

## 需求改善渠道恢复，业绩增长喜超预期



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月29日)	19.92元
目标价格	28.42元
52周最高价/最低价	33.24/17.85元
总股本/流通A股(万股)	41,817/40,653
A股市值(百万元)	8,098
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年01月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	6.33	-6.22	-16.02	-16.16
相对表现	9.38	-13.68	-32.14	-21.28
沪深300	-3.05	7.46	16.12	5.12



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888\*6079  
caiqi@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860519080001

联系人

周翰  
021-63325888\*7524  
zhouhan@orientsec.com.cn

#### 相关报告

冲泡发力即饮恢复,看好产品渠道改善空间	2020-08-26
果汁茶放量助力增长,短期调整不改成长逻辑	2020-04-28
二次创业蓄势待发,产品革新加码即饮	2020-02-26

- **四季度销售恢复需求改善,业绩超预期。**公司发布业绩预告,预计20年实现营业收入37.72亿元,同比下降5.2%,实现归母净利润3.55亿元,同比增长2.2%,实现扣非归母净利润3.11亿元,同比增长1.5%;其中20Q4实现营业收入18.79亿元,同比增长17.6%,归母净利润3.11亿元,同比增长44.3%,四季度收入利润环比明显改善,业绩超出市场预期。

#### 核心观点

- **学校渠道复苏推动业绩增长,看好一季度盈利弹性。**公司20年前三季度营收同比下滑20.5%,我们推断主要因为疫情导致学校渠道受损严重,经销商铺货困难;四季度疫情有效控制后,预计需求复苏叠加渠道补库推动销量快速增长。拆分来看,预计四季度冲泡奶茶增速较高,即饮板块小幅增长,全年冲泡奶茶有望恢复正增长。根据公告披露,目前公司渠道稳定、库存良性、货龄新鲜,价格体系稳定。目前国内疫情整体控制较好,公司在华北和东北等疫情相对严重区域的收入占比相对较低(20年前三季度占比分别为6.4%和2.0%),影响较小;考虑到20Q1的低基数,看好公司21Q1的盈利弹性。
- **股权激励目标有望顺利完成,即饮板块二次成长曲线不变。**公司21年股权激励目标为营收43.56亿元(+15.5%),归母净利润3.75亿元(+5.7%)。随着渠道恢复正常、需求稳步复苏,我们认为营收及净利润目标有望顺利完成。分品类看,冲泡奶茶作为公司收入基石,新品迭代升级有望带动21年收入突破30亿,即饮板块短暂调整后不改增长趋势,21年收入有望达到10亿以上,将贡献重要增量。渠道层面,公司在一二线城市推行成都模式,聚焦资源投放,打造品牌势能,逐步增加城市数量;下沉市场推广安徽模式,加大渠道扩张与下沉力度,渠道持续改善,未来拓展空间值得期待。

**财务预测与投资建议:**受新冠疫情对公司渠道营销的不利影响,根据业绩预告,我们下调营收、毛利率及费用率预测,调整预测公司20-22年每股收益分别为0.85、0.98、1.12元(原20-22年预测为0.84、1.08、1.37元)。结合可比公司估值,给予公司21年29倍PE,对应目标价28.42元,维持买入评级。

#### 风险提示

- 果汁茶动销不及预期、原材料成本上升、销售费用投入高增风险。

#### 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,251	3,978	3,772	4,370	4,940
同比增长(%)	23.1%	22.4%	-5.2%	15.9%	13.0%
营业利润(百万元)	402	440	450	519	595
同比增长(%)	26.8%	9.5%	2.2%	15.4%	14.5%
归属母公司净利润(百万元)	315	347	355	410	469
同比增长(%)	17.5%	10.4%	2.2%	15.4%	14.5%
每股收益(元)	0.75	0.83	0.85	0.98	1.12
毛利率(%)	40.4%	41.2%	41.5%	41.6%	41.5%
净利率(%)	9.7%	8.7%	9.4%	9.4%	9.5%
净资产收益率(%)	15.2%	14.6%	13.0%	13.3%	13.8%
市盈率	37.2	33.7	33.0	28.6	25.0
市净率	5.3	4.6	4.0	3.6	3.3

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。

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。

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声明。

## 投资建议

受新冠疫情对公司渠道营销的不利影响，根据业绩预告，我们下调营收、毛利率及费用率预测，调整预测公司 20-22 年每股收益分别为 0.85、0.98、1.12 元（原 20-22 年预测为 0.84、1.08、1.37 元）。结合可比公司估值，给予公司 21 年 29 倍 PE，对应目标价 28.42 元，维持买入评级。

图表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
承德露露	000848	6.35	0.43	0.45	0.45	14.77	13.97	13.97
伊利股份	600887	44.20	1.20	1.41	1.63	36.76	31.28	27.15
西麦食品	002956	23.90	0.93	1.05	1.20	25.67	22.74	19.87
光明乳业	600597	18.54	0.44	0.51	0.62	42.44	36.52	30.12
均瑶健康	605388	17.55	0.58	0.64	0.76	30.48	27.42	23.19
新乳业	002946	18.70	0.34	0.47	0.59	54.39	39.72	31.45
调整后平均						34	29	25

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 1 月 28 日收盘价）

## 风险提示

- **果汁茶动销不及预期风险。**公司冲泡类奶茶有望保持稳健增长，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。**公司果汁茶和双拼奶茶投放市场时间不久，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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,183	1,243	1,247	1,365	1,543	营业收入	3,251	3,978	3,772	4,370	4,940
应收票据、账款及款项融资	48	45	43	50	56	营业成本	1,938	2,339	2,205	2,553	2,888
预付账款	95	115	109	127	143	营业税金及附加	27	36	34	38	42
存货	153	166	157	181	205	营业费用	800	967	922	1,077	1,223
其他	470	528	527	531	536	管理费用及研发费用	139	245	228	250	254
<b>流动资产合计</b>	<b>1,949</b>	<b>2,098</b>	<b>2,083</b>	<b>2,254</b>	<b>2,483</b>	财务费用	(10)	(3)	(12)	(12)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(1)	8	(0)	1	1
固定资产	828	1,198	1,534	1,684	1,772	公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	278	209	320	501	710	投资净收益	13	16	16	19	16
无形资产	194	206	203	200	197	其他	31	38	38	38	38
其他	90	205	42	38	35	<b>营业利润</b>	<b>402</b>	<b>440</b>	<b>450</b>	<b>519</b>	<b>595</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,391</b>	<b>1,818</b>	<b>2,100</b>	<b>2,423</b>	<b>2,715</b>	营业外收入	1	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>3,340</b>	<b>3,916</b>	<b>4,183</b>	<b>4,677</b>	<b>5,198</b>	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	49	85	<b>利润总额</b>	<b>402</b>	<b>442</b>	<b>451</b>	<b>521</b>	<b>596</b>
应付票据及应付账款	392	775	730	846	957	所得税	88	94	96	111	127
其他	688	531	522	548	572	<b>净利润</b>	<b>315</b>	<b>347</b>	<b>355</b>	<b>410</b>	<b>469</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,081</b>	<b>1,306</b>	<b>1,253</b>	<b>1,442</b>	<b>1,614</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>315</b>	<b>347</b>	<b>355</b>	<b>410</b>	<b>469</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.75	0.83	0.85	0.98	1.12
其他	44	76	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>44</b>	<b>76</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,125</b>	<b>1,381</b>	<b>1,253</b>	<b>1,442</b>	<b>1,614</b>						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	419	419	418	418	418						
资本公积	462	538	685	685	685						
留存收益	1,334	1,577	1,827	2,132	2,481						
其他	0	0	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>2,215</b>	<b>2,534</b>	<b>2,930</b>	<b>3,235</b>	<b>3,584</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,340</b>	<b>3,916</b>	<b>4,183</b>	<b>4,677</b>	<b>5,198</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	315	347	355	410	469
折旧摊销	64	110	150	191	223
财务费用	(10)	(3)	(12)	(12)	(10)
投资损失	(13)	(16)	(16)	(19)	(16)
营运资金变动	59	539	(33)	86	83
其它	199	(258)	84	1	1
<b>经营活动现金流</b>	<b>613</b>	<b>720</b>	<b>527</b>	<b>657</b>	<b>750</b>
资本支出	(520)	(426)	(592)	(514)	(514)
长期投资	1	8	0	0	0
其他	(245)	(221)	16	19	16
<b>投资活动现金流</b>	<b>(764)</b>	<b>(638)</b>	<b>(576)</b>	<b>(495)</b>	<b>(498)</b>
债权融资	(110)	0	0	0	0
股权融资	13	76	146	0	0
其他	83	(213)	(92)	(44)	(74)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(14)</b>	<b>(137)</b>	<b>53</b>	<b>(44)</b>	<b>(74)</b>
汇率变动影响	(0)	1	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(165)</b>	<b>(54)</b>	<b>5</b>	<b>118</b>	<b>178</b>

  

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.1%	22.4%	-5.2%	15.9%	13.0%
营业利润	26.8%	9.5%	2.2%	15.4%	14.5%
归属于母公司净利润	17.5%	10.4%	2.2%	15.4%	14.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.4%	41.2%	41.5%	41.6%	41.5%
净利率	9.7%	8.7%	9.4%	9.4%	9.5%
ROE	15.2%	14.6%	13.0%	13.3%	13.8%
ROIC	14.4%	14.5%	12.6%	12.9%	13.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.7%	35.3%	30.0%	30.8%	31.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.80	1.61	1.66	1.56	1.54
速动比率	1.66	1.47	1.53	1.43	1.41
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	52.0	86.0	85.9	94.7	93.6
存货周转率	13.1	14.3	13.1	14.4	14.3
总资产周转率	1.1	1.1	0.9	1.0	1.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.75	0.83	0.85	0.98	1.12
每股经营现金流	1.46	1.72	1.26	1.57	1.79
每股净资产	5.30	6.06	7.01	7.74	8.57
<b>估值比率</b>					
市盈率	37.2	33.7	33.0	28.6	25.0
市净率	5.3	4.6	4.0	3.6	3.3
EV/EBITDA	22.4	18.7	17.4	14.6	12.7
EV/EBIT	26.1	23.4	23.4	20.1	17.5

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 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](http://www.dfzq.com.cn)