



## 果汁茶确定性爆发，公司迈入高速增长阶段

### 投资要点

- **事件:** meco 果汁茶终端动销情况远好于市场预期。
- **公司改变明显，强烈推荐。** 香飘飘作为国内杯装奶茶龙头企业，在收入体量达到 20 亿规模关口后遇到内在机制和发展不匹配的问题，增长陷入停滞，在经过五年组织机制优化和产品结构、渠道布局重新梳理，目前公司内外调整基本到位，已具备重启二次增长的动能，并在 17 年成功实现业绩突破。未来三年杯装奶茶和液体新品齐发力，收入年复合增速 26% 以上，19 年估值为 24X（不考虑股权激励摊销，仅 20X），上调至“买入”评级。
- **产品：梯队成形，固体奶茶重启增长，液体新品快速放量。** 1、固体奶茶：1) 营销策略从竞争市场份额转向做大市场，通过重塑公司产品定位，主打解决“小困小饿”的功能性诉求，淡化季节性消费影响，丰富终端消费场景。固体奶茶品类市场空间百亿，产品定位单一老化导致增长停滞，但远未触及天花板，仍有成长空间。2) 未来增长来自于渠道下沉和结构升级。由于经销商和公司的惰性导致过去几年渠道下沉力度是远不够的，县一级渗透率较低，考虑到低线城市消费者对固体奶茶的需求更大，渠道下沉带来的增量明显；三线以下城市市场（销量占比 70%）存在强烈的产品升级需求（从经典系升至好料系）。固体奶茶重启增长，未来三年收入增速保持在 15% 以上。2、即饮新品横纵联合，放量接力成长。1) 果汁茶是固体奶茶的横向拓展，在渠道结构、消费人群上存在高度一致性，借助现有渠道能够实现快速放量。与传统饮料比，果汁茶具备更高的渠道利润空间（27%+），经销商积极性更高。同时果汁茶在消费季节性上与固体奶茶形成互补，完善经销商产品线，延伸价值链，极大提升经销商盈利空间，经销商在也愿意加大在资源上的投入，两者结合运营形成良好的正向循环。2) 兰芳园（包含牛乳茶）是固体奶茶的众向升级，是现有工业奶茶未来往健康消费方向升级的品类，在制作工艺、产品设计上具备较高壁垒。受制于渠道和消费者教育，目前产品定位在一二线城市的特点消费群体，做精准铺货、精准营销。随着奶茶行业逐步发展和消费者意识的崛起，未来将是主流品类。公司三大产品线梯队成形，固体奶茶稳增长，果汁茶快速放量，牛乳茶重点培育，产品定位清晰，承接有序，生命周期大大延长。
- **渠道：激励与压力并施，经销商积极性提升，渠道下沉可期待。** 1、从渠道拓展的空间来看，公司销售主要集中在华东（占比接近 50%），其他区域市场也基本只覆盖到县市一级，县镇市场下沉空间巨大。2、从渠道下沉的动力来看：激

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2640.38	3190.12	4151.33	5355.81
增长率	10.49%	20.82%	30.13%	29.01%
归属母公司净利润（百万元）	267.77	299.59	341.96	481.99
增长率	0.63%	11.88%	14.14%	40.95%
每股收益 EPS（元）	0.67	0.75	0.85	1.20
净资产收益率 ROE	13.89%	13.78%	13.10%	15.94%
PE	31	28	24	17
PB	4.32	3.84	3.19	2.76

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：zhz@swsc.com.cn

分析师：李光歌

执业证号：S1250517080001

电话：021-58351839

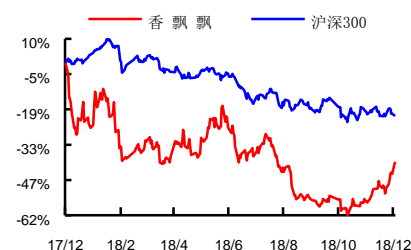
邮箱：lgg@swsc.com.cn

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)	0.46
52 周内股价区间(元)	13.36-33.27
总市值(亿元)	83.36
总资产(亿元)	27.63
每股净资产(元)	4.93

### 相关研究

1. 香飘飘 (603711): Q3 收入增速放缓，费用下降带动净利润提升 (2018-10-23)
2. 香飘飘 (603711): 杯装、液体奶茶齐增长，17 经营业绩向好 (2018-08-17)
3. 香飘飘 (603711): 杯装奶茶领导者，打造液体奶茶新增长极 (2018-07-24)

励与压力并施，极大提升经销商积极性：1) 改变过去宽松的经销商考核机制。对于经销商管辖范围内渠道下沉做业绩指标考核，对于下沉不到位的经销商采取分割市场给予新经销商运作或者更换经销商，未来三年内公司将扩大经销商团队数量，渠道做细做密；2) 公司积极落实“三专政策”专职、专营、专项激励），包括为经销商配置专职运营香飘飘产品员工、鼓励专营公司产品、为新品设立专项奖励，有助于提升经销商对运营公司产品的专注度，增强渠道推力；3) 随着公司规模扩大与产品线的丰富，公司有能力组建庞大营销团队，开拓市场模式从纯粹依靠经销商转变为厂商一体开发市场，渠道深耕变被动为主动。



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

- **管理：内部调整到位，股权激励设立高目标，士气正旺。**1、明确路径和方向：公司在五年调整期间多次探索可行的发展路径和突围方向，不断试错，最终确定当前杯装奶茶、果汁茶、液体奶茶齐发力的产品策略+激发渠道潜力做精做细的运营策略；2、人员引入+薪资到位：为实现营销上重大突破，公司对营销团队建设投入较大人力物力，包括从加多宝、农夫山泉、哇哈哈等知名企业引进优秀人才，提高营销人员薪资待遇，提升整个营销团队战斗力；3、股权激励：公司推出为期四年的股权激励计划，授予对象基本涵盖公司重要岗位上的中高层核心员工。股权激励将员工切身利益和公司发展高度绑定，具体的业绩目标分派至个人，压力与动力并存，有效扭转过去松散的工作状态，当下士气正旺。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2018-2020 年未来三年收入复合增速 26%，归母净利润复合增速 22%。若不考虑到股权激励费用摊销(19 年 6000 万)，19 年实际净利润将达 4 亿。考虑到公司的真实盈利能力以及后续持续高增长的爆发力，公司作为行业龙头，享受估值溢价，按实际净利润给予公司 2019 年 30 倍估值，对应目标价 25.5 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示。**液体奶茶、果汁茶或销售不及预期；固体奶茶停滞增长风险。

**关键假设:**

假设 1: 渠道下沉带动固体奶茶销量保持 13% 左右增长, 产品结构升级带动吨价提升 1%, 整体增速保持在 15% 左右;

假设 2: 果汁茶快速放量, 目前产能严重受限, 供不应求, 故产量决定销量。

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
椰果系列	收入	1,563.57	1,728.53	1,955.31	2,200.90
	增速	-5.8%	10.55%	13.12%	12.56%
	成本	906.20	1,002.55	1,134.08	1,276.52
	毛利率	42.0%	42.00%	42.00%	42.00%
美味系列	收入	829.38	991.94	1,186.36	1,391.60
	增速	19.4%	19.60%	19.60%	17.30%
	成本	485.97	565.40	664.36	779.30
	毛利率	41.4%	43.00%	44.00%	44.00%
液体奶茶	收入	217.24	439.66	979.66	1,733.31
	增速		102.38%	122.82%	76.93%
	成本	156.27	298.97	656.37	1,161.32
	毛利率	28.1%	32.00%	33.00%	33.00%
其他	收入	30.2	30.0	30.0	30.0
	增速		0%	0%	0%
	成本	30.5	26.3	26.3	26.3
	毛利率		12.50%	12.50%	12.50%
合计	收入	2,640.38	3,190.12	4,151.32	5,355.80
	增速	10.5%	20.8%	30.1%	29.0%
	成本	1,578.93	1,893.17	2,481.06	3,243.38
	毛利率	40.2%	40.7%	40.2%	39.4%

数据来源: Wind, 西南证券

**表 2: 可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
603156	养元饮品	42.45	4.67	3.35	3.69	4.06	-	12.65	11.5	10.45
000848	承德露露	8.04	0.42	0.49	0.58	0.69	22.38	16.33	13.93	11.7
600189	吉林森工		0.02	0.06	0.08	0.12	295.67	76.23	52.98	37.66
平均值							-	35.07	26.14	19.93

数据来源: Wind, 西南证券整理

预计 2018-2020 年未来三年收入复合增速 26%, 归母净利润复合增速 22%。若不考虑到股权激励费用摊销(19 年 6000 万), 19 年实际净利润将达 4 亿。考虑到公司的真实盈利能力以及后续持续高增长的爆发力, 公司作为行业龙头, 享受估值溢价, 按实际净利润给予公司 2019 年 30 倍估值, 对应目标价 25.5 元, 上调至“买入”评级。

**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	3190.12	4151.33	5355.81	净利润	267.77	299.59	341.96	481.99
营业成本	1578.93	1893.17	2481.06	3243.39	折旧与摊销	52.41	87.27	100.92	117.24
营业税金及附加	20.24	24.46	31.83	41.06	财务费用	-7.61	-12.76	-12.45	-10.71
销售费用	617.23	778.39	1004.62	1237.19	资产减值损失	7.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	114.31	143.56	228.32	246.37	经营营运资本变动	-351.66	180.67	114.69	147.85
财务费用	-7.61	-12.76	-12.45	-10.71	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>551.36</b>	<b>543.70</b>	<b>732.64</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>366.31</b>	<b>420.95</b>	<b>601.52</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>386.31</b>	<b>440.95</b>	<b>621.52</b>	股权融资	508.14	0.00	154.00	0.00
所得税	77.52	86.73	98.99	139.53	支付股利	-112.10	-53.55	-59.92	-68.39
净利润	267.77	299.59	341.96	481.99	其他	28.11	12.76	12.45	10.71
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>-150.56</b>	<b>106.54</b>	<b>-57.68</b>
归属母公司股东净利润	267.77	299.59	341.96	481.99	<b>现金流量净额</b>	<b>173.13</b>	<b>203.80</b>	<b>453.24</b>	<b>477.96</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	1530.97	1984.21	2462.16	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	210.20	200.11	275.15	360.15	销售收入增长率	10.49%	20.82%	30.13%	29.01%
存货	141.09	169.73	220.97	290.21	营业利润增长率	4.53%	15.58%	14.92%	42.90%
其他流动资产	131.53	158.92	206.80	266.81	净利润增长率	0.63%	11.88%	14.14%	40.95%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.44%	21.87%	15.56%	38.99%
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%	40.66%	40.23%	39.44%
无形资产和开发支出	185.35	183.02	180.69	178.35	三费率	27.42%	28.50%	29.40%	27.50%
其他非流动资产	133.64	133.47	133.31	133.14	净利率	10.14%	9.39%	8.24%	9.00%
<b>资产总计</b>	<b>2807.87</b>	<b>3170.34</b>	<b>3896.82</b>	<b>4671.78</b>	ROE	13.89%	13.78%	13.10%	15.94%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.54%	9.45%	8.78%	10.32%
应付和预收款项	729.59	953.94	1240.88	1597.72	ROIC	43.06%	33.57%	37.26%	49.92%
长期借款	109.77	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.70%	13.82%	12.27%	13.22%
其他负债	40.86	42.73	46.22	50.75	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>880.22</b>	<b>996.66</b>	<b>1287.10</b>	<b>1648.47</b>	总资产周转率	1.06	1.07	1.17	1.25
股本	400.01	400.01	419.68	419.68	固定资产周转率	5.75	5.06	6.09	7.17
资本公积	468.13	468.13	602.46	602.46	应收账款周转率	58.08	45.57	56.30	53.25
留存收益	1059.51	1305.55	1587.58	2001.18	存货周转率	13.57	12.13	12.62	12.61
归属母公司股东权益	1927.65	2173.68	2609.72	3023.31	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>2173.68</b>	<b>2609.72</b>	<b>3023.31</b>	资产负债率	31.35%	31.44%	33.03%	35.29%
负债和股东权益合计	2807.87	3170.34	3896.82	4671.78	带息债务/总负债	12.47%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.45	2.13	2.14	2.09
					速动比率	2.26	1.96	1.96	1.91
					股利支付率	41.86%	17.88%	17.52%	14.19%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.67	0.75	0.85	1.20
					每股净资产	4.82	5.43	6.52	7.56
					每股经营现金	0.26	1.38	1.36	1.83
					每股股利	0.28	0.13	0.15	0.17
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	361.72	440.82	509.41	708.04					
PE	31.13	27.83	24.38	17.30					
PB	4.32	3.84	3.19	2.76					
PS	3.16	2.61	2.01	1.56					
EV/EBITDA	19.16	15.01	12.90	8.61					
股息率	1.34%	0.64%	0.72%	0.82%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn