

## 杯装奶茶领导者，打造液体奶茶新增长极

### 投资要点

- 近日我们调研了香飘飘，与公司领导就公司经营状况和发展战略进行交流。
- 中国杯装奶茶领导者，广告营销深入人心，渠道遍布全国。公司专注杯装奶茶这一细分市场，经过十几年发展已经成长为行业绝对的领导者企业，市占率达60%。1、公司广告精准定位，无论是“绕地球N圈”强调规模领先还是“小困小饿”创造消费情景，公司用密集且生动的广告抢占消费者心智，树立“奶茶=香飘飘”的形象，在杯装奶茶这一单品领域无疑是成功的；2、公司渠道遍布全国各地级市，扁平状的渠道网络提升运营效率，经销商渠道利润丰厚，厂商合作紧密，渠道推力强。
- 杯装奶茶销量领先，未来仍有增量空间。公司杯装奶茶销售规模超24亿，高市占率下仍有增长空间，主要来自于三方面：1、消费情景的创新：公司突出“小困小饿”新定位，丰富消费情景，弱化奶茶消费和温度的关系，从而降低季节性波动，促进淡季销售；2、产品结构升级：，公司对产品不断优化创新，在椰果系列外推出中高端的美味系列，美味系列近五年复合增速37%，在椰果系列增速放缓的情况下有效接力增长。未来公司将推出更高端产品，不断迎合消费升级趋势和终端真实需求变化。3、市场拓展仍有空间：虽然公司渠道遍布全国，但主要集中在华东区域（占比48.5%）以及中西部的地级市，渠道上仍有较大的下沉空间。并且，由于不同区域间消费能力差异产品升级存在先后，中西部及低线城市依然有望出现量价齐升。
- 液体奶茶和杯装奶茶差异化互补，公司与经销商双赢。1、从产品属性消费场景上看，杯装奶茶需要进行冲调（一般延迟消费），具有休闲零食属性，而液体奶茶是一种传统饮料，具有较强的即食属性，两者属于不同品类，满足不同消费需求。从销售季节性来看，杯装奶茶属于热饮，在天气较冷时销量提升，液体奶茶则适宜各个季节饮用，没有明显淡旺季。从消费群体看，meco目前定位一二线、关注健康和个性化体验的高端人群，而冲泡奶茶主要的销售在三四线城市。2、杯装+液体奶茶的组合将丰富公司产品线，在淡旺季时形成互补，缓解淡旺季人员安排的运营压力，提高整体盈利水平，对公司和经销商而言均是双赢。公司液体奶茶目前有meco和兰芳园两个产品，自17年4月推出到现在销售过5亿，呈现出快速增长的态势。公司今年7月将推出果汁茶，进一步丰富液体奶茶产品矩阵，液体奶茶将成为公司重要的增长极。
- 盈利预测与投资建议。预计2018-2020年收入复合增速为16.6%，利润复合增速为20.7%，EPS分别为0.74元、0.94元、1.18元，对应PE分别为32X、25X、20X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：原材料价格或大幅波动，募投项目进度或不及预期，液体奶茶销售或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2640.38	3182.64	3654.57	4187.44
增长率	10.49%	20.54%	14.83%	14.58%
归属母公司净利润(百万元)	267.77	296.32	378.01	470.82
增长率	0.63%	10.66%	27.57%	24.55%
每股收益EPS(元)	0.67	0.74	0.94	1.18
净资产收益率ROE	13.89%	13.65%	15.19%	16.32%
PE	36	32	25	20
PB	4.95	4.40	3.83	3.31

数据来源: Wind, 西南证券

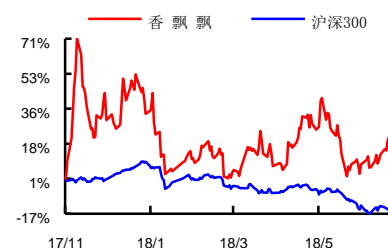
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌  
执业证号: S1250517080001  
电话: 021-58351839  
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲  
电话: 0755-23614240  
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.00
流通A股(亿股)	0.40
52周内股价区间(元)	20.42-34.87
总市值(亿元)	95.44
总资产(亿元)	24.82
每股净资产(元)	4.89

### 相关研究

## 目 录

1 公司概况：杯装奶茶领跑者，积极加码液体奶茶.....	1
2 饮料市场细分行业分化，奶茶行业现发展新机遇.....	3
2.1 饮料制造行业：整体增速稳定，细分行业发展分化.....	3
2.2 奶茶行业：大众消费习惯改变，企业面临新挑战 .....	4
3 公司产品概况：杯装稳发展，液体寻突破 .....	5
3.1 杯装奶茶稳定增长，产品结构不断优化 .....	5
3.2 着重布局液体奶茶，减缓收入季节性影响 .....	6
4 构建核心竞争力，品牌入人心，渠道增活力 .....	8
4.1 品牌壁垒：广告营销定位准确，构造强大品牌形象.....	8
4.2 渠道壁垒：布局全国，渠道扁平化高效运行 .....	8
5 募投项目分析：大力发展液体奶茶.....	11
6 盈利预测与评级.....	12
7 风险提示 .....	13

## 图 目 录

图 1: 公司 2012 年以来营业收入及增速 .....	1
图 2: 公司 2012 年以来归母净利润及增速 .....	1
图 3: 公司 2017 年主营业务收入构成 .....	2
图 4: 公司 2017 年主营业务毛利构成 .....	2
图 5: 公司 2012 年以来主营业务毛利率水平 .....	2
图 6: 公司 2012 年以来椰果系列和美味系列收入增速 .....	2
图 7: 2011 年以来饮料制造行业规模以上企业主营业务收入及增速 .....	3
图 8: 2016 年饮料制造行业主营业务收入构成 .....	3
图 9: 2011-2016 年细分子行业复合增长率 .....	3
图 10: 2011 年以来全国含乳和植物蛋白饮料各季度收入 (亿元) .....	4
图 11: 2011 年以来全国固体饮料各季度收入 (亿元) .....	4
图 12: 2014-2016 年杯装奶茶市占率情况 .....	5
图 13: 2012 年以来公司杯装奶茶收入情况 .....	5
图 14: 公司 2012 年以来椰果系列和美味系列收入及增速 .....	6
图 15: 公司 2012 年美味系列收入占比情况 .....	6
图 16: 2012 年以来公司销售费率情况 .....	8
图 17: 2014 年以来公司销售费用及广告费用 .....	8
图 18: 公司扁平化渠道架构 .....	9
图 19: 2017 年公司各区域收入及增速 .....	9
图 20: 2017 年各地区经销商数量 .....	9
图 21: 2014 年以来公司各渠道收入占比 .....	10
图 22: 2014 年以来公司经销商数量 .....	10

## 表 目 录

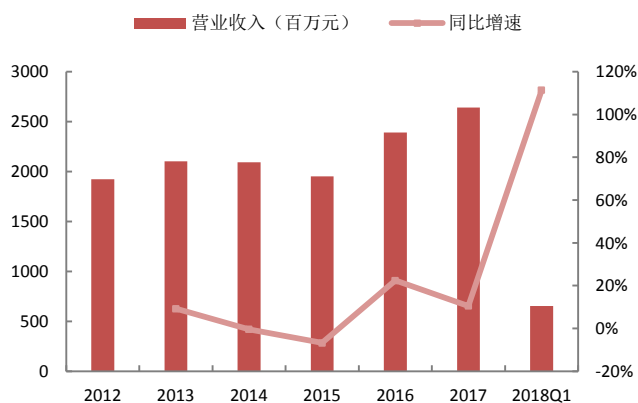
表 1: 公司杯装奶茶主要竞争对手情况 .....	5
表 2: 椰果系列和美味系列 .....	6
表 3: 2014-2017 年公司各季度收入情况 (百万元) .....	7
表 4: 2014 年以来公司返利补贴政策情况 (百万元) .....	10
表 5: 2014 年以来公司产能利用情况 .....	11
表 6: 公司分项收入成本预测 (百万元) .....	12
附表: 财务预测与估值 .....	14

## 1 公司概况：杯装奶茶领跑者，积极加码液体奶茶

香飘飘于 2005 年成立，主要从事杯装奶茶和液体奶茶的生产及销售，目前拥有浙江湖州、四川成都及天津、广东江门四大生产基地。香飘飘一直遵循“聚焦、专注”的发展策略，成功在奶茶产品细分领域塑造出强大品牌形象，并迅速成长为国内杯装奶茶行业的龙头企业。经过多年发展，公司杯装奶茶已拥有椰果和美味两大系列十余种产品，为解决冲泡奶茶季节性消费问题，公司于 2017 年首次推出液体奶茶，现有“Meco”牛乳茶和“兰芳园”两款产品。

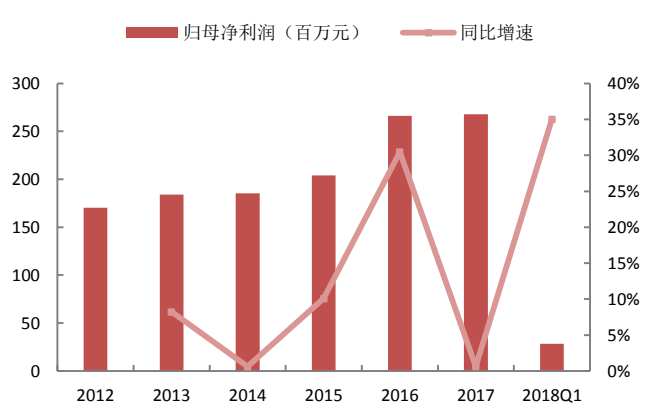
**公司业绩状况：**在畅销十年后，公司椰果系列产品在 2014、2015 年增速开始放缓，营业收入略有下滑，此后公司对产品结构进行优化，推出中高端的美味系列，从 2016 年开始收入又重归两位数高速增长态势。2017 年公司实现收入 26.40 亿元，同比增长 10.49%，实现归母净利润为 2.68 亿元，同比增长 0.63%；2018 年第一季度，公司实现收入 6.52 亿元，同比增长 111.41%，实现归母净利润为 2830 万元，同比增长 35.04%，一季度收入和利润收入增长主因是公司新推出的液体奶茶产品在 2017 年 4 月才正式上市。此外，公司产品销售旺季集中于春节前后，2018 年春节较晚，助推今年一季度产品旺销。

图 1：公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

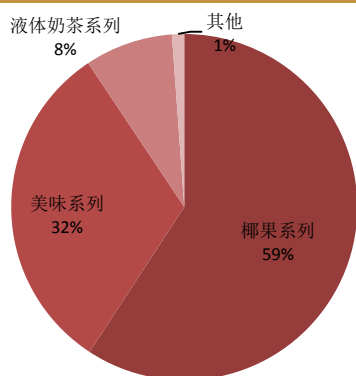
图 2：公司 2012 年以来归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

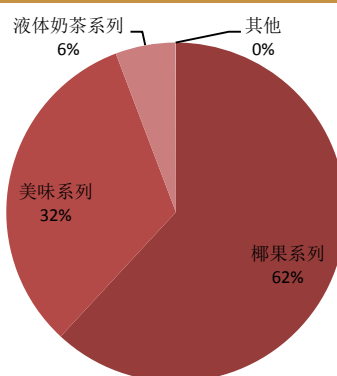
**公司主营业务结构：**2017 年公司收入主要来自杯装奶茶，占比达到 91%，其中椰果系列占比 59%，美味系列占比 32%。近年来，椰果系列收入出现下降的情况，美味系列收入占比则不断上升。此外，2017 年新推出的液体奶茶产品实现收入 2.17 亿元，占比达到了 8%，作为公司战略新品，液体奶茶将会保持高速增长，为公司业绩提升提供新动力源。从毛利上看，各品类毛利率水平相当，椰果系列仍然占比最高，达到 62%。

图 3：公司 2017 年主营业务收入构成



数据来源：Wind，西南证券整理

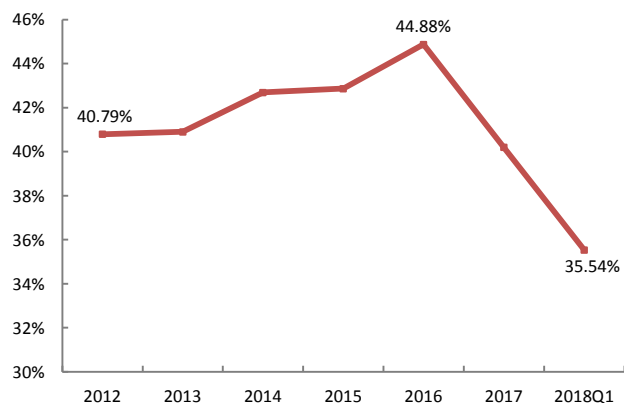
图 4：公司 2017 年主营业务毛利构成



数据来源：Wind，西南证券整理

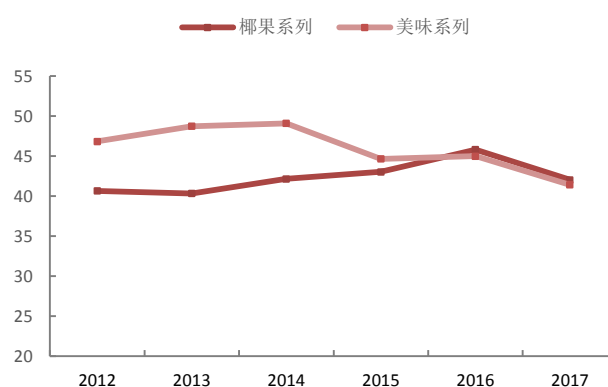
**整体毛利率稳步提升：**2012-2016 年期间，公司通过提价及原材料成本控制等方式使公司主营业务毛利率从 40.79% 提升至 44.88%，呈现逐年提升的趋势。2017 年和 2018 年一季度公司整体毛利率出现较大下滑，主要原因是原材料价格上涨以及新推出的液体奶茶产品毛利率较低。由于液体奶茶生产规模较小，导致机器折旧摊销较高，影响毛利率，目前液体奶茶的毛利率仅为 28%，随着规模提升，液体奶茶毛利率有望上升至 40% 以上的正常水平。此外，公司在 2015 年下半年对美味系列配方进行升级，成本增加，毛利率又下降。2018 年 5 月，公司对美味系列价格进行调整，其毛利率水平将回升。

图 5：公司 2012 年以来主营业务毛利率水平



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2012 年以来椰果系列和美味系列收入增速



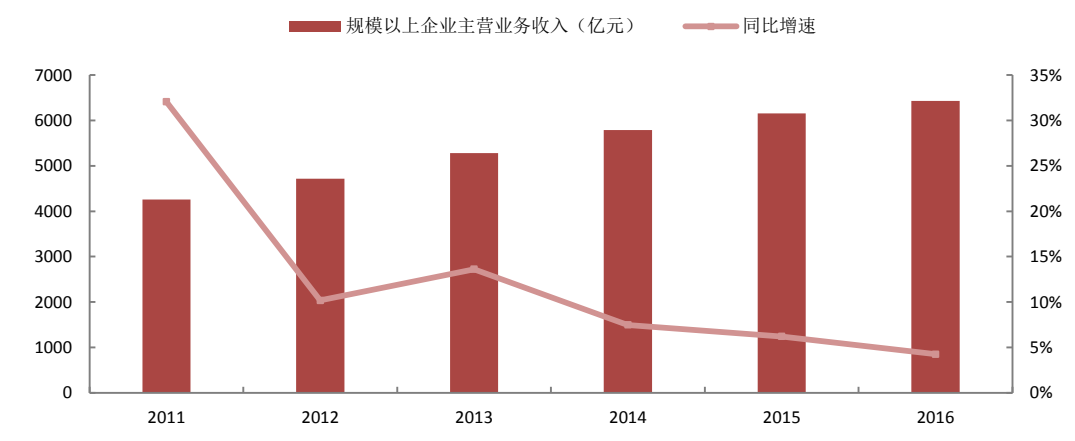
数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 饮料市场细分行业分化，奶茶行业现发展新机遇

### 2.1 饮料制造行业：整体增速稳定，细分行业发展分化

**饮料行业增速平稳。**2011-2016 年，我国饮料制造业收入的年复合增长率为 8.6%，但是近年来其增速从 2011 年 32.06% 的高点逐步回落至个位数水平。2016 年，饮料制造业规模以上企业实现主营业务收入 6429.8 亿元，同比增长 4.24%。

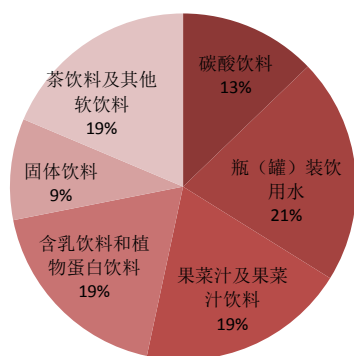
图 7：2011 年以来饮料制造行业规模以上企业主营业务收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

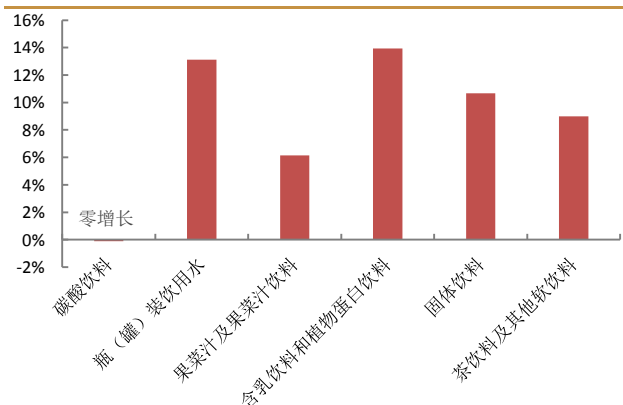
**细分子行业增速水平分化。**饮料制造业中细分子行业有碳酸饮料、瓶（罐）装饮用水、果菜汁饮料、含乳和植物蛋白饮料、固体饮料、茶饮料及其他软饮料。2016 年，六个子行业分别录得收入 823.36 亿、1354.04 亿、1253.36 亿、1192.01 亿、608.37 亿、1198.66 亿，同比增长率分别为 0.94%、5.9%、4.72%、3.84%、11%、1.51%。碳酸饮料开始出现增长瓶颈，其他品类则保持稳定增长。

图 8：2016 年饮料制造行业主营业务收入构成



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2011-2016 年细分子行业复合增长率

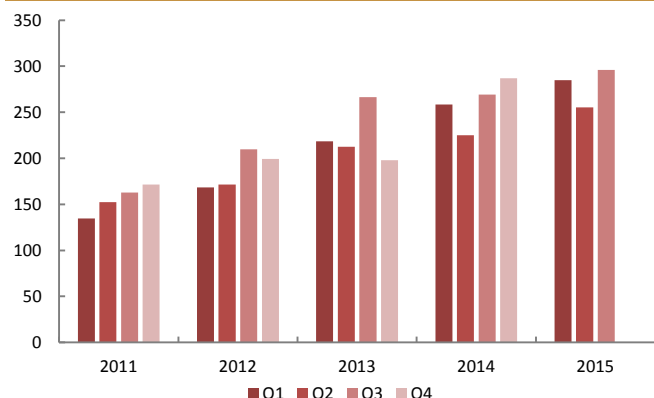


数据来源：Wind，西南证券整理

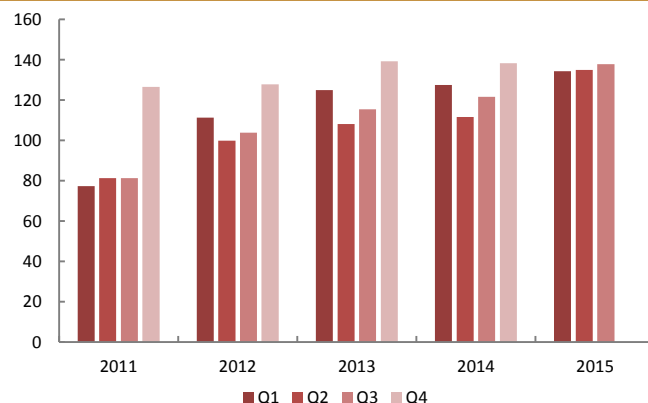
**奶茶行业持续高景气度，冲泡奶茶+液体奶茶组合有效打破季节消费带来的局限性。**奶茶行业的两类产品-冲泡奶茶及液体奶茶分别可以归为固体饮料和含乳和植物蛋白饮料行业。从年复合增长率来看，2011-2016 年，全国含乳和植物蛋白饮料和固体饮料复合增速分别达



到 13.93% 和 10.68%，均高于行业平均水平，奶茶行业整体表现出较高的景气度。其中不同品类存在销售旺季错峰，有效提升消费增量。需要冲泡的固体饮料属于热饮，因此其销售旺季集中在每年温度较低时的 Q1 和 Q4，而含乳和植物蛋白饮料制品销售收入则在每年 Q3 时较为突出。两类产品在销售上具有一定互补作用，通过组合打开行业发展的天花板限制。

**图 10: 2011 年以来全国含乳和植物蛋白饮料各季度收入(亿元)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 11: 2011 年以来全国固体饮料各季度收入(亿元)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2.2 奶茶行业：大众消费习惯改变，企业面临新挑战

奶茶原为中国北方游牧民族的日常饮品，至今已有千年历史。目前，我国市场上主要奶茶产品有液态奶茶、杯装奶茶、盒装奶茶及门店现调奶茶，前三种产品可以实现大规模生产，具有快消品属性。目前我国奶茶行业发展主要经历两个阶段：

### (1) 连锁经营阶段

从 20 世纪 90 年代中期开始，以港式奶茶和台式奶茶为代表的新式奶茶以连锁经营模式风靡全国，营销渠道快速下沉带来丰厚利润，在此期间国内奶茶市场也得到了充分培养。

### (2) 工业化经营阶段

21 世纪初，立顿品牌最早在国内推出袋装即调奶茶产品，开创了奶茶工业化生产的先河。此后，国内厂商陆续在国内投放冲泡奶茶产品，“香飘飘”、“优乐美”、“香约”等品牌凭借着先入优势迅速站稳脚跟，成为杯装奶茶的主要生产者。2007 年，麒麟控股株式会社率先推出瓶装奶茶“午后奶茶”；同年，哇哈哈呦呦奶茶进入市场；2009 年，统一集团推出阿萨姆奶茶并迅速成为瓶装奶茶领跑者，瓶装奶茶市场规模不断扩大。随着知名企业不断涌入，奶茶市场产品不断完善，消费者培育逐渐完成，工业化奶茶产品成为我国饮料行业的新增长点。

**奶茶发展新格局，消费趋向多元化。**现阶段，国内奶茶消费人群已基本稳定，消费者对品牌认知程度不断提高，奶茶市场行业内竞争格局已基本确认，在不同细分行业分别出现强有力的领军企业，行业集中度不断提高。但是随着消费者受众范围提升及收入不断提高，客户开始追求产品个性化定制，奶茶消费更加休闲化和标签化。消费习惯改变催生出许多网红奶茶店，如一点点、喜茶、奈雪的茶等门店现调奶茶近年来发展迅速。需求端改变，对于工业化生产企业来说是一种挑战，也是一种机遇，不断对原有产品进行更新迭代，满足多样化需求将会成为未来主要趋势。

### 3 公司产品概况：杯装稳发展，液体寻突破

#### 3.1 杯装奶茶稳定增长，产品结构不断优化

杯装奶茶先行者，集中资源聚焦发展。2005 年，公司率先使用椰果包代替“珍珠”，解决了淀粉易腐败的问题，产品在推出后受到市场充分认可，使得公司快速成为杯装奶茶主要生产者。经过多年发展，杯装奶茶市场已经形成了明朗的竞争格局，目前市场上主要竞争对手有广东喜之郎集团的“优乐美”，浙江大好大公司的“香约”和联合利华集团的“立顿”。与主要竞争对手生产多种食品、饮料产品及经营多个品牌的策略不同，公司将自己定位为“奶茶专家”，一直专注于奶茶领域。

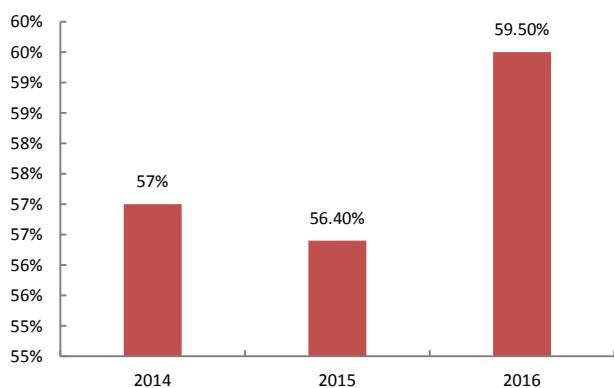
**表 1：公司杯装奶茶主要竞争对手情况**

公司名称	主营业务	主要品牌
香飘飘	主要生产杯装奶茶和液体奶茶	香飘飘、Meco、兰芳园
广东喜之郎集团有限公司	主要生产果冻布丁、海苔、奶茶及糖果等产品	喜之郎、水晶之恋、CiCi、美好时光、优乐美、优乐咖啡等
浙江大好大食品有限公司	业务涉及上游原料种植、农产品深加工科研开发、出口贸易、包装材料制造多个领域，以炒货、奶茶饮品等休闲食品生产为支柱	大好大、香约
联合利华集团	世界上知名品牌，业务涉及几乎所有快消品行业	立顿、旁氏、力士、奥妙、中华等

数据来源：招股说明书，西南证券整理

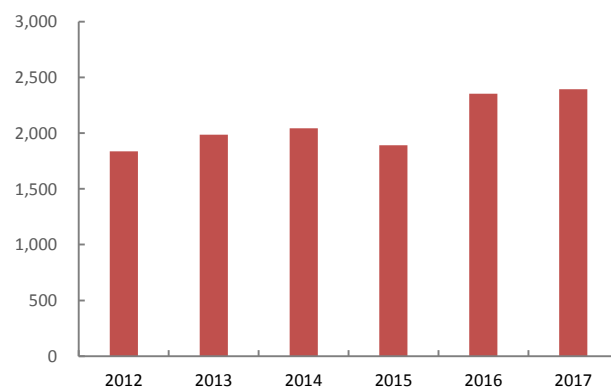
**行业龙头地位确立，收入稳定增长。**聚焦策略帮助公司夺得行业龙头地位，据 AC 尼尔森统计数据显示，2014-2016 年公司杯装奶茶市占率分别达到 57.00%、56.40%及 59.50%。2017 年杯装奶茶业务实现收入 23.93 亿元，相较于 2012 年 18.38 亿元，年复合增长率达到 5.42%。

**图 12：2014-2016 年杯装奶茶市占率情况**



数据来源：招股说明书，西南证券整理

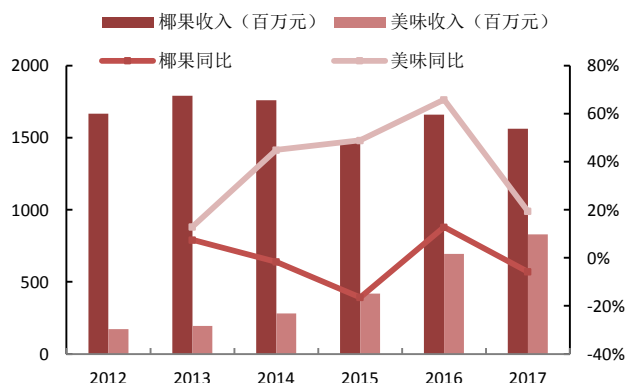
**图 13：2012 年以来公司杯装奶茶收入情况**



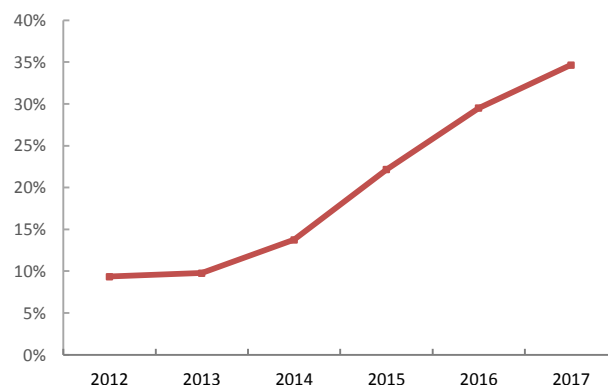
数据来源：Wind，西南证券整理

**产品结构升级，力推美味系列。**2014 年，公司内部进行产品结构挑战，力推相对高端的美味系列产品。2012-2017 年，椰果系列收入从 16.66 亿元下降为 15.64 亿元，美味系列则从 1.72 亿元增长为 8.30 亿元，年复合增长率达到 37%。从杯装奶茶收入结构上看，椰果系列持续下降，美味系列占比则从 2012 年 9.35%提升至 34.66%，比重逐年提升。总体来说，近年来美味系列为杯装奶茶业务贡献新增量，椰果系列增长则已大幅放缓。



**图 14：公司 2012 年以来椰果系列和美味系列收入及增速**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 15：公司 2012 年美味系列收入占比情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**配方升级，“美味”系列做到真正美味。**目前，公司椰果系列和美味系列各拥有六个产品。2017 年，椰果系列平均出厂价为 1.82 元/杯，终端指导价位 3.0-3.5 元/杯；美味系列平均出厂价为 2.49 元/杯，终端指导价为 5.0-5.5 元/杯。虽然美味系列价格远高于椰果系列，但是近年来两者毛利率水平却出现倒挂。主要原因是美味系列在用料上更加丰富，除原本特有的红豆、炼乳、芝士、燕麦等材料外，在 2015 年公司为了提高美味系列产品品质，还为其添加了炼乳包及果酱。此外，在通用材料上，公司也选择用价格更高的包装箱来保证包装品质。配方不断升级改进，带给美味系列更好口感以及市场认可，2018 年 5 月公司已经宣布对该系列进行提价，今年下半年美味系列将会迎来量价齐升。

**表 2：椰果系列和美味系列**

项目名称	椰果系列	美味系列
口味	原味、草莓、麦香、香芋、咖啡、巧克力	红豆、蓝莓、芒果布丁、芝士燕麦、雪糯椰浆、焦糖仙草
出厂价（不含税）	1.82 元/杯	2.49 元/杯
终端指导价（含税）	3.0-3.5 元/杯	5.0-5.5 元/杯
独有原材料	椰果、咖啡粉、可可粉	红豆、炼乳、芝士粉、燕麦、血糯米、果酱、爆珠、野生蓝莓

数据来源：招股说明书，西南证券整理

### 3.2 着重布局液体奶茶，减缓收入季节性影响

**液体奶茶补缺者，定位高端健康饮品。**国内无菌灌装液体奶茶主要品牌有统一、康师傅、麒麟、哇哈哈、三得利等，根据统一集团 2017 年中期报告，统一阿萨姆奶茶在无菌灌装液体奶茶市占率超过 72.1%。目前，公司在液体奶茶产品上推出“Meco”牛乳茶及“兰芳园”丝袜奶茶，两款产品均采用差异化竞争，定位高端健康饮品，通过进口原材料和工艺创新升级，在口感和包装上保证产品质量。目前公司液体奶茶平均出厂价为 4.16 元/杯，终端指导价为 8-12 元/杯，远远高于竞争对手们 4-8 元/瓶的终端售价。

**液体奶茶与杯装奶茶形成互补。**液体奶茶与公司原有杯装奶茶业务存有差异且有很强互补效应，两者协同发展，有助于完善公司产品体系。1) 从产品及渠道定位上看，杯装奶茶属于零食炒货，而液体奶茶定位于饮料，两者属性和渠道运作模式、终端陈列上均存在差异，因此不存在彼此替代性；2) 从消费场景上看，杯装奶茶需要进行冲调更加费时（一般延迟消费），具有休闲零食属性，而液体奶茶是一种传统饮料，具有较强的即食属性，因此两者

可以满足不同消费需求。3) 从收入季节性来看, 杯装奶茶属于热饮, 在天气较冷时销量提升, 液体奶茶则适宜各个季节饮用, 没有明显淡旺季。4) 消费群体互补, meco 目前定位一二线、关注健康和个性化体验的高端人群, 而冲泡奶茶主要的销售在三四线城市。2014-2016 年, 公司一、四季度收入占比均超过 75%, 2017 年 4 月公司推出液体奶茶后, 三季度销售收入较去年有较大增大, 一、四季度收入占比降为 60%左右, 液体奶茶在缓解公司经营季节性压力方面有着显著效果。

表 3: 2014-2017 年公司各季度收入情况 (百万元)

项目名称	2017 年度		2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
一季度	303.87	11.51%	638.92	27.03%	546.47	28.37%	562.39	27.23%
二季度	246.92	9.35%	65.04	2.75%	40.01	2.08%	82.17	3.98%
三季度	774.02	29.31%	441.21	18.67%	408.81	21.23%	416.63	20.17%
四季度	1315.57	49.83%	1218.36	51.55%	930.64	48.32%	1004.24	48.62%
合计	2640.38	100.00%	2363.53	100.00%	1925.93	100.00%	2065.43	100.00%

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

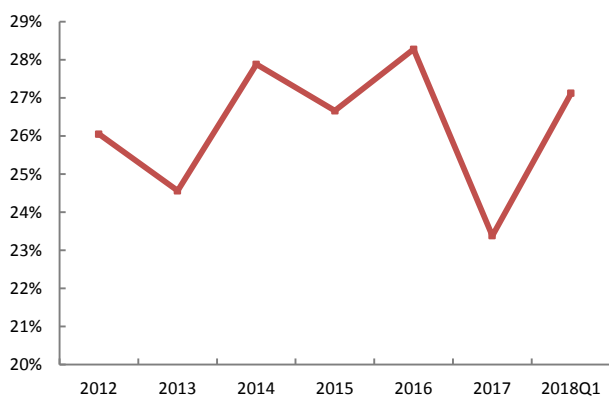
## 4 构建核心竞争力，品牌入人心，渠道增活力

### 4.1 品牌壁垒：广告营销定位准确，构造强大品牌形象

**重视品牌形象塑造，营销投入大。**公司通过在浙江卫视、湖南卫视、江苏卫视等电视台以及优酷、爱奇艺、腾讯视频等网络平台投放广告，先后推出“奶茶就要香飘飘”、“香飘飘奶茶，杯装奶茶开创者，连续八年销量领先”、“杯子连起来可绕地球3圈”和“小饿小困，喝点香飘飘”等营销理念，广告定位准确，句句深入人心。经过多年精心营销，公司塑造出良好的品牌形象，加之产品本身品质过硬，公司已经构建强大品牌优势，坐稳中国杯装奶茶第一品牌的地位。

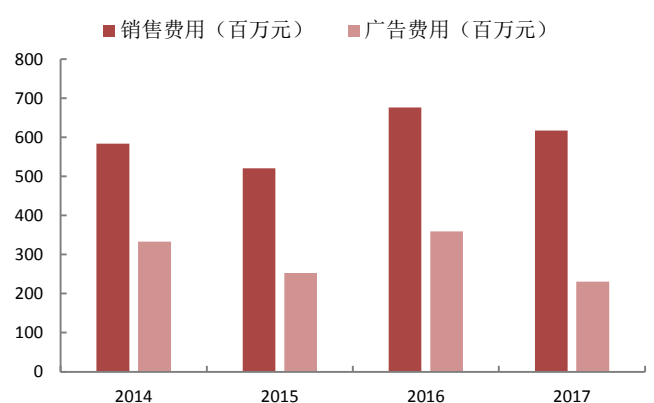
**销售费率有所回落，但仍居高位。**作为快消品，持续的广告投入是必要的。2017年公司销售费率为23.38%，较2016年减少近4个pct，产生销售费用6.17亿元，其中广告费用2.3亿元，2017年销售费率降低主因是广告费用减少。销售费率下降趋势并没有保持，2018年一季度又回升至27.12%，公司为推广液体奶茶新品，未来销售费率仍会保持高位。

图 16：2012 年以来公司销售费率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：2014 年以来公司销售费用及广告费用

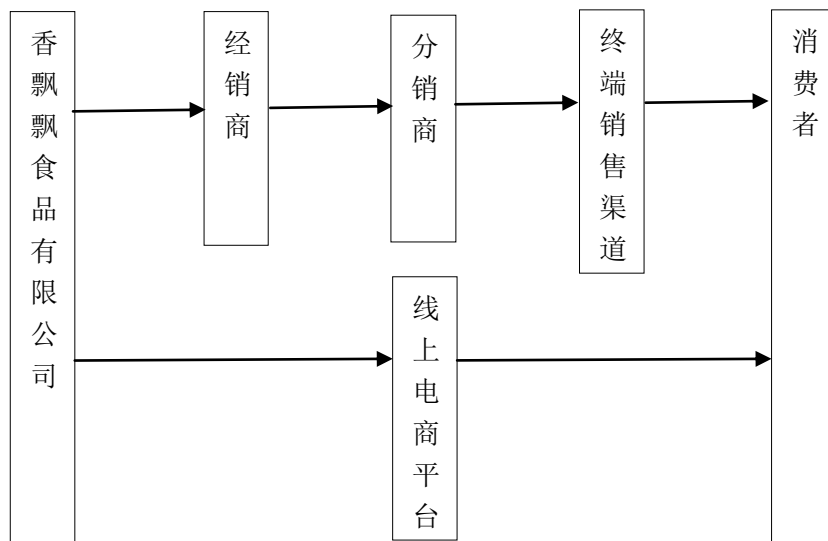


数据来源：Wind，西南证券整理

### 4.2 渠道壁垒：布局全国，渠道扁平化高效运行

**渠道深度、广度行业领先，横向、纵向整合提升渠道效率。**公司经过十几年的开拓和积累，已经建立了基本覆盖国内大中型城市及县区的全国性销售网络，销售渠道稳定通畅，从渠道广度和深度看均属于行业领先水平。在具体的渠道模式方面，公司采取横向、纵向两个方面的整合，全面提升渠道效率：1) 横向：公司在全国范围内，取消大区域的总经销和多级经销商制度，横向划分更多区域，使更多经销商和公司直接合作，扁平化策略减少产品到达消费者的中间环节，大大增强销售网络的反应速度和竞争力。2) 纵向：纵向推动“渠道下沉”，经销商在各自领域深入下游终端，精耕细作，提升公司在终端渠道的铺市率。

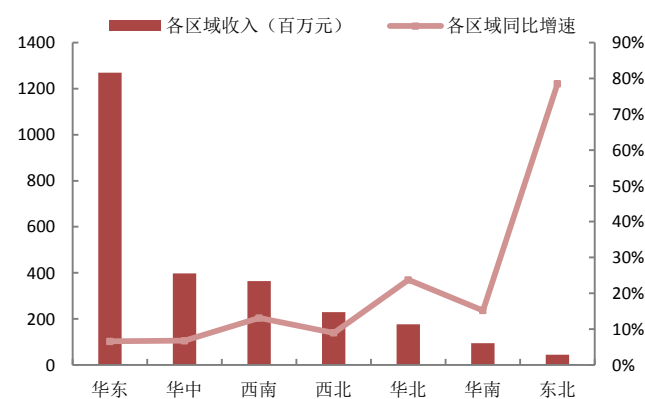
图 18：公司扁平化渠道架构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

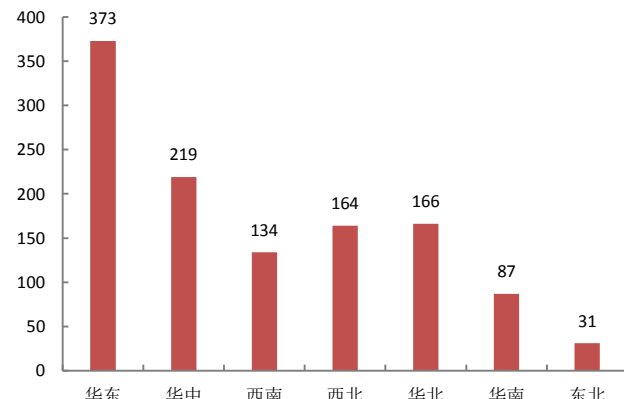
**营销策略灵活，因地制宜。**2017 年，华东、华中、西南、西北及华北五个主要区域分别实现收入 12.7 亿、3.97 亿、3.64 亿、2.30 亿、1.76 亿，同比增速为 6.57%、6.76%、13.11%、8.95%、23.74%，各区域收入情况有别，公司采用因地制宜战略。比如在华东地区，市场开拓程度高，经济发达，消费能力高，因此公司在力推美味系列以及更高端的液体奶茶，主要侧重产品升级；不同的是，西南地区收入水平相对较低，公司则主推椰果系列，主要靠成熟产品打开市场。在经销商选择方面，华东地区作为战略根据地深耕多年采取精细化管理，因此经销商数量较多；华中、西南地区有较好的消费者基础和消费习惯，是未来主要的增长点；华北地区由于产品市场成熟度低，收入规模较小，为此公司采用渠道下沉管理模式，发展多个小经销商拓展市场，然后再对经销商进行优化。

图 19：2017 年公司各区域收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：2017 年各地区经销商数量



数据来源：Wind，西南证券整理

**让利经销商，渠道积极性高。**为提高渠道推广积极性，公司采取高毛利+返利补贴的模式：1) 目前公司液体奶茶的渠道毛利率在 20%-25%，主力冲泡产品的毛利率为 13%-15%，作为高周转的快消品，这是比较高的毛利率，经销商有较大的盈利空间；2) 公司返利补贴

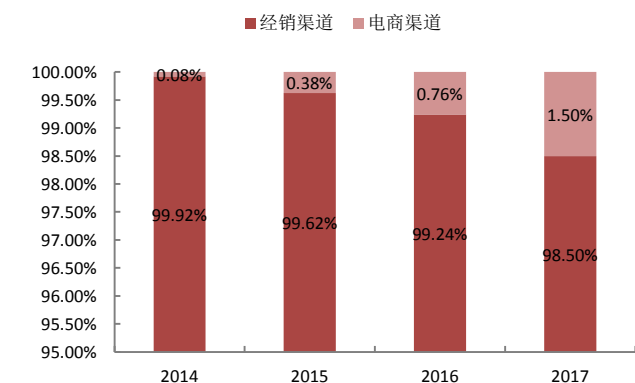
政策主要包括固定返利、专项补贴和市场推广补贴。其中固定返利于 2015 年提出，主要是为了推广美味系列，公司对其高价进行补贴，通过对经销商的月度、季度、年度订单量及分销量进行考核后发放；专项补贴则是临时性补贴，根据公司政策要求进行考核；市场推广补贴是对经销商市场推广费用核验有效后予以补贴。2015 年以来，三类补贴占营收收入比重达 10% 以上。大幅度让利，有效提高经销商积极性，保证渠道的稳定、顺畅。

**表 4：2014 年以来公司返利补贴政策情况（百万元）**

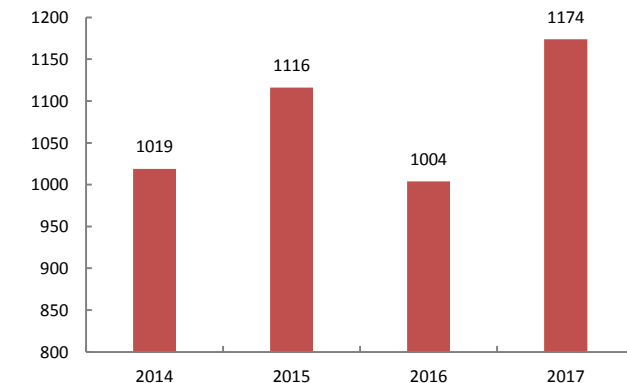
项目名称	2017 年 1-9 月	2016 年度	2015 年度	2014 年度
年饭、季返、月返	56.77	137.66	100.67	-
经销商专项补贴	11.67	49.36	27.84	15.63
市场推广补贴	94.88	112.25	94.68	73.39
合计	163.32	299.27	223.19	89.02
主营业务收入	1324.81	2363.53	1925.93	2065.43
返利补贴占比	12.33%	12.66%	11.59%	4.31%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

经销商团队稳定增长，结构不断优化。2014-2017 年，公司经销渠道收入占比分别达到 99.92%、99.62%、99.24%、98.50%。电商渠道近年来发展迅速，每年保持着 100% 以上增速，但是由于其基数较小，整体收入占比仍然较小。此外，公司经销商数量也在稳步增长，2017 年达到 1174 家，不断扩大的营销网络给公司发展带来更多活力。

**图 21：2014 年以来公司各渠道收入占比**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

**图 22：2014 年以来公司经销商数量**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

## 5 募投项目分析：大力发展液体奶茶

公司产销率正常，旺季产能紧张。2014-2017 年，杯装奶茶产能利用率分别为 86.90%、74.20%、87.30%、87.18%，整体产能利用正常，但是旺季仍需超负荷运转。2017 年，液体奶茶产能利用率为 50%，产能利用较低，主因是液体奶茶仍在推广期，仍需时间蓄力。

表 5：2014 年以来公司产能利用情况

项目名称		2017 年度	2016 年度	2015 年度	2014 年度
杯装奶茶	产能 (万吨)	15.83	15.83	15.83	15.40
	产能 (万箱)	4522.44	4522.44	4522.44	4400.49
	产量 (万吨)	13.80	13.82	11.75	13.39
	椰果系列	9.97	10.56	9.58	11.83
	美味系列	3.83	3.20	1.95	1.41
	产量 (万箱)	3938.37	3947.87	3355.46	3824.09
	椰果系列	2849.47	3017.04	2739.04	3380.28
	美味系列	1088.90	912.65	556.52	402.40
	产能利用率	87.18%	87.30%	74.20%	86.90%
液体奶茶	产能 (万吨)	3.80	-	-	-
	产能 (万箱)	813.30	-	-	-
	产量 (万吨)	1.90	-	-	-
	产量 (万箱)	406.65	-	-	-
	产能利用率	50%	-	-	-

数据来源：招股说明书，西南证券整理

### ➤ 年产 10.36 万吨液体奶茶建设项目

投入生产液体奶茶产品有助于完善公司产品线，能够缓解公司在淡季时安排市场营销投入、生产产能规划、人员招聘及管理等方面压力。该项目为公司新增两条液体奶茶国外先进生产线，选址在湖州生产基地，目前已经建成，2017 年产能还未释放，2018 年液体奶茶产能将有较大提高。此外，液体奶茶产品具有放量快的特点，一旦市场开拓完成，量能就会飞跃，因此公司需求为未来快速增长预备充足产能。

### ➤ 广东江门年产 16.8 万吨无菌灌装液体奶茶建设项目

该项目为原来“年产 14.54 万吨杯装奶茶自动化生产线建设项目”变更过来的。虽然旺季杯装奶茶面临供货压力，新加产能能够解决但同时也面临淡季折旧加大的风险。公司处于谨慎考虑，决定暂时通过旺季前提前备货等方式缓解旺季生产压力。液体奶茶销售存在运输半径，因此公司计划分别在天津、湖州、广东北东南三个区域均布局产能，在未来液体奶茶放量后能保障供应。

从公司募投项目来看，不难看出公司对液体奶茶前景的看好以及极强的重视，未来放量可期。



## 6 盈利预测与评级

关键假设：

1) 假设公司杯装奶茶系列保持稳定增长，且存在椰果系列向美味系列升级趋势，预计营收保持 10% 以上增速；

2) 假设公司液体奶茶系列快速放量，meco、兰芳园、水果茶营收增速在 30% 以上。

表 6：公司分项收入成本预测（百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>				
收入	2,640.38	3,182.64	3,654.56	4,187.43
yoy	10.5%	20.5%	14.8%	14.6%
成本	1,578.93	1,879.83	2,106.98	2,363.72
毛利率	40.2%	40.9%	42.3%	43.6%
<b>椰果系列</b>				
收入	1,563.57	1,657.38	1,740.25	1,827.27
yoy	-5.8%	6.00%	5.00%	5.00%
成本	906.20	961.28	991.94	1,041.54
毛利率	42.0%	42.00%	43.00%	43.00%
<b>美味系列</b>				
收入	829.38	995.26	1,194.31	1,433.17
yoy	19.4%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	485.97	567.30	674.78	802.57
毛利率	41.4%	43.00%	43.50%	44.00%
<b>液体奶茶系列</b>				
收入	217.24	500.00	690.00	897.00
yoy		130.16%	38.00%	30.00%
成本	156.27	325.00	414.00	493.35
毛利率	28.1%	35.00%	40.00%	45.00%
<b>其他系列</b>				
收入	4.82	5.00	5.00	5.00
yoy	-49.4%	3.73%	0.00%	0.00%
成本	2.29	2.50	2.50	2.50
毛利率	52.5%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>其他业务</b>				
收入	25.37	25.00	25.00	25.00
yoy	-3.1%	-1.46%	0.00%	0.00%
成本	28.20	23.75	23.75	23.75
毛利率	-11.2%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2018-2020 年收入复合增速为 16.6%，利润复合增速为 20.7%，EPS 分别为 0.74 元、0.94 元、1.18 元，对应 PE 分别为 32X、25X、20X，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 7 风险提示

原材料价格或大幅波动；液体奶茶销售或不及预期；募投项目进度或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2640.38	3182.64	3654.57	4187.44	净利润	267.77	296.32	378.01	470.82
营业成本	1578.93	1879.83	2106.98	2363.72	折旧与摊销	52.41	87.27	100.92	117.24
营业税金及附加	20.24	24.40	28.02	32.10	财务费用	-7.61	-14.15	-16.75	-15.23
销售费用	617.23	795.66	913.64	1046.86	资产减值损失	7.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	114.31	137.81	158.24	175.87	经营营运资本变动	-351.66	177.80	36.18	43.29
财务费用	-7.61	-14.15	-16.75	-15.23	其他	137.24	-3.40	-1.40	-3.73
资产减值损失	7.32	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>105.47</b>	<b>543.83</b>	<b>496.95</b>	<b>612.39</b>
投资收益	3.49	3.00	3.00	3.00	资本支出	-292.68	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-114.38	3.00	3.00	3.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-407.06</b>	<b>-197.00</b>	<b>-197.00</b>	<b>-197.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>316.92</b>	<b>362.10</b>	<b>467.43</b>	<b>587.12</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	28.36	20.00	20.00	20.00	长期借款	49.80	-109.77	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>345.28</b>	<b>382.10</b>	<b>487.43</b>	<b>607.12</b>	股权融资	508.14	0.00	0.00	0.00
所得税	77.52	85.78	109.43	136.30	支付股利	-112.10	-53.55	-59.26	-75.60
净利润	267.77	296.32	378.01	470.82	其他	28.11	14.15	16.75	15.23
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>473.94</b>	<b>-149.17</b>	<b>-42.51</b>	<b>-60.37</b>
归属母公司股东净利润	267.77	296.32	378.01	470.82	<b>现金流量净额</b>	<b>173.13</b>	<b>197.66</b>	<b>257.44</b>	<b>355.02</b>
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1327.17	1524.83	1782.27	2137.29	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	210.20	199.16	237.75	271.78	销售收入增长率	10.49%	20.54%	14.83%	14.58%
存货	141.09	168.53	187.35	211.15	营业利润增长率	4.53%	14.25%	29.09%	25.60%
其他流动资产	131.53	158.55	182.06	208.60	净利润增长率	0.63%	10.66%	27.57%	24.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.44%	20.32%	26.74%	24.93%
投资性房地产	19.29	19.29	19.29	19.29	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	659.60	774.83	876.41	961.67	毛利率	40.20%	40.93%	42.35%	43.55%
无形资产和开发支出	185.35	183.02	180.69	178.35	三费率	27.42%	28.89%	28.87%	28.84%
其他非流动资产	133.64	133.47	133.31	133.14	净利率	10.14%	9.31%	10.34%	11.24%
<b>资产总计</b>	<b>2807.87</b>	<b>3161.68</b>	<b>3599.11</b>	<b>4121.28</b>	ROE	13.89%	13.65%	15.19%	16.32%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.54%	9.37%	10.50%	11.42%
应付和预收款项	729.59	948.62	1065.97	1191.38	ROIC	43.06%	32.99%	40.31%	45.81%
长期借款	109.77	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.70%	13.67%	15.09%	16.46%
其他负债	40.86	42.65	44.00	45.52	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>880.22</b>	<b>991.27</b>	<b>1109.96</b>	<b>1236.90</b>	总资产周转率	1.06	1.07	1.08	1.08
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	5.75	5.05	5.36	5.60
资本公积	468.13	468.13	468.13	468.13	应收账款周转率	58.08	45.51	53.30	50.55
留存收益	1059.51	1302.28	1621.02	2016.24	存货周转率	13.57	12.10	11.76	11.77
归属母公司股东权益	1927.65	2170.41	2489.15	2884.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.65%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1927.65</b>	<b>2170.41</b>	<b>2489.15</b>	<b>2884.37</b>	资产负债率	31.35%	31.35%	30.84%	30.01%
负债和股东权益合计	2807.87	3161.68	3599.11	4121.28	带息债务/总负债	12.47%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.45	2.14	2.22	2.35
					速动比率	2.26	1.96	2.04	2.17
					股利支付率	41.86%	18.07%	15.68%	16.06%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.67	0.74	0.94	1.18
					每股净资产	4.82	5.43	6.22	7.21
					每股经营现金	0.26	1.36	1.24	1.53
					每股股利	0.28	0.13	0.15	0.19
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	361.72	435.21	551.60	689.13					
PE	35.64	32.21	25.25	20.27					
PB	4.95	4.40	3.83	3.31					
PS	3.61	3.00	2.61	2.28					
EV/EBITDA	22.50	17.99	13.73	10.47					
股息率	1.17%	0.56%	0.62%	0.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn