

香飘飘(603711)

报告日期: 2023年07月14日

## 冲泡即饮双轮驱动, 23年扬帆起航

### ——香飘飘深度报告

#### 投资要点

- 深耕奶茶十余年, 品牌形象焕发新机。** 经过十余年深耕奶茶领域, 目前香飘飘已经是市占率超六成的冲泡奶茶龙头企业。1) 股权结构方面, 公司股权结构较为集中稳定, 股权激励落地激发公司活力; 2) 品牌力方面, 20余年积淀下, 优口碑、高品质、强号召力铸就强品牌力; 3) 产品方面, 公司坚持“双轮驱动”战略, 其中冲泡为稳定增长基本盘, 即饮板块为聚焦发力的第二增长曲线; 4) 渠道方面, 公司构建全方位市场营销管理体系, 经销模式为主; 5) 市场方面, 公司深耕华东大本营二十余年, 在巩固江浙沪市场优势的同时, 正逐步实现由区域布局向全国性布局的转变; 6) 财务方面, 疫情影响下, 2017-2022年公司收入CAGR达15.61%; 归母净利润CAGR达23.34%, 销售毛利率稳定在65%左右, 盈利能力向好。
- 冲泡奶茶竞争格局稳定, 饮料赛道空间大。** 1) 公司基本盘所处赛道表现平稳: 当前中国冲泡类奶茶行业发展进入成熟期, 2014-2020年冲泡奶茶CAGR仅为5.29%, 增幅相对平缓, 2020年其市场规模为48.9亿元, 落后于现制茶饮行业; 2) 公司积极拓展即饮板块打造成长曲线: 据灼识咨询, 预计2020-2025年, 现制茶饮的零售额规模将持续成长至3400亿元, CAGR约为24.5%。2015-2020年现制茶饮占整体茶市场比例从16.43%上升至27.64%, 且占比仍在持续提升, 即饮板块的打造有助于赋予后期业绩弹性&发展空间。
- 公司核心看点: 第二增长极表现或超预期, 规模效应将逐步显现。** 我们认为2023年为香飘飘重新启航的一年, 主因: 1) 市场布局仍未充分, 冲泡有望通过渠道下沉+升级, 实现稳定增长; 2) Meco果汁茶韧性十足, 加码瓶装赛道=高毛利+拓展动态消费场景, 依托单独事业部管理, 即饮板块有望为第二增长曲线; 3) 产能利用率仍偏低, 后期规模效应有望显现; 4) 核心原料成本趋势向下, 23年有望享成本红利。
- 盈利预测与估值**  
 预计公司2023-2025年公司收入增速分别为21.98%、17.44%、12.44%; 净利润增速分别为37.87%、29.73%、24.23%; EPS分别为0.72、0.93、1.16元/股; PE分别为25、19、16倍。考虑到公司全年业绩确定性较强, 当前估值极具性价比, 首次覆盖给予买入评级。
- 催化剂:** 冲盘板块表现向好; 即饮板块放量超预期; 成本红利释放超预期; 经济恢复超预期。
- 风险提示:** 新品推广不及预期; 区域扩张不及预期; 食品安全问题; 原料价格波动风险。

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3128	3815	4481	5038
(+/-) (%)	-9.76%	21.98%	17.44%	12.44%
归母净利润	214	295	383	475
(+/-) (%)	-18.54%	37.87%	29.73%	24.23%
每股收益(元)	0.52	0.72	0.93	1.16
P/E	34.85	25.28	19.49	15.69

资料来源: Wind、浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(首次)

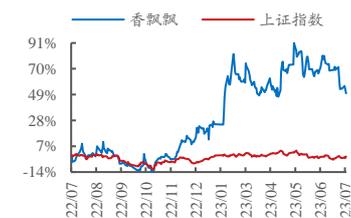
分析师: 杨骥  
 执业证书号: S1230522030003  
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 杜宛泽  
 执业证书号: S1230521070001  
 duwanze@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥18.15
总市值(百万元)	7455.04
总股本(百万股)	410.75

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《果汁茶大卖成为上半年业绩亮点》2019.08.23
- 《预估果汁茶表现抢眼或帮助公司Q2业绩扭亏》2019.07.26
- 《二季度业绩低点或是买入良机》2019.05.16

## 正文目录

<b>1 公司概况：中国奶茶第一股，冲泡即饮双轮驱动</b>	<b>5</b>
1.1 深耕奶茶十余年，品牌形象焕发新机	5
1.2 股权结构：持股结构集中，员工持股激发活力	6
1.3 产品结构：“冲泡即饮”双轮驱动，目前仍以量升为主	8
1.3.1 概况：冲泡增速保持稳健，即饮板块为第二增长曲线	8
1.3.2 量价：冲泡提价顺利，即饮板块 21 年销量逆势增长	9
1.4 品牌端：品牌定位升级变迁，年轻化“国民奶茶”形象成功建立	11
<b>2 行业情况：冲泡奶茶竞争格局稳定，饮料赛道空间大</b>	<b>12</b>
2.1 市场空间：冲泡市场增长稳定，即饮赛道处于快速成长阶段	12
2.2 行业格局：冲泡奶茶竞争格局稳定，入局液态奶茶拓展赛道	14
<b>3 未来增长点：第二增长极表现或超预期，规模效应将逐步显现</b>	<b>15</b>
3.1 冲泡有望通过渠道下沉+升级，实现稳定增长	15
3.1.1 市场布局仍未充分，渠道下沉带来量增空间	15
3.1.2 植物奶/0 糖 0 卡等概念入局，健康化赋能带来价升空间	17
3.2 依托单独事业部管理，即饮板块有望为第二增长曲线	18
3.2.1 复盘茶饮爆款之路，Meco 脱颖而出成为“现象级”大单品	19
3.2.2 Meco 韧性十足逆势增长，总研发费用稳步上调	20
3.2.3 加码瓶装赛道拓展消费场景，即饮迈出新一步	21
3.3 产能利用率仍偏低，后期规模效应有望显现	23
3.4 23 年有望享成本红利，费用率预计保持平稳	24
<b>4 盈利预测</b>	<b>26</b>
4.1 核心假设	26
4.2 盈利预测	27
<b>5 风险提示</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 12-23Q1 年公司营收及增速.....	6
图 2: 香飘飘发展阶段一览.....	6
图 3: 香飘飘股权结构情况.....	7
图 4: 香飘飘公司收入产品结构占比 (%).....	8
图 5: 香飘飘不同产品营收增速 (%).....	8
图 6: 香飘飘不同产品毛利率变化 (%).....	9
图 7: 香飘飘早期代言人为陈好和钟汉良.....	11
图 8: 公司代言人年轻化.....	12
图 9: MECO 赞助多部电视剧聚焦年轻人.....	12
图 10: 中国软饮料零售额规模及增速.....	13
图 11: 2016-2025 年中国新式茶饮市场规模及增速.....	13
图 12: 中国茶产品各品类零售额规模.....	13
图 13: 2014-2020 年中国冲泡奶茶行业规模及增速.....	13
图 14: 香飘飘冲泡奶茶市占率.....	14
图 15: 美味/经典系列的营收占比/营收增速.....	16
图 16: 13-18 年好料系列收入/销量增速.....	16
图 17: 华东地区营收占比最高 (单位: %).....	16
图 18: 公司经销商数量及区域占比 (单位: %).....	16
图 19: 华东经销商平均规模最大 (单位: 万元/家).....	16
图 20: 受疫情影响各地区增速降低 (单位: %).....	16
图 21: 公司与 OATLY 欧力推出的植物基新品.....	17
图 22: 植物蛋白饮料消费者画像.....	18
图 23: 兰芳园冻柠茶/Meco 果汁茶销量领先.....	19
图 24: 消费者愈发重视饮料成分/配料.....	19
图 25: Meco 果汁茶上市两年规模超 10 亿, 18-19 年增速达 332%.....	20
图 26: Z 世代喜欢的饮料口味 (水果味类/茶味类/其他).....	20
图 27: 公司近年研发投入总额和研究人数.....	21
图 28: 瓶装饮料产品众多, 竞争激烈.....	21
图 29: 公司推出系列瓶装饮料产品.....	22
图 30: 公司新产品研发及创新流程.....	22
图 31: 公司 20-22 年各品类毛利率.....	24
图 32: 公司 17-19 年各品类毛利率.....	24
图 33: 植脂末行业产业链.....	25
图 34: 奶茶行业产业链.....	25
图 35: 17-21 年各项成本 YoY (%).....	25
图 36: 17-21 年各项成本占比拆分 (%).....	25
图 37: 2022 年烯、白砂糖价格稳中微升, 棕榈油价格阶段性震荡上行.....	25
图 38: 当前 PE (TTM) 处于过去 5 年公司历史 PE 的 41%分位点.....	27
图 39: 16 年至今维他奶历史 PS 情况.....	28
表 1: 主要管理层简历.....	7
表 2: 公司产品矩阵一览.....	9
表 3: 公司产品量/价情况一览表.....	10

表 4: 公司历年广告语总结.....	11
表 5: 中国各类软饮料零售额规模增速.....	14
表 6: 中国茶产品各品类零售额规模增.....	14
表 7: 中国奶茶行业发展历程.....	15
表 8: 燕麦奶、果汁、杏仁奶趋势指数较高.....	17
表 9: 1-2 线城市接受更高价格带并且偏好燕麦基和坚果基饮料.....	17
表 10: 复盘茶饮行业的主要爆款产品.....	19
表 11: 杯装饮料的价格较高.....	21
表 12: 瓶装饮料的价格较低.....	22
表 13: 公司现有工厂产能/产能利用率情况.....	23
表 14: 公司重要在建工程项目.....	24
表 15: 主要产品量价情况一览.....	26
表 16: 可比上市公司盈利预测及估值表.....	28
表附录: 三大报表预测值.....	29

## 1 公司概况：中国奶茶第一股，冲泡即饮双轮驱动

### 1.1 深耕奶茶十余年，品牌形象焕发新机

**深耕奶茶十余年，二次增长焕新生。**经过十余年深耕奶茶领域，目前香飘飘已经是市占率超六成的冲泡奶茶龙头企业。回顾香飘飘发展史，公司依靠深耕杯装奶茶实现 12 年规模 20 亿的突破，虽公司在接下来的 5 年时间销售额始终停滞在 20 亿左右，但 17 年依靠发力即饮板块实现规模的高速增长（17-19 年奶茶业务收入 CAGR 达 22.8%，收入规模达 39.4 亿元），当前公司将紧抓消费复苏之风，聚焦发力即饮以实现第二曲线的打造。具体看：

**开拓起步期（2005-2007 年）：**创始人于 04 年首创杯装固体奶茶，次年创立公司并推广至全国市场，冲泡奶茶一经推出便受到市场的广泛欢迎，弥补了过去只有店铺即饮奶茶的缺陷，至 07 年逐渐进入高速增长阶段，销售规模达 5 亿以上。

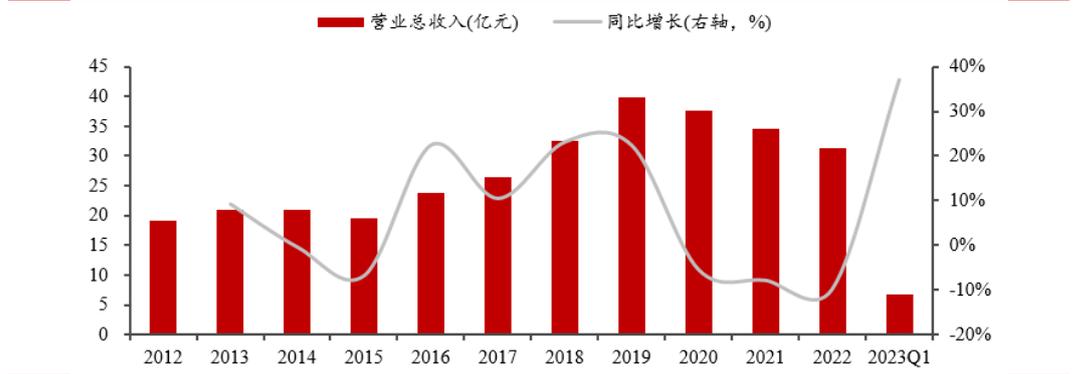
**高速增长期（2008-2012 年）：**公司于 09 年成立香飘飘四川基地、11 年成立香飘飘天津基地，开足马力加大产能投放，同时期冲泡奶茶行业竞争也进入白热化阶段，优乐美、相约等多家企业在各大市场投放产品，推广杯装奶茶，行业快速扩容。作为领头企业的香飘飘通过“杯子连起来可绕地球一圈”的广告语，占领消费者心智，在杯装奶茶垂直领域越做越大，销售规模从 5 亿飙升至 20 亿。

**增长停滞期（2013-2016 年）：**12 年成立杭州香飘飘食品销售公司，15 年收购兰芳园品牌，并于次年建立兰芳园湖州基地，产能规模进一步扩大。然而期间由于行业规模已初步定型、杯装奶茶品类较为单一、内部管理欠佳等原因，香飘飘发展进入瓶颈期，增长陷入停滞。

**市场探索阶段（2017-2021）：**公司于 17 年推出牛乳茶、兰芳园，并成功登陆上交所上市，于 18 年继续推出 Meco 果汁茶、轻奶茶等一系列新品，动销良好，并先后建成兰芳园广东基地、天津基地和四川基地，同时重构营销体系，引入外部人才，优化经销商结构，期望多管齐下重启业绩快速增长。2019 年和 2021 年，香飘飘公司陆续推出了 Meco 港式柠檬茶和乳酸菌风味果茶，进一步完善了即饮系列产品矩阵。然而公司初入即饮市场，推出的产品主要是杯装产品，定价相对较高，面临着较多的替代品和竞争对手，除了 Meco 果汁茶外，其他产品的知名度并不高，导致即饮系列并未完全达到公司的预期成果。同时，传统冲泡奶茶受到冲击，现制茶饮行业转型，消费者对健康的追求提高，对此，公司于 2019 年和 2021 年推出珍珠双拼和啵啵牛乳茶，仍未改善冲泡系列颓势。

**二次突破期（2022-至今）：**公司旗下三个子品牌推出瓶装即饮产品，包括香飘飘液体奶茶、Meco 瓶装果汁茶和兰芳园瓶装冻柠茶，顺应行业高端化趋势。除了品类创新，口味也得到不断升级：冲泡业务推出了去植脂末的新品，如“芝芝/生椰牛乳茶”和“珍珠牛乳茶”，在健康化升级方面取得了稳实的进展；即饮业务推出了“荔枝百香”、“芒果芭乐”、“有梅有鸭”等新口味，其中，新品“荔枝百香”在营收中占果汁茶业务比重超过 10%。产品和品类的创新不仅需要明确的业务方向，还需要搭建完整的品类创新链路。为此，香飘飘于 2022 年设立了品牌创新中心，推动研发创新路径下的“产品经理”模式，构建了完整的产品和品类创新路径。23Q1 公司经营呈现向好态势，23Q1 实现营收 6.8 亿元，同比增长 37%；实现归母净利润 0.1 亿元，同比增长 110%。

图1: 12-23Q1 年公司营收及增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 香飘飘发展阶段一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

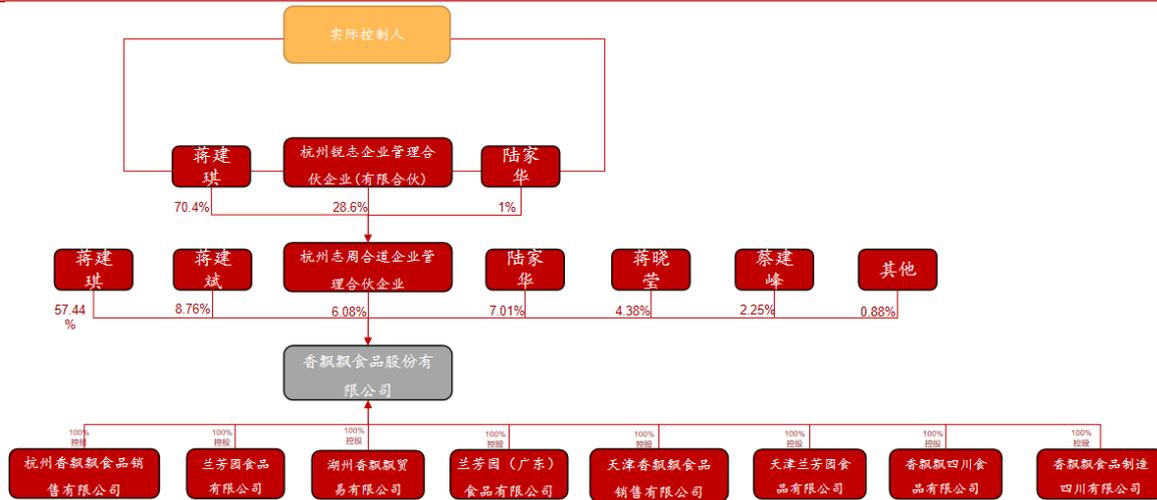
## 1.2 股权结构: 持股结构集中, 员工持股激发活力

**香飘飘股权结构集中, 利于迅速高效决策。**截止 23 年 5 月 23 日, 实际控制人蒋建琪直接持有公司 56.47% 股权, 持股比例集中有利于决策高效, 助于增强大股东实际参与经营管理决策的积极性, 保障公司战略稳定实施。

**核心团队稳定资深, 员工持股平台绑定利益。管理层稳定性强:** 公司创始人蒋建琪及公司核心管理、技术团队多从公司成立之初陪伴公司成长, 深耕奶茶行业十余年, 经验丰富&稳定性强。**薪酬有竞争力:** 公司遵循集中统一管理、收入与效益挂钩、薪酬管理市场化理念制定政策, 为提升高贡献人才薪酬, 公司平均薪酬水平在当地具备竞争力。

**公司第二次股权激励方案落地, 或将有效提振积极性。**公司于 2023 年 4 月 17 日发布股票期权激励计划草案: 该激励计划拟授予的股票期权数量为 1357 万份, 约占公司股本总额的 3.30%。草案显示, 首次授予的激励对象为 39 人, 包括董事、高级管理人员、核心管理人员和核心技术人员。激励计划的首次授予部分股票期权的行权考核年度为 2023-2025 年的三个会计年度, 根据公司的业绩指标进行考核, 其中, 以 2022 年度营业收入为基准, 要求 2023 年度营业收入增长率不低于 15%。公告显示, 为推动本激励计划的顺利实施, 稳定核心管理团队、保证员工薪酬竞争力以及维护公司整体利益, 公司选择了股票期权作为激励工具, 并以自主定价方式确定了股票期权的行权价格为 14.74 元/份。

图3: 香飘飘股权结构情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 数据更新截止 2023 年一季报

表1: 主要管理层简历

姓名	持股数(股)	职务	履历
蒋建琪	2.359亿	董事长, 总经理, 法定代表人, 非独立董事	1964年12月出生, 中专学历; 2005年8月创立香飘飘食品有限公司, 2005年8月至2013年1月任执行董事兼经理, 2013年2月至2013年6月任香飘飘食品有限公司董事长兼总经理; 2013年6月至今任香飘飘董事长兼总经理, 政协第七届湖州市委员会委员; 2016年2月至今任老娘舅董事。
蒋建斌	3600万	副董事长, 非独立董事	1965年2月出生, 中专学历。2005年8月至2013年1月任香飘飘食品股份有限公司副经理, 2013年2月至2013年6月任香飘飘食品股份有限公司董事、副董事长。2013年6月至今任香飘飘食品股份有限公司副董事长。
陆建华	2880万	非独立董事	1963年6月出生, 中专学历。2013年2月至2013年6月任香飘飘食品股份有限公司董事。2013年6月至今任香飘飘食品股份有限公司董事。
杨静	53.40万	非独立董事	1984年1月出生, 大学本科学历。2011年9月至2018年3月担任香飘飘食品股份有限公司总经理助理兼总经办主任, 2018年3月至今担任人资行政中心总监, 2020年5月至今任香飘飘食品股份有限公司董事。
蒋晓莹	1800万	非独立董事	1993年2月出生, 大学本科学历。2016年5月担任香飘飘食品股份有限公司互联网创新中心总经理, 2019年5月担任公司互联网事业部总经理, 2022年3月担任公司品牌创新中心总经理。2020年5月至今任香飘飘食品股份有限公司董事。
邹勇坚	35.00万	非独立董事, 董事会秘书	1975年2月出生, 大学本科学历。2012年9月至2018年4月担任香飘飘食品股份有限公司财务中心副总监, 2018年4月至2021年4月担任香飘飘食品股份有限公司财务总监, 2019年4月至今担任香飘飘食品股份有限公司董事, 2020年5月至今担任香飘飘食品股份有限公司董事会秘书。
缪兰娟	--	独立董事	1965年11月出生, 上海财经大学学士学位, 2019年4月至今担任香飘飘食品股份有限公司独立董事。
杨轶清	--	独立董事	1970年3月出生, 2021年5月起担任本公司独立董事。
应振芳	--	独立董事	1975年3月出生, 2021年9月至今, 任发行人独立董事。
商钢明	--	监事会主席, 股东代表监事	1982年12月出生, 2019年7月至今担任香飘飘食品股份有限公司监事会主席。
沈国华	--	股东代表监事	1979年4月出生, 大专学历。2015年6月担任香飘飘食品股份有限公司销售培训经理, 2018年8月至2020年12月任香飘飘食品股份有限公司行政办公室经理, 2020年5月至今任香飘飘食品股份有限公司监事, 2020年12月至今任行政管理副总监。
张丽萍	--	职工代表监事	1977年12月出生, 本科学历, 毕业于浙江大学。2018年12月起至2020年10月任香飘飘食品公共传讯副总监, 2020年3月至今任香飘飘食品监事, 2020年10月至今任企业公关部总监, 全面负责企业公关的日常管理工作。
李超楠	15.40万	财务总监	1982年11月出生, 硕士研究生学历, 高级会计师。曾任职于浙江正泰电器股份有限公司。2013年10月至2018年3月担任香飘飘食品股份有限公司财务中心成本管控部经理, 2018年3月担任香飘飘食品股份有限公司财务中心供应链财务部副总监, 2021年4月至今担任香飘飘食品股份有限公司财务总监。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.3 产品结构：“冲泡即饮”双轮驱动，目前仍以量升为主

#### 1.3.1 概况：冲泡增速保持稳健，即饮板块为第二增长曲线

公司坚持“双轮驱动”战略，自20年开始将主营业务分为冲泡与即饮两大产品板块，主要产品为“香飘飘”品牌奶茶（固体+液体）、“MECO 蜜谷”品牌果汁茶和“兰芳园”品牌即饮产品。具体来看：

一、冲泡产品收入占比近80%，18-22年收入CAGR为-3.27%，基本盘稳定。香飘飘冲泡类奶茶为公司最初的传统业务，拥有好料、经典、乳茶、珍珠双拼四个系列。近年因消费健康升级大趋势，公司持续推动冲泡板块的年轻化、健康化转型，开始添加优质乳粉、养生银耳、芝士等健康小料，并于21Q4推出啵啵牛乳茶、臻乳茶两个新产品。同时，公司注重冲泡类产品的渠道下沉，针对全国652个重点区县进行经销商网络结构优化，保存量挖增量。据公告显示，22年尽管公司冲泡业务营收同比下降11.55%至24.55亿元，收入占比同比下降1.84%至79.36%，但是652个重点区县的销售降幅明显小于其他区县降幅，主因公司针对下线城市渠道维护+势能打造帮助冲泡板块销售网络维持良好韧性；利润端，公司冲泡产品具有送礼性质，销售旺季处于Q4+Q1，因21-22年疫情扰动，同时各地倡导就地过年，公司冲泡板块营收受到一定冲击，毛利率小幅下滑至33.80%，但仍保持健康水准区间。

未来：对于冲泡来说，第一目标：预期用两年时间把冲泡体量恢复至疫前（预计23年可实现10%增长）；第二目标：预计将推动冲泡业务实现高个位数增长，增长方向在于健康化升级&渠道加速下沉。

二、即饮产品收入占比仍较低，但总体呈向上趋势，18-22年收入CAGR为11.09%。公司于17年4月推出即饮产品，21-22年因疫情造成产品校园推广等宣传活动难以实现，营收同比小幅下降0.69%至6.38亿元，但果汁茶依旧保持良好增长态势。公司在坚守冲泡饮料产品的同时，积极开启跨领域布局，持续推进产品健康化升级和口味创新，并针对不同消费群体开发了香飘飘烤奶茶、兰芳园冻柠茶等系列产品，23年公司推出瓶装产品，进一步拓展产品矩阵；利润端，22年公司即饮板块毛利率为11.68%（-5.01%），相较于冲泡板块仍有很大的提升空间，主因即饮系列产品规模效应弱，未来随着新品的放量+产能利用率提升，即饮板块盈利能力将持续改善。

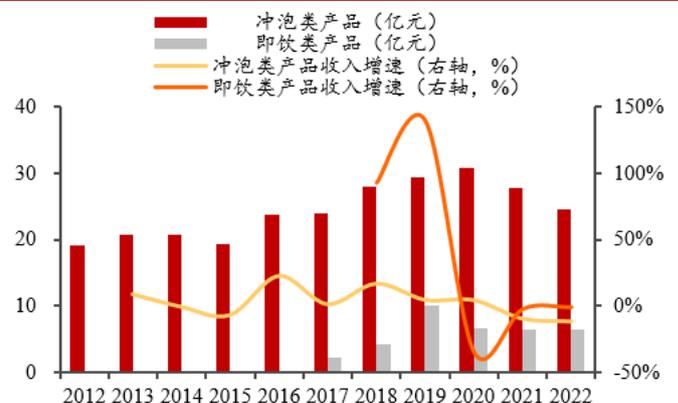
未来：对于即饮来说，预计今年费用聚焦下，亏损或将短期增加，随着后期销量提升，能够实现盈亏平衡。

图4：香飘飘公司收入产品结构占比（%）



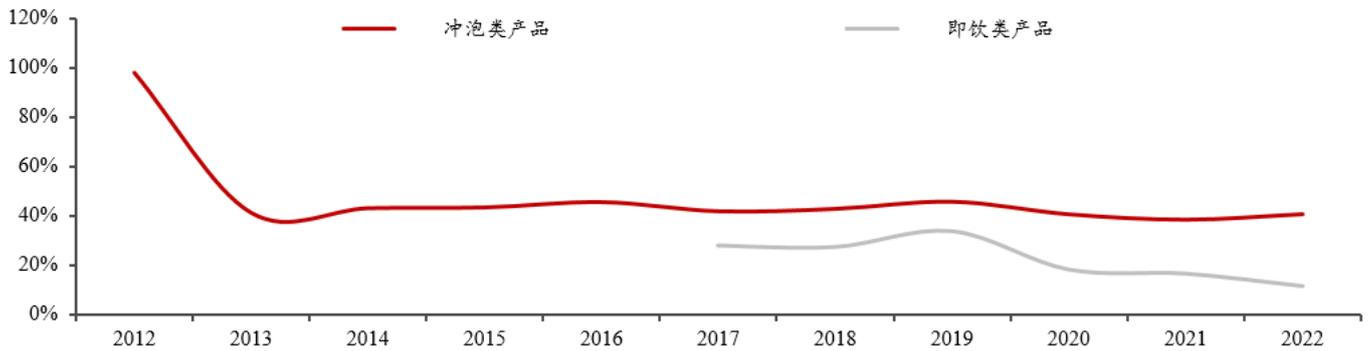
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：香飘飘不同产品营收增速（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6: 香飘飘不同产品毛利率变化(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表2: 公司产品矩阵一览

类别	名称	价格(元/瓶)	上市时间	图示
固体冲泡奶茶	经典系	5-6元	2005	
	好料系	3.5-4元	2011	
	珍珠双拼系	6-7元	2019	
	乳茶系	6-7元	2022	
果汁茶类	果汁茶	6-8元	2018	
	港式柠檬茶	6元	2019	
	乳酸菌风味果茶	5元	2021	
	兰芳园瓶装冻柠茶	6-8元	2022	
液体奶茶	兰芳园港式丝袜奶茶	9元以上	2016	
	Meco牛乳茶	8元以上	2017	
	兰芳园港式鸳鸯奶茶	12元以上	2019	
	兰芳园X OATLY联名燕麦奶茶	15元以上	2022	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 1.3.2 量价: 冲泡提价顺利, 即饮板块 21 年销量逆势增长

**冲泡板块销量方面: Q1+Q4 为冲泡销售旺季, 渠道深耕下沉推动量增。**公司冲泡产品季节性明显, 每年冬季销量会出现明显增长, 因其同时具有送礼属性, 公司会在春节档推出销售礼盒装(占总年度销售 30%左右)。虽疫情期间冲泡系列产品销量下降, 我们认为后续稳增长主线不改, 主因: 1) 公司坚持推进渠道下沉策略, 在安徽等送礼氛围较浓的地区做好礼盒和地推层面工作, 后续下线城市开发和铺货速度有望快速提升; 2) 随着消费场景复苏, 冲泡产品实现恢复性增长。

**冲泡板块均价方面: 21 年均价小幅下跌, 22 年提价政策顺利完成, 将于 23 年实现更明显的价格传导。**21 年因大环境影响造成消费力减弱, 公司均价有小幅波动(同比-3.86%)。22 年为了减轻大宗产品等成本的快速上涨, 公司于当年淡季提价冲泡系列产品, 预计 23 年价格传导将能够更好地显现。此次提价除了有利于公司的盈利能力也将增加经销

商的利润，以经典系列为例，提价后经销商利润空间增至 18-20 元，零售环节具备 25% 的毛利。

**即饮板块销量方面：季节性波动弱，销量稳定增长。**公司即饮产品优势在于季节性波动较弱，可有效补足冲泡季节性强导致业绩季节性波动大问题。20 年因疫情产生的负面影响+产品种类匮乏，公司即饮板块销量同比下降 36.34%；21 年，公司即饮业务成绩亮眼，成功逆转负增速，销量同比+7.40%。公司计划在 23 年推出更多即饮新品，拓展产品矩阵，并通过组建独立销售队伍+加大营销投入等方面的策略持续赋能即饮板块。

**即饮板块均价方面：规模效应逐步显现叠加结构升级将有效推升均价。**近年即饮板块均价表现平稳，主因：1) 疫情扰动；2) 即饮业务仍处于原点人群的开发期，以较为优惠的产品价格追求量的增长，尚未形成规模效应。长期看，随着公司即饮核心大单品试销结束开始放量，市场体系逐渐稳固，规模效应显现叠加产品内部结构升级将带动即饮板块盈利能力上涨。

表3：公司产品量/价情况一览表

项目	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	
冲泡板块	产量(箱)	44117500	44541600	45839300	42676500	35404300
	YOY(%)		0.96%	2.91%	-6.90%	-17.04%
	销量(箱)	43953500	44571900	45590900	42921600	35177600
	YOY(%)		1.41%	2.29%	-5.85%	-18.04%
	产销率	99.63%	100.07%	99.46%	100.57%	99.36%
	营业收入(百万元)	2804.33	2935.78	3067.19	2776.05	2455.45
	YOY(%)		4.69%	4.48%	-9.49%	-11.55%
	均价(元/箱)	63.80	65.87	67.28	64.68	69.80
	YOY(%)		3.23%	2.14%	-3.86%	7.92%
	即饮板块	产量(箱)	9088700	24462100	15301900	16508700
YOY(%)			169.15%	-37.45%	7.89%	1.38%
销量(箱)		8879700	24213900	15414100	16554700	16497600
YOY(%)			172.69%	-36.34%	7.40%	-0.34%
产销率		97.70%	98.99%	100.73%	100.28%	98.57%
营业收入(百万元)		419.1400	1004.80	656.89	642.89	638.45
YOY(%)			139.73%	-34.62%	-2.13%	-0.69%
均价(元/箱)		47.20	41.50	42.62	38.83	38.70
YOY(%)			-12.09%	2.70%	-8.87%	-0.35%
合计		产量(箱)	53206200	69003700	61141200	59185200
	YOY(%)		29.69%	-11.39%	-3.20%	-11.90%
	销量(箱)	52833200	68785800	61005000	59476300	51675200
	YOY(%)		30.19%	-11.31%	-2.51%	-13.12%
	产销率	99.30%	99.68%	99.78%	100.49%	99.11%
	营业收入(百万元)	<b>3223.47</b>	<b>3940.58</b>	<b>3724.08</b>	<b>3418.94</b>	<b>3093.90</b>
	YOY(%)		<b>22.25%</b>	<b>-5.49%</b>	<b>-8.19%</b>	<b>-9.51%</b>
	均价(元/箱)	<b>61.01</b>	<b>57.29</b>	<b>61.05</b>	<b>57.48</b>	<b>59.87</b>
	YOY(%)		<b>-6.10%</b>	<b>6.56%</b>	<b>-5.83%</b>	<b>4.15%</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 1.4 品牌端：品牌定位升级变迁，年轻化“国民奶茶”形象成功建立

作为中国的“国民奶茶”，香飘飘的成长之路并非一帆风顺，也曾经历过初创品牌经历的定位之困、产品之惑，公司不断调整并精细化品牌定位，用高效率、合理精准的资源投放和广告宣传来与市面上的竞品拉开差距，提高自身品牌竞争力。我们认为，公司在营销和定位主要是经历了三个阶段的跃迁，具体来看：

**05-13年：具象化广告语描述+全渠道传播。**00年前后，随着台湾连锁奶茶店进驻中国大陆，奶茶大品类已经逐渐被大众接受，然而杯状速溶奶茶这个细分品类的消费者教育仍未成熟。05年，在温州、福州、无锡、苏州等地取得优异成绩后，香飘飘品牌正式在浙江湖州成立，公司抓住市场竞争仍十分激烈的时间点，通过脍炙人口的广告语，迅速树立差异化品牌形象，推升销量实现快速增长。同时，公司也选择了符合品牌调性和市场目标的“万人迷”陈好作为代言人，成功向消费者传递香飘飘奶茶“暖意、清新、甜蜜”的印象。

**14-18年：品牌定位升级，聚焦产品功能特性+使用场景。**此时公司的市场地位已逐渐稳固，开始聚焦产品的属性和细分使用场景，在此基础上，香飘飘的广告语也焕然一新，变为“小饿小困，喝点香飘飘”，成功洞察消费者心智中小饥小饿新需求场景。这与养元的“经常用脑，多喝六个核桃”、加多宝的“怕上火，喝加多宝！”、士力架的“横扫饥饿”等传达产品功能属性+消费场景的广告语有着异曲同工之妙。公司的代言人也逐渐倾向于更加年轻的流量小生，如“国民男神”钟汉良等。

**19年-至今：重视休闲娱乐，布局年轻化战略。**近年，随着新中式茶饮的崛起，奶茶行业热度空前，奶茶的消费观念更加休闲化、娱乐化，社交属性更加突出。基于消费环境、消费观念的变化，公司广告语“够有料更享受”成功体现香飘飘的新产品特点+娱乐化属性，将杯状冲调奶茶从功能型饮料重新定义为为休闲享受型饮品。

图7：香飘飘早期代言人为陈好和钟汉良



资料来源：百度百科，浙商证券研究所

表4：公司历年广告语总结

年份	广告语
2007	香飘飘，杯装奶茶开创者，连续6年销量领先，一年卖出三亿多杯，杯子连起来可绕地球一圈。奶茶，就要香飘飘。
2008	
2009	香飘飘奶茶，一年卖出七亿多杯，杯子连起来可绕地球两圈。
2011	香飘飘奶茶，一年卖出十亿多杯，杯子连起来可绕地球三圈。
2015	小饿小困，喝点香飘飘，一年12亿人次在喝。
2019	够有料，更享受。

资料来源：百度百科，新浪网等，浙商证券研究所整理

**多层次触达核心消费群体，年轻化战略为重要营销方向。**公司通过牵手新生代优质代言人、“线上+线下”高效双渠道营销、跨界联名破局行业赛道将营销效应最大化触及消费者，具体来看：

1) 借助超人气新生代明星影响力，进军年轻消费市场：公司已分别引入王一博、朱正廷、王霏霏作为香飘飘、Meco、兰芳园品牌形象代言人，艺人粉丝群体与品牌用户高度一致，精准传播品牌价值，加速粉丝向用户转换。

2) 线上+线下整合加深品牌认知，聚焦核心人群达到精准营销。线上方面，公司注重通过网络社交平台进行话题营销，还注重网络社交、IP 营销和娱乐营销。线下方面，公司充分考虑了新式茶饮消费者 70%以上均为 30 岁以下年轻人的特点，在各大高校进行推广，覆盖上千所院校，通过赠饮等形式进行品牌推广和消费习惯培养。

3) 联合腾讯游戏旗下头部 IP《欢乐斗地主》，跨界营销最大化释放营销势能。22 年冬季，香飘飘成功牵手腾讯游戏旗下头部 IP《欢乐斗地主》成为国民暖冬 CP，以零食+娱乐的跨界话题拓展暖冬场景，同时运用创意视频“造梗”助推话题成功出圈。这次联名合作亦是公司的渠道拓展+转化的新策略，让品牌横向触达多圈层人群+纵向加深粉丝群体，建造立体化营销传播矩阵。

图8：公司代言人年轻化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：MECO 赞助多部电视剧聚焦年轻人



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2 行业情况：冲泡奶茶竞争格局稳定，饮料赛道空间大

### 2.1 市场空间：冲泡市场增长稳定，即饮赛道处于快速成长阶段

冲泡奶茶处于成熟期，即饮市场空间巨大。香飘飘产品分为冲泡与即饮两大产品板块，从市场空间看，我们认为公司所处的“冲泡奶茶”赛道增速平稳，而软饮料/果汁茶赛道则呈现强成长性，虽与新式茶饮与香飘飘主产品在一定程度上有竞争关系，但高速增长的新式茶饮亦为香飘飘消费者培育/市场空间的打开创造环境，具体来看——

**冲泡奶茶：**据前瞻产业研究院显示，中国奶茶行业经历冲粉奶茶、桶装奶茶、手摇茶和现萃茶四个阶段的演变。数据显示，当前中国冲泡类奶茶行业发展进入成熟期，2014-2020 年冲泡奶茶 CAGR 仅为 5.29%，增幅相对平缓，2020 年其市场规模为 48.9 亿元，落后于现制茶饮行业；

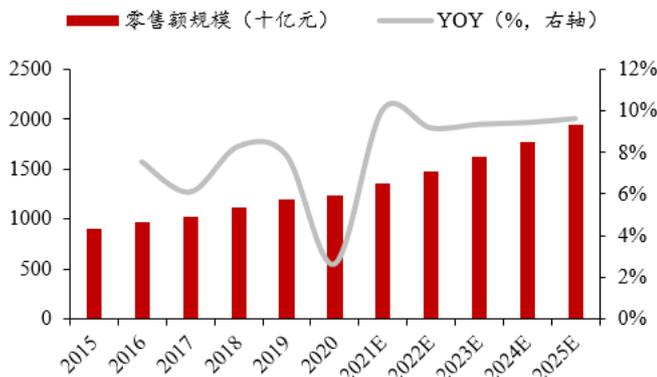
**软饮料：**中国各类软饮料中，茶、咖啡等含咖啡因饮品销售额增速靠前。非酒精饮料大致可分为茶、咖啡、瓶装水、蛋白饮料、果汁、碳酸饮料、能量运动饮料等。据灼识咨询数据，2015-2020 年，中国非酒精饮料零售额规模从 9009 亿元增长至 12336 亿元，CAGR 约为 9.6%，软饮料行业规模稳步扩张。从结构来看，茶是其中占比最大的饮品，截止 2020

年，茶的零售额为 4107 亿元，占比约为整体非酒精饮料的 33.3%。从增速来看，2015-2020 年和 2020-2025 年（预期）CAGR 排名前三的软饮料均为咖啡、茶和能量运动饮料；

**果汁茶：**2019 年即饮饮料市场为 9914 亿元，预计到 2024 年将增长至 13230 亿元，CAGR 为 6%。根据灼识咨询，2015-2020 年，即饮茶零售额规模从 945 亿元增长至 1200 亿元，CAGR 约为 4.9%，占整体茶市场比例从 36.78% 下降至 29.22%。2018 年香飘飘推出 Meco 果汁茶系列，进一步补充了即饮板块产品类型。

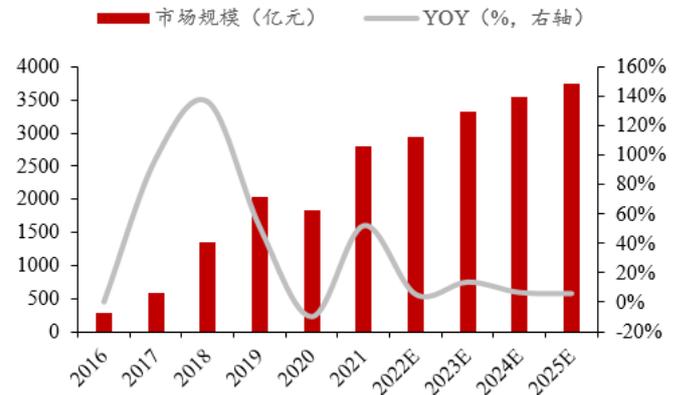
**新式茶饮：**据灼识咨询数据显示，2015-2020 年，现制茶饮的零售额规模从 422 亿元增长至 1135 亿元，CAGR 约为 21.9%；预计 2020-2025 年，现制茶饮的零售额规模将持续成长至 3700 亿元，CAGR 约为 24.5%。2015-2020 年现制茶饮占整体茶市场比例从 16.43% 上升至 27.64%，且占比仍在持续提升。新式茶饮主打“新鲜、健康、个性”等概念，打开中国茶饮市场天花板，市场规模快速增长，根据艾媒咨询数据显示，2021 年新式茶饮市场规模为 2795.9 亿元（+51.9%），2022 年新式茶饮市场规模预计超过 2900 亿元。

图10：中国软饮料零售额规模及增速



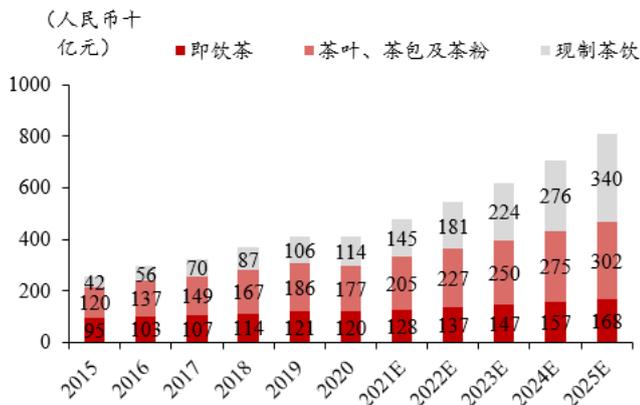
资料来源：灼识咨询，奈雪的茶招股书，浙商证券研究所

图11：2016-2025 年中国新式茶饮市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所

图12：中国茶产品各品类零售额规模



资料来源：灼识咨询，奈雪的茶招股书，浙商证券研究所

图13：2014-2020 年中国冲泡奶茶行业规模及增速



资料来源：佳禾食品招股书，智研咨询，浙商证券研究所

表5: 中国各类软饮料零售额规模增速

	CAGR	
	2015-2020	2020-2025E
茶	0.098	0.146
瓶装水	0.097	0.073
蛋白饮料	0.033	0.043
果汁	0.02	0.069
碳酸饮料	0.03	0.028
能量运动饮料	0.117	0.098
咖啡	0.138	0.172
其他	-0.017	0.01
总计	0.065	0.096

资料来源: 灼识咨询, 奈雪的茶招股书, 浙商证券研究所

## 2.2 行业格局: 冲泡奶茶竞争格局稳定, 入局液态奶茶拓展赛道

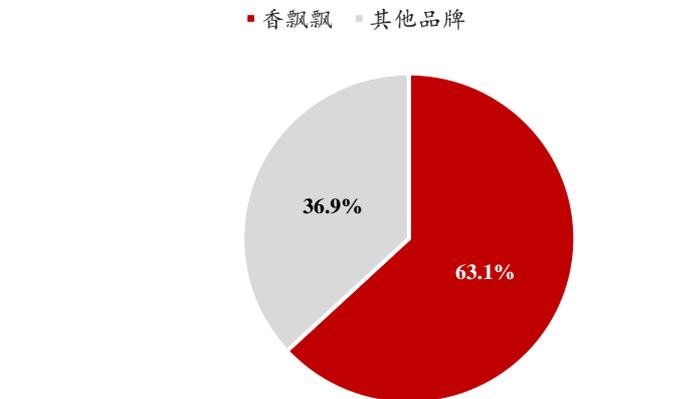
冲泡奶茶格局稳定, 推出即饮以拓展液体奶茶细分市场。国内奶茶市场主要产品形态有液态瓶装奶茶、杯装奶茶、盒袋装奶茶以及通过门店形式直接现场制作并向消费者出售的现调奶茶。目前, 冲泡奶茶的竞争格局已基本稳定。主要参与者有“香飘飘”、“优乐美”、“香约”、“立顿”。其中杯装奶茶以“香飘飘”、“优乐美”、“香约”为主; 盒袋装奶茶则以“优乐美”、“香约”、“立顿”为主。香飘飘作为国内主要的冲泡奶茶经营企业, 2012年至2022年连续11年杯装冲泡奶茶市场份额保持第一, 目前市占率超60%。液体奶茶细分市场主体则有统一、康师傅、麒麟、哇哈哈等。近年来, 香飘飘为对冲冲泡奶茶“困局”, 积极入局液体奶茶细分市场以打开第二增长极。

表6: 中国茶产品各品类零售额规模增

	CAGR	
	2015-2020	2020-2025E
现制茶饮	22.1%	24.4%
茶叶、茶包及茶粉	8.1%	11.3%
即饮茶	4.8%	7.0%
总计	9.8%	14.6%

资料来源: 灼识咨询, 奈雪的茶招股书, 浙商证券研究所

图14: 香飘飘冲泡奶茶市占率



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

表7: 中国奶茶行业发展历程

阶段	具体内容	特点
冲粉奶茶 (2000-2003)	早期以果味粉为主, 以路边摊为主, 用水直接勾兑、快速制作。	出品快、品质差
桶装奶茶 (2004-2006)	桶装奶茶发展的鼎盛时期, 出现奶精。	出品快、品质升级、价格提升
手摇奶茶 (2007-2009)	手摇奶茶带来冲击, 冲粉和桶装奶茶没落, 奶茶行业再次迭代。	以高倍原汁水果浓浆、国产奶精、风味糖浆、二砂糖、果糖及进口台湾食材为主
现萃茶 (2010-至今)	主要以贡茶和喜茶为主, 目前还有奈雪的茶等	配料以奶盖和芝士奶盖为主

资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

**当前香飘飘冲泡类奶茶全国市场覆盖率不高, 渠道下沉将助力量增。**香飘飘冲泡板块以传统渠道和批零渠道为主。21年, 公司对现有市场势能进行分析和评估, 规划出重点销售旺季市场, 即“千县万镇”计划, 目前香飘飘仅能覆盖约50%的县, 而且将近60%的收入来源于300-400个县, 市场铺货空间仍很大。同时, 下线城市居民收入水平持续提升、消费场景日渐复苏、中国城镇化有序推进也将有助于冲泡饮品行业的需求扩容, 公司渠道下沉战略有望带动产品动销稳步增长。

### 3 未来增长点: 第二增长极表现或超预期, 规模效应将逐步显现

公司作为传统饮料品牌, 其竞争优势主要有: 1) 品牌优势强; 2) 渠道覆盖率远高于竞品, 拥有成熟的渠道资源与下沉经验, 稳定的终端网络布局和经销商体系; 3) 完善的饮料产品研发及创新流程; 4) 产能+供应链投入成本低等。2023年即饮板块处于投入阶段, 将以追求收入增长为主(通过前瞻性布局销量以加速提升规模效应), 从而使得即饮利润亏损端逐步收窄。

#### 3.1 冲泡有望通过渠道下沉+升级, 实现稳定增长

**经典系列增速稳中有增, 美味系列增速有所下降。**12-21年公司经典系列(椰果系列)收入从16.66亿元上升至20.82亿元, CAGR为2.51%, 期间虽有三个年份增速出现下滑, 但总体保持稳定向上的趋势, 18-21年增速更是大幅涨至13%/10%/7%, 不惧疫情冲击依旧保持扎实消费基础; 同期美味系列(红豆奶茶)收入从12年的1.72亿元提升至21年的6.94亿元, CAGR高于经典系列达到16.78%, 但近两年增速有所下降; 乳茶系列仍处于探索阶段, 暂未放量。公司冲泡板块中, 12-21年期间美味系列占比从9%大幅提升至25%; 同期经典系列占比虽有所下降, 但依旧占据75%收入比, 仍是冲泡板块营收贡献主力军。

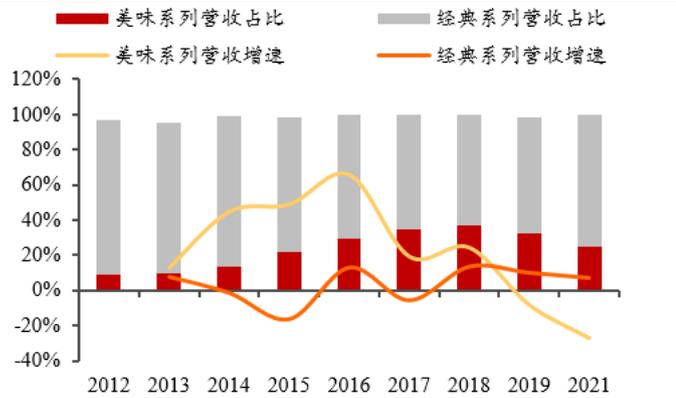
**渠道下沉+产品升级为冲泡板块稳健发展驱动力。**通过量价分析来复盘美味系列的成长之路可以得出, 13-18年间美味系列销量/单价年均增速分别为27.56%/2.90%, 此前美味系列产品长达6年的高速增长主要得益于产品的量增。当前, 冲泡板块的稳健发展主要源于渠道下沉+产品升级。

##### 3.1.1 市场布局仍未充分, 渠道下沉带来量增空间

**现公司区域性收入尚不均衡, 全国化/市场下沉仍有较大空间。**具体数据来看, 收入端: 22年前三大地区华东、华中、西南地区营业收入占公司总收入43.89%、14.95%、13.55%, 其他区域占比仅为个位数, 区域开拓空间较大; 经销商数量端: 华东地区为公司核心销售市场, 经销商家数较多, 截至22年末已拥有442家经销商, 而西南/华中地区增

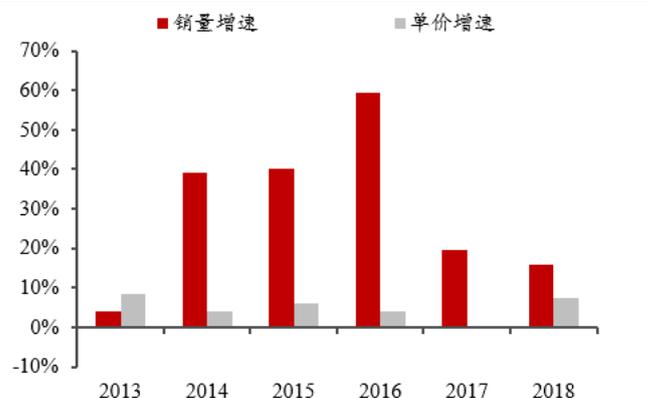
速快体现强潜力；**经销商质量端**：华东、华中、西南地区经销商平均规模最大，22年平均经销商规模为307.2/199.4/195.9万元，华北、华南、东北、西北地区平均每家年度销售额仍较小，同时因疫情对餐饮行业造成较大冲击，公司20、21年各地区营收增速降低。我们认为冲泡类饮品随着资源投入更加均衡+正稳步扩张现有经销商团队+加快弱势区域招商，全国化布局有望提速。

图15：美味/经典系列的营收占比/营收增速



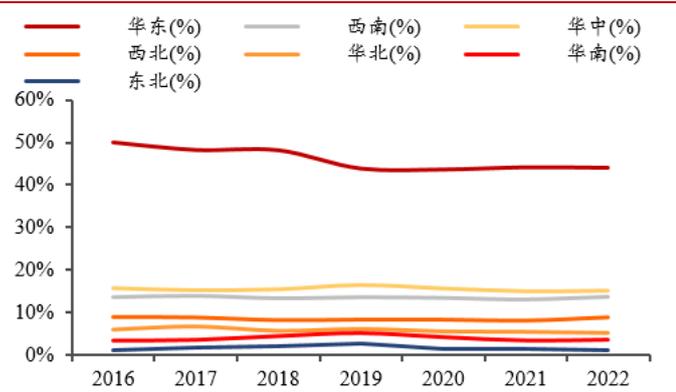
资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：2020年公司未公布美味/经典系列产品具体数据

图16：13-18年好料系列收入/销量增速



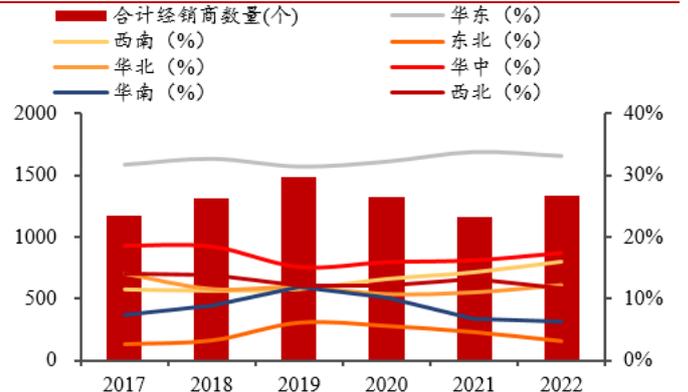
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图17：华东地区营收占比最高（单位：%）



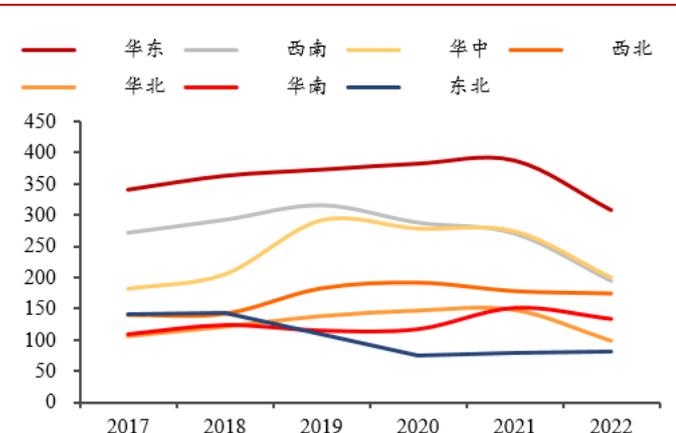
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图18：公司经销商数量及区域占比（单位：%）



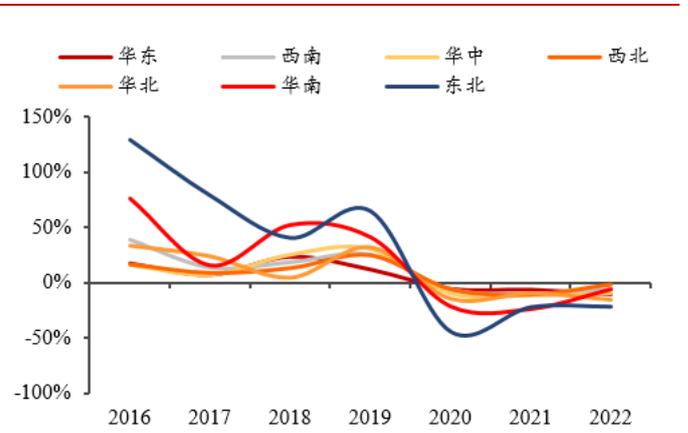
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图19：华东经销商平均规模最大（单位：万元/家）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图20：受疫情影响各地区增速降低（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.1.2 植物奶/0糖0卡等概念入局，健康化赋能带来价升空间

顺应健康化趋势，积极推进结构升级。公司通过与 OTLAY 进行合作打开植物奶市场空间的同时，亦在“0糖0卡”等健康化方面积极布局，具体看：1) 植物奶：公司目前已推出山茶花味铁观音燕麦奶茶和鸭屎香燕麦奶茶两款新品，在线上+线下（华东区域的全家、罗森便利店）同时进行试销，终端反映的动销数据显示产品具有很大潜力。同时，公司正在紧锣密鼓地研发和布局燕麦奶茶的瓶装产品，预计后续将会在山姆会员店进行售卖；2) “0糖0卡”：公司推出的兰芳园瓶装咸柠七气泡水/Meco 果汁茶等产品均主打“0糖0卡”的概念，市场销售反馈向好。另外，公司已储备系列零添加/其他类型健康化产品，未来将在合适时候推出。

表8: 燕麦奶、果汁、杏仁奶趋势指数较高

市场排名	市场名称	趋势指数	市场排名	市场名称	趋势指数
1	浓缩金桔	100	11	纯橙汁	69.28
2	黄桃杯	100	12	罐装果汁	68.68
3	草莓魔豆	84.8	13	鲜榨果汁	68.34
4	早餐果汁	73.7	14	杏仁奶	68.18
5	葡萄果汁	72.99	15	无糖燕麦奶	66.23
6	植物燕麦	71.09	16	果汁蓝莓汁	65.51
7	无糖杏仁奶	70.83	17	冷萃饮料	64.72
8	鲜榨橙汁	70.66	18	无糖脂肪奶	64.71
9	低脂杏仁奶	69.97	19	低脂酸奶	64.22
10	口味果汁	69.61	20	家用芝士片	64.05

资料来源：天猫新品创新中心，浙商证券研究所

表9: 1-2线城市接受更高价格带并且偏好燕麦基和坚果基饮料

中位数所在价格区间		偏好植物蛋白饮料品牌五名
1-2线城市	54-88元	OATLY、谷为纤、涵一、Joya、oat oat
3-6线城市	16-56元	Vitasoy/维他奶、豆本豆、力大狮(泰国)、Vamino/哇米诺、豆源和

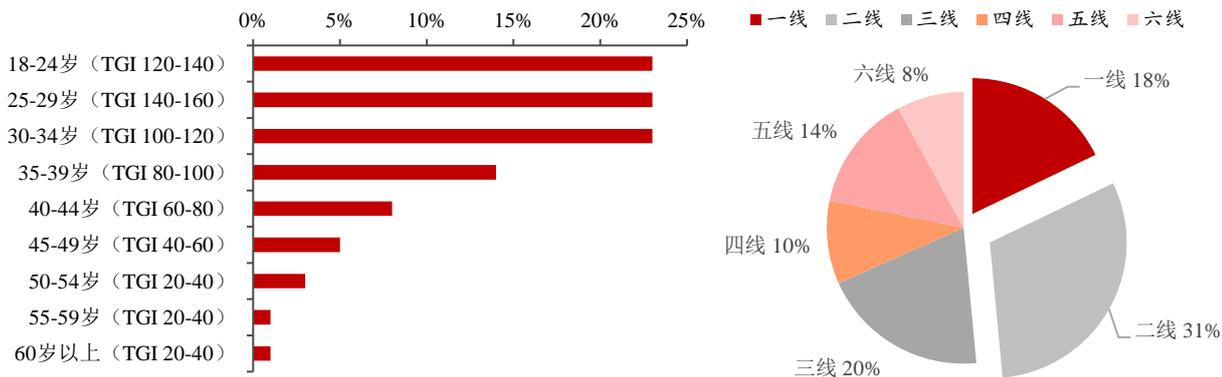
资料来源：天猫新品创新中心，浙商证券研究所

图21: 公司与 OATLY 欧力推出的植物基新品



资料来源：公司官方微博，浙商证券研究所

图22: 植物蛋白饮料消费者画像



资料来源: 天猫新品创新中心, 浙商证券研究所

### 3.2 依托单独事业部管理, 即饮板块有望为第二增长曲线

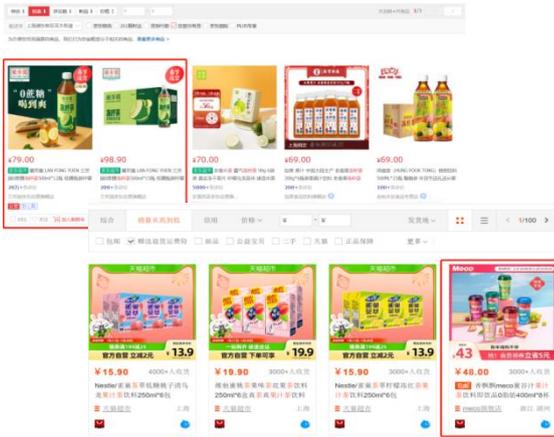
即饮板块发力意义在于打造未来弹性曲线, 后期利润有望扭亏为盈。即饮板块的存在意义在于拓展业绩稳定的冲泡板块之外的第二增长曲线, 为中长期弹性发展做提前布局, 所以即使短期因量仍小导致利润端亏损, 公司仍将即饮板块作为重点任务打造, 之后即饮板块有望随着销量的提升, 毛利率预计有望>30%, 预计即饮收入占比达 40%时将实现盈亏平衡。

即饮事业部成立赋能即饮板块, 明确核心单品利于聚焦发展。我们认为此前即饮板块于 18-19 年实现高速增长主因 MECO 果汁茶单品需求端表现旺盛叠加渠道铺设顺利, 但 19Q3 冰冻化率的不足在一定程度上影响了果汁茶的发展速度。疫后消费修复阶段, 公司通过: 组建专业的专业即饮团队+聚焦核心单品(果汁茶+冻柠茶+黑乌龙乳茶)+推出 PET 瓶装以丰富消费场景+提升冰冻化率(公司主要通过投放自有冰箱+购买终端网点冰冻化资源的模式来扩大渠道终端的冰冻化规模, 在成功增强消费者触达的同时, 也为公司后续推动 PET 瓶装产品奠定了坚实基础)+扩大招商规模+加大资源投入+聚焦重点省份布局数中心市区(华东: 上海、浙江、江苏; 华南: 广西、广东、福建)等方式将重启即饮板块高增。

当前铺货顺利, 即饮渠道经销商占比将逐步提升。经销商方面, 由于此前即饮&冲泡渠道重合比例高(冲泡产品终端覆盖终端网点 40 万家左右), 但由于冲泡产品主要销售市场偏向二三线(占比约为 75-80%), 而即饮产品则主要面向一二线, 因此公司后续将逐步提升即饮经销商占比以适应发展。铺货方面, 优选机会比较大的或者势能比较高的渠道或者城市, 作为第一波铺货网点或者销售, 先在这些核心渠道的核心区域把品牌或者品类的势能建立起来, 再通过业务的滚动的发展, 带动一些相对来讲势能相对弱一点的渠道或者是终端, 形成相互促进, 往前滚动的进步的发展, 当前即饮产品铺货进度顺利。后续公司工作重点分别为: 1. 团队内部的磨合调整优化; 2. 渠道即饮产品铺货情况; 3. 动销回转情况; 4. 做好渠道服务, 包括经销商商优化、招募部分等。

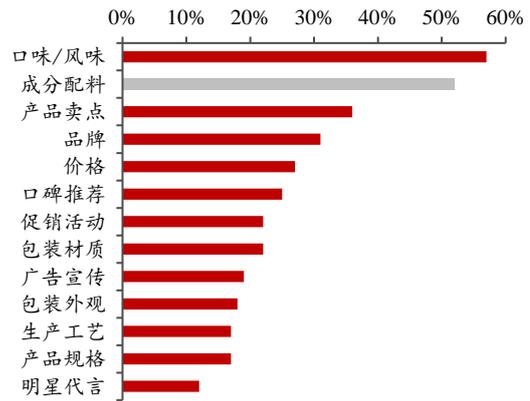
渠道激励政策加强, 经销商体系预计稳步扩张。23 年公司将对经销商伙伴采取新激励政策: 以终端结果为导向进行经销商能力的评估, 3 个月内达到公司目标的经销商即可有激励, 质量较低的经销商将会有负激励。同时, 对于经销商招募和开拓方面, 公司将单独扩大即饮板块的招商范围, 重点发力即饮强势的华东+华南区域, 23 年全年提升终端数量至 30 万+家(果汁茶 21 年终端铺设 10 万+家, 22 年终端铺设 20 万+家)。

图23: 兰芳园冻柠茶/Meco 果汁茶销量领先



资料来源: 京东, 浙商证券研究所

图24: 消费者愈发重视饮料成分/配料



资料来源: Ipsos, 浙商证券研究所

### 3.2.1 复盘茶饮爆款之路, Meco 脱颖而出成为“现象级”大单品

表10: 复盘茶饮行业的主要爆款产品

产品	康师傅冰红茶	统一阿萨姆奶茶	小茗同学	茶π (茶派)	Meco蜜谷果汁茶
公司	康师傅	统一集团	统一集团	农夫山泉	香飘飘
上市时间	1966年10月	2009年10月	2015年3月	2016年	2018年7月
价格	3元	3.5元	5元	5-6元	6元
销售规模	2020年, 康师傅冰红茶占我国茶饮料市场份额的16.1%位居第一, 成为中国饮料市场率先进入百亿俱乐部的茶饮品牌。	2010年, 4亿; 2018年, 40亿; 2019年, 以40多亿的销售稳居奶茶品类之首; 2020年, 阿萨姆奶茶仍实现3%增长, 在国内液体奶茶品类中占比仍是首位, 如今其已成长为50亿级明星单品。	小茗同学在上市5个月的时间里, 就卖了5个亿; 2015年小茗同学和海之言共同贡献了25亿元的收入, 占总销售近20%。	上市7个月破10亿元; 上市3年逼近30亿元销量; 上市4年累计破百亿	2018年上市到2019年, Meco蜜谷果汁茶仅用一年时间就完成累计销量近10亿元的好成绩
消费群体	细分冰茶行业, 定位“冰红茶概念”, 新品无糖冰红茶满足年轻消费者的需求	15-30岁的年轻白领和以大学生为主的学生族群, 并以女性消费者居多	“95后”人群, 也就是16-22岁的高中生和尚未毕业的大学生群体	瞄准90、00后消费群体	学生以及年轻上班族
需求端	推出“再来一瓶”的活动抢占终端零售资源; 召集五月天、Twins、陶喆、弦子、张惠妹、谢霆锋、潘玮柏、田馥甄等潮流音乐达人作为代言人, 传递产品“酷”的形象; 紧盯年轻消费者实现, 05年联名《星球大战》, 06年玩转《大唐网游》, 08年跨界体育圈	采用公车电视广告、电视节目、电梯广告等多渠道进行品牌曝光; 请阿SA、郭采洁做形象代言人。	小茗同学的冷着眼子认真搞笑的冷幽默, 如此统一的冷泡制茶工艺也与之呼应, 两者的结合诞生了“认真搞笑, 低调冷泡”这句品牌标语。15年, 小茗同学独家冠名大型明星校园体验真人秀节目《我去上学啦》节目, 在节目里深度植入广告, 之后《小茗同学冷泡NEW上市》广告片也在东方卫视和爱奇艺双平台进行了	为了迎合年轻消费群的口味需求, 农夫山泉在茶π中添加果汁成分, 让整个产品的口感变得更加清新爽利, 符合年轻人的腔调; 邀请了韩娱火爆亚洲的男子天团Bingbang做为代言人, 这是首支BingBang全员代言的中国品牌。	1) 优质原料+先进设备。Meco果汁茶采用25%的纯正果汁+优质现萃茶叶等优质原物料% (超过大部分同属性竞品, 如小茗同学和茶π比例约为1-2%), 使用世界领先的杯装无菌灌装设备, 不添加防腐剂, 满足Z世代对饮料的健康化需求; 2) “高颜值”外包装。Meco果汁茶运用鲜艳明快的色彩打造杯身, 其形象与母品牌香飘飘形成区分, 并根据不同节日推出对应包装; 3) 新鲜前沿的产品矩阵。根据《Z世代饮料消费调查报告》, 桃子、柠檬、葡萄是年轻消费者最喜欢的三大饮料口味, 而Meco果汁茶刚好精准拿捏Z世代消费者的喜好, 产品矩阵中包含桃桃红柚、泰式青柠、红石榴白葡萄、荔枝百香果等, 均是受年轻人热捧的前沿口味; 4) 营销费用投入增加, 邀请邓伦作为代言人吸引众多粉丝群体; 注重线上营销, 在热播电视剧《知否知否》、游戏《王者荣耀》均有植入广告

资料来源: 澎湃新闻, 前瞻经济学人等, 浙商证券研究所整理

回顾竞争激烈的茶饮行业发展历程, 我们发现每一个时间段都由某一特定爆品所引领。为了总结茶饮行业爆款产品的特质, 我们对不同时间段中诞生的爆款进行了复盘。从下表

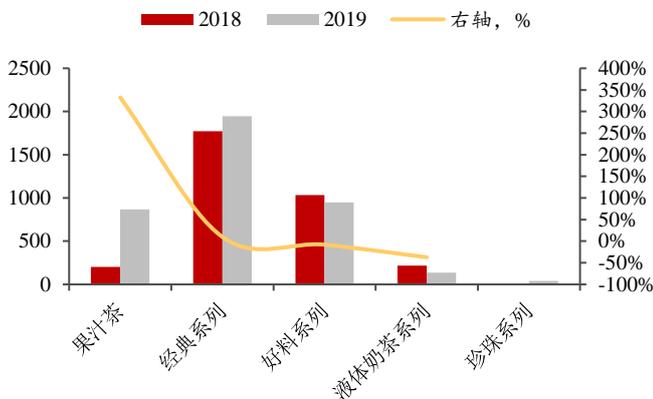
可以看出，茶饮料产品成为爆品需同时拥有需求端+供给端两个方面的特质，具体来看：**1) 需求端：**拥有敏锐的市场嗅觉，保持营销热度，不断优化品牌的产品力，细化消费场景，突出产品属性，打造与竞品之间的差异化。同时还需紧跟市场消费潮流，不断调整产品风味、包装等，如Meco果汁茶、茶π即是根据现今社会年轻人对饮料健康化、品牌年轻化的追求来打造拥有高含量果汁+鲜明包装的茶饮产品。**2) 供给端：**拥有成熟渠道和终端网络的企业更为占优。如农夫山泉、统一集团、香飘飘都是深耕饮料行业数十载的企业，可以依托强大的经销商网络及终端模式将单品迅速铺货。而在数字化时代，公司也需借助抖音、快手、拼多多快速崛起的电商平台来带动自身动销。

### 3.2.2 Meco 韧性十足逆势增长，总研发费用稳步上调

**Meco 果汁茶保持韧性，未来有望重回高速增长赛道。**中国新式茶饮行业处于快速增长的阶段，2020 年市场规模约为 773 亿元人民币，存较大发展空间，Meco 果汁茶受益于瞄准了传统灌装奶茶与现制茶饮之间的价格空白地，定价 6-8 元，避开了资源饱和所引起的激烈市场竞争，并用“果汁+现萃茶底”、“无需冲泡”、“无防腐剂”等特殊产品属性拉开与竞品之间的价值差异，顺利占据茶饮行业的一席之地。21-22 年受疫情扰动，公司即饮板块营收分别同比-2.13%、-0.69%至 6.43、6.38 亿元，但 Meco 果汁茶依旧保持良好增长态势，其中 21 年营收规模 5.56 亿元（+6.43%）。我们认为，近几年公司不惧大环境冲击，依旧保持清晰的战略方针，如持续加大终端冰冻化率、精耕“核心 95 城+重点 10 城”、布局线上电商渠道等策略都将为果汁茶产品后续发力奠定基础；结合新式茶饮、果汁茶行业未来有望发展迅猛，Meco 单品将继续保持韧性，融合网红茶饮的爆发力和传统茶饮的稳定性，重回高速增长的赛道。

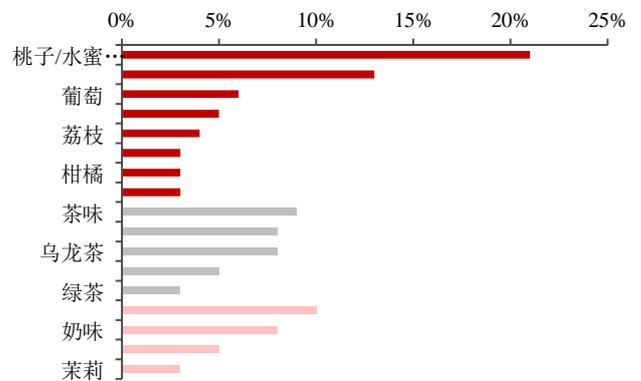
**研发费用稳步上调，品牌创新中心助力推新。**16-22 年，公司的研发费用从 0.06 亿元上涨到 0.28 亿元，CAGR 为 29.27%。公司今年新成立了品牌创新中心，采用自下而上的驱动研发机制，全流程让消费者深度参与以降低创新风险；同时，公司的研发部门时刻跟踪关注当下流行趋势，为后续产品矩阵健康化发展打下基础。

图25: Meco 果汁茶上市两年规模超 10 亿，18-19 年增速达 332%



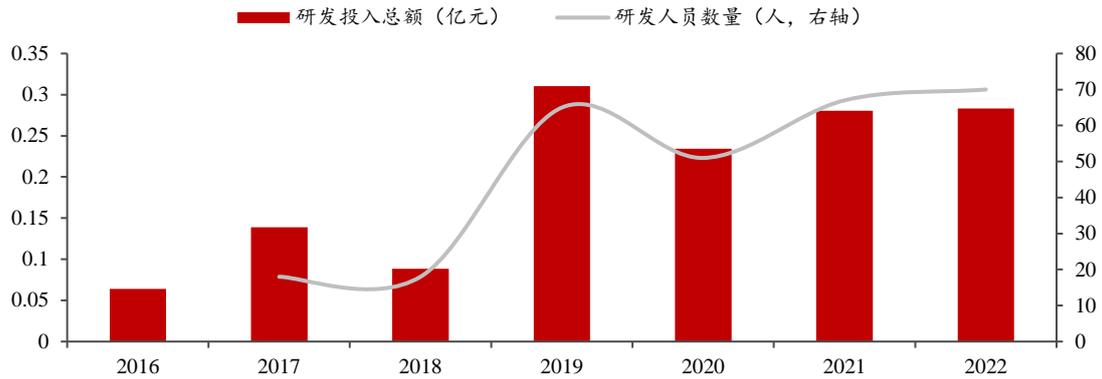
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: Z 世代喜欢的饮料口味（水果味类/茶味类/其他）



资料来源: 《Z 世代饮料消费调查报告》, 浙商证券研究所

图27: 公司近年研发投入总额和研究人员数量



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3.2.3 加码瓶装赛道拓展消费场景，即饮迈出新一步

瓶装饮料具备高毛利&消费面更大优势。从盈利端看，根据亿欧数据，某头部茶饮门店的一杯饮品毛利率为 54.17%（该毛利尚未扣除营销成本、设备折旧及品牌总部运营所产生的相关成本），瓶装饮料（不包括纯净水）的毛利能够高达 70%-75%，例如元气森林的气泡水，售价在 5-6 元之间，但纯利润却高达 4.5 元左右。21 年报告期内，公司冲泡板块/即饮板块的毛利率分别为 38.44%/16.69%，对比于瓶装饮料行业的毛利率仍有较大提升空间。从消费场景看，“杯状饮料+瓶装饮料”的产品策略可以帮助香飘飘进一步挖掘目标消费群体多重需求，拓展消费者在全时段、多场景的消费，实现营收增长。

图28: 瓶装饮料产品众多，竞争激烈



资料来源: 红餐网, 浙商证券研究所

表11: 杯装饮料的价格较高

所属品牌	产品名	容量	总价 (元)	单价 (元)
兰芳园	港式牛乳奶茶	280ml*6 杯	66.9	11.2
	港式鸳鸯奶茶	280ml*6 杯	69.0	11.5
Meco	果汁茶	400ml*8 杯	48.0	6.0
香飘飘	霸气椰椰	280ml*8 杯	65.9	8.2
统一	茶瞬鲜	400ml*6 杯	59.9	10.0

资料来源: 浙商证券研究所

表12: 瓶装饮料的价格较低

所属品牌	产品名	容量	总价(元)	单价(元)
兰芳园	冻柠茶	500ml*12 瓶	79.0	6.6
奈雪	果汁茶	500ml*6 瓶	45.6	7.6
	气泡水	500ml*15 瓶	75.1	5.0
喜茶	暴柠茶	450ml*15 瓶	91.8	6.1
	果汁茶	450ml*15 瓶	105.3	7.0
	无糖气泡苏打水	500ml*15 瓶	74.2	4.9
元气森林	苏打气泡水	480ml*15 瓶	85.9	5.7
农夫山泉	茶π(茶派)	500ml*15 瓶	69.9	4.7

资料来源: 京东, 浙商证券研究所

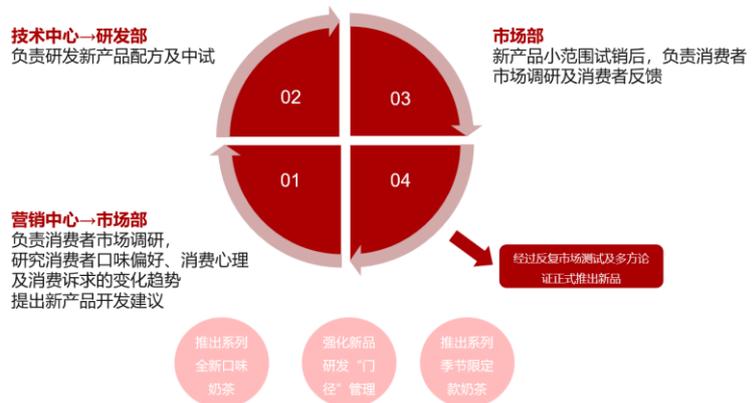
正式加码瓶装赛道, 新品顺应口味趋势, 市场反馈良好。22年4月21日, 公司旗下品牌兰芳园瓶装港式冻柠茶率先上市, 随后又推出了兰芳园瓶装咸柠七气泡水, 两款产品继续主打港式茶饮概念, 沿用0糖0脂的健康配方。22年5月7日, 公司推出3种口味的Meco瓶装果汁茶: 桃桃红柚、红石榴白葡萄、泰式青柠, 主打“0脂肪、方便携带、开盖即饮”的概念, 其中红石榴白葡萄新口味果汁茶自21年3月上市后实现营收近8000万元, 占果汁茶板块销量14%, 成为继泰式青柠、桃桃红柚后又一受消费者欢迎的主打口味。

图29: 公司推出系列瓶装饮料产品



资料来源: 京东, 浙商证券研究所

图30: 公司新产品研发及创新流程



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3.3 产能利用率仍偏低，后期规模效应有望显现

22年公司设计产能为61.29万吨，实际产能为24.81万吨，产能利用率仅有40.48%，待23年即饮板块核心单品放量后有望快速提升产能利用率。具体来看，1) 固体奶茶板块，公司拥有湖州、成都、天津三家工厂，22年设计产能为18.89万吨，实际产能为12.39万吨，产能利用率65.59%，产能利用率有待进一步提升；2) 液体奶茶板块，公司拥有湖州、天津、江门、成都四个工厂，设计产能为49.19万吨，实际产能为9.85万吨，受疫情影响，22年产能利用率较低（约20%），其中产能利用率最高的江门工厂也仅有25.23%的利用率。我们认为，公司的即饮/液体奶茶板块暂未形成规模化，核心单品仍处于线上+线下小范围地区试销的阶段，毛利率对比冲泡板块仍有很大的提升空间，23年产品开始放量后：虽23年将有预计1亿元左右固定成本，后续即饮板块总产能以及产能利用率提升有望推动单位成本有望逐步降低，会带来固定成本压力缓解；可以实现在固有杯装生产线上做技改，提升瓶装产品灌装能力，共享物料调配配置阶段装备，从而持续释放公司利润空间。

公司积极拓展即饮/液体奶茶板块产品线，做好相关产线技改/产能提升部署。为布局未来潜在市场，公司积极布局产线技改/产能提升项目：目前公司拥有两个重要在建项目，分别是四川兰芳园生产线“年产28万吨无菌灌装液体奶茶项目”和湖州兰芳园生产线“兰芳园液体饮料项目二期及3线灌装站等改造项目”，其中四川兰芳园生产线项目现已完工，湖州瓶装技改项目已到工艺验证步骤。

表13: 公司现有工厂产能/产能利用率情况

	主要工厂名称	设计产能(万吨)	实际产能(万吨)	产能利用率
固体	湖州固体奶茶厂	9.31	6.26	67.24%
	成都固体奶茶厂	6.15	4.33	70.41%
	天津固体奶茶厂	3.43	1.80	52.48%
	<b>合计产能(万吨)/平均产能利用率(%)</b>	<b>18.89</b>	<b>12.39</b>	<b>65.59%</b>
液体	湖州液体奶茶厂	17.88	3.91	21.87%
	天津液体奶茶厂	11.02	1.98	17.97%
	江门液体奶茶厂	10.78	2.72	25.23%
	成都液体奶茶厂	9.51	1.24	13.04%
	<b>合计产能(万吨)/平均产能利用率(%)</b>	<b>49.19</b>	<b>9.85</b>	<b>20.02%</b>
合计	/	<b>61.29</b>	<b>24.81</b>	<b>40.48%</b>

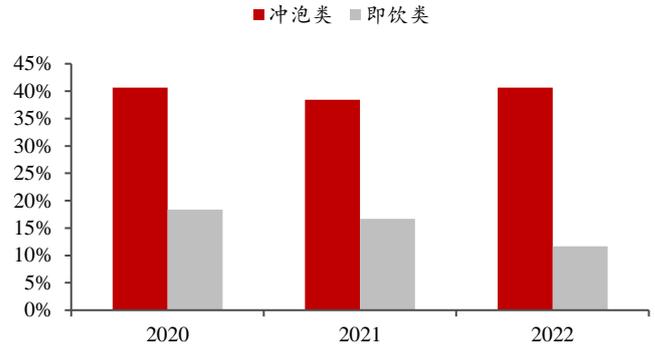
资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 数据截止2022年

表14: 公司重要在建工程项目

项目名称	工程进度
四川兰芳园生产线“年产28万吨无菌灌装液体奶茶项目”	已完工
湖州兰芳园生产线“兰芳园液体饮料项目二期及3线灌装站等改造项目”	安装调试中

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 数据截止 2022 年

图31: 公司 20-22 年各品类毛利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图32: 公司 17-19 年各品类毛利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

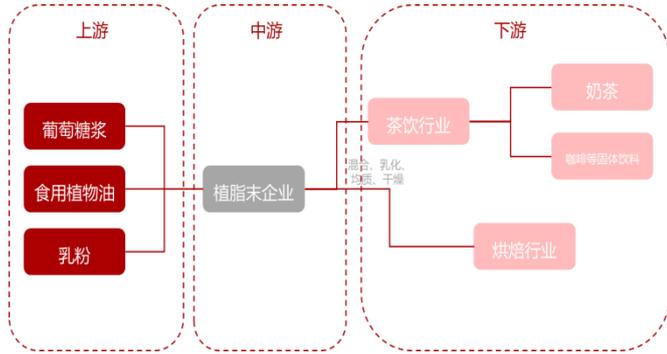
### 3.4 23 年有望享成本红利，费用率预计保持平稳

公司拥有一定议价能力，23 年有望享受成本下行红利。公司主要采取“以销定购”+“统谈分签”模式进行采购，22 年原材料和包材价格陆续上涨，导致部分企业成本端承压；22 年公司多措并举对冲成本压力：

1) **大宗产品**：为应对近年来棕榈油（植脂末原料之一）、白砂糖、高密度聚乙烯等大宗产品成本上行压力，公司于 22 年 2 月宣布对冲泡产品进行 2%-8% 的提价。提价措施在 22 年 9 月份正式完成；2) **产品包装**：瓶装产品因不包含杯盖和吸管，相较于杯装产品拥有更低的加工成本。公司现正加速研发、布局瓶装产品，未来会持续增加瓶装生产线的产出。且因瓶装和杯装产品可以共享一定的生产技术和设备，公司无需投入大量资金；3) **制造费用**：制造费用主包含折旧费、能源费和机物料消耗等，公司即饮板块工厂暂未达满产状态，导致单位制造费用增加，预计 23 年单位制造费用将随着产能利用率提升而降低。

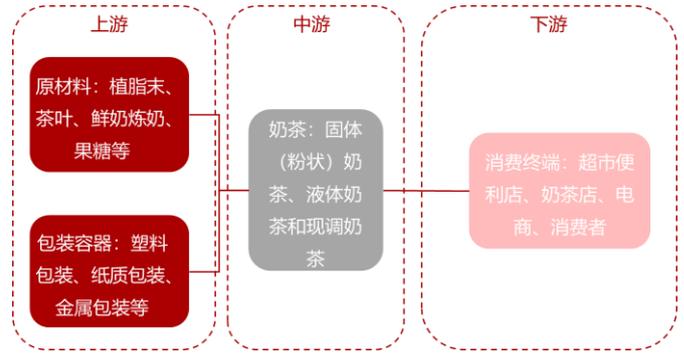
我们认为：应重视成本端涨价逻辑下的优质标的投资机会。公司拥有较强成本管控能力，23 年费用规划稳健，随着即饮板块规模效应将带来单位总成本下降。同时，我们预计 23 年公司主要成本趋势下降，公司有望享受成本下行红利。

图33: 植脂末行业产业链



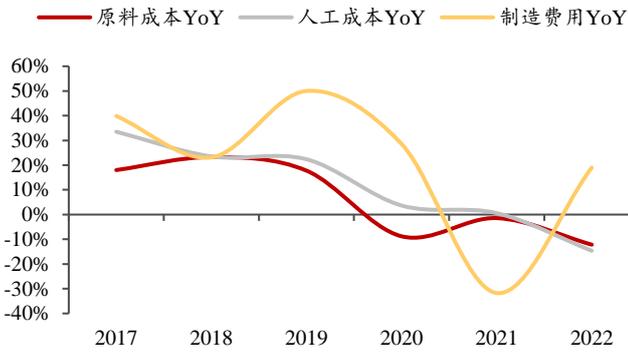
资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

图34: 奶茶行业产业链



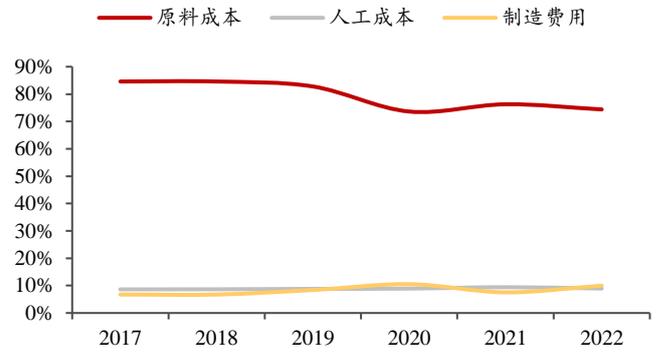
资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

图35: 17-21年各项成本 YoY (%)



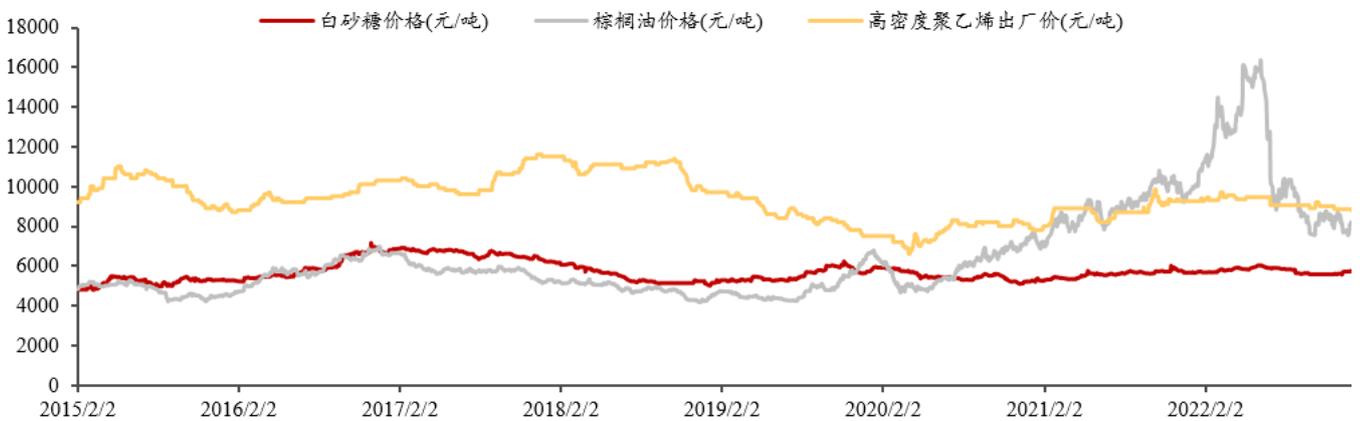
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图36: 17-21年各项成本占比拆分 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图37: 2022年烯、白砂糖价格稳中微升, 棕榈油价格阶段性震荡上行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

23年预计整体费用将加大投放&聚焦投放, 整体费用率预计保持平稳。过去三年受疫情影响, 整体费用投放偏稳健谨慎, 在迎来消费恢复的23年, 公司将聚焦饮料板块加大费

用投放（包括增加人员成本/品牌费用/代言人招募/广告投入/地面推广/推进渠道终端冷冻化率提升等），同时注重费效比的提升，预计费用率整体保持稳定。**预计23年盈利端表现稳定**：考虑到成本红利逐步释放+冲泡类产品受益于恢复性增长带来利润稳定提升+即饮板块规模提升或短期加大亏损（但幅度有限），我们认为在做好收入和利润平衡背景下，公司利润端预计表现平稳。

## 4 盈利预测

### 4.1 核心假设

1) **销量方面**：考虑到23年春节期间冲泡产品动销表现超预期+公司将发力即饮板块在消费复苏趋势下提升销量，销量端将实现恢复性增长，我们预计23-25年公司即饮产品销量预计增长25%、20%、15%；冲泡产品销量同比增长10%、8%、6%。

2) **均价方面**：考虑到：1) 面对原物料成本提升，公司于22年2月份针对冲泡板块采取提价措施进行对冲，涨幅为2%-8%，已于当年9月完成价格体系的调整；2) 公司即饮板块产能利用率持续爬坡叠加规模效应，单位成本有望逐步实现下移；3) 公司将增加一些瓶装生产线的产出，可有效提升产品边际收益。我们预计23-25年，公司即饮产品均价预计增长20%、17%、13%；冲泡产品均价同比增长5%、2%、-1%。

3) **综合来看**：收入端：我们预计23-25年即饮产品收入增长50%、40%、30%；冲泡产品收入同比增长15%、10%、5%。盈利端：23-25年公司综合毛利率分别为36%、38%、39%。

表15：主要产品量价情况一览

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>奶茶行业</b>						
收入(百万元)	3725	3419	3094	3781	4447	5004
营业收入增速%	-5%	-8%	-10%	22%	18%	13%
毛利率(%)	37%	34%	35%	37%	38%	39%
<b>冲泡类(包括经典系列、好料系列、牛乳茶系列等固体形态饮料)</b>						
收入(百万元)	3067	2776	2455	2824	3106	3261
营业收入增速%		-9%	-12%	15%	10%	5%
毛利率(%)	41%	38%	41%	43%	44%	45%
<b>快饮即饮类(包括液体奶茶、果汁茶等液体形态饮料)</b>						
收入(百万元)	657	643	638	958	1341	1743
营业收入增速%		-2%	-1%	50%	40%	30%
毛利率(%)	18%	17%	12%	20%	26%	30%
<b>其他系列(坚果麦片等非饮料类产品)</b>						
收入(百万元)	1					
营业收入增速%	16%					
毛利率(%)	-6%					

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

## 4.2 盈利预测

### 相对估值：

纵向：当前估值处于过去 5 年公司历史 PE 的 41%分位点，公司历史估值中枢为 32X。当前 PE 基本已修复至当时的高位，预计后续股价上涨的动力主要来自于即饮板块潜力的确定&业绩层面的兑现。

横向：对比可比公司，东鹏饮料、百润股份 2023 年 PE 分别为 33.37/42.07X，考虑到公司冲泡业务利润修复，以及瓶装即饮新品放量带来的业绩弹性（即饮板块有望随着销量提升扭负为正），利润弹性高于竞品公司，因此给予公司 2023 年 35 倍 PE，对应市值 103.25 亿元。

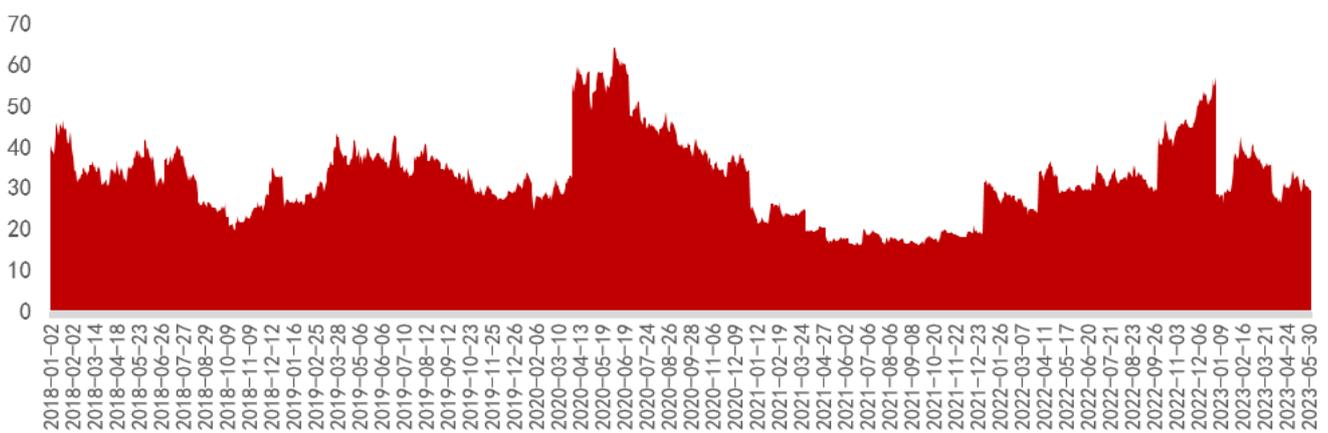
### 分部估值：

考虑到香飘飘的冲泡业务和即饮业务处于产品生命周期的两个不同阶段，我们采取分部估值法对其进行估值（对成熟的冲泡业务采用 PE 估值，对成长中的即饮业务采用 PS 估值）。我们考虑到冲泡业务市场处于相对成熟期，因此将承德露露&养元饮品作为对标企业，其 PE 均值 14X 作为冲泡板块 PE，考虑到我们预计公司冲泡业务今年利润约为 4.5 亿元，对应市值 63 亿元；考虑到维他奶 17-19 年亦处于市场空间大+高速发展+市场给予一定预期的饮料公司，其 PS-TTM 波动区间约为 3.5-6.1X，PS 估值部分我们给予 5X 作为目标市值，假设 23 年即饮板块营收能恢复至 10 亿元水平，PS 估值给予 5X 作为目标市值。综合来看，对应市值 113 亿元。

### 盈利预测：

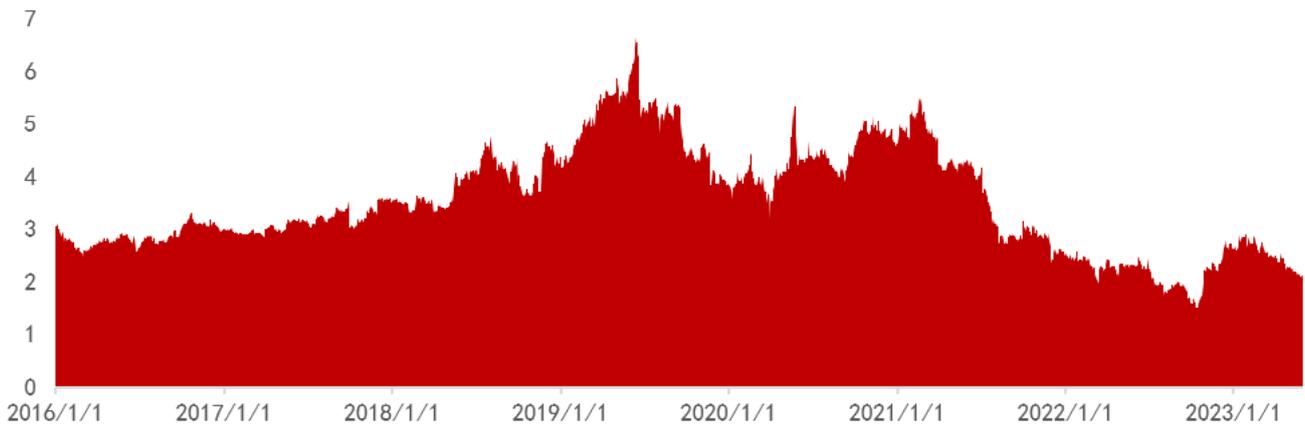
预计公司 2023-2025 年公司收入增速分别为 21.98%、17.44%、12.44%；净利润增速分别为 37.87%、29.73%、24.23%；EPS 分别为 0.72、0.93、1.16 元/股；PE 分别为 25、19、16 倍。考虑到公司全年业绩确定性较强，当前估值极具性价比，首次覆盖给予买入评级。

图38：当前 PE (TTM) 处于过去 5 年公司历史 PE 的 41%分位点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图39：16年至今维他奶历史 PS 情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表16：可比上市公司盈利预测及估值表

2023/7/14		收盘价（元）	EPS			PE（倍）		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
养元饮品	603156.SH	25.55	1.53	1.92	2.35	16	13	11
承德露露	000848.SZ	8.85	0.65	0.76	0.87	13	11	10
东鹏饮料	605499.SH	181.05	4.75	6.02	7.42	38	30	24
百润股份	002568.SZ	36.50	0.84	1.11	1.41	43	33	26
Average						28	22	18
香飘飘	603711.SH	18.15	0.72	0.93	1.16	25	19	16

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：承德露露、养元饮品、东鹏饮料、百润股份 23-25 年数据为 Wind 一致预期

## 5 风险提示

- 1) 新品推广不及预期：**若消费者偏好、市场竞争环境、法律法规等市场因素发生重大变化或将对公司的经营业绩产生较大影响；
- 2) 区域扩张不及预期：**市场营销管理体系、销售策略、市场推广计划出现误判或将导致业务扩展受限；
- 3) 食品安全问题：**生产、采购、质量管理工作出现纰漏或产品流通运输环节损坏等原因或将导致产品质量问题；
- 4) 原料价格波动风险：**原材料价格短期大幅上涨或国际贸易政策短期发生重大不利变动或将对利润产生不利影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2966	3285	3669	4189
现金	2467	2413	2899	3403
交易性金融资产	186	430	288	301
应收账款	54	57	56	47
其它应收款	19	21	25	29
预付账款	45	134	149	134
存货	172	175	207	235
其他	24	55	45	41
<b>非流动资产</b>	2078	2067	2122	2081
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	17	6	9	11
固定资产	1572	1609	1688	1657
无形资产	194	186	178	170
在建工程	69	58	50	43
其他	226	208	198	201
<b>资产总计</b>	5044	5353	5791	6270
<b>流动负债</b>	1840	1917	2037	2109
短期借款	921	979	1039	980
应付款项	494	445	532	628
预收账款	0	0	0	0
其他	425	493	466	501
<b>非流动负债</b>	80	83	83	82
长期借款	0	0	0	0
其他	80	83	83	82
<b>负债合计</b>	1920	1999	2121	2190
少数股东权益	3	3	3	3
归属母公司股东权	3122	3351	3668	4077
<b>负债和股东权益</b>	5044	5353	5791	6270

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	786	286	540	721
净利润	214	295	383	475
折旧摊销	181	114	124	131
财务费用	(38)	12	11	4
投资损失	(16)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	354	(119)	42	137
其它	91	2	(3)	(9)
<b>投资活动现金流</b>	98	(323)	(37)	(88)
资本支出	117	(129)	(182)	(84)
长期投资	(41)	37	(11)	(5)
其他	22	(231)	156	0
<b>筹资活动现金流</b>	(355)	960	1023	849
短期借款	(296)	58	60	(59)
长期借款	0	0	0	0
其他	(59)	902	962	909
<b>现金净增加额</b>	529	924	1525	1483

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3128	3815	4481	5038
营业成本	2071	2438	2796	3080
营业税金及附加	30	32	38	44
营业费用	561	733	851	947
管理费用	230	251	307	349
研发费用	28	30	37	42
财务费用	(38)	12	11	4
资产减值损失	19	8	12	18
公允价值变动损益	-1	-1	-1	-1
投资净收益	16	16	16	16
其他经营收益	43	49	46	46
<b>营业利润</b>	285	378	489	614
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>利润总额</b>	283	375	487	612
所得税	69	80	104	137
<b>净利润</b>	214	295	383	475
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	214	295	383	475
EBITDA	473	500	621	747
EPS (最新摊薄)	0.52	0.72	0.93	1.16

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-9.76%	21.98%	17.44%	12.44%
营业利润	24.70%	32.55%	29.54%	25.65%
归属母公司净利润	-18.54%	37.87%	29.73%	24.23%
<b>获利能力</b>				
毛利率	33.80%	36.10%	37.59%	38.86%
净利率	6.84%	7.73%	8.54%	9.43%
ROE	7.01%	9.10%	10.89%	12.26%
ROIC	5.45%	7.00%	8.30%	9.44%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	38.06%	37.35%	36.62%	34.93%
净负债比率	48.11%	49.11%	49.19%	44.87%
流动比率	1.61	1.71	1.80	1.99
速动比率	1.52	1.62	1.70	1.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.62	0.73	0.80	0.84
应收账款周转率	70.66	63.70	62.61	61.36
应付账款周转率	5.66	6.05	6.63	6.15
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.52	0.72	0.93	1.16
每股经营现金	1.91	0.70	1.32	1.76
每股净资产	7.60	8.16	8.93	9.93
<b>估值比率</b>				
P/E	34.85	25.28	19.49	15.69
P/B	2.39	2.22	2.03	1.83
EV/EBITDA	9.42	11.19	8.56	6.35

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>