

香飘飘 (603711.SH)

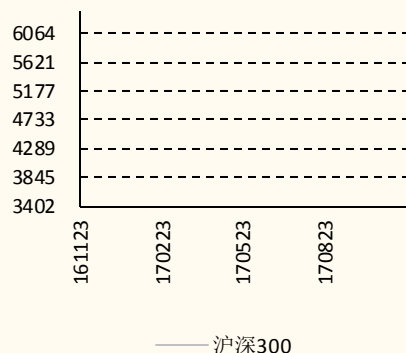
新股研究报告

上市定价 (人民币): 14.18-14.18 元
 目标价格 (人民币): 19.60-19.60 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	14.18
发行 A 股数量(百万股)	40.01
总股本(百万股)	400.01
沪深 300 指数	4227.57
上证指数	3430.46



杯装奶茶龙头进军即饮液体奶茶领域

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.567	0.739	0.515	0.562	0.679
每股净资产(元)	2.77	3.51	5.51	6.07	6.75
每股经营性现金流(元)	0.31	1.01	0.71	1.18	1.54
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	10.08%	30.48%	-22.64%	9.13%	20.81%
净资产收益率(%)	20.44%	21.05%	9.34%	9.25%	10.05%
总股本(百万股)	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

公司此次拟发行 4,001 万股, 发行价格 14.18 元/股, 募集资金 5.67 亿元, 用于 10.36 万吨液体奶茶的建设和 14.54 万吨杯装奶茶的产能扩张项目。

行业分析

- **香飘飘为杯装奶茶龙头企业, 募集资金意欲进军即饮液体奶茶领域:** 公司主要产品以杯装奶茶为主, 产品分为椰果系列、美味系列、其他系列。2014-2016 年杯装奶茶收入占比近 99%, 今年 4 月份推出液体奶茶后, 前三季度液体奶茶销售额约为 1.5 亿元。公司前三季度共录得收入 13.4 亿元, 归母净利润 0.8 亿元, 利润率下滑, 主要系受白糖、脱脂奶粉、炼乳及包装箱等原材料价格上升, 以及新品液体奶茶毛利相对较低所致。
- **公司渠道覆盖完全, 全国化布局基本完成:** 公司目前的强势市场在大本营华东市场, 收入占比近 50%, 华东地区经济发达, 居民消费能力较高, 为公司最早进入的市场区域, 是销售战略的大本营; 华中地区人口基数较大, 消费潜力较大, 将是公司未来重点拓展的市场; 西南地区由于当地居民普遍有喝奶茶的习惯, 公司产品较好的满足了当地居民的诉求, 而其他地区市场成熟度较低。
- **公司拓展液体奶茶领域的动力在于缓解季节性不均衡:** 杯装奶茶, 属于即冲即饮的热饮, 而夏季该类产品冲调后再冷冻饮用过程较为繁琐, 因此夏季杯装奶茶销量较少, 推出液体奶茶之前公司 Q1、Q4 总收入占比超 75%。今年公司推出即饮液体奶茶新品后, 传统淡季 Q2-Q3 收入得到明显改善, 2017 年 Q2/Q3 单季录得收入 2.4 亿/7.7 亿元, 分别同比+280%/75.4%, 季度间收入不均衡得到明显改善。
- **即饮奶茶行业寡头垄断:** 由于无菌液体奶茶的生产及保存特性, 在产品品质、技术工艺、营销渠道、资本投入等方面有较高要求, 因此主要市场参与者包括统一、康师傅、麒麟、娃哈哈等大型企业。目前康师傅经典奶茶、麒麟午后奶茶、英式伯爵奶茶、统一阿萨姆奶茶已占据较大部分市场份额。根据 AC 尼尔森的数据, 16 年统一即饮奶茶市场份额超过 71.1%, 一家独大寡头发展。

估值

- 我们预计 2017-2019 年香飘飘收入分别为 25.6 亿元/32.9 亿元/40.7 亿元, 分别同比+6.9%/29.0%/23.5%, 其中椰果系列收入分别为 15.9 亿元/18.3 亿元/21.3 亿元, 美味系列收入分别为 7.6 亿元/8.7 亿元/10.2 亿元, 液体奶茶

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
 yujie@gjzq.com.cn

系列收入分别为 1.8 亿元/5.7 亿元/8.9 亿元。

- 今年由于白糖、脱脂奶粉、炼乳以及包材价格的上升，使得前三季度香飘飘的毛利率下滑，由于液态奶茶的平均成本约为美味杯装奶茶的两倍（液态奶茶每箱 15 杯，杯装奶茶每箱 30 杯），且初期所摊销的制造费用较高，液态奶茶的毛利率低于杯装奶茶，我们预计随着液态奶茶产能逐渐达产，销售占比提高，会影响公司整体毛利率，我们假设液态奶茶 2018/2019 年分别提价 3%/4% 以覆盖其成本，对应 2017-2019 年公司整体毛利率分别为 39.1%/38.6%/39.4%。
- 我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 2.06 亿元/2.25 亿元/2.71 亿元，同比-22.6%/+9.1%/+20.8%，按照发行后 4.0 亿股算，对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.515 元/0.562 元/0.679 元。目前港股上市的统一（中国）以及康师傅控股股价对应 2018 年 PE 分别为 23X/31X，考虑到 A 股新股溢价属性，我们给予香飘飘 2018 年 PE 35X 的估值，目标价 19.6 元，“买入”评级。

风险

- **市场竞争激烈：**香飘飘所要进入的液体奶茶市场被统一所垄断，根据 AC 尼尔森的数据，16 年统一即饮奶茶市场份额超过 71.1%。我们认为香飘飘产品并不具备优势，且统一在中国发展多年，渠道下沉完全，香飘飘下线城市渠道优势也并不明显，因此香飘飘液体奶茶业务将面临较为激烈的市场竞争环境。
- **费用投放超预期：**即饮奶茶属于快消品的一种，消费者粘性低，需要不断的广告投放以留住消费者。公司今年前三季度的销售费用下滑或属于短期现象。

内容目录

一、公司简介：杯装奶茶龙头，进军液体奶茶领域	5
二、行业趋势：即饮软饮料市场增速回暖，细分子品类市场潜力更大	7
2.1 2017 年即饮软饮料市场增速回暖	7
2.2 细分饮料行业发展分化	7
2.3 奶茶行业处于规模工业化阶段，杯装奶茶集中度高	8
三、公司产品：提升价格改善产品结构，进军液体奶茶市场	10
3.1 杯装奶茶依然是收入核心来源	10
3.2 原材料价格和新品影响 2017 年毛利水平	12
3.3 销售费用高于同业，广告费用高	13
四、扁平化+分级管理制度，重视经销商管理	14
4.1 经销商渠道为主，扁平化管理	14
4.2 全国化布局基本完成	15
4.3 分级管理、返利补贴激励经销商	15
五、募资项目扩大产能、进军液体奶茶市场	16
5.1 年产 10.36 万吨液体奶茶建设项目	16
5.2 年产 14.54 万吨杯装奶茶自动化生产线项目	16
六、盈利预测	17
6.1 销售预测	17
6.2 生产成本预测	18
6.3 销售费用预测	19
七、风险提示	20

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：香飘飘收入及利润增速（亿元）	5
图表 3：椰果和美味系列收入占比近 90%	5
图表 4：股权占比发行前后比较	5
图表 5：公司发行前股权结构图	6
图表 6：募投项目概况（万元）	6
图表 7：即饮软饮料销量及增速	7
图表 8：饮料制造收入及增速	7
图表 9：饮料制造行业利润	7
图表 10：即饮软饮料细分子品类收入（亿元）同比增速	8
图表 11：细分子品类利润率	8
图表 12：含乳/植物蛋白饮料旺季在 Q3（亿元）	8
图表 13：固体饮料旺季在 Q4-Q1（亿元）	8

图表 14: 香飘飘杯装速溶奶茶处于领先地位.....	9
图表 15: 杯装奶茶市场份额.....	9
图表 16: 即饮茶（包括奶茶和茶饮料）市场份额.....	9
图表 17: 高端产品美味系列收入增速快（亿元）.....	10
图表 18: 椰果系列 14-15 年销量下滑（万箱）.....	10
图表 19: 产品结构调整，提出厂均价（不含税）.....	11
图表 20: 椰果、美味系列出厂价（元/杯）.....	11
图表 21: 华东地区占比高（9M2017）.....	11
图表 22: 公司单季销售收入（亿元）.....	11
图表 23: 公司分产品毛利率.....	12
图表 24: 公司主要食材生产成本占比.....	12
图表 25: 公司主要食材采购价格变化（元/kg）.....	12
图表 26: 公司主要包材生产成本占比.....	13
图表 27: 公司主要包材采购价格变化（元/只）.....	13
图表 28: 公司销售费用占比.....	13
图表 29: 公司销售费用率高于同业.....	13
图表 30: 公司销售渠道.....	14
图表 31: 经销商收入占比>90%(百万元).....	14
图表 32: 经销商构成以个体工商户为主（个）.....	14
图表 33: 各地区经销商人数（个）.....	15
图表 34: 公司各项返利补贴情况（百万元）.....	15
图表 35: 产能利用情况（万吨）.....	16
图表 36: 计划新增产能情况（万吨）.....	16
图表 37: 收入预测.....	17
图表 38: 生产成本预测.....	18
图表 39: 分产品毛利预测.....	19
图表 40: 销售费用预测.....	19

一、公司简介：杯装奶茶龙头，进军液体奶茶领域

公司简介：香飘飘食品成立于 2005 年，总部在浙江湖州，目前有浙江湖州、四川成都、天津三大生产基地，主要产品杯装奶茶国内市占率第一。

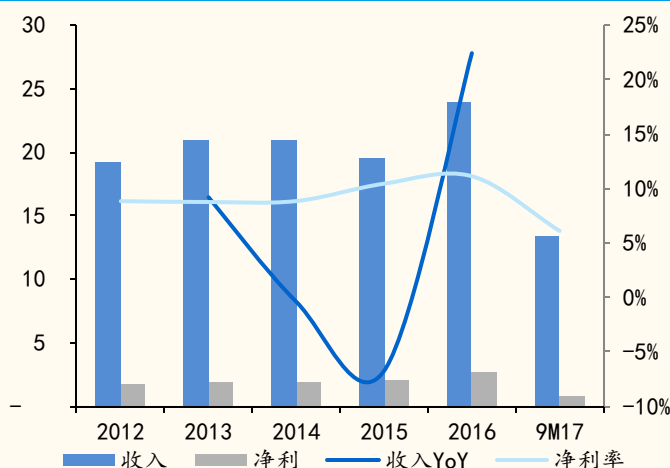
图表 1：公司发展历程

时间	事件
2005.08	浙江香飘飘公司成立
2008.12	浙江省食品工业百强企业
2009.04	在成都组建香飘飘四川食品有限公司
2011.04	成立天津香飘飘食品工业有限公司
2012.04	香飘飘获国家工商总局颁发“中国驰名商标”
2013.06	公司整体变更为股份有限公司

来源：公司网站，国金证券研究所

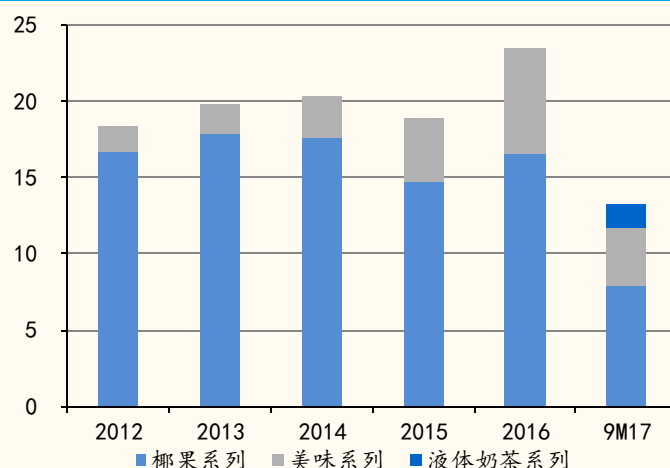
收入构成：公司 2016 年录得收入 23.9 亿元，同比+22.4%，扭转前两年下跌趋势，主要得益于公司加大产品推广力度，推出“小饿小困，喝点香飘飘”的新营销定位，实现净利润 2.7 亿元，净利率 11.1%。2017 年前三季度共录得收入 13.4 亿元，公司并未公布去年同期收入水平，前三季度共录得归母净利 0.8 亿元，利润率下滑至 6.1%，主要系受脱脂奶粉、白糖、炼乳以及包装箱等原材料价格上升，以及新推出新品液体奶茶毛利相对较低，导致总体毛利率同比-6.7ppt。

图表 2：香飘飘收入及利润增速（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：椰果和美味系列收入占比近 90%



来源：Wind，国金证券研究所

股东结构：本次发行前，公司总股本 3.6 亿股，拟发行不低于 4001 万股。发行前创始人蒋建琪持有公司 2.36 亿股，占总股本的 65.54%。

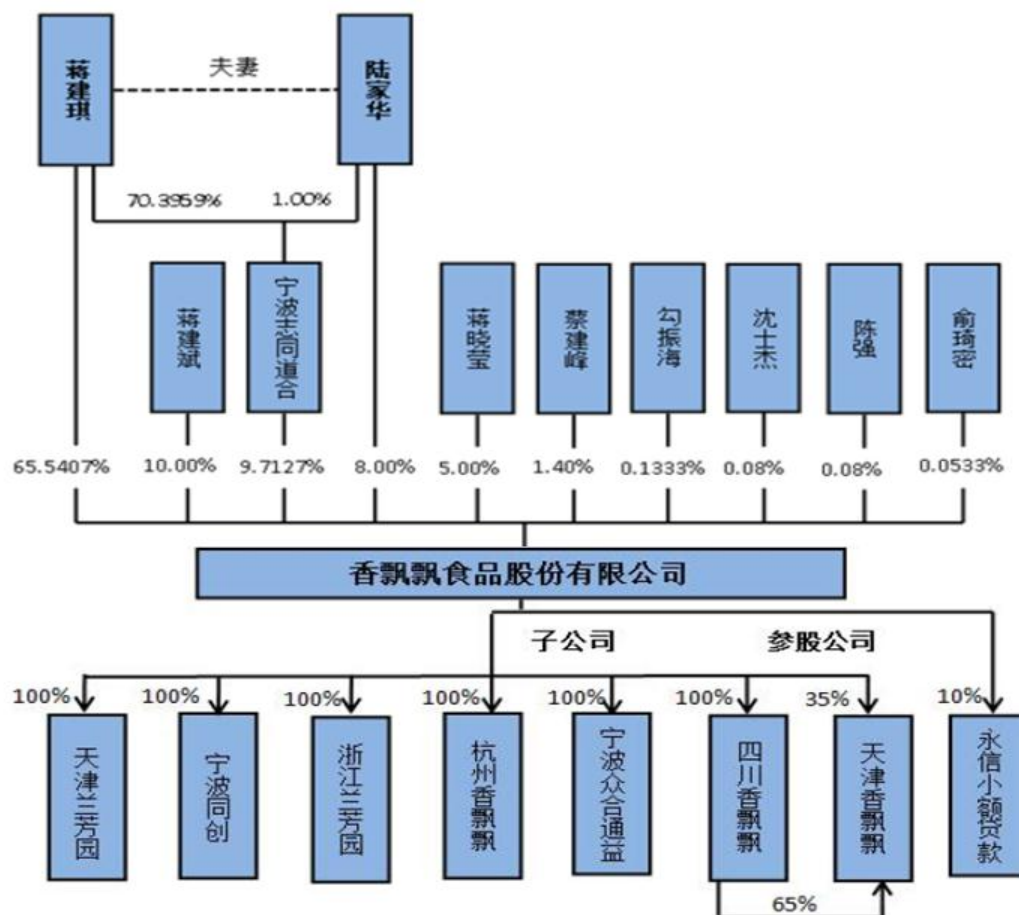
图表 4：股权占比发行前后比较

股东	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
蒋建琪	23,594.65	65.54%	23,594.65	58.98%
蒋建斌	3,600.00	10.00%	3,600.00	8.99%
宁波志同道合	3,496.57	9.71%	3,496.57	8.74%
陆家华	2,880.00	8.00%	2,880.00	7.19%
蒋晓莹	1,800.00	5.00%	1,800.00	4.49%
蔡建峰	504.00	1.40%	504.00	1.26%
勾振海	47.99	1.33%	47.99	0.12%

沈士杰	28.80	0.08%	28.80	0.07%
陈强	28.80	0.08%	28.80	0.07%
俞琦密	19.19	0.05%	19.19	0.04%
社会公众股	-	-	4,001.00	10.00%
合计	36,000.00	100.00%	40,001.00	100.00%

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 5：公司发行前股权结构图



来源：招股说明书，国金证券研究所

募投项目：公司此次募集金额约为 5.67 亿元（扣除费用后 5.08 亿元），发行价格 14.18 元/股，主要用于液体和杯装奶茶的建设和扩产项目。

图表 6：募投项目概况（万元）

项目名称	总投资	拟以募集资金投入金额	项目建设期
年产 10.36 万吨液体奶茶建设项目	26,056.19	26,056.19	2 年
年产 14.54 万吨杯装奶茶自动化生产线建设项目	48,792.36	24,757.33	3 年
合计	74,848.55	50,813.52	

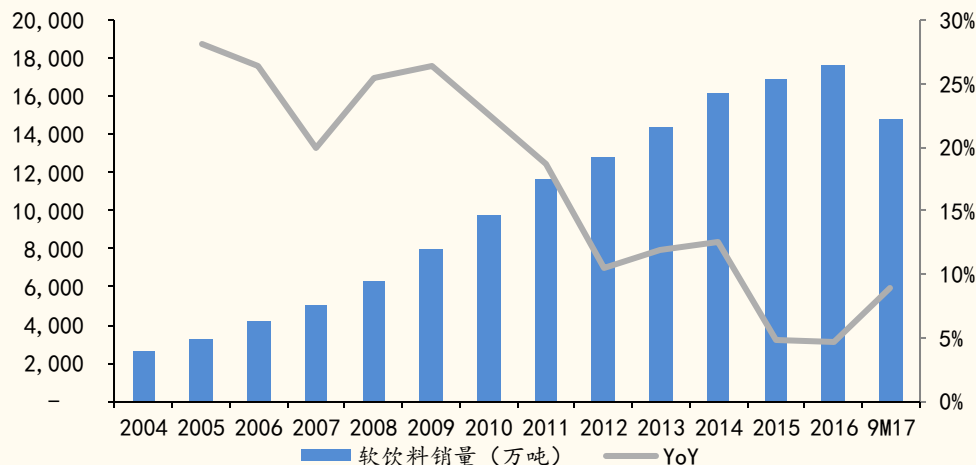
来源：招股说明书，国金证券研究所

二、行业趋势：即饮软饮料市场增速回暖，细分子品类市场潜力更大

2.1 2017 年即饮软饮料市场增速回暖

即饮软饮料市场年销量从 2006 年 4,196 万吨上升至 2016 年 1.7 亿吨，年复合增速达 15.0%，2015-2016 年受消费升级以及市场逐渐饱和影响，销量增速逐年下滑，截至 2017 年前三季度，软饮料总计销量 1.48 亿吨，同比+8.9%，相较前两年有所回升，料主要受瓶装水以及功能性饮料品类的带动。

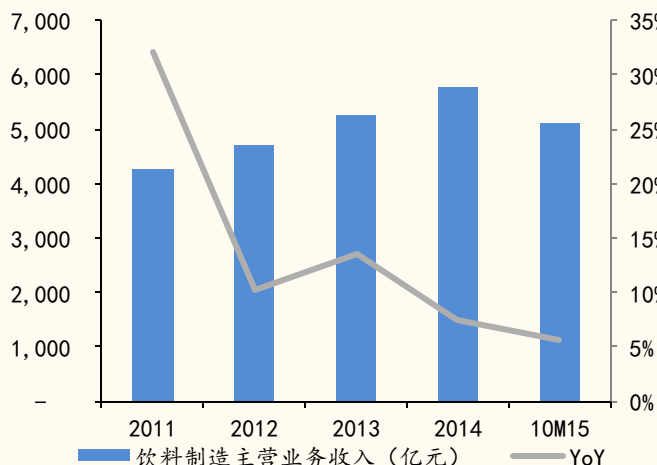
图表 7：即饮软饮料销量及增速



来源：Wind, 国金证券研究所

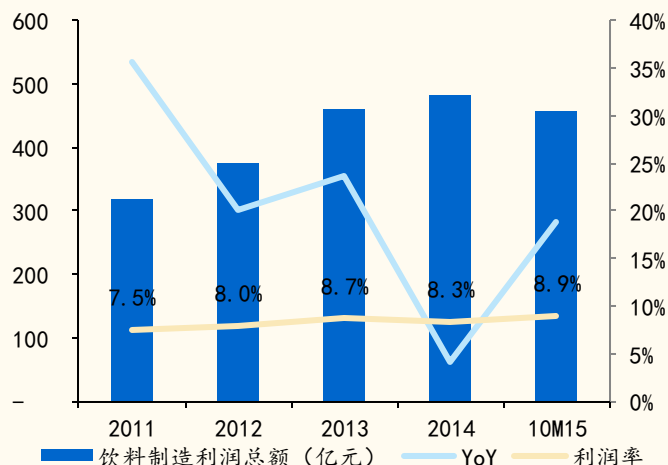
截至 2015 年前 10 月，饮料制造总计收入 5,112 亿元，同比+5.6%，录得净利 457 亿元，同比+18.9%，对应净利率 8.9%，较 2014 年略有提升。

图表 8：饮料制造收入及增速



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 9：饮料制造行业利润



来源：Wind, 国金证券研究所

2.2 细分饮料行业发展分化

■ 瓶装水、固体饮料收入增速快

截至 2015 年 10 月，即饮软饮料细分子行业碳酸饮料、饮用水、果菜汁、含乳饮料及植物蛋白、固体饮料以及茶饮料行业分别录得收入 702 亿、1,066 亿、991 亿、917 亿、454 亿和 983 亿元，其中饮用水和固体饮料收入增速最快，分别达 11.3%和 11.5%，而碳酸饮料、茶饮料收入增速仅为 2.9%和 2.6%。

图表 10：即饮软饮料细分子品类收入（亿元）同比增速

	碳酸 饮料	YoY	瓶(罐)装 饮用水	YoY	果菜汁 饮料	YoY	含乳饮 料和植 物蛋白	YoY	固体 饮料	YoY	茶饮料 及其他	YoY
2011	828	33.9%	731	25.1%	931	31.5%	621	37.1%	366	31.5%	779	34.2%
2012	848	2.5%	823	10.9%	1,074	12.8%	749	13.6%	443	16.6%	779	7.3%
2013	782	-7.8%	1,014	19.8%	1,115	5.8%	895	23.5%	488	9.7%	984	19.7%
2014	803	2.7%	1,132	10.5%	1,210	6.0%	1,039	10.8%	499	2.7%	1,102	8.9%
10M15	702	2.9%	1,066	11.3%	991	1.8%	917	6.3%	454	11.5%	983	2.6%

来源：Wind, 国金证券研究所

■ 含乳饮料利润率最高

细分品类中含乳饮料和植物蛋白由于原材料大包粉低价，利润率最高，2015年年底达 13.6%，而茶饮料由于市场竞争激烈，利润率出现了逐年下滑的情况，而其他品类利润率基本稳定。

图表 11：细分子品类利润率

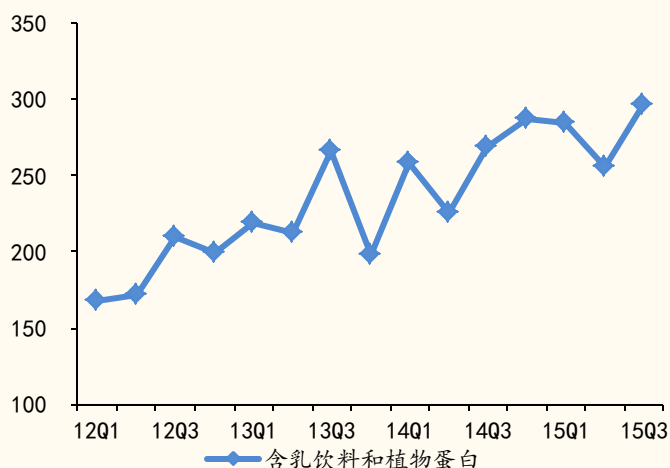
	碳酸饮料	瓶(罐)装 饮用水	果菜汁	含乳饮料和 植物蛋白	固体饮料	茶饮料及 其他软饮料
2011	3.8%	7.2%	6.3%	10.8%	7.8%	10.3%
2012	1.7%	8.4%	7.1%	13.4%	7.6%	10.5%
2013	5.2%	9.2%	7.3%	14.0%	7.2%	8.4%
2014	5.2%	8.8%	9.1%	12.1%	6.9%	6.3%
10M15	6.5%	8.6%	8.9%	13.6%	6.9%	7.6%

来源：Wind, 国金证券研究所

■ 季节性各不相同

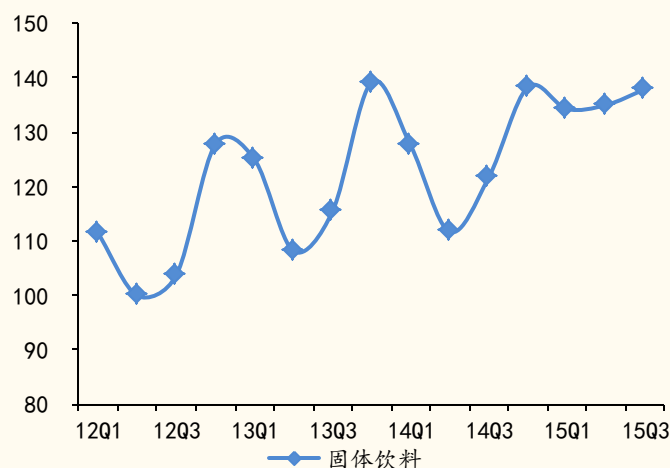
饮料行业季节性特征明显，但需要热水冲饮的固体饮料旺季集中在冬季即 Q4-Q1，而液体饮料旺季集中在夏季即 Q2-Q3。这就使得以单一即饮饮料为主打产品的企业季节性利润的不均衡。

图表 12：含乳/植物蛋白饮料旺季在 Q3（亿元）



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 13：固体饮料旺季在 Q4-Q1（亿元）



来源：Wind, 国金证券研究所

2.3 奶茶行业处于规模工业化阶段，杯装奶茶集中度高

目前国内奶茶市场主要有液体瓶装奶茶、杯装奶茶、盒袋装奶茶以及通过门店形式出售的现调奶茶。奶茶在国内发展也大致分为三个阶段：

- (1) **连锁经营阶段**：20 世纪 90 年代中期以来，港式奶茶和台式奶茶为代表的新式奶茶开始将连锁销售网络拓展至全国，连锁加盟经营模式在奶茶发展初期发挥了巨大的作用，有效的开拓了全国市场。
- (2) **工业化经营阶段**：21 世纪初期，立顿最早推出了袋装即调奶茶，2005 年香飘飘推出杯装奶茶产品，成为杯装奶茶主要生产企业，随后喜之郎、大好大等公司相继推出优乐美、香约等杯装奶茶品牌。市场导入及消费者培育逐渐完成，奶茶成为饮料行业新的增长点。随后即饮瓶装奶茶于 2007 年登陆市场，麒麟控股的午后奶茶率先上市，其后娃哈哈、统一、康师傅等饮料巨头纷纷入局，瓶装奶茶市场规模也迅速扩大。
- (3) **个性化定制阶段**：近年来，以“喜茶”“一点点”为代表的街边个性化奶茶店铺逐渐显现。他们以配料丰富的菜单、多层次的口感以及稍低于星巴克等咖啡连锁店的价格定位，借助网络的力量，迅速走红。个性化奶茶铺更加偏向于休闲零售行业，和香飘飘的终端商超、流通渠道定位不同，目前尚处于试水阶段，持续发展的动力还在探索之中。

■ 速溶奶茶行业集中度较高

速溶奶茶粉固体饮料市场，竞争格局基本稳定。“香飘飘”、“优乐美”、“香约”、“立顿”成为国内杯装及盒袋装奶茶行业主要参与者。杯装奶茶以“香飘飘”、“优乐美”、“香约”为主；盒袋装奶茶以“优乐美”、“香约”、“立顿”为主。

图表 14：香飘飘杯装速溶奶茶处于领先地位

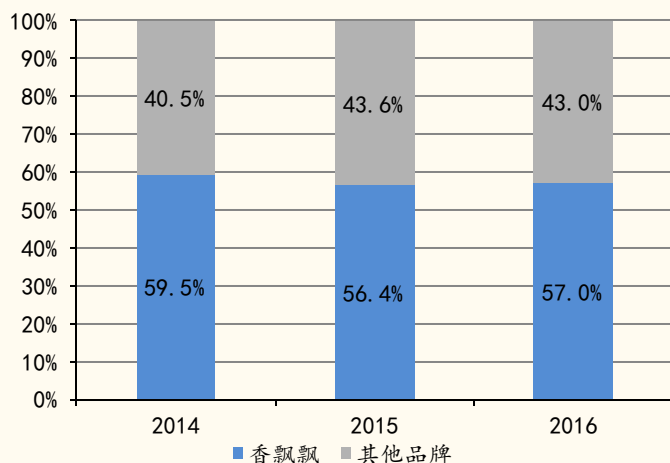
速溶奶茶品牌	香飘飘	优乐美	立顿	香约
基本定位	领先者	挑战者	追随者	补缺者
优势	行业领导者、差异化产品及包装、全国化渠道布局、优质品牌形象	时尚浪漫品牌定位、情感诉求、喜之郎的销售渠道	公司实力强大、附属产品与替代产品多、盒装产品补充	价格优势、冰奶茶创新
劣势	缺乏革命性创新产品、产能不足出现断货情况	口味、包装缺乏特色，没有明星单品	公司精力分散、缺乏核心优势、市场支持力度不足	定位不清、销售市场不大

来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 即饮奶茶行业寡头垄断

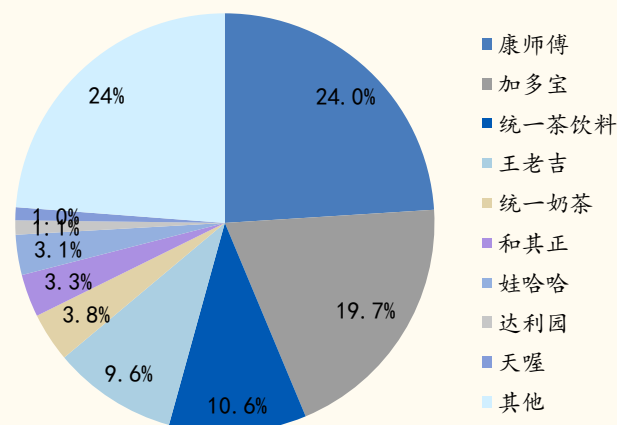
由于无菌液体奶茶的生产及保存特性，在产品品质、技术工艺、营销渠道、资本投入等方面对生产企业有较高要求，因此主要市场参与者主要是统一、康师傅、麒麟、娃哈哈等大型企业。目前统一阿萨姆奶茶、康师傅经典奶茶、麒麟午后奶茶、英式伯爵奶茶已占据较大部分市场份额。根据 AC 尼尔森的数据，16 年统一即饮奶茶市场份额超过 71.1%，一家独大寡头发展。

图表 15：杯装奶茶市场份额



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 16：即饮茶（包括奶茶和茶饮料）市场份额



来源：Euromonitor, 国金证券研究所

■ 香飘飘进军即饮（液体）奶茶市场

公司拟通过募投进军液体即饮奶茶市场，公司于 2017 年 4 月向市场推出液体奶茶（即饮）产品，目前公司液体奶茶品牌包括“MECO”和“兰芳园”丝袜奶茶两个品牌，液体奶茶能够弥补杯装奶茶在 Q2-Q3 的淡季销售（需热水冲泡，不适合夏季应用），缓解公司季节性营运压力。

三、公司产品：提升价格改善产品结构，进军液体奶茶市场

3.1 杯装奶茶依然是收入核心来源

香飘飘公司主要产品以杯装奶茶为主，产品分为椰果系列、美味系列、其他系列。2014-2016 年杯装奶茶收入占总营收分别为 98.7%/98.7%/98.9%，今年 4 月份推出液体奶茶后，前三季度液体奶茶销售额约为 1.5 亿元，从而使得杯装奶茶收入占比下降至 90%。

■ 新营销+产品结构调整促进收入回升

2016 年公司加大产品推广力度，推出“小饿小困，喝点香飘飘”的新营销定位，产品销量呈增长趋势；同时公司调整产品结构效果显现，重点推广定位高端的美味系列产品，使得总体收入回升。

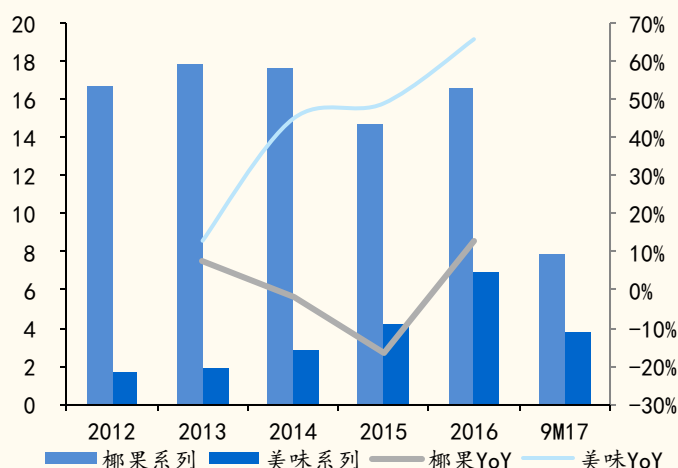
（1）椰果系列为公司 2005 年推出产品，包括原味、香芋、麦香、草莓、巧克力和咖啡 6 种口味。产品单价持续增长，但受公司产品结构调整，销量下降影响，收入增速下滑，截至 2017 年前三季度收入占比 60%左右。

（2）美味系列产品为公司 2011 年推出的高端加料符合口味产品，包括红豆、蓝莓、芒果布丁、雪糯椰浆、焦糖仙草 6 种口味。近几年销量大幅增长，收入增速不断提升，收入占比从 2012 年的 9.0%增长至 9M17 的 29%；

（3）液体奶茶为公司 2017 年 4 月推出，现有“MECO”牛乳茶和兰芳园丝袜奶茶两款产品，前三季度销售额约为 1.5 亿元，占比 11%。

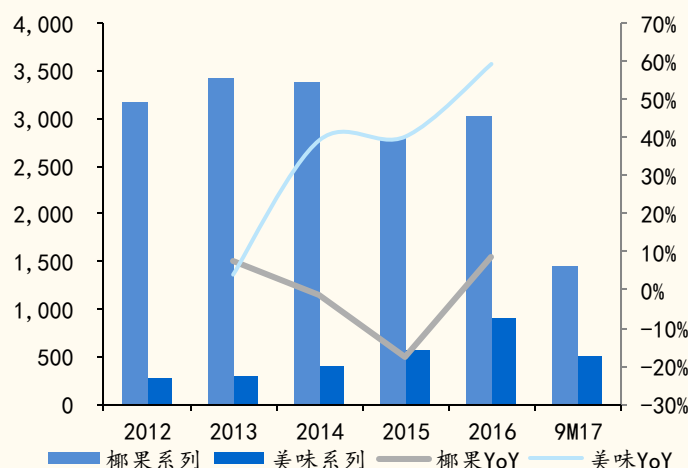
（4）其他系列产品则主要包括桂圆红枣奶茶、蒙古奶茶等，前三季度收入占比约为 0.2%。

图表 17：高端产品美味系列收入增速快（亿元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 18：椰果系列 14-15 年销量下滑（万箱）



来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 调整产品结构，奶茶价格稳中有升

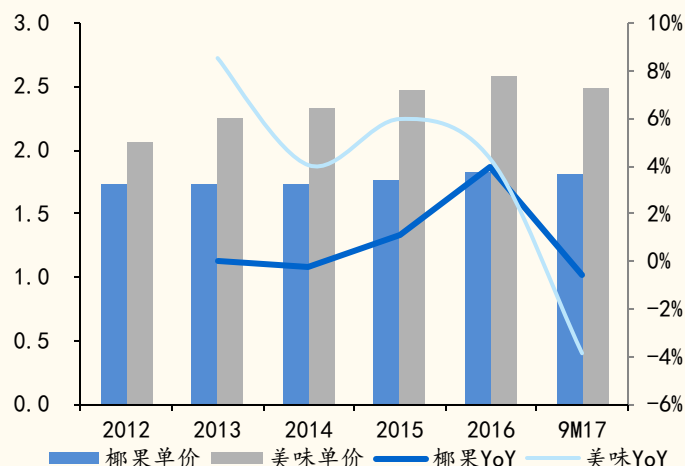
公司不断通过提高高端奶茶占比来提升出厂价，2014 年美味系列奶茶升级版出厂价约比椰果系列+28%，而 2017 年液体奶茶的出厂价相较美味系列+60%。2017 年前九月由于公司促销推广力度加大，导致出厂单价出现了下滑。

图表 19：产品结构调整，提出厂均价（不含税）

	推出时间	平均出厂价	终端指导价
椰果系列	2005 年	1.74-1.83 元/杯	3.0-3.5 元/杯
美味系列红豆、芝士燕麦、黑米椰浆、焦糖仙草	2014 年	2.34 元/杯	4.5-5.0 元/杯
美味全新 6 种口味	2015 年	2.48 元/杯	5 元/杯
美味系列调出厂价	2016 年	2.59 元/杯	5-5.5 元/杯
液体奶茶	2017 年	4.16 元/杯	Meco 8-10 元/杯； 兰芳园 10-12 元/杯

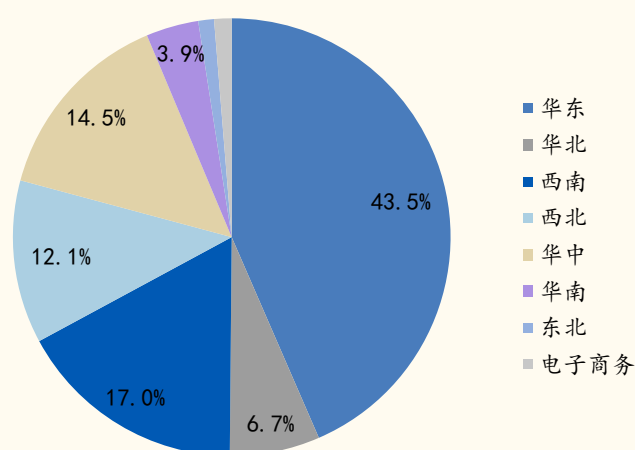
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 20：椰果、美味系列出厂价（元/杯）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 21：华东地区占比高（9M2017）

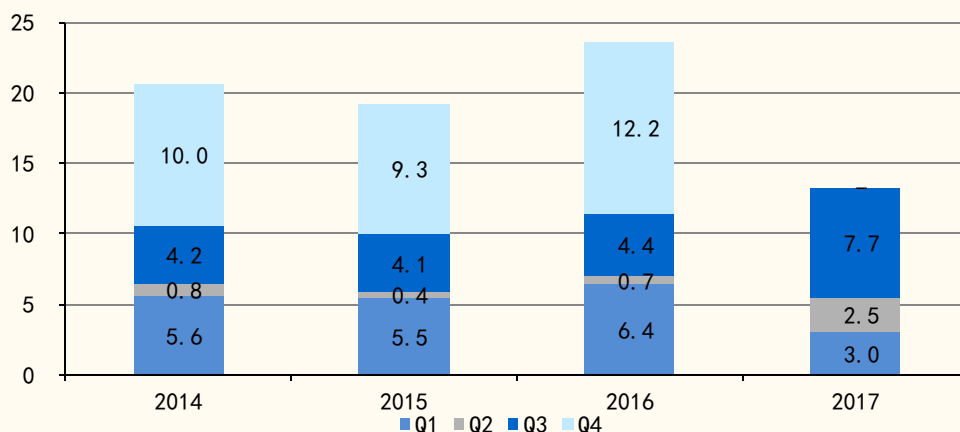


来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 产品销售区域华东占比高，华中为未来重点拓展市场

公司目前的强势市场在大本营华东市场，收入占比近 50%。华东地区经济发达，居民消费能力较高，为公司最早进入的市场区域，是销售战略的大本营；华中地区人口基数较大，消费潜力较大，将是公司未来重点拓展的市场；西南地区由于当地居民普遍有喝奶茶的习惯，公司产品较好的满足了当地居民的诉求，而其他地区市场成熟度较低。

图表 22：公司单季销售收入（亿元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

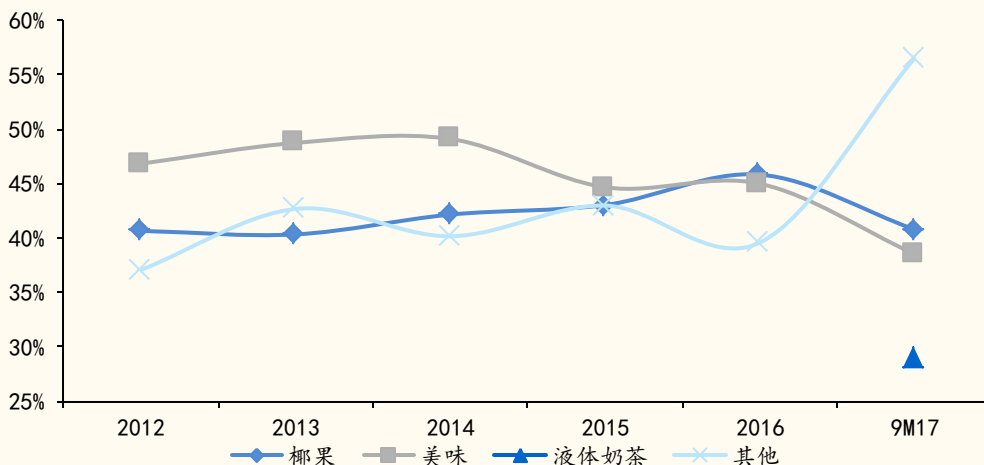
■ 推出液体奶茶新品平缓季度间不均衡

香飘飘的主要产品是杯装奶茶，属于即冲即饮的热饮，而夏季该类产品冲调后再冷冻饮用过程较为繁琐，因此夏季杯装奶茶销量较少，推出液体奶茶之前公

司 Q1、Q4 总收入占比超 75%。今年公司推出液体奶茶新品后，传统淡季 Q2-Q3 收入得到明显改善，2017 年 Q2/Q3 单季录得收入 2.4 亿/7.7 亿元，分别同比+280%/75.4%，季度间收入不均衡得到明显改善。

3.2 原材料价格和新品影响 2017 年毛利水平

图表 23：公司分产品毛利率



来源：招股说明书，国金证券研究所

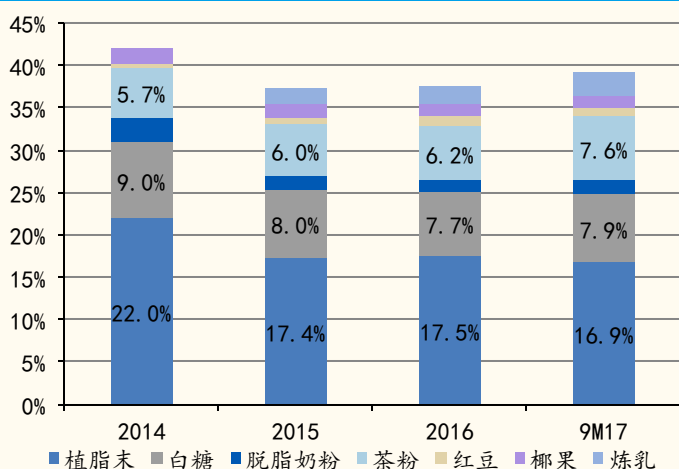
■ 2012 年-2016 年：价格与成本双管齐下，整体毛利率稳步提升

从 2012 年到 2016 年，公司整体毛利率从 40.8%提升至 44.9%，主要是价格和成本共同作用的结果。其中椰果系列毛利率从 40.7%提升至 45.8%，特别是 2016 年幅度提升明显，主要是提价以及植脂末、脱脂奶粉、茶粉等成本价格下滑所致；美味系列毛利率 2015 年毛利率出现了较大幅度的下滑，主要系产品中添加炼乳包导致成本增多，2016 年公司上调了美味系列的出厂价，缓解了毛利进一步下滑的趋势。

■ 2017 年：原材料以及新品影响毛利率水平

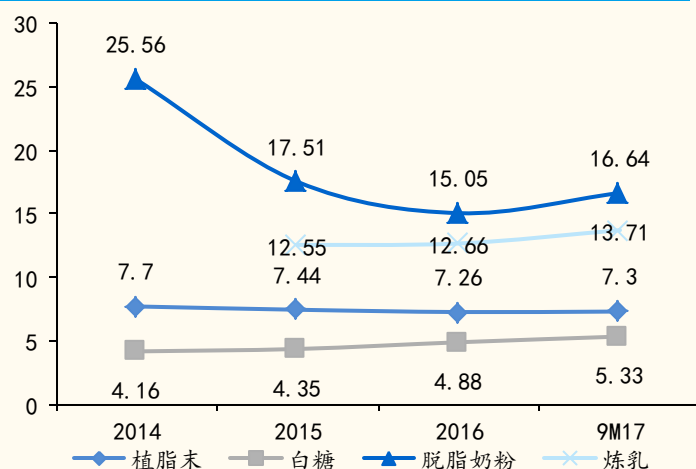
公司产品生产成本中植物末、白糖以及茶粉为主要生产材料，合计占生产成本比重约为 30%左右。2017 年前三季度白糖、脱脂奶粉、炼乳以及包材价格上涨显著，影响了公司毛利率。

图表 24：公司主要食材生产成本占比



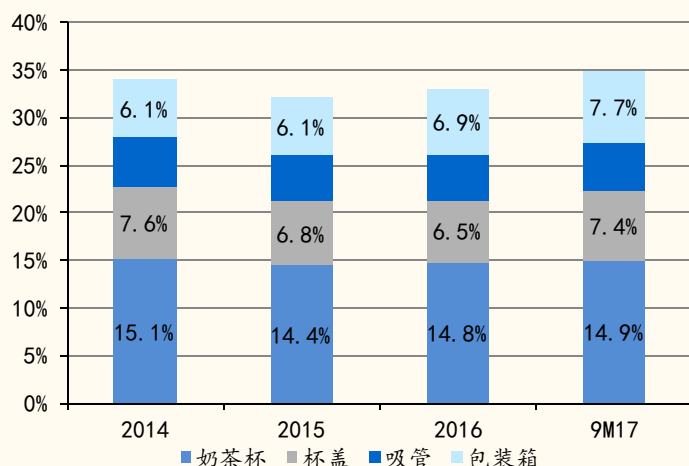
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 25：公司主要食材采购价格变化（元/kg）



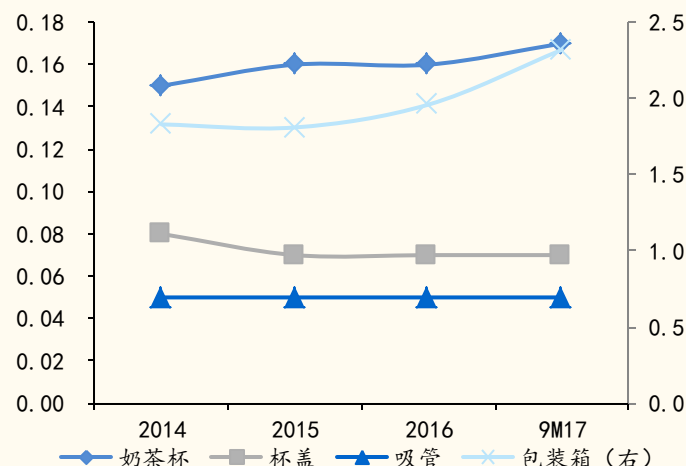
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 26：公司主要包材生产成本占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 27：公司主要包材采购价格变化（元/只）

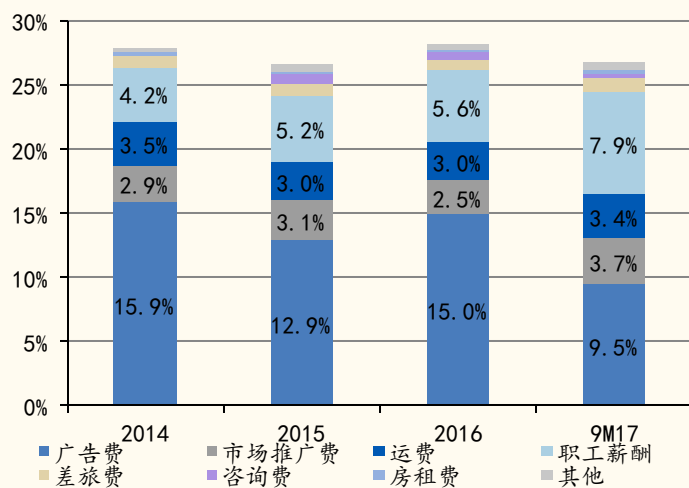


来源：招股说明书，国金证券研究所

3.3 销售费用高于同业，广告费用高

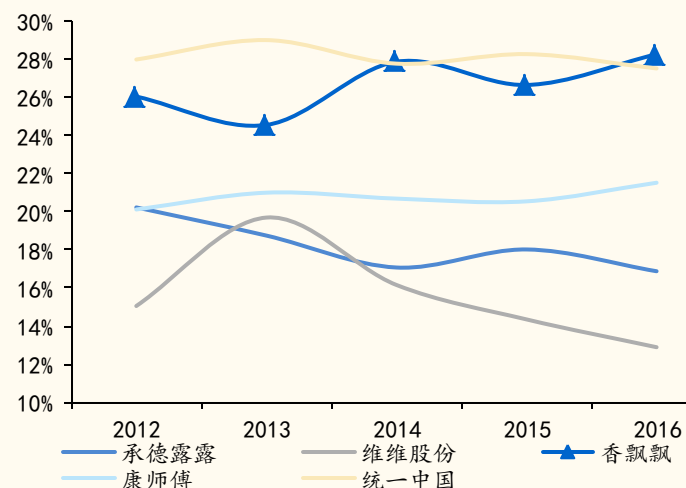
香飘飘近年来的销售费用率一直维持在 27% 左右，其中广告费和市场推广费占比较高，约占销售费用 60% 左右。公司广告费主要为湖南卫视、浙江卫视、江苏卫视、东方卫视等电视台以及腾讯、爱企业、优酷等媒体投放过的广告。公司不断加大品牌的宣传力度，通过投放广告扩大品牌的知名度和影响力，为经销商提供了较大的销售宣传支持，从而导致广告费用金额较大。2014-2016 年间公司广告费支出分别为 3.3 亿元、2.5 亿元、3.6 亿元，分别占当年营收总额的 15.9%、12.9%、15.0%，占当年销售费用的 57.0%、48.5%、53.2%。

图表 28：公司销售费用占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 29：公司销售费用率高于同业



来源：招股说明书，国金证券研究所

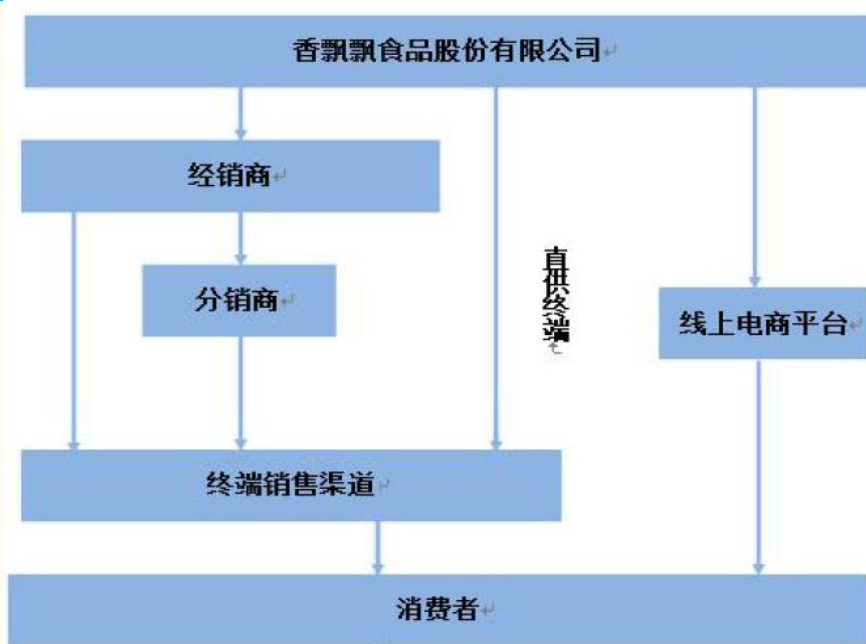
四、扁平化+分级管理制度，重视经销商管理

香飘飘产品销售以线下经销商为主，线上电商平台为辅。公司对经销商进行买断式销售，经销商再将产品销售给分销商以及终端销售渠道（杂货店、超市、便利店、大卖场等）。

4.1 经销商渠道为主，扁平化管理

公司采取了“渠道扁平化”和“渠道下沉化”策略，在全国范围内取消大区域总经销和多级经销商制度，减少了产品到达终端客户环节，增强销售网络整体的专注、积极性和竞争力。另一方面，在既定区域内，精耕细作，重视铺市率指标，纵向深入下游终端进入更多网点。

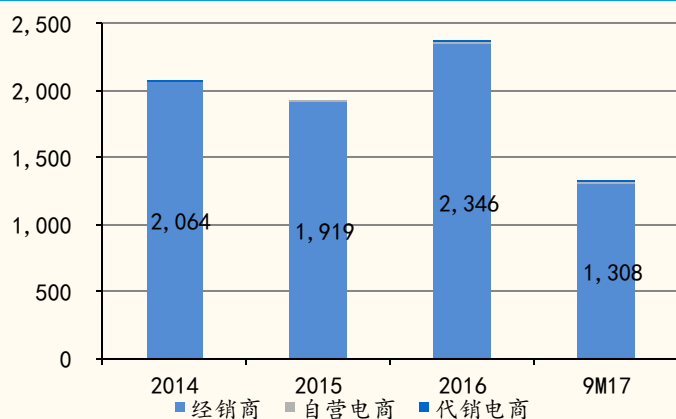
图表 30：公司销售渠道



来源：招股说明书，国金证券研究所

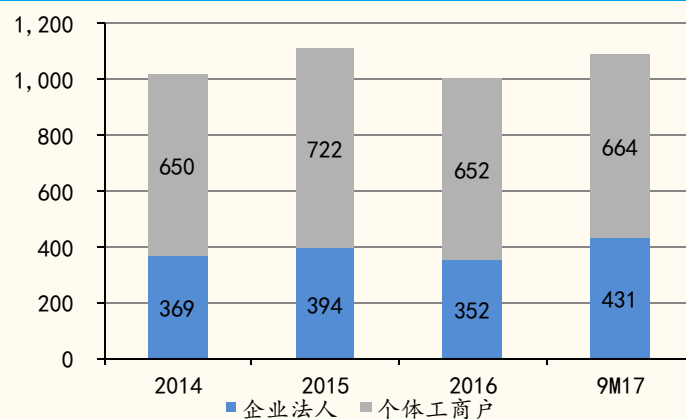
截至 2016 年，公司经销商数量达到 1,004 个，基本完成了全国销售渠道布局。2014 年起，公司大力发展电商渠道，电商渠道发展较快，自 2014 年 167.9 万元快速增长至 2016 年 1,789 万元，年复合增长达 226.4%。香飘飘目前已经在 1 号店、淘宝天猫和激动设立了自营电商平台，同时在心雅、天盟电子、天猫超市、京东超市等平台入仓代销。

图表 31：经销商收入占比>90%(百万元)



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 32：经销商构成以个体工商户为主 (个)

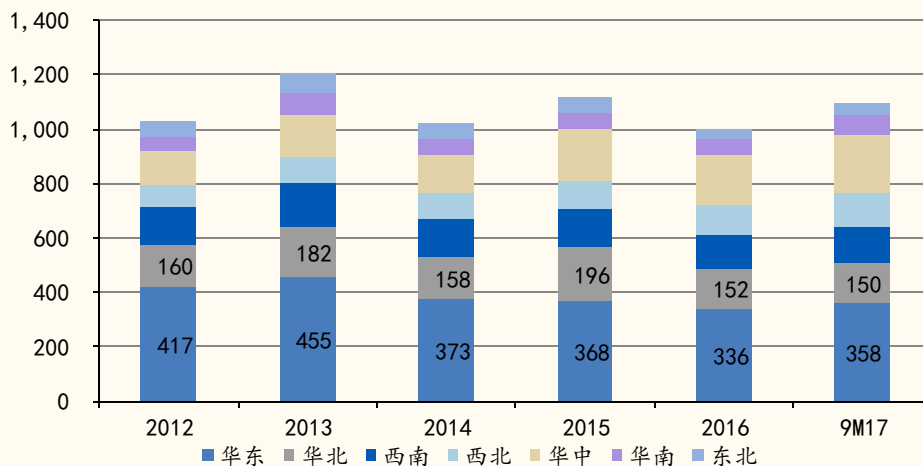


来源：招股说明书，国金证券研究所

4.2 全国化布局基本完成

目前香飘飘经销商队伍中 33%位于华东地区，下游营销网络布局较为完善。而华北地区虽然经销商数目占比超 15%，但由于华北市场成熟度低，主要通过小经销商打开华北市场，收入占比较低。

图表 33：各地区经销商人数（个）



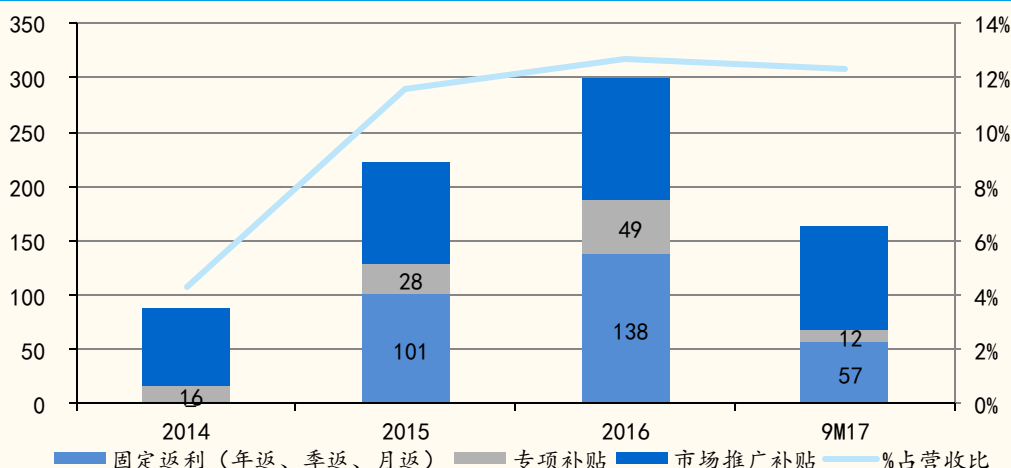
来源：招股说明书，国金证券研究所

4.3 分级管理、返利补贴激励经销商

为了更好的管理和激励经销商，公司实行评估及分级管理制度。香飘飘按照月度、季度进行综合评估，并以经销商月度综合达成率作为分级标准，加强对经销商的指导和培训。公司也通过广告宣传支持、促销活动服务、专业培训等方面进行经销商维护和支持。

公司返利补贴政策主要包括固定返利、专项补贴和市场推广补贴。固定返利于 2015 年 7 月起执行，针对所有经销商财年内完成的订单量及分销量考核返利政策；专项政策属于临时的、阶段性补贴政策；市场推广补贴是对经销商的市场推广活动经费经考核后，以商业折扣形式通过后续订单予以补贴。

图表 34：公司各项返利补贴情况（百万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

五、募资项目扩大产能、进军液体奶茶市场

公司此次拟发行 4,001 万股，发行价格 14.18 元/股，募集资金 5.67 亿元，用于液体奶茶的建设项目和杯装奶茶的产能扩张。其中液体奶茶项目预计总投资 2.6 亿元，建设期为 2 年，杯装奶茶扩产项目预计总投资 4.88 亿元（其中使用募集资金 2.48 亿元），建设期为 3 年。

5.1 年产 10.36 万吨液体奶茶建设项目

液体奶茶建设项目将新增 2 条液体奶茶自动化生产线，年新增液体奶茶产能 10.36 万吨，约 34,560 万件产品。项目计划在 2 年完成并投产，第一年达产 60%，第二年 85%，第三年 100%。液体奶茶项目有利于

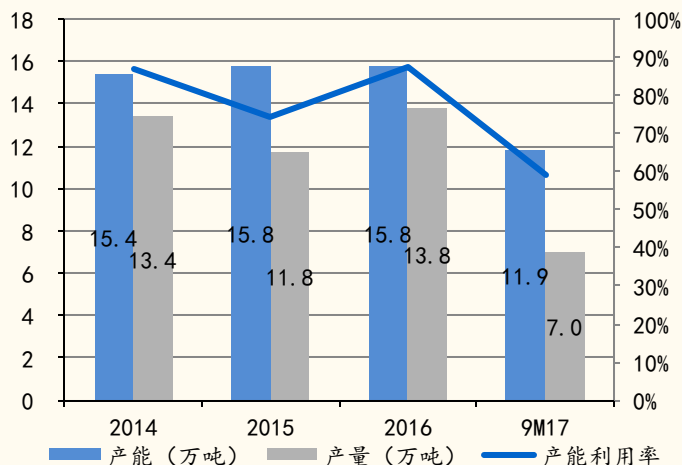
■ 丰富公司产品体系，缓解现有产品单季运营压力

公司原有产品香飘飘杯装奶茶具有较为明显的季节性，每年 Q4-次年 Q1 是公司生产和销售旺季，而淡季有接近 6 个月时间。而液体奶茶的销售旺季为每年夏秋两季，而冬春两季为相对淡季，因此液体奶茶投产不但有利于丰富公司产品体系，并在很大程度上和杯装奶茶形成互补，缓解公司运营压力。今年公司推出液体奶茶新品后，传统淡季 Q2-Q3 收入得到明显改善，2017 年 Q2/Q3 单季录得收入 2.4 亿/7.7 亿元，分别同比+280%/75.4%，季度间收入不均衡得到明显改善。

5.2 年产 14.54 万吨杯装奶茶自动化生产线项目

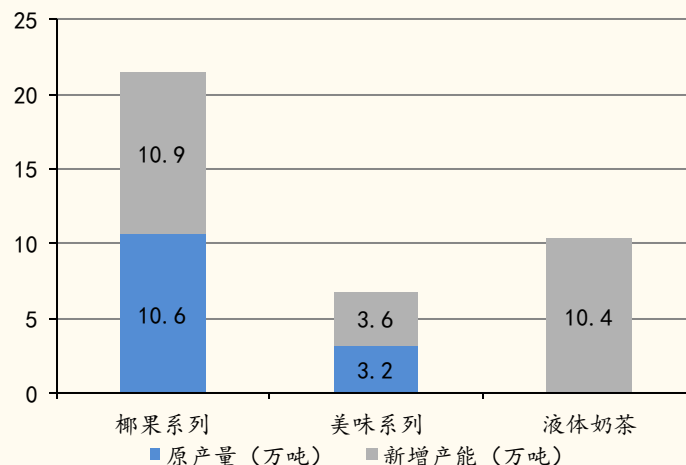
项目建设周期为 3 年，将引进先进的自动化生产设备，优化生产流程。预计新增自动化杯装奶茶生产线 30 条，年增杯装奶茶生产能力 14.54 万吨，约 4,160 万箱，其中椰果系列 10.9 万吨（3,120 万箱）、美味系列 3.6 万吨（1,040 万箱）。新产能将有利于缓解目前产能瓶颈、和提高自动化水平，缓解劳动力成本上升的压力。

图表 35：产能利用情况（万吨）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 36：计划新增产能情况（万吨）



来源：招股说明书，国金证券研究所

六、盈利预测

6.1 销售预测

销量：我们假设液体奶茶 2017-2019 年产能分别达 1,480 万箱/1,776 万箱/2,072 万箱，对应建设达产完工率 50%/60%/70%。假设杯装奶茶项目明年开始建设，2018-2019 年椰果系列新增产能分别为 936 万箱/1,560 万箱，美味系列新增产能分别为 312 万箱/520 万箱，对应建设达产完工率 30%/50%。由于香飘飘以销定产，2017-2019 年对应总销量分别为 4,215 万箱/5,403 万箱/6,578 万箱，分别同比+7.1%/28.2%/21.7%。

均价：今年美味系列做了较多的促销活动，前九月均价出现了同比-4%的下滑，我们预计今年均价跌幅持续，明年期望企稳。

图表 37：收入预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
产能（万箱）	3,546	4,339	4,400	4,522	4,522	6,002	7,546	9,922
- 液体奶（万箱）						1,480	1,776	2,072
- 新增产能						1,480	1,776	2,072
- 杯装产能（万箱）	3,546	4,339	4,400	4,522	4,522	4,522	5,770	7,850
- 椰果新增产能							936	1,560
- 美味新增产能							312	520
产量（万箱）	3,644	3,828	3,824	3,355	3,948	4,228	5,457	6,644
- 椰果系列	3,247	3,411	3,380	2,739	3,017	2,916	3,384	3,930
- 美味系列	280	320	402	557	913	1,024	1,180	1,362
- 液体奶茶						282	888	1,347
- 其他系列	116	97	41	60	18	5	5	5
产能利用率	102.8%	88.2%	86.9%	74.2%	87.3%	70.4%	72.3%	67.0%
- 新增产能利用率							50.0%	65.0%
销量（万箱）	3,578	3,850	3,817	3,409	3,936	4,215	5,403	6,578
- 椰果系列	3,184	3,425	3,376	2,786	3,023	2,908	3,350	3,891
- 美味系列	276	288	401	562	895	1,021	1,169	1,349
- 液体奶茶						281	879	1,333
- 其他系列	118	138	40	61	18	5	5	5
产销率	98.2%	100.6%	99.8%	101.6%	99.7%	99.7%	99.0%	99.0%
销量YoY			-0.9%	-10.7%	15.5%	7.1%	28.2%	21.7%
- 椰果系列			-1.4%	-17.5%	8.5%	-3.8%	15.2%	16.1%
- 美味系列			39.3%	40.3%	59.3%	14.1%	14.4%	15.4%
- 液体奶茶							212.5%	51.7%
- 其他系列			-70.6%	51.9%	-70.4%	-73.5%	-0.7%	0.0%
单价（元/箱）	53.2	53.9	54.1	56.5	60.0	60.0	60.5	61.5
- 椰果系列	52.3	52.3	52.2	52.8	54.9	54.6	54.6	54.6
- 美味系列	62.2	67.4	70.2	74.5	77.6	74.5	74.5	76.0
- 液体奶茶						62.4	64.2	66.8
- 其他系列	56.5	66.9	57.1	58.7	52.4	110.8	110.8	110.8
单价（元/杯），30杯/箱	1.77	1.80	1.80	1.88	2.00	2.00	2.02	2.05
- 椰果系列	1.74	1.74	1.74	1.76	1.83	1.82	1.82	1.82
- 美味系列	2.07	2.25	2.34	2.48	2.59	2.48	2.48	2.53
- 液体奶茶（15杯/箱）	-	-	-	-	-	4.16	4.28	4.45
- 其他系列	1.88	2.23	1.90	1.96	1.75	3.69	3.69	3.69
单价YoY		1.3%	0.3%	4.4%	6.3%	-0.1%	0.9%	1.6%
- 椰果系列		-0.1%	-0.2%	1.2%	4.0%	-1%	0%	0%
- 美味系列		8.5%	4.0%	6.2%	4.1%	-4%	0%	2%
- 液体奶茶							3%	4%
- 其他系列		18.4%	-14.7%	2.9%	-10.7%	111%	0%	0%

来源：公司公告，国金证券研究所。蓝色为预测部分

我们预计 2017-2019 年香飘飘收入分别为 25.6 亿元/32.9 亿元/40.7 亿元，分别同比+6.9%/29.0%/23.5%，其中椰果系列收入分别为 15.9 亿元/18.3 亿元/21.3 亿元，美味系列收入分别为 7.6 亿元/8.7 亿元/10.2 亿元，液体奶茶系列收入分别为 1.8 亿元/5.7 亿元/8.9 亿元。

6.2 生产成本预测

图表 38：生产成本预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		9M17
糖果系列										
糖果系列营业成本	989	1,068	1,019	838	899	935	1,072	1,236		469
材料成本			891	724	781	793	898	1,030		397
- 食材成本			477	388	391	381	435	497		192
- 包材成本			415	336	390	410	463	533		205
人工成本			69	65	65	86	104	121		43
制造费用			59	49	53	55	70	85		30
单位成本（元/箱）	31.1	31.2	30.2	30.1	29.7	32.3	32.0	31.8		32.3
材料成本			26.4	26.0	25.8	27.3	26.8	26.5		27.3
- 食材成本			14.1	13.9	12.9	13.1	13.0	12.8		13.2
- 包材成本			12.3	12.1	12.9	14.1	13.8	13.7		14.1
人工成本			2.0	2.3	2.2	3.0	3.1	3.1		3.0
制造费用			1.7	1.8	1.8	1.9	2.1	2.2		2.0
单位成本 YoY		0.4%	-3.3%	-0.3%	-1.1%	8.6%	-0.9%	-0.7%		compared to 8.6%
材料成本				-1.5%	-0.6%	5.6%	-1.8%	-1.2%		5.6%
- 食材成本				-1.4%	-7.2%	1.4%	-1%	-2%		2.0%
- 包材成本				-1.8%	7.1%	9.3%	-2%	-1%		9.3%
人工成本				14.1%	-7.8%	37.9%	5%	0%		37.9%
制造费用				1.4%	0.0%	8.0%	10%	5%		15.9%
美味系列										
美味系列营业成本	91	99	143	232	382	468	534	611		235
材料成本			122	195	326	394	443	505		197
- 食材成本			64	110	186	224	253	288		112
- 包材成本			58	85	140	170	190	217		85
人工成本			12	21	35	47	57	66		24
制造费用			9	16	21	27	33	41		14
单位成本（元/箱）	33.1	34.6	35.7	41.2	42.7	46.0	45.7	45.3		46.0
材料成本			30.4	34.8	36.4	38.6	37.9	37.5		38.6
- 食材成本			16.0	19.6	20.8	21.9	21.7	21.4		22.0
- 包材成本			14.4	15.2	15.6	16.6	16.3	16.1		16.6
人工成本			3.0	3.7	3.9	4.6	4.9	4.9		4.6
制造费用			2.3	2.8	2.4	2.6	2.9	3.0		2.7
单位成本 YoY		4.6%	3.3%	15.5%	3.5%	7.7%	-0.6%	-0.8%		compared to 7.7%
材料成本				14.5%	4.6%	6.2%	-1.8%	-1.3%		6.2%
- 食材成本				22.7%	6.1%	5.4%	-1%	-2%		6.0%
- 包材成本				5.4%	2.8%	6.4%	-2%	-1%		6.4%
人工成本				21.2%	6.4%	18.4%	5%	0%		18.4%
制造费用				20.5%	-15.1%	9.5%	10%	5%		13.6%
液奶系列										
液奶系列营业成本						125	389	590		105
材料成本						105	322	482		88
- 食材成本						43	134	201		36
- 包材成本						61	187	281		51
人工成本						6	19	30		5
制造费用						14	49	78		12
单位成本（元/箱）						44.3	44.3	44.2		44.3
材料成本						37.2	36.6	36.2		37.2
- 食材成本						15.4	15.3	15.1		15.4
- 包材成本						21.8	21.3	21.1		21.8
人工成本						2.0	2.1	2.2		2.0
制造费用						5.1	5.6	5.8		5.1
单位成本 YoY							0.0%	-0.1%		
材料成本							-1.6%	-1.2%		
- 食材成本							-1%	-2%		
- 包材成本							-2%	-1%		
人工成本							5%	5%		
制造费用							10%	5%		

来源：公司公告，国金证券研究所。蓝色为预测部分

今年由于白糖、脱脂奶粉、炼乳以及包材价格的上升，使得前三季度香飘飘的

毛利率下滑，由于液态奶茶的平均成本约为美味杯装奶茶的两倍（液态奶茶每箱 15 杯，杯装奶茶每箱 30 杯），且初期所摊销的制造费用较高，液态奶茶的毛利率低于杯装奶茶，我们预计随着液态奶茶产能逐渐达产，销售占比提高，会影响公司整体毛利率，我们假设液态奶茶 2018/2019 年分别提价 3%/4%以覆盖其成本，对应 2017-2019 年公司整体毛利率分别为 39.1%/38.6%/39.4%。

图表 39：分产品毛利预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	9M17
营业成本	1,139	1,242	1,199	1,115	1,317	1,556	2,024	2,467	827
椰果系列	989	1,068	1,019	838	899	935	1,072	1,236	469
美味系列	91	99	143	232	382	468	534	611	235
液体奶茶系列						125	389	590	105
其他业务	18	21	24	25	30	26	26	26	17
其他系列	42	53	14	21	6	2	3	3	1
毛利率	40.8%	40.9%	42.7%	42.9%	44.9%	39.1%	38.6%	39.4%	38.3%
椰果系列	40.7%	40.3%	42.2%	43.0%	45.8%	41.1%	41.4%	41.8%	40.8%
美味系列	46.8%	48.7%	49.1%	44.7%	45.0%	38.4%	38.7%	40.3%	38.5%
液体奶茶系列	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	29.0%	31.0%	33.8%	29.0%
其他业务	13.7%	15.0%	13.8%	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他系列	37.1%	42.7%	40.2%	43.0%	39.6%	56.5%	50.0%	40.0%	56.5%

来源：公司公告，国金证券研究所。蓝色为预测部分

6.3 销售费用预测

截至 2017 年前三季度，公司的销售费用率相较于 2016 年下滑 1.4ppt，主要是广告费用率同比-5.5ppt，而市场推广费用以及职工薪酬占比上升较多，我们预计香飘飘所处的软饮市场竞争激烈，费用投放下降的可能性不大，未来费用率将维持逐年上升的趋势。

图表 40：销售费用预测

销售费用	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	9M17
销售费用总额（百万元）	583	520	676	687	912	1,155	360
广告费	333	253	359	242	318	401	127
市场推广费	60	61	60	93	129	171	49
运费	72	58	71	86	115	146	45
职工薪酬	88	102	135	203	263	327	106
差旅费	17	17	19	29	37	47	15
咨询费	2	15	16	10	16	20	5
房租费	4	3	4	6	9	13	3
其他	6	11	12	19	24	30	10
% 营业收入	27.9%	26.7%	28.3%	26.9%	27.7%	28.4%	26.9%
广告费	15.9%	12.9%	15.0%	9.5%	9.7%	9.9%	9.5%
市场推广费	2.9%	3.1%	2.5%	3.7%	3.9%	4.2%	3.7%
运费	3.5%	3.0%	3.0%	3.4%	3.5%	3.6%	3.4%
职工薪酬	4.2%	5.2%	5.6%	7.9%	8.0%	8.0%	7.9%
差旅费	0.8%	0.9%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
咨询费	0.1%	0.8%	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%
房租费	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%
其他	0.3%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

来源：国金证券研究所

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 2.06 亿元/2.25 亿元/2.71 亿元，同比-22.6%/+9.1%/+20.8%，按照发行后 4.0 亿股算，对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.515 元/0.562 元/0.679 元。目前港股上市的统一（中国）以及康师傅控股股价对应 2018 年 PE 分别为 23X/31X，考虑到 A 股新股溢价属性，我们给予香飘飘 2018 年 PE 35X 的估值，目标价 19.6 元，“买入”评级

七、风险提示

市场竞争激烈：香飘飘所要进入的液体奶茶市场被统一所垄断，根据 AC 尼尔森的数据，16 年统一即饮奶茶市场份额超过 71.1%。我们认为香飘飘产品并不具备优势，且统一在中国发展多年，渠道下沉完全，香飘飘下线城市渠道优势也并不明显，因此香飘飘液体奶茶业务将面临较为激烈的市场竞争环境。

费用投放超预期：即饮奶茶属于快消品的一种，消费者粘性低，需要不断的广告投放以留住消费者。公司今年前三季度的销售费用下滑或属于短期现象。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,093	1,952	2,390	2,556	3,297	4,072	货币资金	750	980	1,196	1,956	2,197	2,581
增长率	-6.7%	-6.7%	22.4%	6.9%	29.0%	23.5%	应收账款	12	42	43	62	80	99
主营业务成本	-1,199	-1,115	-1,317	-1,556	-2,024	-2,467	存货	91	97	91	115	150	182
%销售收入	57.3%	57.1%	55.1%	60.9%	61.4%	60.6%	其他流动资产	290	62	96	127	144	161
毛利	894	837	1,072	999	1,272	1,605	流动资产	1,143	1,182	1,427	2,260	2,572	3,023
%销售收入	42.7%	42.9%	44.9%	39.1%	38.6%	39.4%	%总资产	73.0%	70.5%	65.8%	69.7%	68.4%	68.8%
营业税金及附加	-19	-16	-23	-25	-32	-40	长期投资	72	42	41	41	41	41
%销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	317	333	521	684	881	1,056
营业费用	-583	-520	-676	-687	-912	-1,155	%总资产	20.3%	19.8%	24.0%	21.1%	23.4%	24.0%
%销售收入	27.9%	26.7%	28.3%	26.9%	27.7%	28.4%	无形资产	27	62	146	153	161	168
管理费用	-83	-82	-85	-90	-119	-149	非流动资产	423	495	742	983	1,187	1,370
%销售收入	4.0%	4.2%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	%总资产	27.0%	29.5%	34.2%	30.3%	31.6%	31.2%
息税前利润 (EBIT)	208	219	289	197	210	262	资产总计	1,566	1,677	2,169	3,243	3,758	4,393
%销售收入	9.9%	11.2%	12.1%	7.7%	6.4%	6.4%	短期借款	9	0	0	0	0	0
财务费用	13	20	13	28	39	45	应付款项	651	552	703	827	1,073	1,312
%销售收入	-0.6%	-1.0%	-0.6%	-1.1%	-1.2%	-1.1%	其他流动负债	103	119	133	152	197	319
资产减值损失	0	-3	-1	0	0	0	流动负债	763	671	836	978	1,269	1,632
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	60	60	60	61
投资收益	4	4	1	1	1	1	其他长期负债	9	8	9	0	0	0
%税前利润	1.7%	1.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	负债	772	679	905	1,038	1,329	1,693
营业利润	225	240	303	227	250	309	普通股股东权益	794	998	1,264	2,204	2,429	2,700
营业利润率	10.7%	12.3%	12.7%	8.9%	7.6%	7.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	19	30	24	31	31	31	负债股东权益合计	1,566	1,677	2,169	3,243	3,758	4,393
税前利润	244	270	327	257	281	339	比率分析						
利润率	11.7%	13.9%	13.7%	10.1%	8.5%	8.3%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-59	-67	-61	-51	-56	-68	每股指标						
所得税率	24.1%	24.8%	18.7%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	1.173	0.567	0.739	0.515	0.562	0.679
净利润	185	203	266	206	225	271	每股净资产	5.024	2.772	3.511	5.511	6.072	6.751
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.221	0.310	1.014	0.705	1.184	1.537
归属于母公司的净利润	185	204	266	206	225	271	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	8.9%	10.4%	11.1%	8.1%	6.8%	6.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	23.34%	20.44%	21.05%	9.34%	9.25%	10.05%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	11.83%	12.16%	12.27%	6.35%	5.98%	6.18%
净利润	185	203	266	206	225	271	投入资本收益率	19.67%	16.52%	17.76%	6.96%	6.75%	7.59%
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	31	36	35	39	56	77	主营业务收入增长率	-0.41%	-6.75%	22.44%	6.95%	28.99%	23.53%
非经营收益	0	-22	10	-32	-28	-28	EBIT 增长率	-1.72%	5.32%	32.02%	-31.91%	6.67%	24.76%
营运资金变动	-24	-106	54	69	221	294	净利润增长率	0.60%	10.08%	30.48%	-22.64%	9.13%	20.81%
经营活动现金净流	193	112	365	282	474	615	总资产增长率	11.34%	7.09%	29.32%	49.53%	15.90%	16.89%
资本开支	-49	-81	-264	-245	-229	-229	资产管理能力						
投资	-287	236	5	-1	0	0	应收账款周转天数	0.8	3.8	3.7	3.8	3.8	3.8
其他	6	5	3	1	1	1	存货周转天数	26.5	30.8	26.0	27.0	27.0	27.0
投资活动现金净流	-331	160	-256	-244	-228	-228	应付账款周转天数	88.6	103.4	91.0	100.0	100.0	100.0
股权募资	0	0	0	515	0	0	固定资产周转天数	54.2	62.1	47.1	53.0	57.3	57.7
债权募资	0	-9	60	-9	0	1	偿债能力						
其他	-2	-3	-7	216	-4	-4	净负债/股东权益	-93.30%	-98.30%	-89.92%	-86.01%	-87.99%	-93.31%
筹资活动现金净流	-2	-12	53	722	-4	-3	EBIT 利息保障倍数	-16.4	-11.1	-21.9	-6.9	-5.4	-5.8
现金净流量	-141	259	162	759	241	383	资产负债率	49.31%	40.52%	41.72%	32.02%	35.37%	38.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH