

投资评级 优于大市 首次覆盖

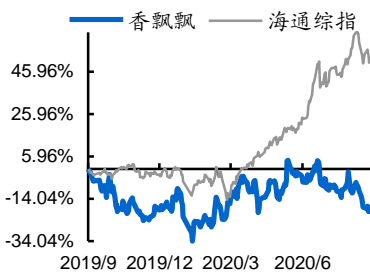
杯装奶茶龙头,期待新品进一步打开成长空间

股票数据

09月22日收盘价(元)	24.85
52周股价波动(元)	19.50-33.50
总股本/流通A股(百万股)	418/49
总市值/流通市值(百万元)	10392/1214

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-18.0	-15.3	-16.6
相对涨幅(%)	-16.2	-13.6	-29.6

资料来源:海通证券研究所

分析师:闻宏伟

Tel:(010)58067941

Email:whw9587@htsec.com

证书:S0850514030001

分析师:张宇轩

Tel:(021)23154172

Email:zyx11631@htsec.com

证书:S0850520050001

投资要点:

- 我国杯装奶茶龙头。**公司创立于2005年,是中国最大的杯装奶茶专业制造商之一,产品市场占有率连续多年保持全国首位。在持续稳固及拓展固体杯装奶茶市场的同时,公司积极进入液体奶茶及其他非奶茶类饮品市场。截至目前公司已形成冲泡系列(经典系列+好料系列)和即饮系列(液体奶茶+果汁茶)的产品体系,从品类、口味、价格等多方面,实现了全季节、多消费人群和多消费场景的覆盖。近三年公司业绩稳定增长,2017-2019年营收/归母净利润CAGR分别为22.75%/13.79%。
- 冲泡奶茶:产品迭代升级+渠道下沉驱动营收稳定增长。**公司作为国内主要的杯装奶茶经营企业,2012年至2019年连续8年市场份额保持第一,其中,2019年度市场占有率达63.1%。同时,公司不断推出符合市场大众口味的新产品。2018年,推出了抹茶青豆、芝士Q麦两款美味系列新品。2019年成功研发并推出珍珠双拼奶茶,全面完成好料系、经典系产品在产品结构优化、口味创新、包装升级等方面的迭代升级。此外,公司经典系冲泡奶茶主要面向三四线城市。过去几年,公司持续开展渠道渗透下沉,推行“三通政策”:县县通、镇镇通和村村通,差异化覆盖强势区域、二类市场和薄弱市场。未来随着渠道开拓能力逐步提升,公司在全国县域市场的渗透率将进一步提高。受益于产品矩阵丰富以及渠道下沉,2017-2019年冲泡类奶茶营收稳健增长,期间CAGR约10.8%。
- 果汁茶:优质新派茶饮大单品,继续推出无糖新品。**2018年,公司创新推出了MECO果汁茶,成为新晋“网红”饮料产品。2018年当年销售额即突破2亿元,2019年大幅增长至8.7亿元。2020年公司进一步推出MECO白桃乌龙、抹茶拿铁、榛果奶红等三款无糖轻奶茶。目前国内即饮茶行业消费升级趋势愈演愈烈,茶饮料行业正朝着时尚化、健康化、年轻化的方向发展。而以MECO果汁茶为代表的新派茶饮迎合了这一趋势,通过精准创新营销成功抢占了即饮茶的增量市场,引领茶饮市场创新升级。此外,公司创新推出的果汁茶饮品与原有固体杯装奶茶形成协同及互补,并以果汁茶产品为支点,加快推进经销商“专营、专职、专项激励”的三专业化进程,帮助经销商进一步完善销售体系,强化公司与经销商的一体化策略。通过以即饮带动固体的客户体系策略,借助即饮产品供不应求的市场状态,发挥即饮产品与冲泡产品的协同效应,实现冲泡产品从经销商到终端门店的有效触达,拉动冲泡系列产品的市场表现。
- 液体奶茶:定位高端产品市场。**公司于2017年研发并推出了香飘飘“MECO”牛乳茶和“兰芳园”丝袜奶茶两款液体奶茶。公司液体奶茶定位更高端的奶茶,2019年,公司新设兰芳园事业部,明确兰芳园港式奶茶始祖的定位,确立其高端市场品牌形象,提升市场销售机会。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3251.09	3978.00	3763.93	4214.40	4772.20
(+/-)YoY(%)	23.13%	22.36%	-5.38%	11.97%	13.24%
净利润(百万元)	314.70	347.41	286.58	369.23	430.60
(+/-)YoY(%)	17.53%	10.39%	-17.51%	28.84%	16.62%
全面摊薄EPS(元)	0.75	0.83	0.69	0.88	1.03
毛利率(%)	40.39%	41.20%	41.80%	42.32%	42.68%
净资产收益率(%)	13.30%	13.71%	10.59%	12.54%	13.34%

资料来源:公司年报(2018-2019),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

过去三年,液体奶茶毛利率持续提升,2019年为37.95%,较2018年提升6.42pct。2020H1,液体奶茶实现销售收入0.69亿元,同比增长9.72%。此外,公司2020年新推出海盐芝士、港式茶走(低糖、无糖)等产品。

将积极推进冲泡产品品类创新,向泛冲泡化品类发展。据2019年年报,公司将积极推进冲泡产品品类创新,以奶茶为圆心并向泛冲泡化品类发展,尝试推出跨奶茶品类的产品,拓展产品线。我们认为未来公司有望打开新的成长空间。

拟发行可转债进一步提高竞争力。2019年8月,公司发布《公开发行A股可转换公司债券预案(二次修订稿)》,拟募资不超过8.6亿元,扣除发行费用后,将全部投资于成都年产28万吨无菌灌装液体奶茶项目、天津年产11.2万吨无菌灌装液体奶茶项目。目前公司拥有浙江湖州、四川成都、天津市以及广东江门市四大生产基地,设计产能共计49.3万吨。公司拟投资的无菌灌装液体茶饮料自动化产线投产后,相关产品基本可覆盖国内主要区域。同时,有利于丰富公司产品体系,缓解现有产品淡季运营压力。

盈利预测与投资建议。

1) 冲泡奶茶方面(经典系列+好料系列),2018-2020H1营业收入增速分别为17.19%/3.28%/-27.11%,同时毛利率从2018年的42.64%提升至45.34%。参照于此,我们给予本块业务2020-2022年-5%/10%/10%的营收增速预测,同时预计毛利率为46%/47%/48%。

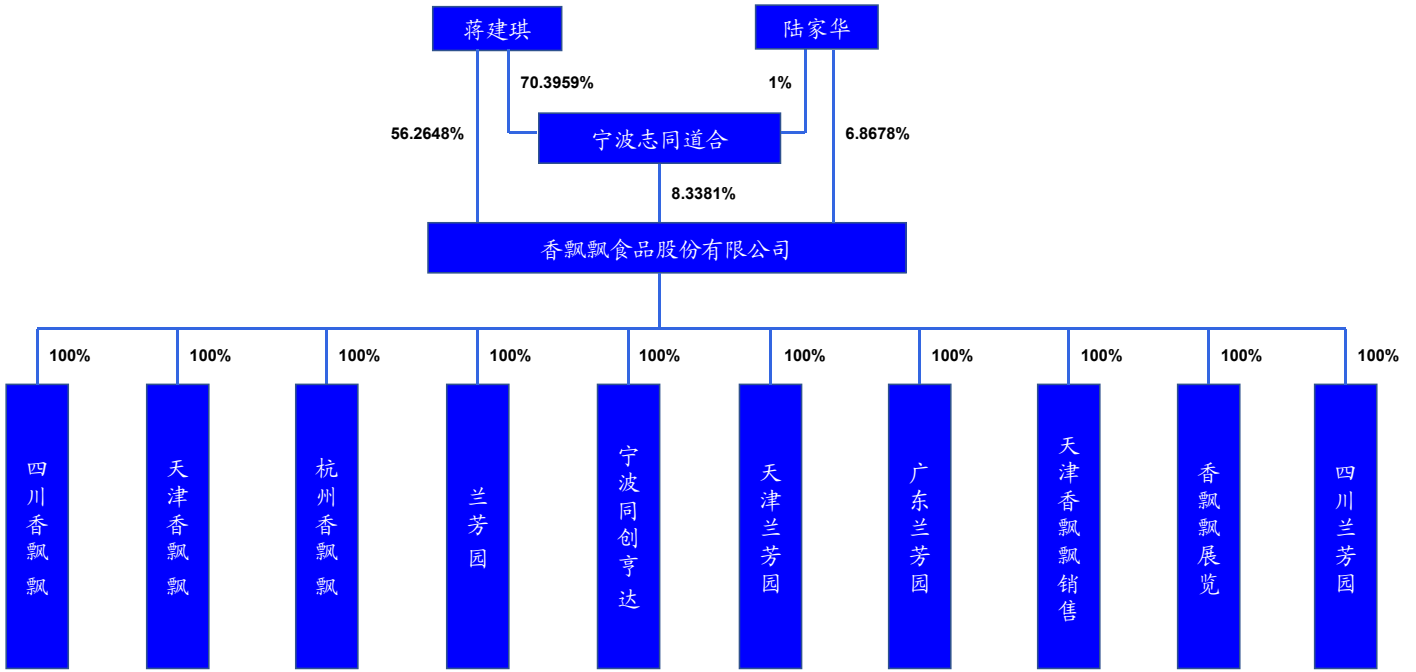
2) 果汁茶方面,2019-2020H1营业收入增速分别为332.42%/-39.25%,我们给予本块业务2020-2022年-10%/20%/25%的营收增速预测,同时预计毛利率维持30%的水平。

3) 液体奶茶方面,2018-2020H1营业收入增速分别为0.55%/-37.33%/9.71%,我们给予本块业务2020-2022年10%的营收增速预测,同时预计毛利率维持38%的水平。

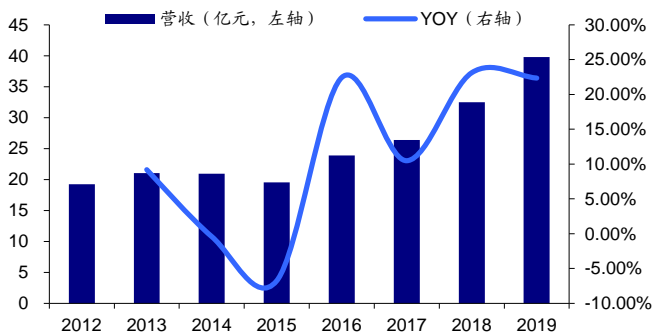
4) 其他业务方面,我们预计2020-2022年相关营收保持5%的增长,同时毛利率维持20%的水平。

我们预计2020-2022年公司营业收入分别为37.64/42.14/47.72亿元,归母净利润分别为2.87/3.69/4.31亿元,对应EPS分别为0.69/0.88/1.03元/股。结合A股可比公司估值,给予公司30-35倍的PE(2021E)估值区间,目标价区间为26.40-30.80元,首次覆盖并给予“优于大市”评级。

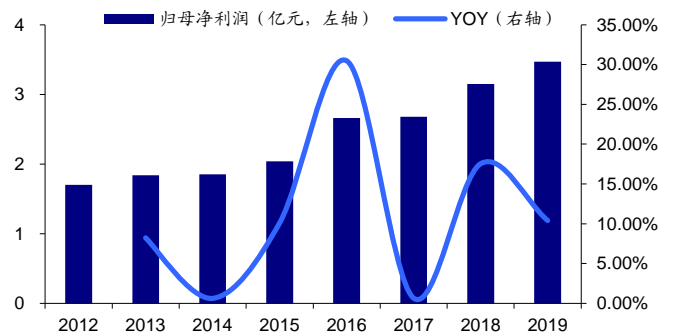
风险提示。(1) 市场需求下滑,(2) 渠道拓展不及预期,(3) 食品安全问题。

图1 股权结构图&子公司情况 (2019年)


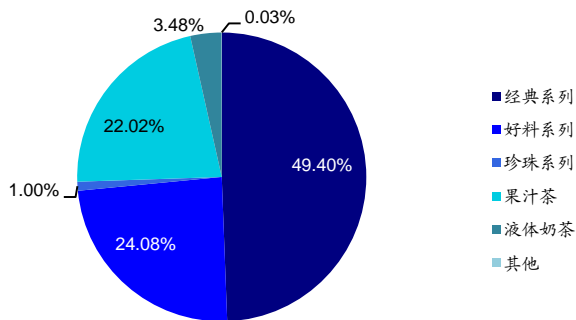
资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

图2 2012-2019 年公司营收情况


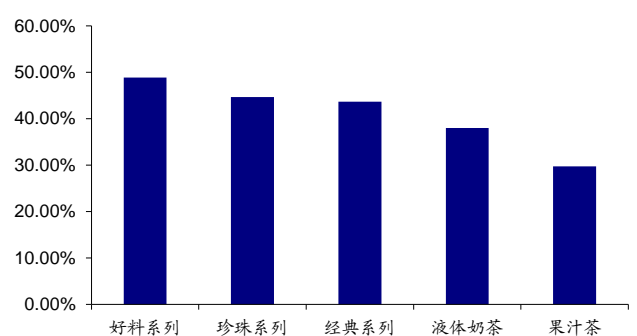
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 2012-2019 年公司归母净利润情况


资料来源：Wind，海通证券研究所

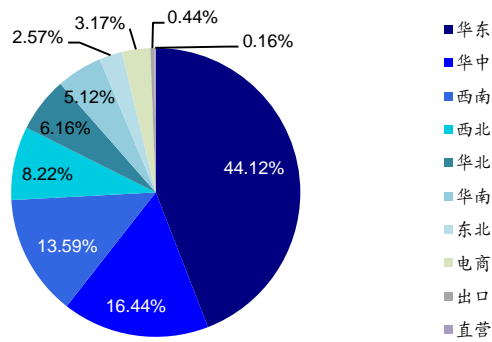
图4 公司主营业务收入构成 (分产品) (2019年)


资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

图5 公司分产品毛利率情况 (2019年)


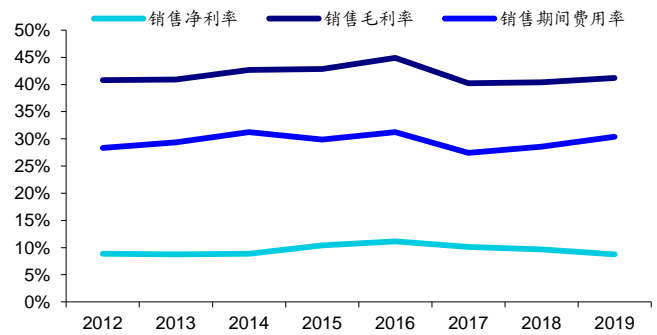
资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

图6 公司主营业务收入构成(分地区)(2019年)



资料来源: 公司 2019 年年报, 海通证券研究所

图7 2012-2019 年毛利率、期间费用率及净利率情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 募投项目情况

序号	项目名称	投资总额(亿元)	募资总额(亿元)	具体内容
1	成都年产 28 万吨无菌灌装液体奶茶项目	7.88	6.96	引进先进的无菌灌装液体茶饮料自动化生产线, 丰富产品体系, 进一步提升果汁茶规模化生产能力
2	天津年产 11.2 万吨无菌灌装液体奶茶项目	3.05	1.64	
合计		10.92	8.60	

资料来源: 《公开发行可转换公司债券可行性分析报告》, 海通证券研究所

表 2 公司营业收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3251.09	3978.00	3763.93	4214.40	4772.20
经典系列+好料系列	2804.33	2896.24	2751.43	3026.57	3329.23
果汁茶	200.71	867.92	781.13	937.35	1171.69
液体奶茶系列	218.43	136.88	150.57	165.62	182.19
其他	27.62	76.96	80.81	84.85	89.09
营业收入同比增长	-	22.36%	-5.38%	11.97%	13.24%
经典系列+好料系列	-	3.28%	-5.00%	10.00%	10.00%
果汁茶	-	332.42%	-10.00%	20.00%	25.00%
液体奶茶系列	-	-37.33%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	-	178.64%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	40.39%	41.20%	41.80%	42.32%	42.68%
经典系列+好料系列	42.64%	45.34%	46.00%	47.00%	48.00%
果汁茶	23.37%	29.73%	30.00%	30.00%	30.00%
液体奶茶系列	31.53%	37.95%	38.00%	38.00%	38.00%
其他	5.03%	20.58%	20.00%	20.00%	20.00%
营业成本	1938.03	2339.03	2190.56	2430.80	2735.61
经典系列+好料系列	1608.44	1583.08	1485.77	1604.08	1731.20
果汁茶	153.81	609.89	546.79	656.15	820.18
液体奶茶系列	149.55	84.93	93.35	102.69	112.96
其他	26.23	61.12	64.65	67.88	71.27

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 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	26.38	14.49
承德露露	000848	7.49	16.56
盐津铺子	002847	138.97	54.10
保龄宝	002286	14.50	28.42
平均 PE (倍, 2021E)			28.39

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2020 年 09 月 22 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	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	3978.00	3763.93	4214.40	4772.20
每股收益	0.83	0.69	0.88	1.03	营业成本	2338.98	2190.56	2430.80	2735.61
每股净资产	6.04	6.47	7.04	7.72	毛利率%	41.20%	41.80%	42.32%	42.68%
每股经营现金流	1.72	0.73	1.36	1.58	营业税金及附加	35.60	33.88	37.93	42.95
每股股利	0.000	0.250	0.290	0.330	营业税金率%	0.89%	0.90%	0.90%	0.90%
价值评估 (倍)					营业费用	966.87	997.44	1095.74	1240.77
P/E	37.76	45.77	35.53	30.46	营业费用率%	24.31%	26.50%	26.00%	26.00%
P/B	5.19	4.85	4.46	4.07	管理费用	244.92	263.48	273.94	310.19
P/S	3.30	3.49	3.11	2.75	管理费用率%	6.16%	7.00%	6.50%	6.50%
EV/EBITDA	23.49	29.90	22.62	18.93	EBIT	391.63	293.58	390.99	457.67
股息率 (%)	0.00%	0.80%	0.92%	1.05%	财务费用	-2.53	-39.17	-46.38	-57.39
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.06%	-1.04%	-1.10%	-1.20%
毛利率	41.20%	41.80%	42.32%	42.68%	资产减值损失	-8.16	-10.00	-10.00	-10.00
净利润率	8.73%	7.61%	8.76%	9.02%	投资收益	16.33	15.00	15.00	15.00
净资产收益率	13.71%	10.59%	12.54%	13.34%	营业利润	440.11	357.75	462.37	540.06
资产回报率	8.87%	6.98%	8.21%	8.66%	营业外收支	1.46	5.00	5.00	5.00
投资回报率	35.42%	27.22%	41.24%	58.95%	利润总额	441.57	362.75	467.37	545.06
盈利增长 (%)					EBITDA	505.65	405.86	516.54	592.32
营业收入增长率	22.36%	-5.38%	11.97%	13.24%	所得税	94.16	76.18	98.15	114.46
EBIT 增长率	10.16%	-25.04%	33.18%	17.05%	有效所得税率%	21.32%	21.00%	21.00%	21.00%
净利润增长率	10.39%	-17.51%	28.84%	16.62%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	347.41	286.58	369.23	430.60
资产负债率	35.3%	34.1%	34.5%	35.1%	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	1.61	1.71	1.78	1.86	货币资金	1242.57	1432.35	1773.46	2191.72
速动比率	1.39	1.51	1.59	1.67	应收款项	45.09	53.33	56.15	64.93
现金比率	—	—	—	—	存货	166.10	154.91	169.83	191.91
经营效率指标					其它流动资产	88.27	88.27	88.27	88.27
应收帐款周转天数	4.25	5.17	4.86	4.97	流动资产合计	2097.70	2265.82	2638.52	3105.55
存货周转天数	24.88	25.81	25.50	25.61	长期股权投资	0.50	0.50	0.50	0.50
总资产周转率	1.10	0.94	0.98	1.01	固定资产	1197.56	1297.56	1397.56	1497.56
固定资产周转率	3.93	3.16	3.59	4.15	在建工程	208.63	238.63	268.63	298.63
					无形资产	206.03	216.82	223.63	230.25
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	1817.91	1842.61	1859.42	1865.33
净利润	347.41	286.58	369.23	430.60	资产总计	3915.62	4108.43	4497.94	4970.88
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
非现金支出	122.19	102.28	115.55	124.65	应付账款	409.23	386.65	423.48	478.67
非经营收益	-35.62	-20.00	-20.00	-20.00	预收账款	168.51	201.85	210.18	243.97
营运资金变动	285.98	-62.10	103.24	124.84	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	719.95	306.76	568.01	660.09	流动负债合计	1305.97	1326.75	1478.30	1668.64
资产	-531.41	-131.98	-137.35	-135.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
投资	-6.05	0.00	0.00	0.00	其它长期负债	75.53	75.53	75.53	75.53
其他	-101.00	-15.00	-15.00	-15.00	非流动负债合计	75.53	75.53	75.53	75.53
投资活动现金流	-638.45	-116.98	-122.35	-120.56	负债总计	1381.50	1402.28	1553.83	1744.17
债权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	实收资本	419.35	418.17	418.17	418.17
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	2534.12	2706.15	2944.11	3226.71
其他	-136.59	0.00	-104.54	-121.27	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	-136.59	0.00	-104.54	-121.27	负债和所有者权益合计	3915.62	4108.43	4497.94	4970.88
现金净流量	-55.10	189.78	341.12	418.26					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 22 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

闻宏伟 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,中国茶叶,东鹏饮料,洋河股份,双汇发展,农夫山泉,光明乳业,中炬高新,安琪酵母,汤臣倍健,益海嘉里,海天味业,绝味食品,今世缘,日辰股份,天味食品,洽洽食品,青岛啤酒,桃李面包,中国飞鹤,安井食品,涪陵榨菜

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。