

投资评级 优于大市 维持

业绩逐季改善恢复，看好 2021 年冲泡&即饮齐发力

股票数据

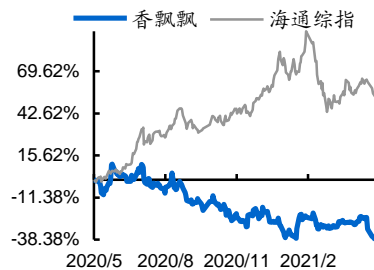
05月12日收盘价(元)	18.33
52周股价波动(元)	17.57-33.50
总股本/流通A股(百万股)	416/407
总市值/流通市值(百万元)	7634/7452

相关研究

《Q4 业绩环比大幅改善，看好继续稳定成长》
2021.02.09

《杯装奶茶龙头，期待新品进一步打开成长空间》2020.09.23

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-12.5	-8.4	-17.1
相对涨幅 (%)	-14.5	-6.4	-3.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:颜慧菁

Email:yhj12866@htsec.com

证书:S0850520020001

分析师:张宇轩

Tel:(021)23154172

Email:zyx11631@htsec.com

证书:S0850520050001

投资要点:

- **事件。**公司披露 2020 年年报以及 2021 年一季报，其中 2020 年实现营收 37.61 亿元，归母净利润 3.58 亿元；2021Q1 实现营收 6.91 亿元，归母净利润 297.52 万元。
- **收入下滑，费用开支减少&其他收益增加致利润提升。**收入毛利端，2020 年公司营业收入同比下滑 5.46%，未调整口径下毛利率同比下滑 0.57pct 至 41.06%。费用端，2020 年公司期间费用率同比下滑 4.82pct，其中销售费用率下滑 5.33pct (主要系公司广告费用同比下降以及销售物流运费按新收入准则调整至营业成本同比下降所致)，管理费用率提升 0.41pct。此外公司其他收益同比增长 2374.54 万元 (+62.49%)。因此最终实现归母净利润 3.58 亿元 (YOY3.15%)，归母净利润率同比增长 0.8pct 至 9.53%。
- **一季报收入&利润恢复较快增长。**2021Q1 公司实现营收 6.91 亿元 (+60.67%)，毛利率 30.77% (-0.47pct)。且费用端期间费用率同比下滑 25.33pct，其中销售费用率同比下滑 18.21pct，管理费用率同比下滑 5.04pct，最终实现归母净利润 297.52 万元。
- **2021 年一季度下滑严重，后续逐季恢复增长。**冲泡奶茶为公司目前主要产品，受其热饮属性的影响，产品销售旺季集中在第一季度和第四季度。2020Q1-4 公司营收增速分别为-48.61%/3.93%/-10.13%/16.90%，四个季度收入贡献占比分别为 11.43%/14.92%/23.97%/49.67%，其中第一季度主要受疫情和春节时间节点提前的双重影响，因此收入同比下滑较大。随着公司经营重点向即冲泡业务的回拨以及第四季度聚焦高势能终端门店，从第二季度起，公司各季度经营情况明显改善，2020Q2-4 实现归母净利润增速 176.27%/-0.30%/45.86%，利润贡献占比 6.05%/30.24%/87.58%。
- **冲泡业务基本盘不断稳固。**2020 年公司冲泡奶茶业务营收同比增长 4.48%，受成本端影响，毛利率同比下降 4.72pct。其中 2020Q1 营收同比下降 50.14%，随业务向基本盘回拨，2020Q2-2021Q1 各季度营收同比增速分别为 169.90%/-3.90%/22.29%/67.58%，逐渐向良性发展。公司作为国内主要的冲泡奶茶经营企业，2012 年至 2020 年连续 9 年杯装冲泡奶茶市场份额保持第一。公司围绕“够有料、更享受”的品牌定位，继续强化产品的健康、品质感。2020 年公司创新推出 6 个新口味，致力于持续推进好料系列食材更健康化，双拼系列更潮流化。在此基础上，公司积极推进冲泡产品品类创新，在向泛冲泡品类发展方面迈出坚实步伐。我们认为 2020 年公司冲泡奶茶业务表现体现了公司扎实的基本盘，我们预计未来公司相关业务有望依然保持稳定增长。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3978	3761	4337	4948	5636
(+/-)YoY(%)	22.4%	-5.5%	15.3%	14.1%	13.9%
净利润(百万元)	347	358	383	422	485
(+/-)YoY(%)	10.4%	3.2%	6.9%	10.2%	14.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.83	0.86	0.92	1.01	1.16
毛利率(%)	41.2%	36.2%	35.4%	35.1%	34.9%
净资产收益率(%)	13.7%	12.6%	11.9%	11.6%	11.7%

资料来源：公司年报 (2019-2020)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

果汁茶产品不断丰富, 看好重回较好增长。2020 年公司即饮类业务营收同比下降 34.62%, 毛利率同比下降 12.5pct。2018 年起公司创新推出“MECO”果汁茶, 开创出“杯装果汁茶”新品类。公司“MECO”果汁茶果汁含量达到 25%, 并凭借其良好的口感及健康的理念, 赢得了广大消费者的喜爱。2020 年公司不断推出新品, 丰富果汁茶的产品矩阵, 受到消费者的好评, 使 MECO 品牌产品线更加丰富。我们认为果汁茶业务作为公司新的成长曲线, 产品具有高品质、年轻化的特质, 符合当前消费发展趋势。2020 年主要受饮料消费的场景受限影响, 公司果汁茶业务有所下滑, 随着 2021 年消费者消费能力以及相关饮料消费场景的恢复, 看好公司果汁茶业务未来重新恢复较好增长。

液体奶茶定位高端, 多品牌多产品矩阵布局重要一环。公司的兰芳园“丝袜奶茶”、“港式牛乳茶”“鸳鸯奶茶”等产品, 作为定位更高端的奶茶, 受到消费者欢迎, 公司已成为液体奶茶市场的重要竞争者之一。2021 年公司创新推出价格更优、更具性价比的香飘飘品牌液体奶茶(烤奶茶), 将香飘飘品牌资源在奶茶品类上由固体冲泡产品延伸到液体奶茶产品, 与兰芳园高端液体奶茶定位形成区隔。此外公司推出减量版的兰芳园奶茶产品, 在满足消费者对产品提神需求的同时适度调节过高的提神功效。我们认为公司液体奶茶业务定位高端, 正逐步成为公司多品牌、多产品矩阵布局中的重要一环。

以成都模式、安徽模式为抓手, 优化经销商及渠道布局。2020 年, 公司持续推进销售管理优化的系统工程, 成都模式与安徽模式是公司 2020 年渠道布建的两大策略重点。(1) 成都模式: 通过“经销商联合生意计划”, 公司对高势能城市的精细化深耕。(2) 安徽模式: 公司充分挖掘下线市场的整箱销售及礼品销售的机会, 数据证明下线市场仍有较大的销售潜力和机会。此外公司聚焦高势能终端门店, 并优化经销商的资质管理, 完善经销商评估体系。我们看好公司销售未来能够不断受益于公司渠道建设的不断完善。

盈利预测与投资建议。综合参照股权激励解锁条件, 我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 43.37/49.48/56.36 亿元, 归母净利润分别为 3.83/4.22/4.85 亿元, 对应 EPS 分别为 0.92/1.01/1.16 元/股。结合 A 股可比公司估值, 给予公司 25-30 倍的 PE (2021E) 估值区间, 合理价值区间为 23.00-27.60 元, 给予“优于大市”评级。

风险提示。(1) 市场需求下滑, (2) 渠道拓展不及预期, (3) 食品安全问题。

表 1 可比上市公司估值表 (2021 年预测 PE, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2021E)
养元饮品	603156	26.83	--
承德露露	000848	7.07	--
盐津铺子	002847	128.50	48.24
保龄宝	002286	11.43	19.63
平均 PE (倍, 2021E)			33.94

(备注: 剔除缺少 Wind 一致预期数据的承德露露)

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2021 年 05 月 11 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	3761	4337	4948	5636
每股收益	0.86	0.92	1.01	1.16	营业成本	2399	2800	3213	3667
每股净资产	6.82	7.73	8.75	9.91	毛利率%	36.2%	35.4%	35.1%	34.9%
每股经营现金流	0.81	1.31	1.35	1.53	营业税金及附加	29	35	40	45
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	714	867	990	1127
P/E	21.39	20.01	18.16	15.81	营业费用率%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
P/B	2.70	2.38	2.11	1.86	管理费用	218	260	297	338
P/S	2.05	1.77	1.55	1.36	管理费用率%	5.8%	6.0%	6.0%	6.0%
EV/EBITDA	16.03	17.71	15.17	12.48	EBIT	378	344	375	419
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1	-53	-51	-72
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	-1.2%	-1.0%	-1.3%
毛利率	36.2%	35.4%	35.1%	34.9%	资产减值损失	0	0	0	0
净利率	9.5%	8.8%	8.5%	8.6%	投资收益	19	22	30	34
净资产收益率	12.6%	11.9%	11.6%	11.7%	营业利润	466	484	529	609
资产回报率	7.6%	8.5%	8.3%	8.4%	营业外收支	-10	2	5	5
投资回报率	8.2%	8.4%	8.1%	8.0%	利润总额	455	485	534	614
盈利增长 (%)					EBITDA	514	408	445	496
营业收入增长率	-5.5%	15.3%	14.1%	13.9%	所得税	97	102	112	129
EBIT 增长率	-3.6%	-8.9%	8.9%	11.8%	有效所得税率%	21.3%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润增长率	3.2%	6.9%	10.2%	14.9%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	358	383	422	485
资产负债率	40.1%	28.6%	28.7%	28.6%					
流动比率	1.48	1.99	2.14	2.28	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	1.31	1.69	1.84	1.98	货币资金	1394	1029	1509	2071
现金比率	0.77	0.85	1.09	1.32	应收账款及应收票据	26	36	41	46
经营效率指标					存货	154	192	220	251
应收帐款周转天数	2.56	3.00	3.00	3.00	其它流动资产	1109	1146	1185	1226
存货周转天数	23.44	25.00	25.00	25.00	流动资产合计	2684	2403	2955	3595
总资产周转率	0.79	0.96	0.97	0.97	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.24	3.67	4.14	4.69	固定资产	1162	1182	1195	1202
					在建工程	450	480	510	540
					无形资产	200	201	202	203
					非流动资产合计	2054	2105	2149	2187
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	4738	4508	5104	5782
净利润	358	383	422	485	短期借款	798	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	383	499	572	653
非现金支出	135	64	70	77	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	9	-3	-35	-39	其它流动负债	638	709	810	921
营运资金变动	-167	102	103	114	流动负债合计	1819	1208	1382	1574
经营活动现金流	335	546	560	638	长期借款	0	0	0	0
资产	-392	-114	-110	-110	其它长期负债	80	80	80	80
投资	-455	0	0	0	非流动负债合计	80	80	80	80
其他	2	22	30	34	负债总计	1899	1288	1462	1655
投资活动现金流	-844	-92	-80	-76	实收资本	418	416	416	416
债权募资	439	-798	0	0	归属于母公司所有者权益	2838	3220	3642	4127
股权募资	0	-2	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	50	-20	0	0	负债和所有者权益合计	4738	4508	5104	5782
融资活动现金流	489	-820	0	0					
现金净流量	-20	-365	480	561					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 12 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业
张宇轩 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 贵州茅台,千禾味业,光明乳业,双汇发展,金龙鱼,均瑶健康,汤臣倍健,安琪酵母,华新水泥,中炬高新,新乳业,益海嘉里,海天味业,祁连山,水井坊,冀东水泥,绝味食品,西麦食品,海螺水泥,宁夏建材,日辰股份,天味食品,上峰水泥,华润水泥控股,桃李面包,皇氏集团,涪陵榨菜,塔牌集团,中国建材,安井食品

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。