81	0.00	0.00	0.00	P/S	2.0	2.0	1.7	1.4	1.3
投资收益	-25.81	-16.37	-29.48	-34.98	-40.39	EV/EBITDA	16.8	11.0	8.4	6.0	4.6
少数股东损益	-0.07	0.00	-0.03	-0.05	-0.04	CAGR(%)					
营运资金的变动	-288.93	379.06	-55.88	383.65	312.57	PEG	—	—	0.8	0.6	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>86.74</b>	<b>785.69</b>	<b>343.05</b>	<b>923.92</b>	<b>884.89</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>389.95</b>	<b>98.28</b>	<b>-120.99</b>	<b>-207.53</b>	<b>-254.15</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>320.64</b>	<b>-354.66</b>	<b>-52.11</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。