

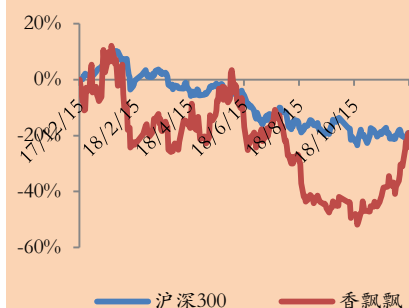


香飘飘 (603711)

投资评级: 买入 (首次覆盖)

报告日期: 2018-12-17

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	419.35
A股股本(百万股)	419.35
B/H股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	94.1
A股流通比例(%)	11.0
第一大股东	蒋建琪
第一大股东持股比例	58.99
12个月最高/最低(元)	31.86/12.72

消费组

联系人: 万婕妤

0551-65161830

wanjy126@126.com

杯装奶茶领军者，液体饮品助力增长

主要观点:

□ 杯装奶茶龙头企业，产品结构持续升级

香飘飘杯装奶茶龙头地位稳固，市场份额逐年提高，由2014年的57%的市场份额逐步提升至目前的62%，最强势的时候达到70%多，未来杯装奶茶市场集中度有望进一步提升。高端的美味系列营收由1.94亿元提升至8.29亿元，年复合增长率高达43.78%，在杯装奶茶中占比由2013年的9.78%大幅上涨至2018年第三季度的39.21%，比重逐年提升。椰果系列增长已大幅放缓，近年来高端美味系列已成为公司销量新增长点。6月份美味产品的提价将进一步提高公司盈利能力，美味系列未来有望实现量价齐升。

□ 积极布局液体饮品，形成互补优势

公司于2017年4月开始推出“Meco”牛乳茶及兰芳园丝袜奶茶打破了传统杯装奶茶季节性缺陷和公司对于单一产品的依赖，与普通杯装奶茶形成互补优势：1) 消费季节互补：传统杯装奶茶为冬季冲泡类饮品，主打冬季销售，“Meco”牛乳茶及兰芳园丝袜奶茶主要定位为夏季冷藏类即饮品，两者更利于协同发展。2) 消费人群互补：“Meco”牛乳茶及兰芳园丝袜奶茶主打高端人群，两者在消费人群方面形成互补优势。3) 两产品独立运营，有助于扩展渠道。液体奶茶已经上市后销售状况良好，目前已成为公司最高毛利率产品，未来液体奶茶的销售增长将带动公司整体毛利率上行。

由于“Meco”牛乳茶及“兰芳园”丝袜奶茶属于中高端产品，市场培育时间较长，不能迅速实现高速增长，在7月份公司推出新款果汁茶，对应工薪阶层，一经投放市场，单季度超过五千万收入，目前单月销售已达到120-140万箱，且销量仍呈上涨趋势，我们对未来果汁茶的销售有较高市场预期。

□ 稳固华东市场，积极布局全国市场

华东市场作为公司销售主战场，占公司销售总额约50%，每年保持稳定增速，公司以人口基数较大的华中市场及有奶茶消费习惯的西南地区作为重点开发市场，从今年前三季度数据来看，华中市场及西南地区作为公司地区第二、三的销售大区，增速均保持在20%以上，同时电商自2017年以来一直保持翻倍增长态势。公司目前渠道区域布局以达到省市地域全覆盖，未来渠道将进一步下沉至乡县地区，公司仍有很大的销售潜力和空间。

□ 盈利与估值

公司杯装奶茶龙头地位稳固，核心产品市场表现突出。未来，随着省外市场的顺利拓展和液体饮品销售的释放，业绩有望快速提升。我们预计2018-2020年公司营业收入32.46亿、39.6亿、47.52亿，净利润3.06亿、3.8亿、4.86亿，EPS为0.76、0.95、1.21，对应PE为29.38、23.62、18.47，给予“买入”评级。

□ 风险提示

经济下行消费需求降低；液体饮品销售增长不达预期；食品安全问题



盈利预测：单位：百万元

财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2640	3246	3960	4752
收入同比 (%)	10%	23%	22%	20%
归属母公司净利润	268	306	380	486
净利润同比 (%)	1%	14%	24%	28%
毛利率 (%)	40.2%	41.8%	42.0%	42.4%
ROE (%)	13.9%	14.2%	15.8%	17.5%
每股收益	0.64	0.76	0.95	1.21
P/E	35.14	29.38	23.62	18.47
P/B	4.88	4.38	3.90	3.40
EV/EBITDA	26	21	16	10

资料来源：wind、华安证券研究所

目录

一、公司概况	5
1.1 杯装奶茶开创者，产品类别丰富	5
1.2 家族企业股权稳定，股权激励绑定员工利益	5
1.3 营收净利双增长，新品再添助力	6
二、杯装奶茶正升级，液体饮料助发展	8
2.1 饮料业仍有提升空间，行业出现分化	8
2.2 杯装奶茶龙头企业，产品结构持续升级	9
2.3 积极布局液体饮品，形成互补优势	10
2.3.1 加码液态奶茶，打破季节性消费缺陷	10
2.3.2 加大液态饮品投入，爆款果汁茶新品亮相	11
三、销售体系完善，加速布局全国市场	12
3.1 广告投放费用不减，投放定位精准	12
3.2 扁平化销售模式，加速布局全国市场	13
3.3 零库存销售战略，公司经营效率提升	14
四、杯装+液体奶茶扩产，缓解生产压力	15
五、盈利与估值	16
六、风险提示	16
附录：财务报表预测	17

图表目录

图表 1 香飘飘发展脉络	5
图表 2 香飘飘主要产品	5
图表 3 公司股权结构	6
图表 4 公司股权激励	6
图表 5 营业收入及增速	7
图表 6 归母净利润及增速	7
图表 7 公司三费费用率	7
图表 8 公司毛利率及净利率	7
图表 9 城镇居民可支配收入	8
图表 10 人均软饮料消费量	8
图表 11 软饮料产量	8
图表 12 部分子行业营收	8
图表 13 杯装奶茶市场份额	9
图表 14 椰果系列及美味系列产品增速	9
图表 15 杯装奶茶占比	9
图表 16 杯装奶茶毛利率对比 (%)	10
图表 17 分季度营收占比	11
图表 18 液体奶茶毛利率	11
图表 19 MECO 牛乳茶单季度销售额 (万元)	11
图表 20 兰芳园单季度销售额 (万元)	11
图表 21 茶饮料市场销售额	12
图表 22 各国人均饮茶量	12
图表 23 广告费用投放	13
图表 24 竞品销售费用率比较 (%)	13
图表 25 扁平化销售	13
图表 26 经销商分布	13
图表 25 各地区收入占比	14
图表 26 第三季度各地区收入增速	14
图表 29 公司库存商品占比	15
图表 30 应收账款占营业收入比	15
图表 31 杯装奶茶产能	15

一、公司概况

1.1 杯装奶茶开创者，产品类别丰富

香飘飘公司成立于 2005 年，国内杯装奶茶的开创领先者。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。2012 年获得国家工商行政管理总局颁发的“中国出名商标”。主要销售杯装固体奶茶包括椰果系列和美味系列两大类十多种口味杯装奶茶，并不断对美味系列产品进行升级，2017 年开发新品液态奶茶包括“MECO”牛乳茶及“兰芳园”丝袜奶茶，以补充其产品季节性缺陷。其他产品包括桂圆红枣奶茶、蒙古奶茶等，18 年底推出新人气王果汁茶系列。

图表 1 香飘飘发展脉络



资料来源：招股说明书、华安证券研究所

图表 2 香飘飘主要产品



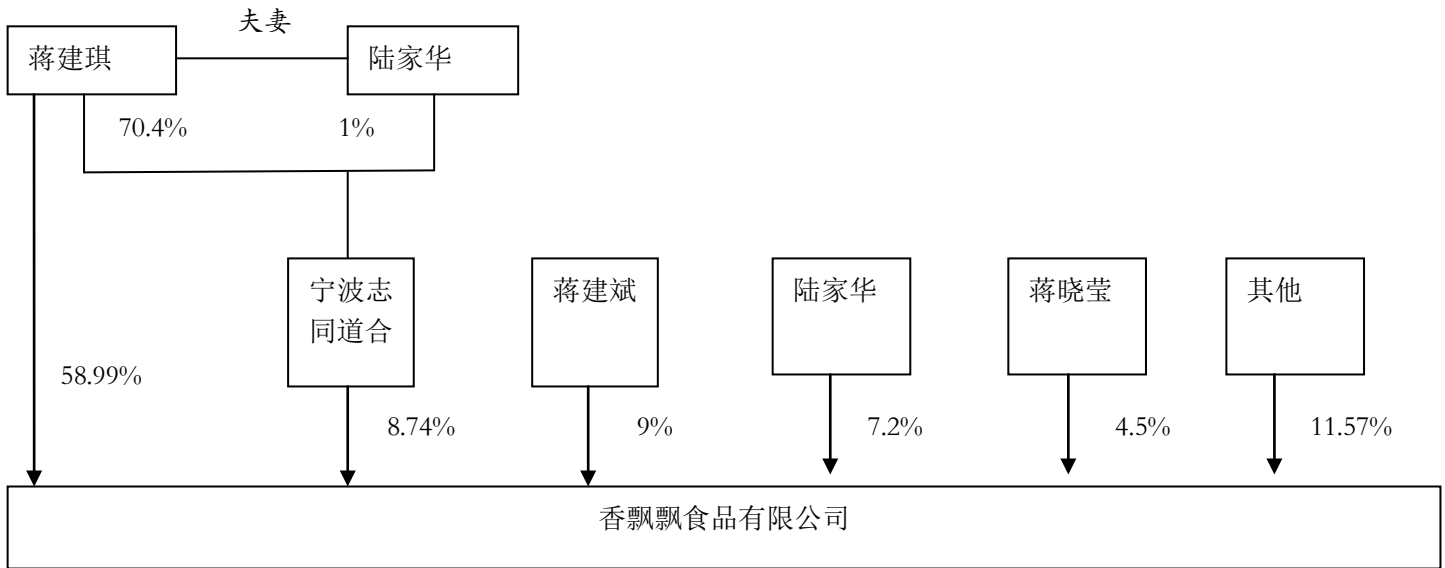
资料来源：招股说明书、华安证券研究所

1.2 家族企业股权稳定，股权激励绑定员工利益

公司实际控制人为蒋建琪、陆家华夫妻。对直接持股 58.99%，通过宁波志同道合同接持股 8.74%，合计持股 67.63%，占有公司大部分股权，股权稳定。其兄弟蒋建斌持股 9%，其女儿蒋晓莹直接持股 4.5%。蒋家合计持股比例为

81.13%，股权集中明显，避免未来出现控制权争夺。

图表 3 公司股权结构



资料来源：招股说明书、华安证券研究所

公司 2018 年 10 月，向公司董事、高级管理人员及核心管理人员、核心技术人员等 67 人实行股票激励计划，授予 1935 万限制性股票，占公司总股本 4.84%，授予价格为 7.85 元/股。公司建立长效激励机制，更容易吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心骨干人员的积极性，将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结在一起，使各方共同关注公司的长远发展。

图表 4 公司股权激励

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
蔡建峰	副总经理、董事	319	16.22%	0.8%
勾振海	董事会秘书、副总经理、董事	50	2.54%	0.12%
邹勇坚	财务总监	50	2.54%	0.12%
核心管理人员、核心基数 (业务) 人员 (66 人)		1548	78.7%	3.87%
合计 (69 人)		1967	100%	4.92%

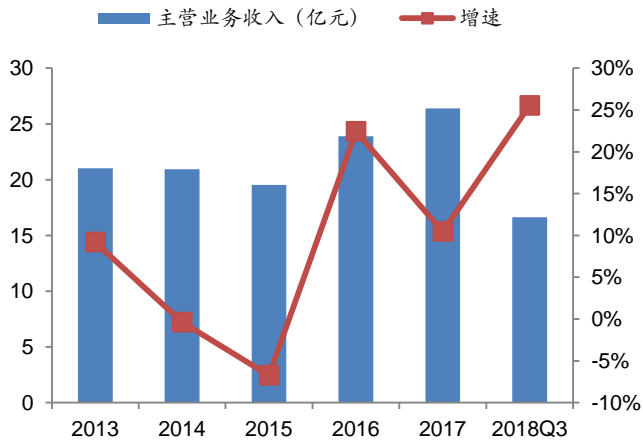
资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.3 营收净利双增长，新品再添助力

新品销售稳增长，公司营收净利同步增长。公司在 2005 年至 2012 年处于高速发展期，从 2013 年起，奶茶杯装市场竞争逐渐加大，随着优乐美、立顿奶茶的崛起，香飘飘从 2013 到 2015 年经历了两年的增长停滞期，公司不断对产品内部结构进行优化，对高级杯的美味系列加大投放力度，在增长停滞期内，公司并没有出现大幅业绩下滑，而是将重心从椰果系列逐步升级为美味系列，推出多种新口味。2015 年公司重新讲品牌定义为健康的代餐饮料，重新打出宣传标语“小困小饿，喝香飘飘”，2016 年营收增速高达 22.4%，归母净利润增速高达 30.4%，重新实现双位数增长。2017 年公司实现营收 26.4 亿元，同比增长 10.49%；实现归母净利润 2.68 亿元，同比增长 0.63%，主要是由于推出新品“Meco”

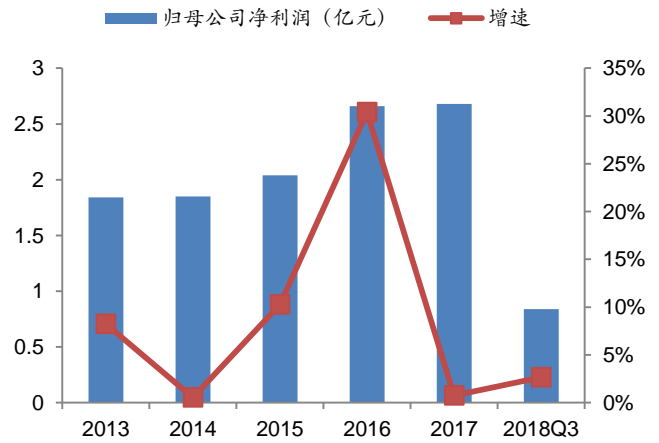
牛乳茶及“兰芳园”丝袜奶茶，公司投入成本较大，产品未能实现批量化生产，毛利率较低，对公司整体业绩造成一定的拖累。2018年前三季度公司实现营业收入16.63亿元，同比增长25.53%；实现归母净利润0.84亿元，同比增长2.65%，营收及净利同步实现增长。

图表5 营业收入及增速



资料来源：wind、华安证券研究所

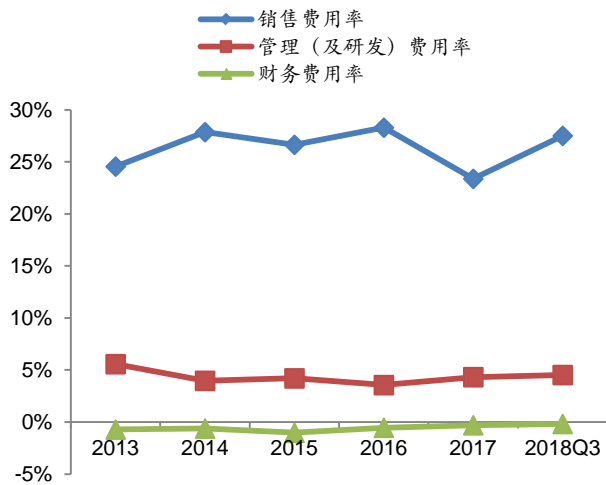
图表6 归母净利润及增速



资料来源：wind、华安证券研究所

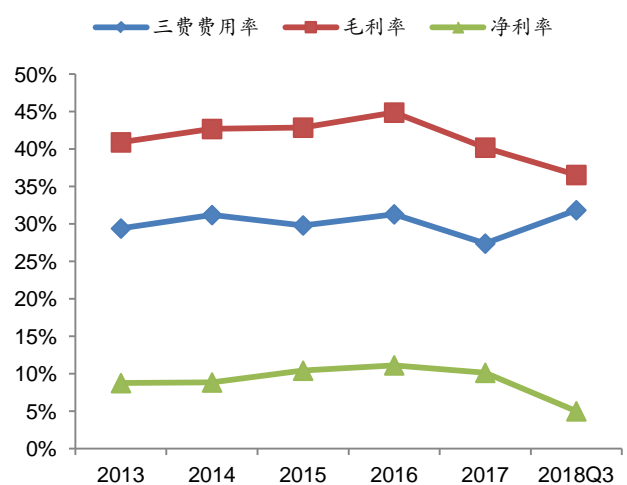
2013年至2016年公司通过对产品结构优化升级，毛利率逐年上涨。从40.91%提升至44.88%。公司2017年和2018年整体毛利率出现下跌，是由于原材料包装纸的上涨及推出新品的毛利率较低，2017年推出新品液体奶茶，由于生产未形成规模，导致摊销成本高，2017年液体奶茶毛利率仅为28%，至2018年第三季度液体奶茶毛利率上涨至46%-50%。2018年前三季度毛利率下滑是由于一季度液体奶茶毛利率低，以及新推出的果汁茶毛利率仅为26%-28%，加上成本上涨导致其毛利率下滑至36.55%。前三季度对液体奶茶投放力度较大，导致其销售费用上涨至27.5%，以及新品研发费用的增长导致其净利率快速下滑至5%。今年5月公司对美味系列价格进行调整，带动冲泡系列整体毛利率上涨，未来果汁茶毛利率的上涨空间大，随着销量增长，公司毛利率水平有望回升。

图表7 公司三费费用率



资料来源：wind、华安证券研究所

图表8 公司毛利率及净利率



资料来源：wind、华安证券研究所

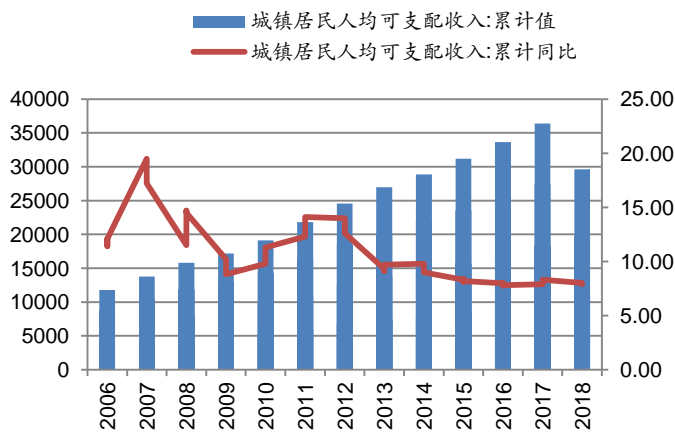
二、杯装奶茶正升级，液体饮料助发展

2.1 饮料业仍有提升空间，行业出现分化

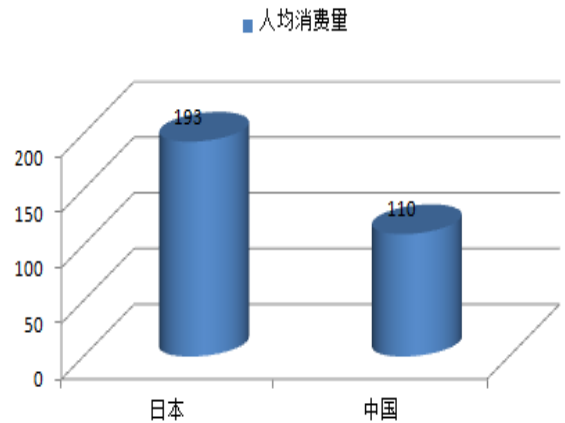
收入水平稳步增长，整个社会消费能力不断提升。2017 年我国城镇人均可支配收入达到 3.64 万元，同比增长 8.3%；2018 年前三季度人均可支配收入基本延续增长态势，同比 8%。2016 年我人均软饮料消费量仅为 110kg，对标日本的 193kg 仍有翻倍的上涨空间。随着市场经济的持续发展，软饮料行业未来发展仍有巨大潜力。

子行业近年来逐渐有发展分化的趋势，蛋白质饮料营收逐年下降，茶及茶饮料、果蔬汁及固体饮料近三年来发展较为迅速，其中茶饮料及固体饮料的快速发展助力香飘飘的成长。

图表 9 城镇居民可支配收入



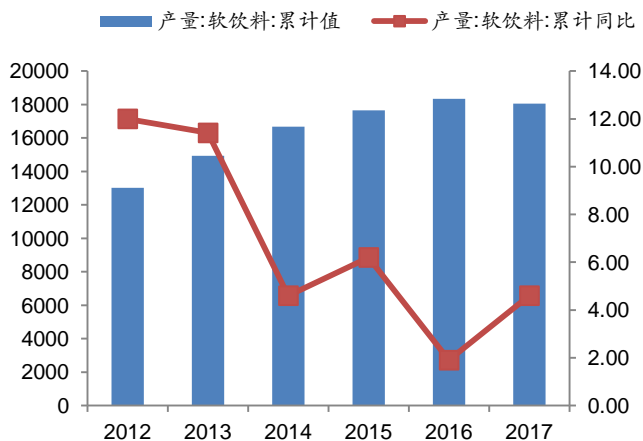
图表 10 人均软饮料消费量



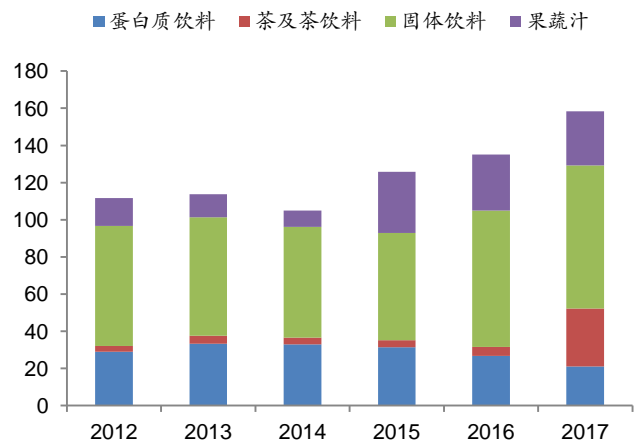
资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: 中国产业信息网、华安证券研究所

图表 11 软饮料产量



图表 12 部分子行业营收



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

2.2 杯装奶茶龙头企业，产品结构持续升级

杯装奶茶壁垒较低，市场竞争激烈。相比市场上的“优乐美”“相约”以及“立顿”奶茶，香飘飘杯装奶茶龙头地位稳固，市场份额逐年提高，由2014年的57%的市场份额逐步提升至目前的62%，最强势的时候达到70%多，未来杯装奶茶市场集中度有望进一步提升。杯装奶茶营收目前占公司整体营收的87%，仍然是公司最核心的产品。

产品结构持续升级，有助于公司盈利能力提升。椰果系列是公司最初推出的产品，也是目前公司最主要的产品。自公司2012年后开始进行产品结构调整，椰果系列营收占比逐年下降，2013年至2017，椰果系列营收17.9亿元下降至15.64亿元，在杯装奶茶中占比由2013年的90.22%大幅下降至2018年第三季度的60.79%。高端的美味系列营收由1.94亿元提升至8.29亿元，年复合增长率高达43.78%，在杯装奶茶中占比由2013年的9.78%大幅上涨至2018年第三季度的39.21%，比重逐年提升。椰果系列增长已大幅放缓，近年来高端美味系列已成为公司销量新增长点。

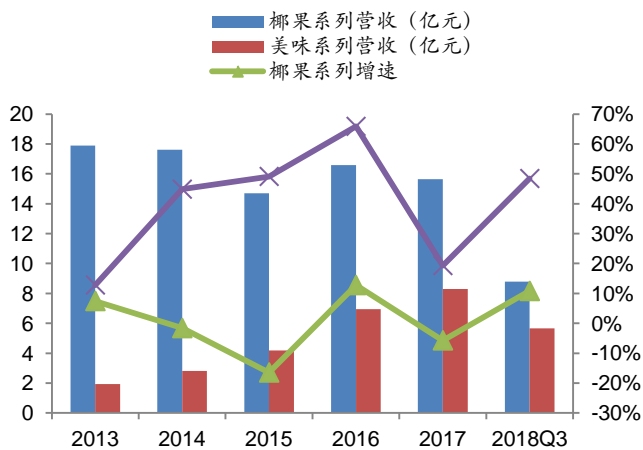
美味奶茶在2013年毛利率为48.74%，高出普通椰果系列8.4%，但近期由于环保监管严格，产品的包装成本上涨，导致毛利率有所下滑，在今年5月份公司对美味奶茶进行提价，未来公司盈利能力有望得到提升。

图表 13 杯装奶茶市场份额

杯装奶茶品牌	2014	2015	2016	2018H1
香飘飘	57%	56.4%	59.5%	62%
其他品牌	43%	44.6%	41.5%	38%
合计	100%	100%	100%	100%

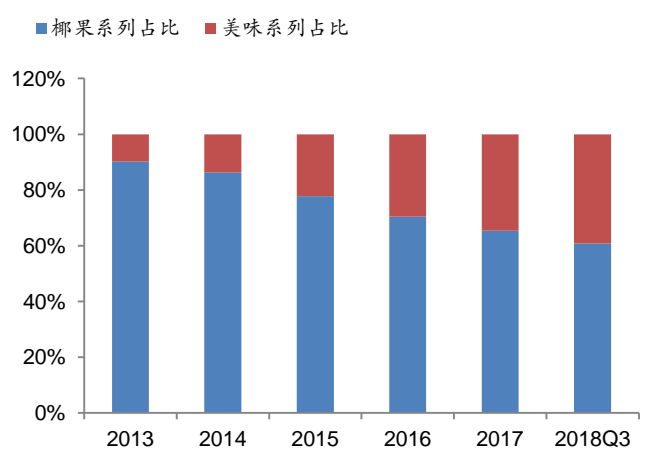
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 14 椰果系列及美味系列产品增速



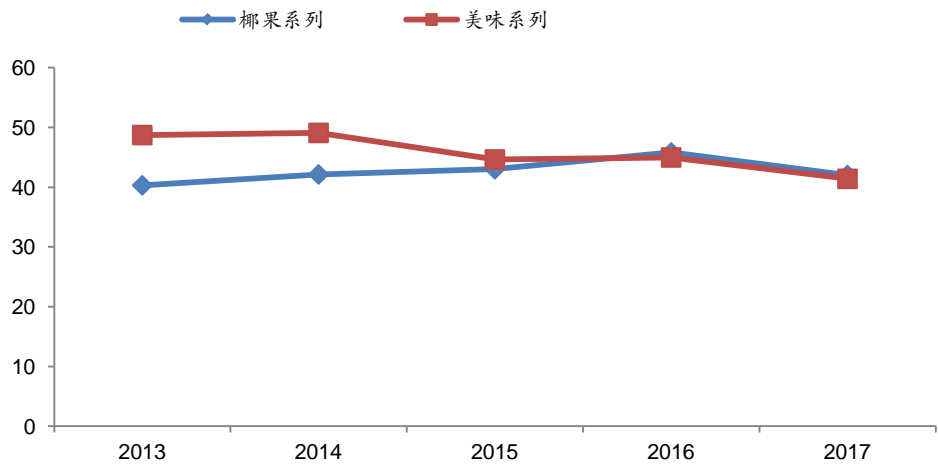
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 15 杯装奶茶占比



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 16 杯装奶茶毛利率对比 (%)



资料来源：公开资料、华安证券研究所

2.3 积极布局液体饮品，形成互补优势

2.3.1 加码液态奶茶，打破季节性消费缺陷

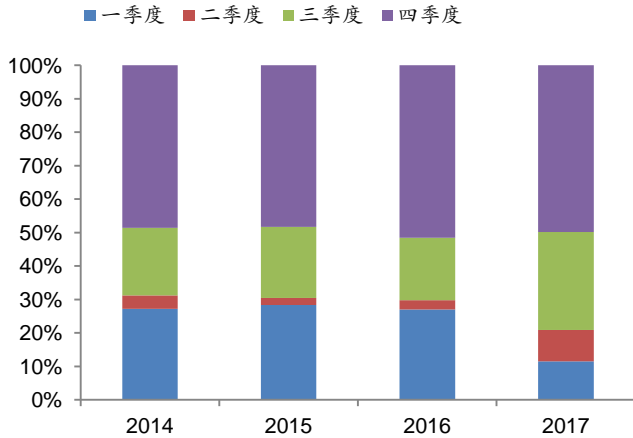
公司加码液态奶茶，与杯装奶茶形成优势互补。作为杯装奶茶领导者，一直以传统杯装奶茶作为主要销售产品，但由于杯装奶茶销售季节性突出，夏季杯装奶茶销量较少，通常二三季度为公司销售淡季，春节前是销售顶峰。公司淡季时间较长，对与营销投入和人员管理方面存在一定的经营压力，为了打破传统杯装奶茶季节性缺陷，打破公司对于单一产品的依赖，公司于2017年4月开始推出“Meco”牛乳茶及兰芳园丝袜奶茶对普通杯装奶茶形成互补优势：1) 消费季节互补：传统杯装奶茶为冬季冲泡类饮品，主打冬季销售，“Meco”牛乳茶及兰芳园丝袜奶茶主要定位为夏季冷藏类即饮品，两者更利于协同发展。2) 消费人群互补：“Meco”牛乳茶及兰芳园丝袜奶茶主打高端人群，产品主要投放于一、二线城市，产品定位相比市场上的“午后红茶”以及“阿萨姆”奶茶，毫升单价高出3-4倍，传统杯装奶茶定位为工薪人群消费，两者在消费人群方面形成互补优势。3) 两产品独立运营，有助于扩展渠道。目前1200多家经销上中有一半以上是可以同时经营两种产品的，但是液体奶茶大类属于饮料类的，后期公司将专门引进做饮料的经销商进行补充，两产品结合有助于扩大公司销售渠道。

液体奶茶新上市，季节性消费程度逐步淡化。公司2014-2016年销售季节性明显，一季度、四季度销售占比总和均为75%以上，二、三季度销售较差，占比总和低于25%，且逐年下降。液体奶茶推出后，2017年二、三季度销售占比提升为39%，尤其是第三季度占比同比提升6.6%至9.35%，一、四季度占比下降至41%，产品季节性消费程度逐步被淡化。

液体奶茶毛利率未来上升空间可期。液体奶茶在产品中定位为高端产品，其毛利率在刚推出时由于规模较小，导致其毛利率仅为28%左右，但后期毛利率提升较快，至2018年第三季度液体奶茶毛利率估计达到约48%，目前是所有产品中毛利率最高的产品，随着公司对高端市场的培育，液体奶茶销售将带动

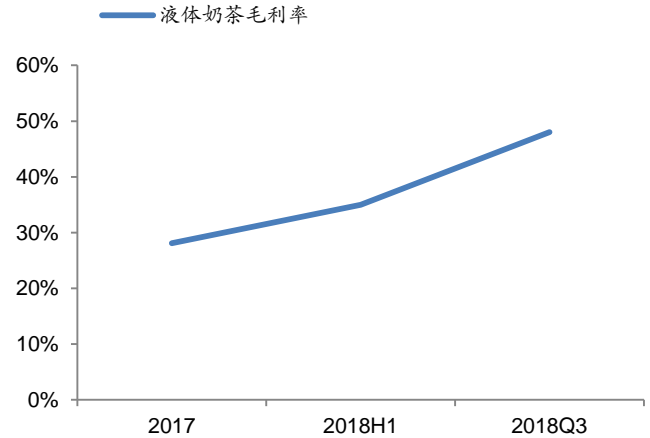
公司整体毛利率上行。

图表 17 分季度营收占比



资料来源: wind、华安证券研究所

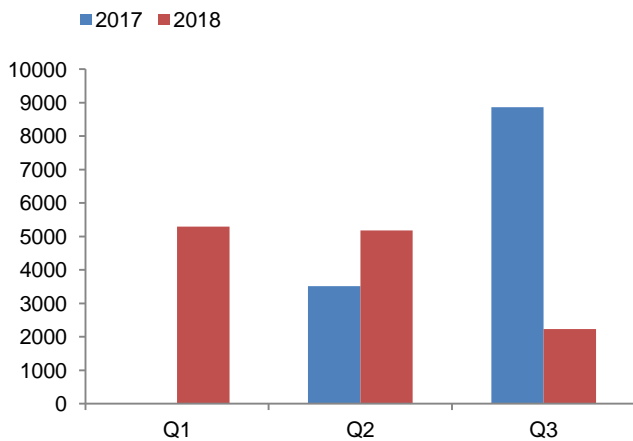
图表 18 液体奶茶毛利率



资料来源: wind、华安证券研究所

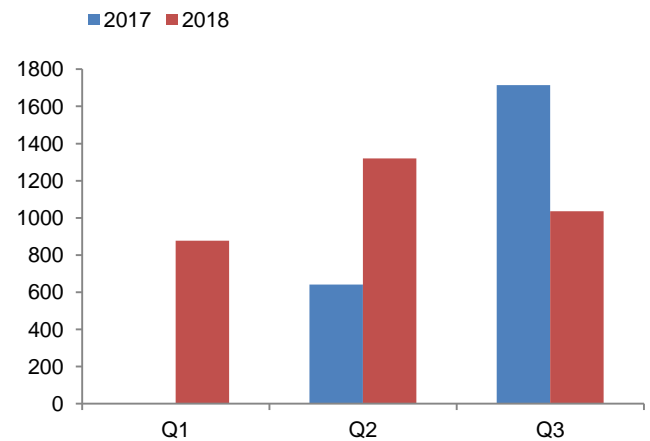
目前库存已逐步出清,有利于未来长期稳定发展。2017年三季度香飘飘对液体奶茶加大营销力度,去年三季度“Meco”牛乳茶和“兰芳园”丝袜奶茶分别同比增长152.06%、167.03%,今年三季度增速同比下滑56.9%、21.5%,主要是由于公司主动清理液体奶茶库存,保证产品生产日期新鲜,影响了液体奶茶销售。目前液体奶茶库存清理基本完成,在渠道保持低库存的良性发展下,未来的销售有望进一步释放。

图表 19 Meco 牛乳茶单季度销售额 (万元)



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 20 兰芳园单季度销售额 (万元)



资料来源: wind、华安证券研究所

2.3.2 加大液态饮品投入,爆款果汁茶新品亮相

加大液态饮品投入,果汁茶销售良好。由于“Meco”牛乳茶及“兰芳园”丝袜奶茶属于中高端产品,市场培育时间较长,不能迅速实现高速增长,在7月份公司推出新款果汁茶,定价6-7元一杯,在未做过多营销资源投放的情况下,单季度超过五千万收入,据草根调研显示,目前单月销售已达到120-140万箱,现在虽已过夏季的最好饮用期,但销量仍呈上涨趋势。

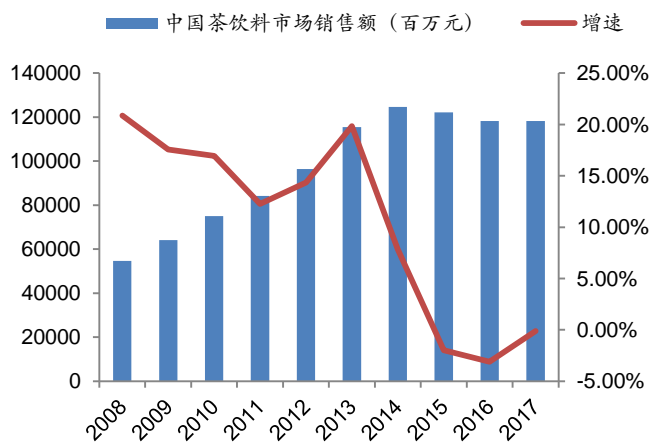
据国家茶叶技术体系经济研究室调查数据显示,中国的茶叶消费群体将近

5亿人，占总人口的36%，其中城市消费群体2.54亿人，农村消费群体2.14亿人，相比人口总数远未饱和，潜在消费人群大有可挖掘之势。根据Euromonito的数据显示，我国目前人均饮茶量为10.4L，相比2003年，我国人均饮茶量增加约3倍，但与其他国家相比仍有很大的提升空间，我国相比日本的饮茶量相差约5倍，行业仍有提升空间。

目前茶饮料市场正处于跑马圈地的状态，市场分散，并未出现大的茶饮料品牌垄断市场，未来茶饮料不光是快速增量的市场，也同样会面临大品牌争夺市场份额的现象，茶饮料整体市场仍有较大的上升空间。

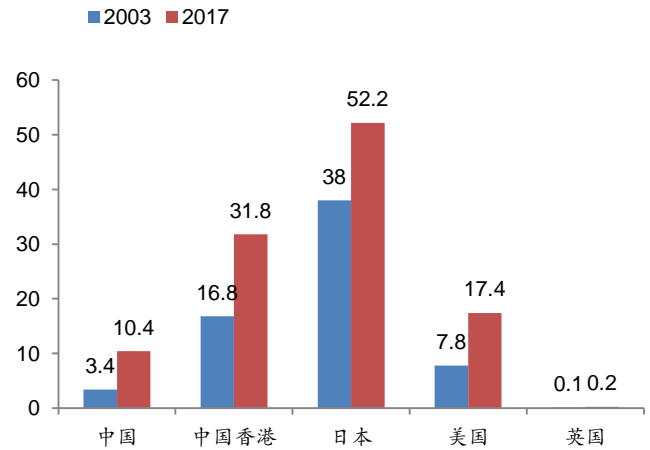
目前果汁茶仍在推广初期，以北京、上海、广州、杭州等一线城市和华东地区为主，未来二线城市及以下地区市场下沉空间大，果汁茶的毛利率在年底也有望从28%提升至35%。未来果汁茶市场空间大，毛利率改善空间高，有望成为公司销售新增长点，看好新品未来长期发力。

图表 21 茶饮料市场销售额



资料来源：Euromonitor、华安证券研究所

图表 22 各国人均饮茶量



资料来源：Euromonito、华安证券研究所

三、销售体系完善，加速布局全国市场

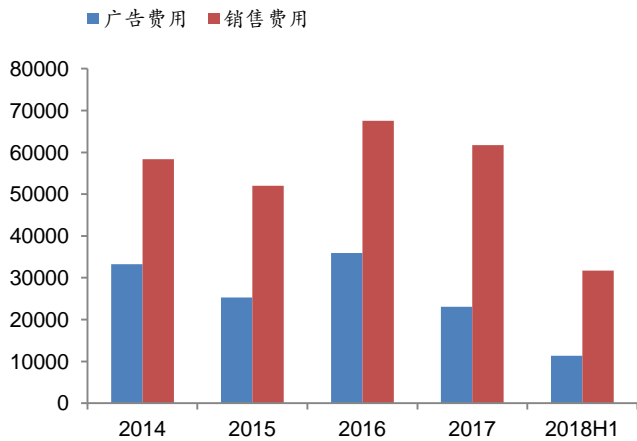
3.1 广告投放费用不减，投放定位精准

重视品牌形象塑造，品牌深入人心。公司通过在湖南卫视、浙江卫视、江苏卫视等电视台以及优酷、爱奇艺、腾讯视频等网络媒体的大力推广，扩大了品牌的认知度，让早期广告语“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”的广告语深入人心，在消费者心目中确立了“香飘飘奶茶”的品牌地位。

广告投放费用大，投放定位精准。香飘飘利用场景消费打出“小困小饿，喝香飘飘”的定位，并邀请陈伟霆作为代言人，广告植入《老九门》、《欢乐颂》等电视剧，以及《下一站传奇》等综艺节目，并加大对网络广告线上的投放力度，广告投放人群集中于年轻女性群体，巩固大众对产品的认知度。

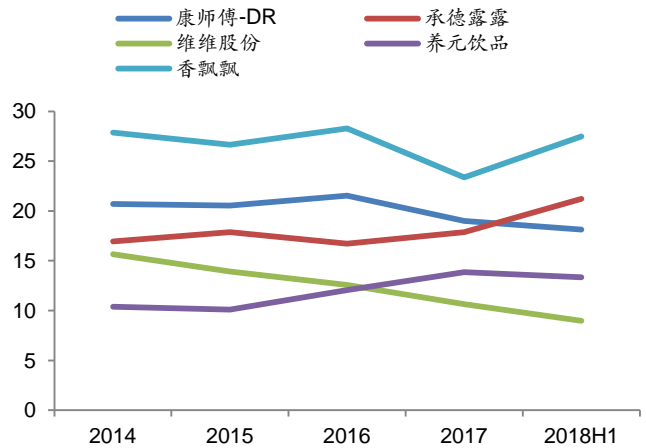
销售费用率有所下降，但仍高于竞品。作为快消品，产品的广告费用投入大，在2014-2016年中，公司的广告投入费用占整体销售费用约50%，2017年来广告投放费用下滑导致销售费率有所下滑，但销售费用率仍保持在30%以上，高于其他饮料产品公司，未来随着新品上市，销售费用率会维持高位。

图表 23 广告费用投放



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 24 竞品销售费用率比较 (%)



资料来源: wind、华安证券研究所

3.2 扁平化销售模式，加速布局全国市场

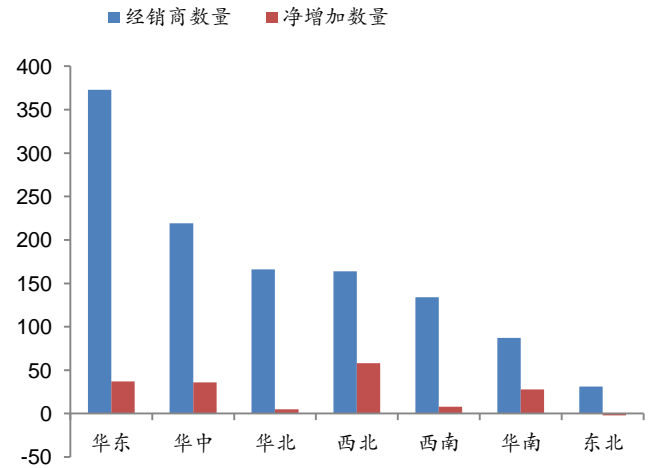
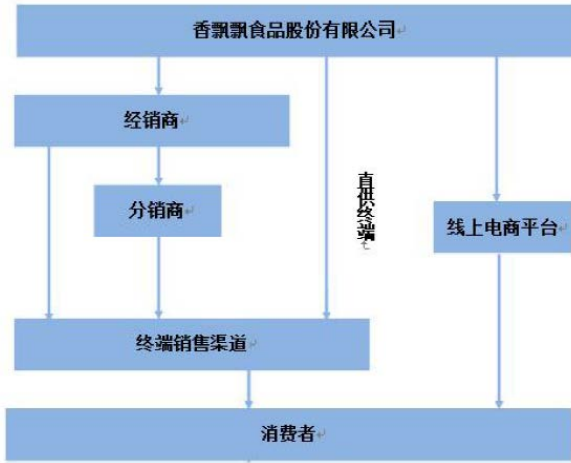
扁平化销售模式有利于公司提高管理效率。公司取消大区域的总经销和多级经销商制度，使更多经销商和公司直接合作，扁平化销售模式能使经销商获得更大的渠道利润，减少产品到达消费者的中间环节，减少不必要开支，同时公司能够更好地把控终端，了解库存信息，提高公司管理效率。

站稳华东市场，积极布局全国市场。华东地区为公司销售主战场，公司以浙江为中心，大力发展华东市场，华东市场经济发达，居民消费能力高，人口较多，市场成熟早，公司在华东区域收入占总收入接近 50%，是公司销售的核心区域。在站稳华东市场的基础上，公司加大全国性广告投放，其中中华和西南地区发展较好，华中地区作为公司第三大区域销售额的地区，今年前三季度销售额达到 2.47 亿元，同比增长 28.63%，华中地区人口多，发展潜力大。西南地区作为公司第二大销售区域市场，今年前三季度销售额达到 2.49 亿元，同比增长 20.81%。西南地区藏民较多，与当地居民饮食习惯契合，收入增速较快。华南和东北市场前三季度销售增速分别达到 70.92%、55.58%，市场基数较小，居民消费习惯需要逐步培养，目前增速较高。随着公司电商的建设和广告投入，2017 年电商收入 0.39 亿元，收入增长翻倍，2018 年前三季度电商收入 0.41 亿元，同比增长 141%，电商成长速度最快，但公司作为快销品牌，未来仍以渠道区域性销售为主。

公司目前经销商数量已达到 1200 多家，从今年前三季度的经销商净增加数量来看，华东、华中、西北、华南地区经销商净增长数量较多，公司对于尚未开拓成熟的区域先大力发展经销商，再对经销商进行优化，随着经销商的进一步增加，公司对区域开发日益完善，销售较弱的地区未来发展潜力大。公司目前渠道区域布局以达到省市地域全覆盖，未来渠道将进一步下沉至乡县地区，公司仍有很大的销售潜力和空间。

图表 25 扁平化销售

图表 26 经销商分布

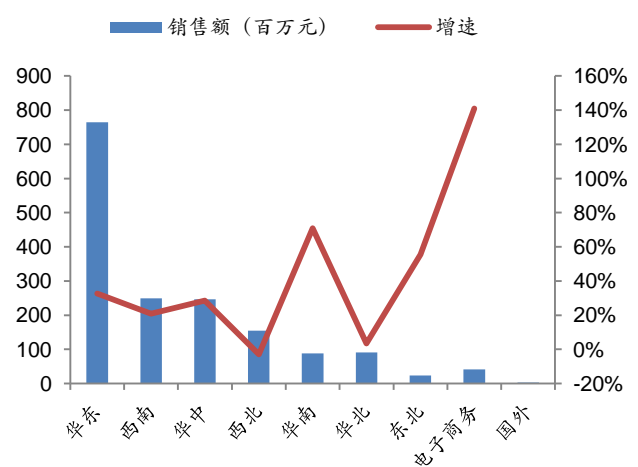
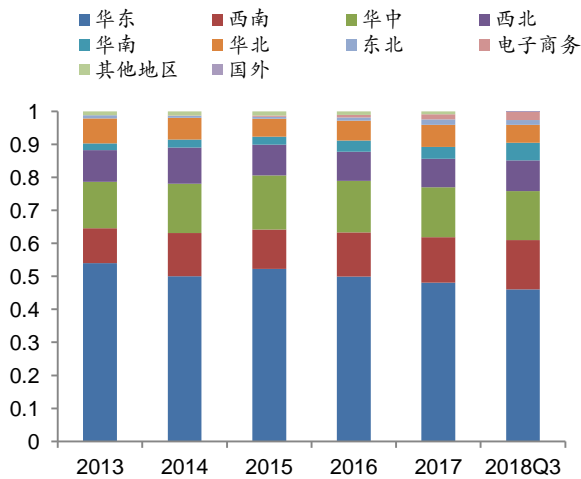


资料来源：公司公告、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

图表 27 各地区收入占比

图表 28 第三季度各地区收入增速



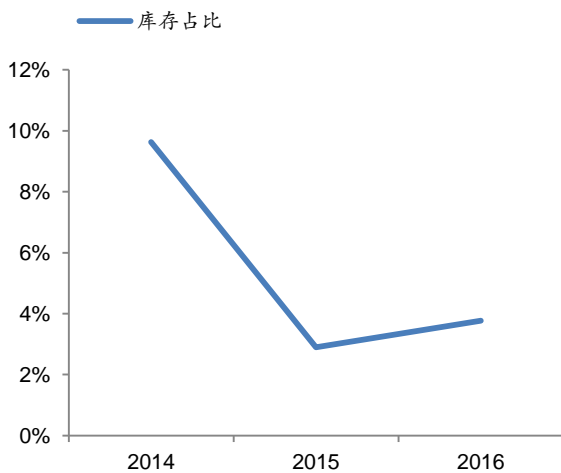
资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

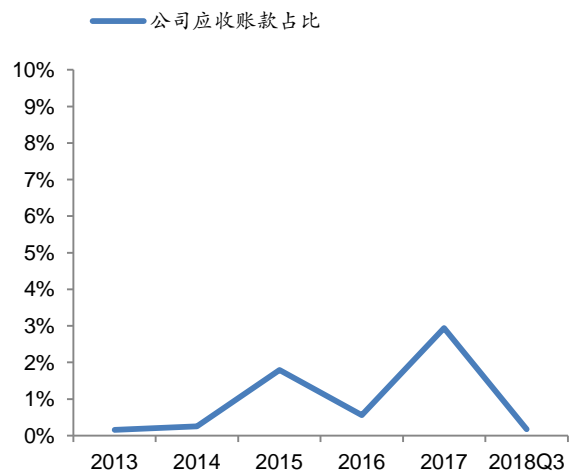
3.3 零库存销售战略，公司经营效率提升

公司采用零库存销售战略，产品以订单形式生产，经销商将所需数量输入 EXP 系统，公司将信息输入 ERP 系统，再统一安排采购生产，公司坚持“以销定产”的生产模式，有利于公司严格控制库存，确保产品新鲜度。经销商需要每天通过 EXP 系统向公司提报其向下游的销售量，每周向公司提报一次其库存量，公司的督导人员每月对该类经销商进行一次盘点，确保能够及时准确掌握库存数量。

公司与经销商的结算方式以预收款为主，通常在收到经销商货款后再予以发货，经销商先款后货，公司的存货的应收账款一直保持低态。2014-2016 年，公司库存商品占存货比例为 9.63%、2.90%、3.77%，应收账款占营业收入比例自 2013 年来一直保持低位，前三季度为 0.17%，公司整体库存和应收账款一直维持较低水平，公司营运效率高。

图表 29 公司库存商品占比


资料来源：wind、华安证券研究所

图表 30 应收账款占营业收入比


资料来源：wind、华安证券研究所

四、杯装+液体奶茶扩产，缓解生产压力

杯装奶茶：年产 14.54 万吨杯装奶茶自动化生产线建设项目。公司杯装奶茶产销率正常，尚未超过 90%，但杯装奶茶季节性明显，在旺季时超负荷运转。杯装奶茶自动化生产线建设项目完成后，新增 15 条杯装奶茶自动化生产线，杯装奶茶总产能将达到 30 万吨。公司提高杯装奶茶生产能力，解决在旺季时产能紧缺的问题，缓解公司旺季劳动力紧缺现状，提高公司生产效率。

图表 31 杯装奶茶产能

项目名称	2014	2015	2016	2017
产能 (万吨)	15.4	15.83	15.83	15.83
产量 (万箱)	4400.49	4522.44	4522.44	4522.44
产量 (万吨)	13.39	11.75	13.82	13.8
椰果系列	11.83	9.58	10.56	9.97
美味系列	1.41	1.95	3.2	3.83
产量 (万箱)	3824.09	3355.46	4947.87	3938.37
椰果系列	3380.28	2739.04	3017.04	2849.47
美味系列	402.4	556.52	912.65	1086.9
产能利用率	86.9%	74.2%	87.3%	87.18%

资料来源：wind、华安证券研究所

液体奶茶：年产 10.36 万吨液体奶茶建设项目和广东江门年产 16.8 万吨无菌灌装液体奶茶建设项目。为了打破传统杯装奶茶产品单一及季节性缺陷等因素，公司扩大对液体奶茶的生产。年产 10.36 万吨液体奶茶建设项目新增两条液体奶茶国外先进生产线目前已建成，预计于 2018 年均可投放使用，液体奶茶产能将放量提升，预计新增液体奶茶生产能力 10.36 万吨。广东江门年产 16.8 万吨无菌灌装液体奶茶建设项目主要针对“兰芳园”丝袜奶茶，拟在广东子公司新增两条国内外先进的无菌灌装液体奶茶自动化生产线，年新增液体奶茶生产能力 16.8 万吨。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，



该生产线除了能够生产液体奶茶外，还可以生产其他液体饮料，例如咖啡等音频，液体奶茶线的建成不光能够加速液体奶茶放量生产，同时也增加了公司多元化的产品的可能性。

五、盈利与估值

公司杯装奶茶龙头低位稳固，核心产品市场表现突出。未来，随着省外市场的顺利拓展和液体饮品销售的释放，业绩有望快速提升。我们预计 2018-2020 年公司营业收入 32.46 亿、39.6 亿、47.52 亿，净利润 3.06 亿、3.8 亿、4.86 亿，EPS 为 0.76、0.95、1.21，对应 PE 为 29.38、23.62、18.47，给予“买入”评级。

六、风险提示

经济下行消费需求降低；液体饮品销售增长不达预期；食品安全问题

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,810	2,185	2,572	2,957	营业收入	2,640	3,246	3,960	4,752
现金	1,327	1,564	1,656	1,712	营业成本	1,579	1,889	2,297	2,737
应收账款	105	83	106	146	营业税金及附加	20	28	32	40
其他应收款	27	25	37	43	销售费用	617	847	1,026	1,194
预付账款	101	142	200	273	管理费用	114	130	157	195
存货	142	155	184	230	财务费用	(8)	(14)	(11)	(11)
其他流动资产	108	216	390	553	资产减值损失	7	(1)	0	0
非流动资产	998	994	999	1,045	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	2	3	3
固定资产	610	571	533	494	营业利润	317	367	462	599
无形资产	185	173	161	151	营业外收入	29	27	28	27
其他非流动资产	203	250	305	401	营业外支出	0	3	3	3
资产总计	2,808	3,179	3,572	4,002	利润总额	345	392	487	623
流动负债	739	868	970	999	所得税	78	86	107	137
短期借款	0	0	0	0	净利润	268	306	380	486
应付账款	353	481	572	664	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	386	387	398	335	归属母公司净利润	268	306	380	486
非流动负债	141	161	191	234	EBITDA	358	405	501	637
长期借款	110	110	110	110	EPS (元)	0.64	0.76	0.95	1.21
其他非流动负债	31	51	81	124					
负债合计	880	1,029	1,160	1,233					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	400	400	400	400					
资本公积	468	449	449	449					
留存收益	1,060	1,301	1,562	1,921					
归属母公司股东权益	1,928	2,150	2,411	2,770					
负债和股东权益	2,808	3,179	3,572	4,002					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	105	356	196	170
净利润	268	306	380	486
折旧摊销	52	51	50	49
财务费用	11	(14)	(11)	(11)
投资损失	(3)	(2)	(3)	(3)
营运资金变动	(359)	16	(220)	(352)
其他经营现金流	137	(1)	0	0
投资活动现金流	(407)	21	3	3
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(407)	21	3	3
筹资活动现金流	474	(69)	(108)	(116)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	50	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0
资本公积增加	468	(19)	0	0
其他筹资现金流	(84)	(50)	(108)	(116)
现金净增加额	172	308	91	56

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	10.49%	22.94%	22.00%	20.00%
营业利润	4.53%	15.93%	25.70%	29.65%
归属于母公司净利润	0.63%	14.12%	24.35%	27.89%
获利能力				
毛利率(%)	40.20%	41.80%	42.00%	42.40%
净利率(%)	35.16%	10.14%	9.41%	9.59%
ROE(%)	13.89%	14.21%	15.76%	17.54%
ROIC(%)	380.44%	50.60%	30.04%	32.01%
偿债能力				
资产负债率(%)	31.35%	32.36%	32.49%	30.79%
净负债比率(%)	-25.03%	-36.92%	-30.56%	-23.89%
流动比率	2.45	2.52	2.65	2.96
速动比率	2.26	2.34	2.46	2.73
营运能力				
总资产周转率	1.06	1.08	1.17	1.25
应收账款周转率	58.08	48.12	62.52	55.35
应付账款周转率	7.48	7.78	7.52	7.70
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.76	0.95	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.85	0.47	0.41
每股净资产(最新摊薄)	4.60	5.13	5.75	6.61
估值比率				
P/E	35.1	29.4	23.6	18.5
P/B	4.9	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	25.96	19.91	16.09	12.65

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。