

2019年03月13日

证券研究报告·公司深度报告

香飘飘 (603711) 食品饮料

买入 (维持)

当前价: 23.91 元

目标价: 28.40 元 (6 个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 果汁茶放量在即，重视第一阶段投资机会

### 投资要点

- 核心逻辑：**传统冲泡类恢复 10% 增长，即饮系列确定性爆发，公司重启快速增长，未来三年收入、净利润复合增速超 20%。果汁茶放量在即，逻辑马上进入兑现期。目前公司 19 年估值为 29X（不考虑股权激励费用摊销仅 25x），市场低估新品爆发力和对公司业绩弹性，给予新品估值溢价，对应 19 年 35X 估值，目标价 28.4 元，维持“买入”推荐。
- 复盘十五年发展史：从起步到爆发，陷入增长停滞，再启成长。**1、起步（2004-2007）：香飘飘首创冲泡奶茶，弥补传统奶茶行业产品结构缺陷，迅速打开市场；2、爆发（2008-2012）：竞品争相涌入带动行业迅速扩容，公司聚焦主业，实现销售额从 5 亿到 20 亿的飞跃，奠定行业领导者地位；3、停滞调整（2013-2016）：冲泡奶茶热度下降竞品退出，行业增长放缓，公司内部组织架构+外部营销/渠道不足以支撑进一步增长，公司陷入五年的停滞增长和调整期；4、再启成长（2017 以后）：在公司内部组织架构、产品策略、渠道网络全面调整到位后，销售收入恢复 20%+ 增长，重启快速增长阶段。
- 支撑香飘飘重启二次增长的三大核心逻辑：基本盘稳+新品增量强劲+股权激励保障业绩。**1、冲泡奶茶有望保持三年 10% 的恢复性增长：公司通过重塑产品定位解决品类老化问题，明确品类价值，丰富消费场景和创造增量需求。同时配合以“三通”+“三专化”组合的渠道营销策略有效改善渠道效率，通过精细化运作+下沉实现冲泡类销量恢复性增长；2、果汁茶爆款逻辑即将验证，带动即饮业务大爆发：果汁茶上市 7 个月目前销售收入已破 3 亿，3 月后进入销售旺季有望进一步爆量，爆款趋势明显，即饮板块将是未来收入增量主要来源，有望三年再造一个“香飘飘”；3、股权激励设立高质量业绩增长目标，解锁条件要求未来三年收入、利润复合增速超 20%，股权激励将员工切身利益和公司发展高度绑定，压力与动力并存，业绩增长有保障。
- 不可忽视的新品力量，重视果汁茶放量第一阶段的投资机会。**1、历史证明新品的爆发能够有效带动公司业绩和市值的提升，果汁茶放量将是香飘飘最核心的上涨逻辑。果汁茶的产品属性、公司渠道和产能能够支持数十亿的规模体量，果汁茶成为超级大单品概率高。2、对应投资机会，新品爆发初期对业绩和估值的影响弹性最大，投资新品处于放量初期公司将获得比较明显的超额收益，而香飘飘果汁茶目前正处于放量初期，重视第一阶段的投资机会。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2018-2020 年收入复合增速 24%，净利润复合增速接近 20%。考虑到爆款产品放量对估值的抬升作用明显，给予公司 2019 年 35 倍估值，对应目标价 28.4 元，维持“买入”评级。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2640.38	3255.59	4047.78	5045.58
增长率	10.49%	23.30%	24.33%	24.65%
归属母公司净利润（百万元）	267.77	300.72	340.48	455.82
增长率	0.63%	12.31%	13.22%	33.87%
每股收益 EPS（元）	0.64	0.72	0.81	1.09
净资产收益率 ROE	13.89%	13.83%	13.05%	15.21%
PE	37	33	29	22
PB	5.20	4.61	3.84	3.35

数据来源：Wind，西南证券

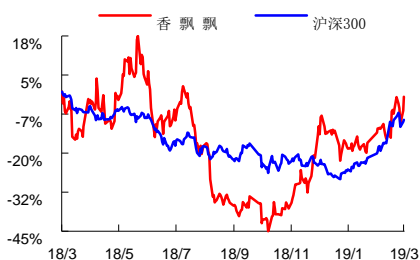
### 西南证券研究发展中心

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)	4.19
流通 A 股(亿股)	0.46
52 周内股价区间(元)	13.36-28.81
总市值(亿元)	100.27
总资产(亿元)	27.63
每股净资产(元)	4.93

### 相关研究

- 香飘飘 (603711)：果汁茶确定性爆发，公司迈入高速增长阶段 (2018-12-11)
- 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)
- 香飘飘 (603711)：杯装、液体奶茶齐增长，17 经营年业绩向好 (2018-08-17)
- 香飘飘 (603711)：杯装奶茶领导者，打造液体奶茶新增长极 (2018-07-24)

## 投资要件

### 关键假设

- 1) 经典系列: 受益于渠道精耕, 2018-2020 年销量将保持 9.5%、6%、6% 的增长率; 吨价提升 0.5%、1%、0.5%;
- 2) 美味系列: 消费升级下, 美味系列部分替代经典系列, 因此增速略快, 2018-2020 年销量将保持 27%、12%、10% 的增长率; 吨价提升 3%、3%、2% (考虑提价);
- 3) 即饮系列: 未来三年果汁茶 (包含后续新品) 将是发力重点, 且呈现爆发式增长, 我们预计 2018-2020 年果汁茶的销量分别是 567 万箱、2003 万箱、3783 万箱, 单箱价格保持 47 元 (含税) 不变。牛乳茶和兰芳园自然增长, 增速在 10%-15% 之间。

### 我们区别于市场的观点

- 1、市场认为公司冲泡奶茶陷入停滞增长的原因是需求下滑, 被消费升级淘汰, 不具备增长空间。我们认为: 1) 虽然这些年公司整体销量并没有明显增长, 但从结构来看送礼需求的礼盒装在下行, 对应自饮需求的单杯装、家庭装的量明显上升, 作为中性饮料的奶茶需求还是相对稳定。2) 通过对比不同市场发现, 消费习惯接近的市场, 渠道精细化程度和销售收入直接相关, 我们认为通过渠道有效下沉能够带动销量增长, 而 17、18 财年公司在进行渠道精细化运作后收入恢复 10% 左右增长。目前公司仍有较多市场渠道具备下沉空间, 因此冲泡奶茶品类并未到触及天花板, 仍具备一定成长性。
- 2、市场低估了果汁茶的爆发力。我们认为: 1) 从产品设计来看, 果汁茶定位新一代茶饮, 杯型新颖、用料扎实、口感普适、价格带主流 (且渠道利润空间丰厚), 具备放量和成长为大单品的基础; 2) 从实际动销来看, 果汁茶呈现逐月递增的销售态势, 且在淡季仍销量不减, 终端反馈复购率高, 在未投费用且产能不能完全满足的情况下, 7 个月销售破 3 亿 (含税), 作为新品而言开局表现优异。进入 3 月旺季后, 公司精力和资源向果汁茶倾斜, 我们相信果汁茶旺季销量能做到单月 300 万箱以上, 将大大超过市场预期。

### 股价上涨的催化因素

- 1、果汁茶进入旺季后月销售数据超预期, 终端反馈高周转低库存, 放量逻辑得以验证。
- 2、冲泡奶茶销售能保持稳定增长 (10% 左右), 打消市场预期下滑的担忧。

### 估值和目标价格

预计 2018-2020 年营业收入分别为 32.6 亿 (+23.3%)、40.5 亿 (+24.3%)、50.5 亿 (+24.7%), 归母净利润 (扣除股权激励摊销费用) 分别为 3 亿 (+12.3%)、3.4 亿 (+13.2%)、4.56 亿 (+33.9%), EPS 分别为 0.72 元、0.81 元、1.09 元, 对应 PE 分别是 33X、29X、22X。

### 投资风险

食品安全风险、果汁茶产品销售或不及预期。

## 目录

1 概要：蛰伏五载终蝶变，二次增长焕新生 .....	1
2 复盘香飘飘发展历程：从起步到爆发，陷入增长停滞，再启成长 .....	1
2.1 起步阶段（2005-2007）：固体奶茶兴起 .....	2
2.2 爆发式增长阶段（2008-2012）：市场扩容+公司聚焦 .....	2
2.3 增长停滞阶段（2013-2016）：行业降温+产品定位单一+公司机制跟不上 .....	2
2.4 再启成长阶段（2017 起）：产品、渠道全面调整后再出发 .....	3
3 开启二次增长，推荐香飘飘的三大核心逻辑 .....	4
3.1 冲泡奶茶有望保持三年 10%的恢复性增长 .....	4
3.2 果汁茶爆发性增长，即饮板块有望再造一个香飘飘 .....	8
3.3 股权激励到位，士气正旺 .....	11
4 不可忽视的大单品力量，重视第一阶段投资机会 .....	12
4.1 果汁茶未来的销量规模 .....	12
4.2 重视第一阶段的投资机会 .....	14
5 盈利预测与估值 .....	15
5.1 盈利预测 .....	15
5.2 绝对估值 .....	17
5.3 相对估值 .....	18
6 风险提示 .....	19

## 图 目 录

图 1: 香飘飘固体奶茶销售收入发展历程 (选取财年数据)	1
图 2: 涪陵榨菜的榨菜品类陷入三年增长停滞期	3
图 3: 洽洽食品的瓜子品类陷入五年增长停滞期	3
图 4: 新广告宣传语	5
图 5: 杯装冲泡奶茶行业市场份额 (2017)	5
图 6: 市场集中在华东, 分布不均匀	6
图 7: 区域差异大, 渠道弱的市场业绩表现差	6
图 8: 精装门店的堆头、广告露出展示	7
图 9: 渠道下沉带来涪陵榨菜 2009-2013 年的高速增长	8
图 10: 即饮板块系列产品	8
图 11: 香飘飘产品结构变化	9
图 12: 果汁茶出货量逐月递增	10
图 13: 公司目前的股权结构	11
图 14: 中国饮料行业构成	13
图 15: 饮料行业细分子品类增速 (2011-2016)	13
图 16: 历史上成功的爆款大单品	15

## 表 目 录

表 1: 香飘飘广告语变化与定位的调整	4
表 2: 香飘飘的消费人群和消费情景	5
表 3: 产品梯队清晰	9
表 4: 股权激励方案的目的	12
表 5: 股权激励解锁的业绩最低要求 (收入和利润达成各解锁 50%)	12
表 6: 各大快消品企业指标对比	13
表 7: 2019 年果汁茶产销量测算	14
表 8: 未来三年果汁茶产销量测算	14
表 9: 公司分业务收入成本预测 (百万元)	16
表 10: 绝对估值假设	17
表 11: FCFF 估值结果	18
表 12: 软饮料行业可比公司估值情况	18
附表: 财务预测与估值	20

## 1 概要：蛰伏五载终蝶变，二次增长焕新生

2004 年香飘飘创始人蒋建琪先生机敏地发现中国奶茶行业的产品结构性缺陷，门店现调奶茶无法满足消费者随时随地饮用的消费需求，于是创新性地开发出了首款冲泡奶茶产品。自香飘飘杯装奶茶进入市场便受到市场热捧，热销席卷大江南北，短短不到 7 年便突破 20 亿的销售规模，风光一时无两。但正当公司信心满满，从 20 亿冲击 50 亿时，却突然熄火停滞不前，在接下来的五年内销售额始终徘徊在 20 亿左右（财年数据），迟迟未能实现突破，直到 2017 财年固体奶茶增长 20% 实现 26 亿销售收入，重现高增长。为何公司在十年内经历了爆发—停滞—再增长，公司在调整期间做了哪些应对措施，传统冲泡产品能否就此开启二次增长？

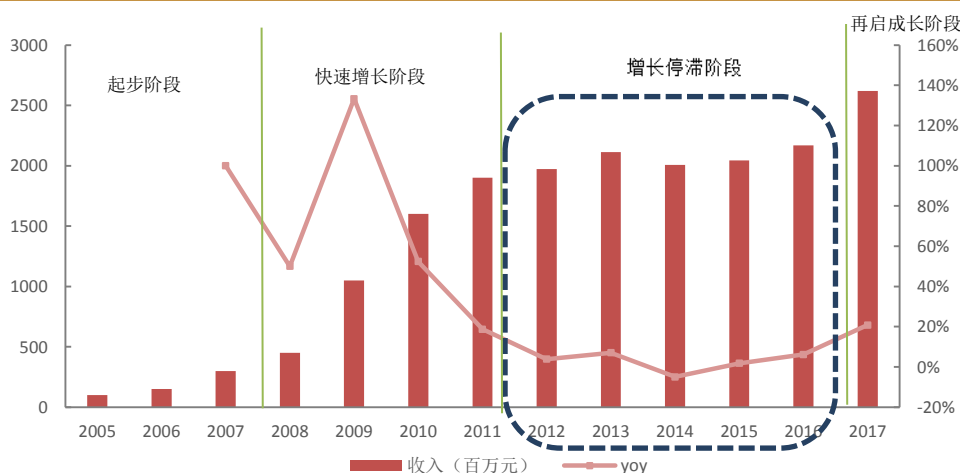
2017 年牛乳茶+兰芳园液体奶茶的推出拉开了公司品类拓张的序幕，18 年果汁茶的爆量让市场看到即饮系列做成功的希望。果汁茶的放量速度能有多快，未来的空间多大，即饮板块能否支撑再造一个香飘飘？

以上两个问题是本篇报告所重点研究，通过对过去十年的发展进行复盘，重点分析公司停滞增长的原因以及公司在停滞期所做的调整举措，我们有理由认为公司前些年遇到了绝大多数快消品企业都会遇到的发展问题，即销售体量到一定规模后，公司内外机制短板开始不支持业绩进一步增长，成长陷入停滞阶段。而在经过五年的内外组织机制调整和产品、渠道重新梳理，目前公司内外调整基本到位，公司已具备重启二次增长的动能，并于 17 财年成功实现业绩突破。这种再增长源动力来自内在变革，是可持续的。目前公司已明确冲泡奶茶+即饮系列齐发力的产品策略+激发渠道潜力做精做细的运营策略，在内外机制全面理顺后，业绩有望开启新一轮成长周期。

## 2 复盘香飘飘发展历程：从起步到爆发，陷入增长停滞，再启成长

从 2005-2018 年，香飘飘的发展大致经历以下几个阶段：

图 1：香飘飘固体奶茶销售收入发展历程（选取财年数据）



数据来源：西南证券整理



## 2.1 起步阶段（2005-2007）：固体奶茶兴起

2000 年前后，奶茶开始进入中国市场，传统街边奶茶店是当时最主要的消费渠道。当时行业本身存在问题，一方面是巨大的消费需求和有限的门店供给产生矛盾，另一方面是现调奶茶购买条件的限制无法满足消费者随时随地享用的消费需求。固体奶茶的出现弥补了中国奶茶行业产品结构性缺陷，香飘飘 2004 年开始首创杯装固体奶茶，并于 2005 年开始在全国市场推广。杯装奶茶品一经推出便受到了消费者热捧。随后优乐美、相约、立顿等品牌纷纷成立跟进，杯装奶茶品类开始被市场广泛熟知，到 2007 年可以说杯装奶茶完全初期的市场导入工作，香飘飘迈过起步期，销售规模在 2007 年已经实现 5 亿以上。

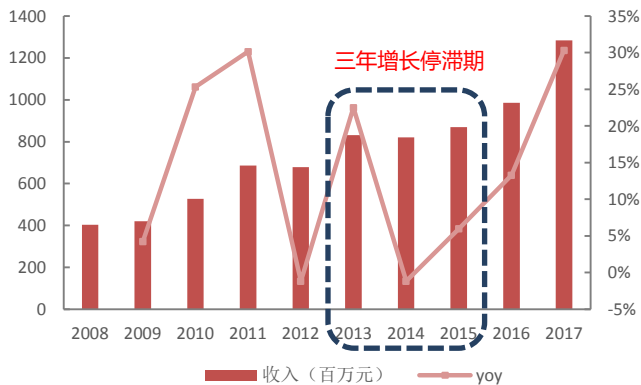
## 2.2 爆发式增长阶段（2008-2012）：市场扩容+公司聚焦

该阶段公司销售规模从 5 亿飙升至 20 亿，此阶段的快速增长是行业快速扩容和公司聚焦战略共振的结果。1) 一方面，随着多家企业不断跟进，最多的时候市场上有近百个品牌共存。行业竞争进入白热化阶段，以香飘飘、优乐美、相约为代表的头部企业不仅在线下进行肉搏，更开始注重高空的广告宣传，疯狂的广告铺天盖地，同时也让更多的消费者接触、尝试杯装奶茶这个新品类，带动产品热销，行业继续快速扩容。2) 香飘飘作为行业领导企业，也感受到了“优乐美”作为跟随者的竞争压力，在 2008 年与特劳特合作，采取聚焦战略，砍掉其他业务，专心只做奶茶，同时引入定位理论，通过“香飘飘奶茶，一年卖出 3 亿多杯，杯子连起来可绕地球一圈”的广告语，向消费者传达香飘飘是杯装奶茶的开创者和领导者，是全国销量最大的奶茶品牌这一关键信息。通过抢占消费者心智的战略，配合渠道终端、市场的运作，香飘飘聚焦杯装奶茶这一细分领域越做越大，一年销量达到 10 亿杯。由于优乐美、相约定位的失败以及没能聚焦精力竞争（喜之郎旗下有果冻、大好大旗下主要是瓜子），被香飘飘逐步拉开差距，最终香飘飘市占率达到 60%，远超于其他竞争对手。竞争格局已经清晰形成。

## 2.3 增长停滞阶段（2013-2016）：行业降温+产品定位单一+公司机制跟不上

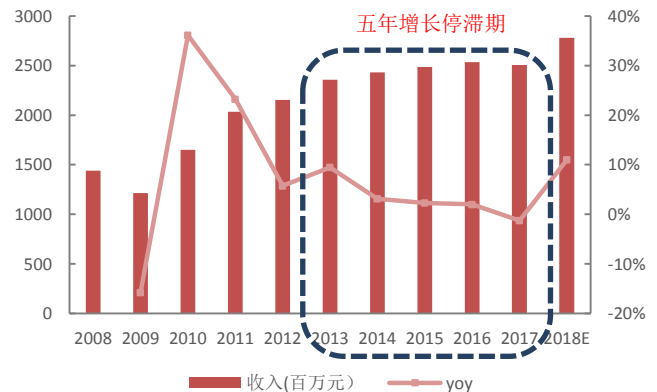
快消品行业遵循着这样一个原则，一个企业的收入规模在发展中分为这样几个阶段，0-10 亿、10 亿-20 亿、20 亿-50 亿、50 亿-100 亿、100 亿以上。每一个阶段对公司的要求都不一样（包括组织架构、营销体系、渠道建设），在阶段性关口时由于现有机制和继续增长所要求的条件不匹配时，企业往往会陷入增长停滞。经过内在的不断调整，部分幸运的企业完成机制的自我优化，向下一个阶段迈进，绝大多数不幸的企业不得其法，徘徊不前最终落得衰败的命运。这种现象在一些细分品类龙头企业身上体现的较为明显，大行业由于市场空间足够大所以跨越关口的难度相对小些。作为榨菜行业龙头的涪陵榨菜和瓜子品类龙头的洽洽食品，观察其发展历程会发现其核心品类榨菜和瓜子都曾在高速发展成为行业领先后陷入了一段较长的增长停滞期，当时市场对于品类增长天花板论更是甚嚣尘上。陷入增长停滞的原因是多样化的，可能是公司满足现状急于进取，可能是公司内部机制限制公司开展进一步的市场开拓，也可能是产品定位单一老化，消费者疲倦。我们看到，随着公司内部组织架构的调整和产品、渠道的重新梳理定位，榨菜和瓜子两个核心品类又进入了新一轮的增长周期。

图 2：涪陵榨菜的榨菜品类陷入三年增长停滞期



数据来源：西南证券整理

图 3：洽洽食品的瓜子品类陷入五年增长停滞期



数据来源：西南证券整理

香飘飘在发展中似乎陷入相似的困局。在 2012 年往后的五个财年内，公司销售规模始终在 20 亿左右徘徊，陷入增长停滞期，我们分析背后的原因，大概有以下各方面：**从行业层面来看：**1) 行业走过快速扩容阶段后增速大幅下降，企业充分竞争后格局大致形成，市场份额向头部品牌集中，小企业加速退出，行业也不再新的进入者。整个行业的投入也开始收缩，消费者教育和市场扩张步伐放缓，行业从过热逐步降温。2) 企业在竞争时将重心放在品牌 and 价格，导致行业充斥着价格战和产品高度同质化。奶茶是一类口感高度敏感的饮料，杯装奶茶产品的老化和定位的单一让消费者产生疲劳，与此同时，街边现饮奶茶店的快速发展在一定程度上分流了奶茶的消费需求，让杯装奶茶行业增速放缓。**从公司层面来看：**1) **行业领导者的惰性。**香飘飘在此轮竞争中最后胜出，尤其是最大竞争对手优乐美对公司已无法构成威胁，由于缺乏竞争，导致产品创新放慢，但由于企业和经销商盈利状况均处于不错状态，营销人员的业绩压力也不大（可能考核机制不到位），大家都安于现状，导致公司内外进一步向上发展的积极性不高，公司上下处于一种比较松懈的状态；2) **内部组织架构问题暴露，难以支撑公司进一步前进。**在行业快速扩容阶段是市场推着公司在前进，因此销量的快速增长掩盖了公司内部机制不完善、效率低下的问题。虽然规模已经到 20 亿，但是内部组织架构、营销团队建设、渠道的精细化运作上仍停留在初创阶段，组织的庞大带来资源的浪费和效率的低下，单纯的加人、扩区域已经难以支撑业绩增长，公司内在机制到了瓶颈期，不支持公司往更大的体量发展（从 20 亿迈向 50 亿）。

## 2.4 再启成长阶段（2017 起）：产品、渠道全面调整后再出发

2013-2016 的四年不纯粹是公司停滞增长的四年，同时也是公司积极调整，摸索新方向的四年。

**营销体系和渠道建设方面：**1) 公司在四年内对现有的营销体系进行重构，积极探索适合公司的模式，公司引入外部快消企业人才（统一、加多宝等知名快消品企业的高管都曾就职于香飘飘），内部提拔优秀人才，对发展不力区域的区域领导进行更换，组建全新且符合公司需要的营销队伍。2) 经销商结构性优化，全面推行经销商的“三专政策”以及渠道的“三通政策”，强化渠道的下沉和精细化运作。

**产品层面：**17 年公司推出牛乳茶、兰芳园，正式进军液体饮料市场。18 年继续推出 meco 果汁茶、轻奶茶等一系列新品，丰富产品矩阵，加码即饮业务。果汁茶在推出后的快速爆量

让公司看到在饮料市场做大做强的希望，即饮品类的开拓也较好的打开了冲泡品类成长的天板，即饮板块有望接力成长，再造一个香飘飘。

**成果：**2017 财年是公司开启二次增长元年，是内部机制的优化、产品结构和定位的重新梳理、营销队伍强化和营销政策落地一系列动作后的收获之年。2017 财年公司固体奶茶业务录得 20% 以上增长，在停滞五年后再次加速增长，液体业务实现 2.5 亿收入（不含果汁茶）。2018 财年延续增长态势，预计 7-12 月份，固体奶茶业务保持近 10%+ 的增速。果汁茶爆量带动液体饮料板块实现 4 亿以上收入（全年），同比增长 100% 以上。在内部机制改善、外部产品线丰富共同作用下，公司业绩有望实现趋势性反转，重启二次高速增长。

## 3 开启二次增长，推荐香飘飘的三大核心逻辑

### 3.1 冲泡奶茶有望保持三年 10% 的恢复性增长

公司分析传统冲泡产品之所以停滞增长的两个主要问题：**1) 产品层面：**冲泡奶茶推出已经十多年了，面临产品、定位老化的问题，单一的口感诉求很难激发消费者购买欲望，急需思考产品新定位和寻找新的消费情景突破口；**2) 销售层面：**营销体系搭建不完善、经销商进取积极性低以及大多数市场渠道下沉不到位等诸多问题存在，限制冲泡业务进一步增长。因此，在此两方面，公司做了积极的调整和突破。

#### 定位重塑：从强调竞争领先到回归品类价值本身

在杯装奶茶野蛮生长阶段（本质上是需求爆发供给短期跟不上的阶段），简单的好喝已经能够满足消费者对于奶茶的需求，因此公司在那个阶段的工作重心并不在产品本身，而是在如何扩大产能抢占市场，巩固行业龙头地位。从该阶段公司主打的广告语可见一斑——“香飘飘每年可卖出十亿多杯，杯子连起来可绕地球三圈”、“奶茶就要香飘飘”，主要是强调公司规模领先，奶茶领导企业的龙头地位，旨在对竞争对手的打压，抢占市场份额。该定位的确帮助公司奠定了消费者心中杯装奶茶细分领域绝对龙头的地位，市场份额逐步提升。

杯装奶茶最初的成功在于满足了冬季热饮的空缺以及新品类创造初期消费者的潮流新鲜感，随着天气、居住条件变化，冬季热饮需求下降，冲泡奶茶热度下降，行业整体增速放缓。香飘飘此时面临的难题不再是优乐美等竞争对手的追击（2013 年后香飘飘一直处于绝对领先地位），而是如何激发和留住消费者购买欲望，实现持续增长，而不至于走向衰退。尽管期间公司通过“好喝”的定位来对接消费者需求，但由于缺乏独特性，很难打动消费者，冲泡奶茶这一品类价值急需再发现。

表 1：香飘飘广告语变化与定位的调整

时间	广告语	广告诉求与定位
2005	奶茶香飘飘，香飘飘奶茶。	简单粗暴地重复，将香飘飘和奶茶进行强关联，抢占消费者心智
2007	奶茶，就要香飘飘。	此时已有竞品跟进，广告目的在强调香飘飘在杯装奶茶市场上的正宗性，营造杯装奶茶=香飘飘的认知
2008	杯装奶茶开创者，连续 N 年销量领先。一年卖出 N 亿多杯，连起来可绕地球 N 圈！	最经典且延用时间最长的广告语，通过形象且夸张的描述告诉消费者香飘飘在杯装奶茶行业内的绝对领先地位，主要目的是竞争
2013	香飘飘奶茶，好喝！	广告强调奶茶“好喝”的特点，此时强调规模领先已经不是核心要素，而是回



时间	广告语	广告诉求与定位
		归产品本身，激发消费者饮用的需求和购买的欲望
2015	小饿小困，喝点香飘飘，一年 12 亿人次在喝。	广告清晰了奶茶解决“小饿小困”的功能性诉求，丰富了消费场景，同时通过“一年 12 亿人次在喝”强调热销

数据来源：西南证券

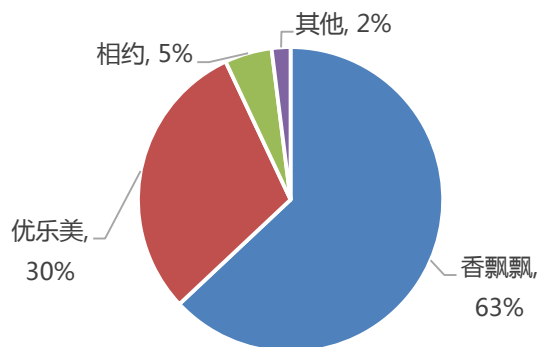
2015 年公司调整产品定位，广告语从“绕地球”强调领先转变为“小饿小困，喝点香飘飘”强调功能性，回归产品价值本身和消费者真实诉求。一直以来杯装奶茶产品定位不清晰、消费者购买理由不明确是困扰香飘飘的核心问题，而“解决小饿小困”的功能性定位很好地解决了这一难题，至少带来了一下三大效果：1) 明确功能性，相比较“热饮取暖”这一诉求，“小饿小困”则不存在季节性问题的，化解淡旺季；2) 消费群体从原来“有闲一族”扩大到“有解决困饿需求群体”，开创更多的消费场景；3) 重新定义杯装奶茶的品类价值。

图 4：新广告宣传语



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 5：杯装冲泡奶茶行业市场份额（2017）



数据来源：调研数据，西南证券整理

我们可以对冲泡奶茶的消费群体和消费场景做具体化的描述。香飘飘杯装奶茶的重新定位是一款能够缓解疲倦劳累、增加饱腹感的饮料，相比较其他饮料，同时具备解决困饿双重功能有其一定的独特性。清晰的产品功能定位配合广告营销，效果立竿见影，2016 年冲泡奶茶销量同比增长 20%。尽管香飘飘介入的目标市场太宽泛导致竞争对手较多，存在较大的竞争压力，但杯装奶茶的品类价值实现了重新挖掘，增量消费人群和消费情景的开发保证杯装奶茶仍有一定的成长空间。

表 2：香飘飘的消费人群和消费情景

消费群体	消费场景
学生（初、高、大学生）	课间、学生宿舍，写作业、熬夜、充当早点
年轻女白领	办公室，下午茶
家庭	家庭聚会、追剧休闲
旅客	长途旅途果腹提神
游客	景区（特别是冬季）
出租车司机、长途车司机等	深夜开车扛困顶饿
农贸市场菜贩	早起充当早点
.....	.....

数据来源：西南证券

## 渠道精耕：精细化运作释放渠道红利，带来 10% 的三年复合增长

### ➤ 公司增长停滞在销售端的原因主要有二：

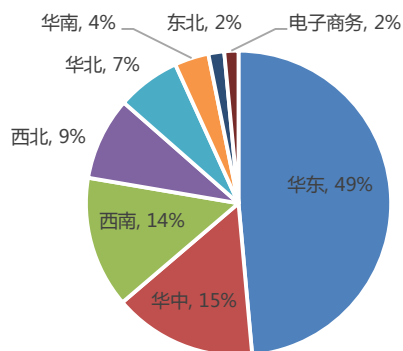
**1) 公司销售体系搭建有所滞后，市场精细化运作不足：**公司高速发展期间产品旺销，属于卖方市场，产品推动销售增长，忽视了营销体系和渠道网络的建设，营销网络基础不结实；公司销售体量到 20 亿左右时出现了销售体系与增长所需不匹配的问题：营销体系比较粗犷，团队执行力不足，未能真正贯彻公司对渠道下沉的要求。

**2) 产品淡旺季明显+经销商负责区域过大，经销商动力不足，渠道潜能未能充分挖掘：**冲泡类奶茶旺季 11 月份-次年 2 月份，其他时间为淡季，淡旺季非常明显，导致经销商在淡季积极性不高；同时，公司按区域划分经销商，往往一个经销商所负责区域市场较大，而由于产品淡旺季明显，绝大部分经销商并非专营香飘飘产品，经销商没有动力与精力去做足够的渠道下沉和淡季市场的维护，导致渠道精耕力度不够，纯粹依靠经销商主动做渠道下沉不现实。

### 具体表现：

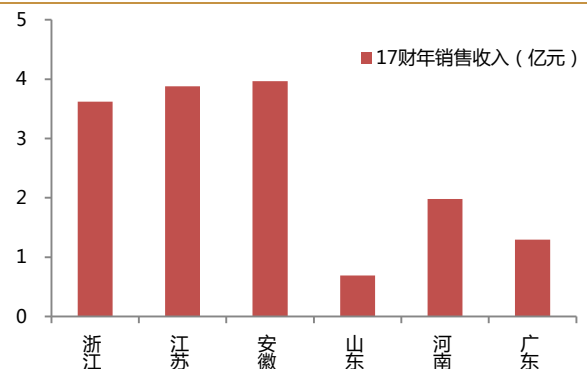
- 1) 市场分布不均匀，主要集中在华东：**华东（江浙沪皖，人口占比 16%）收入占一半，剩下 84% 人口市场贡献 50%，作为一类全国化的大众消费品，收入分布与人口分布极度不匹配；
- 2) 区域差异大，渠道弱的市场业绩表现差：**渠道覆盖程度与销售收入高度相关，一类市场浙江、苏南、皖南渠道下沉至村级，充分挖掘潜力，效果明显（阜阳市年销售过亿，全省收入都在 3-4 亿体量），二类市场覆盖至镇级如豫东（河南销售规模 2 亿+），但豫西地区仅到县级市；剩下薄弱市场（山东、河北等）基本只覆盖县市一级，渠道下沉和渗透率远远不够，省销售收入不过亿，可挖掘潜力巨大。

图 6：市场集中在华东，分布不均匀



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：区域差异大，渠道弱的市场业绩表现差



数据来源：调研数据，西南证券整理

### ➤ 公司市场渠道端所做的改变主要集中在以下三方面：

**改变一：销售团队更新换代：**通过内部提拔+引入人才，搭建自己的营销团队，并对发展不力区域进行换帅调整（包括西北、浙江、苏北等大多数市场），营销团队焕然一新。

**改变二：经销商体系调整：**推行厂商一体化政策，原有大流通模式，由经销商自己开发市场，效率低；目前厂商共同开发市场，渠道开发和掌控变被动为主动，主要方式——“三专政策”：专营（鼓励经销商只经营香飘飘产品，目前大概 50 家经销商专营，有效解决经销商淡季积极性弱的问题）、专职（经销商配置专门人员、车辆只做香飘飘，由公司出 2000 元/月底薪，经销商出提成，目前专职经销商大概 500-600 家，专职人员 3000 余人，厂商共建团队，效率更高）、专项奖励（给予一定的市场费用支持、返点等），通过厂商一起开发市场并给予经销商一定人员、物质支持的模式提升积极性。

**改变三：渠道深耕+密集织网+终端发力。主要做法：**

**1) 重视低线城市+县/镇级市场。**公司从策略上发生转变，一二线城市做品牌势能，二三线城市做渠道精耕，重视县/镇级市场。中国一共 2856 个县，县域人口占比 60% 以上，目前县级市场覆盖一半不到，渠道下沉空间足够大。

**2) 根据区域特征，差异化推行“三通政策”-县县通、镇镇通、村村通。**目前强势区域（如江浙沪皖）已经推进到村村通，二类市场如河南等做到县县/镇镇通，薄弱市场如河北、山东做到县县通。根据市场的基础和差异，渠道渗透逐步推进。

**3) 市场网格化，增加经销商数量。**a、强制要求一批商下沉到县级门店，直控部分大门店，其他门店通过二批、分销商覆盖；b、将区域市场细化切割，做精细化管理，扶持优秀二批商至一批商，通过增加经销商数量来做精细化管理，加强渠道的掌控力。

**4) 终端发力，生动化陈列强化势能。**18 年公司执行“装修计划”，对终端门店进行装修布置，进行强势陈列，有效拉动旺季动销；目前精装门店达 1.5 万家，简装门店 30 万家。

图 8：精装门店的堆头、广告露出展示



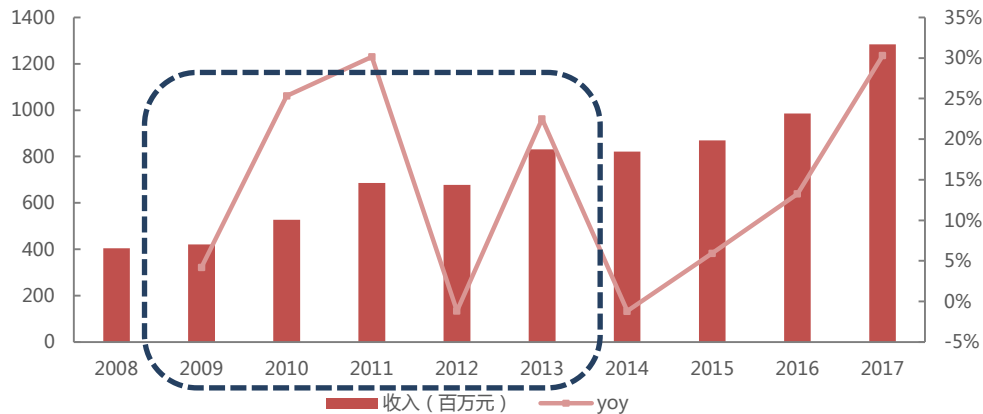
数据来源：西南证券整理

**效果：定位重塑+渠道精耕下有望实现 3 年复合增速 10%**

定位重塑明确冲泡奶茶品类价值，丰富消费情景，渠道精耕能有效改善效率提高销量，冲泡类产品 2012-2016 财年连续五年停滞增长，2017 财年增长 20%，重启增长态势，2018 财年截至目前增速仍在 10% 以上，且推行渠道下沉、三通政策的区域增速更快，比如苏北增速 40% 以上，江西增速 30% 以上，河南增速 20% 以上。目前渠道库存良性，增长健康。

**未来业绩增长展望：**2012 年之前的高速增长主要靠的是产品力，2017 年后的新一轮增长主要靠渠道力+管理效率提升，而且渠道下沉带来的红利有望持续 3 年。参考涪陵榨菜 2009-2013 年通过渠道下沉带来的业绩持续高增长，预计未来三年复合增速在 10%左右。

图 9：渠道下沉带来涪陵榨菜 2009-2013 年的高速增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2 果汁茶爆发性增长，即饮板块有望再造一个香飘飘

**发力即饮产品，补齐产品线短板，目前产品矩阵完善**

公司意识到冲泡奶茶增长的瓶颈后，在 17 年 4 月推出 meco 牛乳茶和兰芳园两款高端奶茶饮品，后又在 18 年 7 月推出 meco 果汁茶系列，定位“新一代茶饮”，大举加码即饮系列。

图 10：即饮板块系列产品



数据来源：西南证券整理

**兰芳园和牛乳茶定位高端健康液体奶茶饮品。**国内无菌灌装液体奶茶主要品牌有统一、康师傅、麒麟、娃哈哈、三得利等，其中统一阿萨姆奶茶在无菌灌装液体奶茶市占率超过 72.1%。2009 年推出的阿萨姆奶茶定价在 4-5 元，后跟进者鲜有创新，整个工业奶茶也到了产品升级换代阶段。公司抓住市场需求与机遇，推出 meco 牛乳茶，精心挑选出澳洲牛奶搭配印度红茶，从源头上严守不添加植脂末、防腐剂、增味剂、甜味剂、着色剂“五不添加”



的高标准，最终实现牛乳与红茶的完美融合，重新定义高端液体奶茶饮品，定价在 8-10 元，从产品本质和定价上与现有竞品形成差异化竞争。

**果汁茶定位“新一代茶饮”，切入更大的茶饮料市场。**Meco 果汁茶以纯正果汁+现萃茶底制成，≥10%果汁添加，拒绝使用茶粉勾兑，真材实料更好喝，同时以超高的颜值深受年轻人喜爱，一经推出遍在市场上引起轰动，已然形成大单品趋势。

**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，兰芳园和牛乳茶目前定位一二线、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。

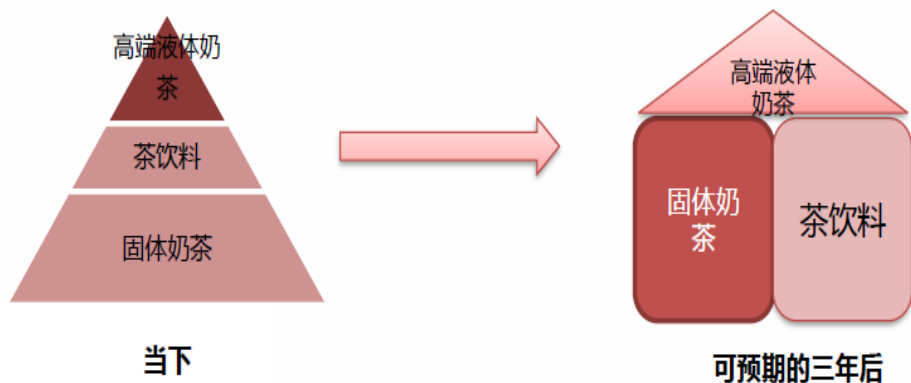
从极致单品到多品类发力，产品策略已基本明确，即饮板块大发力，力争再造一个香飘飘。目前公司产品梯度完善，未来增长承接有序，产品生命周期延迟，稳定持续增长可期。

表 3：产品梯队清晰

品牌	产品	定位	价位	策略
	牛乳茶、丝袜奶茶	高端液体奶茶	8 元以上	聚焦一二线市场与消费者，着眼未来（3-5 年）
	果汁茶、轻奶茶等	新一代茶饮	5-8 元	当下发力，野蛮生长（3 年内）
	经典系、好料系以及臻享系（即将推出的高端系列）	固体奶茶，根基产品	3.5-10 元	渠道精耕，稳步增长（现在）

数据来源：西南证券

图 11：香飘飘产品结构变化



数据来源：西南证券

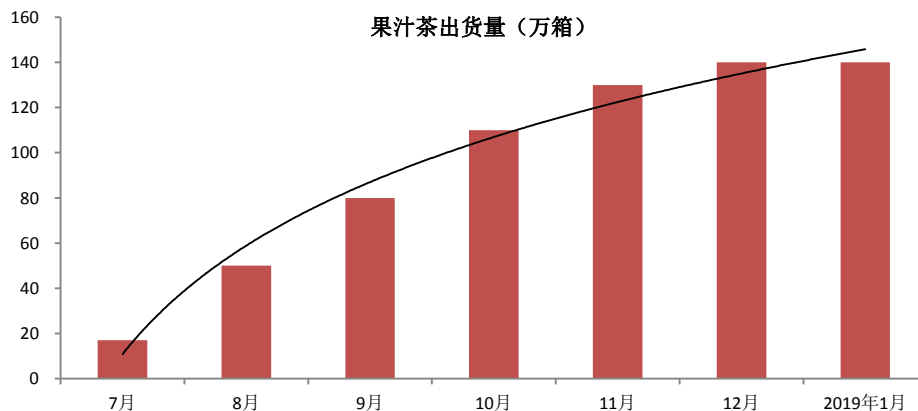


## 果汁茶大单品爆发力十足，下一个数十亿级别大单品

果汁茶 7 月中下旬上市，市场反应火爆：在未投费用、压货情况下当前已完成超 3 亿元销售收入（含税），且销量逐月递增。传统饮料 10 月进入淡季，果汁茶却逆势上量，每月稳定在 100 万箱以上的出货量。

从市场铺货及动销表现来看：1) 产能限制销量，目前并未全面铺开货仅集中在 KA 系统、便利店及较大的流通终端，渠道覆盖率大概是冲泡类的 30%；2) 仅向一批商放开，直供终端门店，渠道基本无库存，断货现象明显，消费者重复购买率高。

图 12：果汁茶出货量逐月递增



数据来源：渠道调研，西南证券整理

任何一款产品能成为爆款有其一定的运气成分，但也有其必然性。我们之所以认为果汁茶能够成长为爆款，是基于以下几方面因素：

- **正确的时间点。**饮料是一个快速迭代的行业，以茶π和小茗同学为代表的新型茶饮料推出已有 3 年以上，消费者存在口感疲劳，而近些年市场鲜有重磅产品接力升级换代。果汁茶主打“新一代茶饮”，推出的时间点正好迎合了市场产品升级换代的需求。
- **品牌力和产品力。**1) 香飘飘作为杯装奶茶家喻户晓的龙头品牌，向杯装茶饮料做产品延伸时消费者认知阻力小，终端门店接受度高。2) 杯装形式的茶饮料走差异化路线，造型年轻时尚、用料足（10%果汁含量），价格亲民（5.5 元，主流消费价格带），口感和价格的普适性决定了这款产品的受众更广，消费者基数大，具备放量的基础。
- **渠道匹配及丰厚的渠道利润。**1) 原来做冲泡的渠道与果汁茶渠道完美匹配，往现有渠道内嫁接新品能够实现快速放量；2) 果汁茶出厂价 47 元，二批 56 元，零售进货价 60 元，终端售价一般在 5-7.5 元，各个环节利润率丰厚，比一般饮料产品的渠道利润率高出不少（香飘飘经销商渠道毛利率 22%左右，农夫山泉平均毛利率 13%-15%），渠道积极性高。
- **有效的推广手段。**1) 9/10 月高校单点突破，以学生带动周边消费；2) 10/11 月份抢占 KA，打造品牌势能；3) 春节期间主打礼盒装，带动礼节消费；4) 19 年 3 月

开启水头大战，放开全国分销体系；5) 五场招商大会（华糖、春糖、针对华南、西北和华北薄弱市场），开辟专门的即饮经销商新渠道。

### 冲泡奶茶+即饮系列协同效应远超预期

冲泡和即饮的协同效应不仅仅是渠道协同和季节互补，产生的效果远超预期，具体表现为：

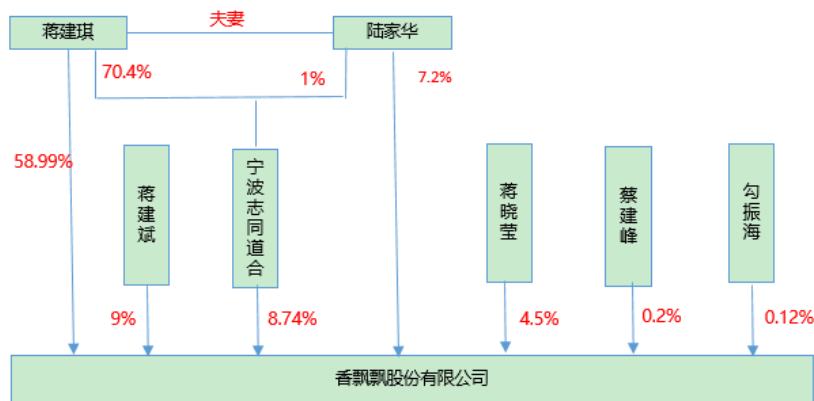
1) 经销商单体产出增加。产品系列的丰富弥补了淡旺季销售的问题，专营、专职做香飘飘的经销商数量会明显提升，相当于做香飘飘产品的专注度提升、时间拉长，单位个体的产出将得到明显增加。

2) 营销团队个人产出增加，盈利能力改善。由于营销团队的工资是全年结算的，淡季无事可做积极性低，造成资源的浪费（故淡季公司亏损较大），即饮的推出极大调动营销人员积极性。成本刚性，个人产出增加，盈利能力将显著改善；反过来公司也有能力组建更强的营销团队更好地去协助经销商精耕市场。

3) 冲泡与即饮产品相互促进，带动效应明显。a、在强势市场，果汁茶可以导入冲泡产品的渠道实现快速放量；b、在弱势区域，由于果汁茶的普适性比冲泡强，反而更获得市场认可，如在河北、东北、广东等冲泡基础不好的区域，果汁茶反而卖的好。通过果汁茶打基础，带动冲泡产品的陈列销售，实现同时增长。

### 3.3 股权激励到位，士气正旺

图 13：公司目前的股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

在目前的股权结构中，以董事长为代表的“蒋氏家族”持有超过 70% 以上股权，仅部分高管直接或者通过持股平台间接持有公司部分股份。为激发员工积极性，保障二次创业成功，公司在 2018 年底实施了股权激励，激励对象涵盖高层管理人员、核心技术骨干、大区总监、省区销售经理等 76 人，分四年解锁，以此建立长效激励方案，留住优秀人才。

**表 4：股权激励方案和目的**

方案细节	
股数	1935 万股
占比	4.84%
覆盖范围	76 人（包括高层管理人员、核心技术骨干、大区总监、省区销售经理）
期限	4 年，每年解锁 15%、25%、30%、30%
目的	1、建立长效激励机制，留住优秀人才； 2、激发员工积极性，保障公司二次创业成功

数据来源：公司公告，西南证券整理

与此同时，公司制定了相应高标准的解锁条件指标，18-21 年连续四年收入、净利润复合增速不低于 20%。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。股权激励为未来三年业绩保驾护航，持续高增长可期。

**表 5：股权激励解锁的业绩最低要求（收入和利润达成各解锁 50%）**

	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入(亿元)	26.4	31.68	39.6	47.52	56.76
对比 2017 年增速		20%	50%	80%	115%
yoy		20.0%	25.0%	20.0%	19.4%
净利润（亿元）（未扣除股权激励费用）	2.67	2.94	3.60	4.67	5.74
对比 2017 年增速		10%	35%	75%	115%
yoy		10.0%	22.7%	29.6%	22.9%

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 不可忽视的大单品力量，重视第一阶段投资机会

### 4.1 果汁茶未来的销量规模

食品饮料行业常有爆款产品出现，带动企业收入利润在某一阶段内呈现爆发式增长，对企业的成长起到至关重要的作用。历史上比较成功的大单品有娃哈哈的营养快线、百润的 RIO 鸡尾酒、光明的莫斯利安、养元的六个核桃等。市场容量和产品属性决定了单品的高度，一般的爆款产品终端销售体量都能达到 50 亿，像六个核桃、红牛、凉茶（王老吉）等更是在百亿级别以上。

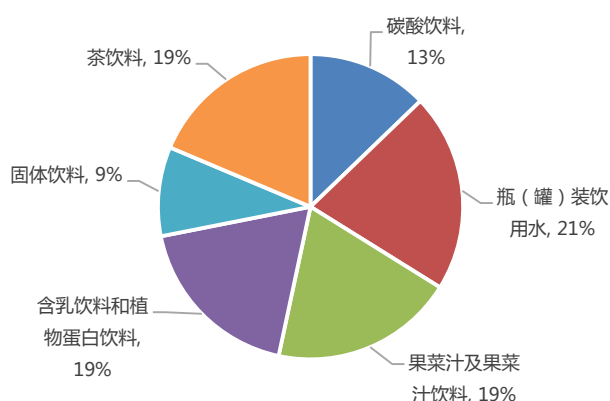
从内外两个维度看公司以果汁茶为代表的新一代茶饮能达到的规模体量：

#### ➤ 从外部看，市场容量和产品属性决定规模体量高度：

1) 从市场空间看，饮料行业规模超 6000 亿，茶饮料行业在其中占比 19%，规模体量在千亿量级，这样的土壤是具备培育出超级大单品的基础。茶饮料行业产品历经数次迭代，每一代代表性的产品均能取得较大的市场容量，如凉茶中的加多宝/王老吉（百亿以上）、调味茶中的统一/康师傅冰红（绿）茶（百亿以上）、果味茶中的农夫山泉的茶π、小茗同学体量数十亿。定位新一代健康茶饮的果汁茶若能成功接力换代，体量也应该至少是数十亿量级。

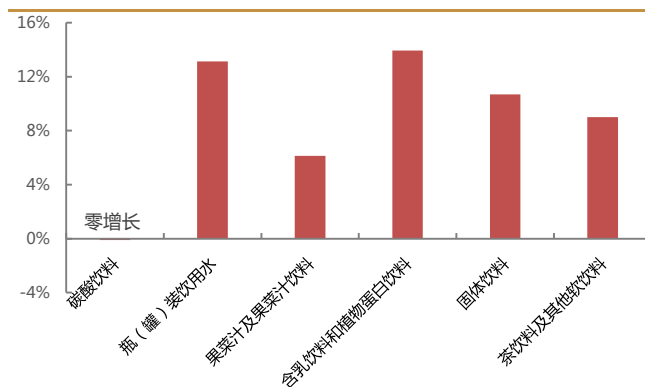
2) 从产品属性和定位看, 虽然果汁茶的主力消费群体是以学生为代表的年轻一代, 但由于果汁茶作为一款中性饮料, 口感的普适性决定了其消费群体的年龄、区域的广度, 我们认为果汁茶是定位于一款偏大众的饮品, 消费场景局限性小, 消费群体广泛。我们对标农夫山泉的茶π、统一的小茗同学, 两者从产品定位上类似, 他们在上市第一年基本就突破 10 亿的体量规模, 作为新一代茶饮的接力换代产品果汁茶料市场容量有望向茶π看齐。

图 14: 中国饮料行业构成



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

图 15: 饮料行业细分子品类增速 (2011-2016)



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

### ➤ 从内部看, 公司渠道销售能力和产能决定短期的放量节奏:

1) 在快消品领域, 香飘飘的渠道覆盖率和销售人员执行力都是领先的, 基本涵盖全国各大城市 KA、便利店系统等现代渠道、夫妻老婆店、农贸市场等传统渠道以及学校、餐饮、交通等特通渠道, 深入渗透三四线城市。目前香飘飘一级经销商有 1300 多个, 分销商数量接近上万家, 覆盖终端网点数量在 60-70 万家。公司拥有 1400 个全职销售人员、3000 多个专职销售人员、上万个临时促销人员, 密集的渠道网络和高效的营销团队保障公司在 4 个月的旺季中能够实现超 10 亿杯、销售额近 30 亿元的冲泡奶茶。我们对比伊利、海天、农夫山泉等知名快消品公司, 我们认为香飘飘现有的渠道网络足以支撑地起果汁茶 20 亿以上的销售体量。

表 6: 各大快消品企业指标对比

公司	经销商情况	销售人员数量	终端数量	销售体量
香飘飘	1400 (一级)	1400 (公司) + 3000 (专职)	60-70 万	32 亿
伊利	2000+ (一级)	15000+	200 万左右	800 亿
海天	3000+ (一级)	1800+	300 万家左右	170 亿
农夫山泉	---	8000+	估计在 240 万家左右	预计 170 亿 (2017)
娃哈哈	7000 余家	销售人员 2000+ 拓展人员 3000+	数百万	464 亿 (2017)

数据来源: 西南证券

2) 短期产能决定果汁茶销售节奏: 由于果汁茶产线的专利性和独一性, 目前公司只能自己生产, 无法通过代加工方面扩大产能, 因此产品销售不存在问题的情况下, 产能释放节奏直接影响果汁茶的销量。目前公司四大生产基地中, 湖州 3 条生产线已经投产, 广东江门 2 条生产线 19 年 1 月份投产, 天津 1 条生产线预计在 19 年 6 月份开始投产, 四川成都的 2 条生产线将在 2020 年下半年投产。未来公司将合计拥有 8 条生产线, 若全部投产, 理

论上全年生产果汁茶的箱数在 8000-10000 万左右,对应的销售额大约在 36-45 亿元(含税)。我们根据产能的释放节奏,按每天每条线 3.4 万杯的极限产能,70%的机器生产效率,考虑节假日休息,我们推算出 19-21 年果汁茶的销量和对应的报表收入。2019 和 2020 年将是果汁茶快速爆量的两年。

**表 7: 2019 年果汁茶产销测算**

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	合计
理论极限产能(万箱)	209	174	468	468	468	468	468	468	515	432	562	562	
合计(万箱)			851			1404			1451			1555	5261
考虑 70% 的机器效率产能(万箱)			596			983			1016			1089	3683
报表销售收入(亿元)			2.4			4.0			4.1			4.4	14.9

数据来源: 西南证券

**表 8: 未来三年果汁茶产销测算**

	2019	2020	2021
理论极限产能(万箱)	5261	7358	8496
yoy		39.9%	15.5%
生产效率	70%	80%	90%
考虑生产效率后的实际产能(万箱)	3683	5886	7646
报表销售收入(亿元)	14.9	23.9	31.0
yoy		60%	30%

数据来源: 西南证券

## 4.2 重视第一阶段的投资机会

新品的爆发将会带动公司业绩显著高增长,继而在股价上呈现明显的涨幅。按照过往的投资经验,新品存在生命周期,对应的股票投资也大致分为三个阶段:

1) 新品爆发初期,业绩与估值双升。在新品推广初期,市场预期低或者基本无预期,当时的估值水平基本未考虑新品放量预期。若新品销售一旦超预期,呈现逐月递增的爆发式放量态势,市场会迅速调整预期,尤其消费品渠道和销售费用相对刚性,销售的超预期表现将带动业绩的大幅增长。此时,市场预期从分歧到一致,前期过低的估值将会明显修复。第一阶段体现为业绩和估值的双升,且弹性往往是最大的,13 年的光明乳业(莫斯利安)、15 年百润股份(RIO 鸡尾酒)、17 年水井坊(臻酿八号),当时市场给新品的估值波动基本在 30-50 倍之间。

2) 新品稳定增长期,业绩持续增长估值回落。当新品经过爆发阶段,但远未触及天花板时,将进入平稳增长阶段,增速放缓的原因主要来自于两方面: a、随着基数增长,增速自然放缓; b、市场已经出现跟随者或者头部企业开始介入,虽然公司有先发优势,但面临日益激烈的市场竞争,公司可能要投入更多的费用来保障可持续增长。此阶段体现为销售和利润仍在增长,但增速已经放缓,估值开始回落,股价弹性减弱,17 年后的天润乳业体现地较为明显;



3) 新品成熟期, 业绩增速进一步放缓, 估值继续回落。当新品经历 3-4 年后逐步成熟, 渠道渗透已经接近饱和, 增速进一步放缓, 但能贡献稳定的利润和现金流, 估值继续回落, 股价弹性降至最低。

新品的力量绝对不容忽视, 资本市场已经有太多新品爆发、市值飙升的案例, 寻找爆款产品处于第一投资阶段的公司将获得比较明显的超额收益, 而香飘飘果汁茶目前正处于第一阶段中的爆发前期。

图 16: 历史上成功的爆款大单品



- 光明莫斯利安在2012年全国铺货上市, 2013年实现爆发式增长, 当年销售收入破30亿, 公司市值从100亿飙升至300亿, 新品PS=7;
- 伊利2014年推出安慕希, 2018年预计收入超150亿, 成为公司再造一个伊利重要推力, 市值增加一倍;
- 水井坊在2014年推出臻酿八号, 大单品在公司爆发式增长中起到关键性作用, 预计18年规模超18亿, 占比超60%, 公司市值最多从底部翻了6倍;
- 百润神话--RIO鸡尾酒爆发, 2015年22亿收入, 市场给出500亿估值, PS=25;
- 天润乳业—爱克林包装2015年放量, 2016年从疆内走向疆外形成规模, 市值从20亿元到70亿元+。

数据来源: 西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设

基于冲泡奶茶 10%恢复性增长和即饮系列的快速放量, 我们对公司 2018-2020 年的主营业务做出盈利预测:

#### 关于主营业务

- 1) 经典系列: 受益于渠道精耕, 2018-2020 年销量将保持 9.5%、6%、6%的增长率; 吨价提升 0.5%、1%、0.5%;
- 2) 美味系列: 消费升级下, 美味系列部分替代经典系列, 因此增速略快, 2018-2020 年销量将保持 27%、12%、10%的增长率; 吨价提升 3%、3%、2% (考虑提价);
- 3) 即饮系列: 未来三年果汁茶 (包含后续新品) 将是发力重点, 且呈现爆发式增长, 我们预计 2018-2020 年果汁茶的销量分别是 567 万箱、2003 万箱、3783 万箱, 单箱价格保持 47 元 (含税) 不变。牛乳茶和兰芳园自然增长, 增速在 10%-15%之间。

### 关于期间费用

公司股权激励摊销加大管理费用支持, 销售费用因销售投入有所增大, 财务费用保持平稳, 因此我们预计 2018-2020 年公司三费率仍然保持较低水平, 分别为 28.8%、29.3%、27.5%。

表 9: 公司分业务收入成本预测 (百万元)

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>					
营业收入	2,389.70	2,640.38	3,255.58	4,047.77	5,045.57
Yoy	22.4%	10.5%	23.3%	24.3%	24.7%
营业成本	1,317.24	1,578.93	1,928.24	2,414.69	3,055.60
毛利率	44.9%	40.2%	40.8%	40.3%	39.4%
<b>固体奶茶系列</b>					
营业收入	2,354.00	2,392.95	2,805.58	3,093.70	3,366.69
Yoy	24.6%	1.7%	17.2%	10.3%	8.8%
营业成本	1,281.21	1,392.17	1,616.39	1,769.32	1,924.59
毛利率	45.6%	41.8%	42.4%	42.8%	42.8%
<b>经典系列</b>					
收入	1,659.47	1,563.57	1,720.67	1,842.15	1,962.44
yoy	12.8%	-5.8%	10.05%	7.06%	6.53%
销量 (万吨)	10.58	9.94	10.88	11.54	12.23
yoy	10.3%	-6.0%	9.5%	6.0%	6.0%
吨价 (万元/吨)	1.57	1.57	1.58	1.60	1.60
yoy	2.3%	0.3%	0.5%	1.0%	0.5%
成本	899.17	906.20	997.99	1,068.45	1,138.22
毛利率	45.8%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%
<b>美味系列</b>					
收入	694.53	829.38	1,084.91	1,251.55	1,404.24
yoy	65.8%	19.4%	30.81%	15.36%	12.20%
销量 (万吨)	3.20	3.76	4.78	5.35	5.88
yoy	61.4%	17.6%	27.0%	12.0%	10.0%
吨价 (万元/吨)	2.17	2.21	2.27	2.34	2.39
yoy	2.7%	1.5%	3.0%	3.0%	2.0%
成本	382.04	485.97	618.40	700.87	786.38
毛利率	45.0%	41.4%	43.0%	44.0%	44.0%
<b>液体奶茶系列</b>					
收入		420.00	924.07	1,648.89	420.00
yoy		93.33%	120.02%	78.44%	93.33%
牛乳茶		173.10	190.41	218.98	173.10
yoy		-2.3%	10.0%	15.0%	-2.3%

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
兰芳园		40.00	44.00	50.60	40.00
yoy			10.0%	15.0%	
果汁茶		206.90	689.66	1,379.31	206.90
yoy			233.3%	100.0%	
销量 (万箱)		567	2,003	3,783	567
yoy			253.0%	88.8%	
箱价 (元/箱)		47.0	47.0	47.0	47.0
yoy			0.0	0.0	
买赠活动等系数		90%	85%	90%	90%
成本		285.60	619.13	1,104.75	285.60
毛利率		32.0%	33.0%	33.0%	32.0%
<b>其他主营业务</b>					
收入	9.52	4.82	5.00	5.00	5.00
yoy	-73.6%	-49.4%	3.7%	0.0%	0.0%
成本	5.75	2.29	2.50	2.50	2.50
毛利率	39.6%	52.5%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>其他业务</b>					
收入	26.18	25.37	25.00	25.00	25.00
yoy	1.4%	-3.1%	-1.5%	0.0%	0.0%
成本	30.28	28.20	23.75	23.75	23.75
毛利率	-15.7%	-11.2%	5.0%	5.0%	5.0%

数据来源：西南证券

## 5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 无风险利率选取中债国债 10 年期到期收益率 3.2%；
- 2) 公司负债主要为预收账款、应付职工薪酬等无息债务，长短期借款为 0，因此债务资本比重为 0。
- 3)  $\beta$  选用食品饮料行业最近 60 个月  $\beta$  值的算术平均 0.93；
- 4) 税率继续保持 22% 的稳定税率。

表 10：绝对估值假设

估值假设项目	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	18.0%
永续期增长率	3.0%

估值假设项目	数值
无风险利率 Rf	3.2%
市场组合报酬率 Rm	9.6%
$\beta$ 系数	0.93
债务资本比重 Wd	0
有效税率 Tx	22.0%
股权资本成本 Ke	9.47%
WACC	9.47%

数据来源：西南证券

表 11：FCFF 估值结果

FCFF	2018E
FCFF	57.33
PV(FCFF)	52.37
核心企业价值	7877.72
净债务价值	(1305.59)
股票价值	9183.31
每股价值	21.90

数据来源：西南证券

从绝对估值来看，公司每股内在价值为 21.9 元。

### 5.3 相对估值

我们选取软饮料行业内可比的 4 家公司，分别是百润股份、承德露露、养元饮品、维维股份。上述四家公司和香飘飘 wind 一致预期对应 2018-2020 年 PE 均值分别为 32 倍、26 倍和 22 倍。

表 12：软饮料行业可比公司估值情况

代码	公司	股价	EPS (元)			PE (倍)		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000848	承德露露	9.3	0.45	0.52	0.63	21	18	15
002568	百润股份	13.8	0.3	0.38	0.46	46	36	30
603156	养元饮品	48.33	3.31	3.64	4	15	13	12
600300	维维股份	3.49	0.08	0.1	0.12	44	35	29
603711	香飘飘	23.91	0.72	0.81	1.09	33	29	22
均值						32	26	22

数据来源：WIND，西南证券整理

A 股软饮料上市公司中例如露露、维维、养元产品均处于生命周期成熟阶段，增长乏力并出现下滑迹象，且没有相应的新品接力成长，因此市场给这些公司的估值相对偏低。香飘飘传统冲泡产品仍有一定的成长性，即饮系列打开成长空间，果汁茶具有较强爆发力，按照以往新品爆发的案例，理应给予估值溢价。

预计香飘飘 2018-2020 年收入复合增速 24%，净利润复合增速接近 20%。考虑到爆款产品放量对估值的抬升作用明显，给予公司 2019 年 35 倍估值，对应目标价 28.4 元，维持“买入”评级。

## 6 风险提示

### 1) 食品安全风险

食品安全是食品生产企业的第一要务，与企业的声誉和业绩息息相关。随着食品安全问题的频繁曝出，消费者越来越关注食品安全问题。一旦公司或者行业内发生较为严重的食品安全问题，将可能导致公司业绩严重下滑。

### 2) 果汁茶放量或不及预期

果汁茶爆发是公司股价上涨的核心催化剂，但尤其新品往往存在较强的不确定性，由于产能、渠道建设、实际动销情况可能与设想存在偏差，导致果汁茶销售最终未及预期。



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	3255.59	4047.78	5045.58	净利润	267.77	300.72	340.48	455.82
营业成本	1578.93	1928.24	2414.70	3055.60	折旧与摊销	52.41	52.23	65.09	79.44
营业税金及附加	20.24	24.96	31.03	38.68	财务费用	-7.61	-6.51	-6.07	-6.05
销售费用	617.23	797.62	973.49	1160.48	资产减值损失	7.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	114.31	146.50	218.58	232.10	经营营运资本变动	-351.66	124.94	76.72	116.22
财务费用	-7.61	-6.51	-6.07	-6.05	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>467.97</b>	<b>474.82</b>	<b>641.69</b>
投资收益	3.49	3.00	3.00	3.00	资本支出	-292.68	-400.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-114.38	-47.00	-47.00	-47.00
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>-447.00</b>	<b>-347.00</b>	<b>-347.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>316.92</b>	<b>367.78</b>	<b>419.05</b>	<b>567.77</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>387.78</b>	<b>439.05</b>	<b>587.77</b>	股权融资	508.14	0.00	154.00	0.00
所得税	77.52	87.06	98.57	131.95	支付股利	-112.10	-53.55	-60.14	-68.10
净利润	267.77	300.72	340.48	455.82	其他	28.11	26.51	26.07	26.05
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>-136.81</b>	<b>119.93</b>	<b>-42.04</b>
归属母公司股东净利润	267.77	300.72	340.48	455.82	<b>现金流量净额</b>	<b>173.13</b>	<b>-115.84</b>	<b>247.75</b>	<b>252.65</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	1211.33	1459.08	1711.73	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	210.20	204.01	268.02	339.29	销售收入增长率	10.49%	23.30%	24.33%	24.65%
存货	141.09	172.88	215.00	273.33	营业利润增长率	4.53%	16.05%	13.94%	35.49%
其他流动资产	131.53	162.18	201.65	251.35	净利润增长率	0.63%	12.31%	13.22%	33.87%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.44%	14.31%	15.62%	34.11%
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	1009.87	1247.27	1470.33	毛利率	40.20%	40.77%	40.35%	39.44%
无形资产和开发支出	185.35	183.02	180.69	178.35	三费率	27.42%	28.80%	29.30%	27.48%
其他非流动资产	133.64	183.47	233.31	283.14	净利率	10.14%	9.24%	8.41%	9.03%
<b>资产总计</b>	<b>2807.87</b>	<b>3146.05</b>	<b>3824.31</b>	<b>4526.83</b>	ROE	13.89%	13.83%	13.05%	15.21%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.54%	9.56%	8.90%	10.07%
应付和预收款项	729.59	908.31	1129.33	1420.32	ROIC	43.06%	29.32%	26.78%	31.20%
长期借款	109.77	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.70%	12.70%	11.81%	12.71%
其他负债	40.86	62.94	85.83	109.63	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>880.22</b>	<b>971.24</b>	<b>1215.15</b>	<b>1529.95</b>	总资产周转率	1.06	1.09	1.16	1.21
股本	400.01	400.01	419.68	419.68	固定资产周转率	5.75	4.67	4.57	4.64
资本公积	468.13	468.13	602.46	602.46	应收账款周转率	58.08	46.08	55.21	52.47
留存收益	1059.51	1306.68	1587.02	1974.74	存货周转率	13.57	12.24	12.37	12.43
归属母公司股东权益	1927.65	2174.82	2609.15	2996.87	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>2174.82</b>	<b>2609.15</b>	<b>2996.87</b>	资产负债率	31.35%	30.87%	31.77%	33.80%
负债和股东权益合计	2807.87	3146.05	3824.31	4526.83	带息债务/总负债	12.47%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.45	1.90	1.87	1.79
					速动比率	2.26	1.72	1.69	1.60
					股利支付率	41.86%	17.81%	17.66%	14.94%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.64	0.72	0.81	1.09
					每股净资产	4.60	5.19	6.22	7.15
					每股经营现金	0.25	1.12	1.13	1.53
					每股股利	0.27	0.13	0.14	0.16
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	361.72	413.50	478.07	641.15					
PE	37.45	33.34	29.45	22.00					
PB	5.20	4.61	3.84	3.35					
PS	3.80	3.08	2.48	1.99					
EV/EBITDA	22.55	19.62	17.33	12.45					
股息率	1.12%	0.53%	0.60%	0.68%					

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	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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