

## 香飘飘 (603711.SH) 买入 (首次评级)

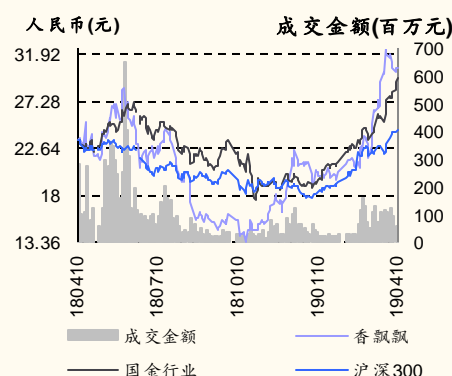
## 公司深度研究(深度)

市场价格 (人民币): 30.52 元

目标价格 (人民币): 36.63 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	46.30
总市值(百万元)	12,798.56
年内股价最高最低(元)	32.50/13.36
沪深 300 指数	3997.58
上证指数	3189.96



## 果汁茶发力，公司有望进入新一轮成长周期

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.669	0.750	0.850	1.090	1.371
每股净资产(元)	4.82	5.28	6.19	6.98	8.06
每股经营性现金流(元)	0.26	1.46	0.47	1.27	1.91
市盈率(倍)	39.69	28.32	35.91	28.00	22.25
净利润增长率(%)	0.63%	17.53%	13.26%	28.27%	25.80%
净资产收益率(%)	13.89%	14.21%	13.72%	15.61%	17.02%
总股本(百万股)	400.01	419.35	419.35	419.35	419.35

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **果汁茶具备大单品潜质，快速放量增厚业绩：**果汁茶 18 年仅上市 6 个月销售量便突破 2 亿，市场反响良好；进入 19 年后终端反映动销加快，经销商拿货积极，随着夏季销售旺季的来临，销售规模预计将再创新高。果汁茶定位年轻+健康，产品精打细磨，创新营销方式，渠道与固体产品重合度高，并改善了经销商收入淡季明显的情况；茶饮料市场主流消费也逐渐向 90 后/00 后靠拢，符合年轻化消费的爆款产品频出，我们看好果汁茶产品快速放量，成为茶饮料领域的下一个大单品，持续增厚公司业绩。
- **固体产品重新梳理，结构升级+渠道下沉确保稳定增长：**公司是固体冲泡奶茶的开创者和领导者，在行业增速放缓的背景下公司对固体产品进行了重新梳理：产品端进行了形象升级，品牌端提出“小饿小困，就喝香飘飘”全新定位，具化应用场景，渠道端推行经销商三专化和一体化，开展渠道精细化运作，挖掘渠道下沉机会。受益于改革推进，公司固体冲泡奶茶两大系列 18 年分别录得+10.5%和+29.9%的增长。预计未来 2-3 年，公司固体中经典系列仍有渠道下沉带来的增长机会，好料系列将持续受益于市场拓展和渠道扩张；结构端好料系列占比也将持续提升，改善公司产品结构和毛利率水平。
- **逐步消除淡季旺季差异，规模效应带动毛利率改善：**公司固体产品销售淡季明显，业绩分季度差异大，新增即饮板块适合全年销售，在固体产品动销较慢的夏秋两季销售更加旺盛。随着即饮产品规模扩张，公司销售淡季旺季差异较大的问题将逐步解决，提升盈利质量，改善经销商关系。渠道端，公司将加快从华东向全国扩张的节奏，并新开电商、自营和出口等多个销售渠道，短期内即饮产品成本摊销迫使公司毛利率承压；中长期来看，随着公司拓展销售渠道，挖掘更多渠道价值，增加销售规模，毛利率可改善空间较大。

## 投资建议

- 受益于果汁茶爆发和固体冲泡奶茶稳定增长，考虑股权激励摊销费用，我们预计公司 19-21 年的收入分别为 40.4 亿/48.7 亿/57.3 亿，同比增长 24.1%/20.7%/17.6%；归母净利润分别为 3.6 亿/4.6 亿/5.8 亿，同比增长 13.3%/28.3%/25.8%；EPS 分别为 0.9 元/1.1 元/1.4 元；对应 PE 为 35.9X/28.0X/22.3X；首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 液体奶茶销售不达预期的风险、固体冲泡奶茶销售下滑的风险、原材料价格上涨的风险

寇星 联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

卢周伟 联系人  
luzhouwei@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、“固体+即饮”迎新一轮增长，股权激励提振员工信心 .....	5
二、进军即饮正当时，果汁茶大单品成长可期 .....	7
2.1 茶饮料和果汁领域仍存成长空间 .....	7
2.2 大单品成长分析：明确定位+设计出新+持续运作 .....	9
2.3 果汁茶具备大单品潜力，快步向前 .....	12
2.3.1 产品精打细磨，果汁+茶双概念直击消费者 .....	12
2.3.2 仍处市场推广初期，更多市场机会仍待挖掘 .....	13
2.3.3 短看产能+中看管理+长看品牌，果汁茶成长路径逐渐清晰 .....	14
三、固体冲泡奶茶是业务基石，结构升级+渠道下沉确保稳定增长 .....	15
3.1 产品创新+结构升级，固体冲泡奶茶仍在成长 .....	15
3.2 “三专”政策重整经销渠道，精耕细作挖掘更多渠道价值 .....	16
3.3 品牌重新定位，提升品牌价值 .....	19
3.4 液体奶茶瞄准消费升级，长线布局等待市场空间释放 .....	19
四、财务分析 .....	20
4.1 开启新一轮增长，费用端短期承压长期可改善 .....	20
4.2 盈利预测：果汁茶加速放量，固体产品恢复性增长 .....	24
五、投资建议 .....	26
六、风险提示 .....	26

## 图表目录

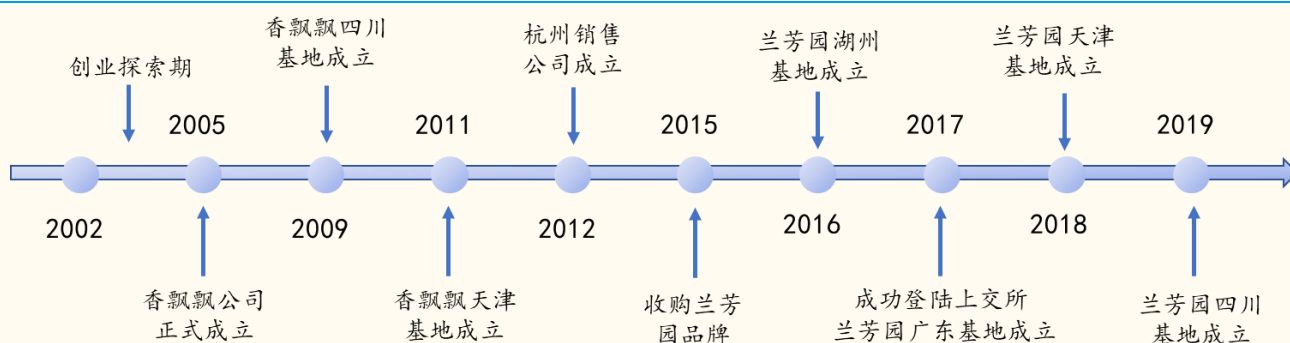
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司积极求变.....	5
图表 3: 公司“固体+即饮”双轮渠道逐渐清晰.....	6
图表 4: 公司四大产能基地.....	6
图表 5: 公司股权激励落地.....	6
图表 6: 公司股权激励业绩目标.....	6
图表 7: 软饮料市场增速换挡.....	7
图表 8: 软饮料市场结构.....	7
图表 9: 茶饮料销售额.....	7
图表 10: 人均茶饮料饮用量（升/人）.....	7
图表 11: 茶饮料市场发展历程.....	8
图表 12: 茶饮料爆款频出.....	8
图表 13: 包装茶饮料市占率（按销售额）.....	9
图表 14: 2018 年茶饮料品牌力指数排行榜.....	9
图表 15: 低浓度仍是果汁行业主流.....	9
图表 16: 小茗同学成长路径.....	10
图表 17: 茶π成长路径.....	11
图表 18: 阿萨姆奶茶成长路径.....	11
图表 19: 三大单品对比分析.....	11
图表 20: 三款果汁茶产品.....	12
图表 21: 公司创新渠道推广.....	13
图表 22: 公司销售季节性明显（万）.....	13
图表 23: 公司毛利率季节差异性大.....	13
图表 24: 公司四地产能全面扩张.....	14
图表 25: 三家企业茶饮料产品对比.....	15
图表 26: 固体冲泡奶茶口味不断丰富.....	15
图表 27: 香飘飘包装持续升级（2005-2019）.....	16
图表 28: 公司两大系列销量（万箱）.....	16
图表 29: 公司两大系列收入（亿元）.....	16
图表 30: 公司分区域销售情况（亿元）.....	17
图表 31: 公司分区域销售量（万箱）.....	17
图表 32: 各地区奶茶消费现状.....	17
图表 33: 公司搭建海外销售网络.....	17
图表 34: 专职主营经销商数量快速增长.....	18
图表 35: 专职专营经销商销售额快速增长（亿元）.....	18
图表 36: 公司经销商数量达到 1287 个.....	18
图表 37: 公司经销商人均销售额达到 250 万元.....	18

图表 38: 品牌重新定位.....	19
图表 39: 公司每年广告投放超 2 亿.....	19
图表 40: MECO 牛乳茶.....	20
图表 41: 兰芳园奶茶.....	20
图表 42: 统一奶茶市占率达到 71.8%.....	20
图表 43: 两款液体奶茶瞄准高端市场.....	20
图表 44: 固体产品平均原材料成本 (元/杯).....	21
图表 45: 2018 年原材料价格上涨明显.....	21
图表 46: 公司收入突破 30 亿 (亿元).....	21
图表 47: 公司利润超过 3 亿 (亿元).....	21
图表 48: 公司毛利率承压.....	22
图表 49: 公司两大系列出厂价逐步提升.....	22
图表 50: 即饮系列毛利率较低.....	22
图表 51: 公司销售费用率处于行业高位.....	23
图表 52: 公司管理费用率较高.....	23
图表 53: 公司净利率相对较低.....	23
图表 54: 公司存货周转率行业领先.....	24
图表 55: 公司总资产周转率行业领先.....	24
图表 56: 公司应收账款周转率较低.....	24
图表 57: 公司资产负债率企稳 (%).....	24
图表 58: 公司盈利预测.....	25

## 一、“固体+即饮”迎新一轮增长，股权激励提振员工信心

- **发展瓶颈期面临考验：**公司成立于 2005 年，2017 年成功上市。公司主要从事奶茶产品的研发、生产与销售，主要产品为固体冲泡奶茶、果汁茶和液体奶茶。公司发展经历了几个较为重要的阶段：04-07 年是市场导入期，公司首创冲泡式奶茶，快速打开市场；08-12 年是市场爆发期，消费者教育成效显著，竞争对手涌现，共同做大市场规模，公司凭借行业领军地位和产品优势继续保持领先地位，规模迅速扩张至 20 亿，香飘飘奶茶成为名副其实的大单品；13-16 年是公司发展转折期，冲泡奶茶行业发展降速，公司进入瓶颈期，从 20 亿向上突破受阻。公司转折期面临了诸多考验：1) 固体冲泡奶茶增长乏力，公司急需新产品接档成长；2) 渠道粗放的管理方式和淡旺季明显的产品特性，使得经销商粘性不强；3) “杯子连起来可绕地球 N 圈”的广告已使用多年，虽然让消费者充分认识到香飘飘在固体冲泡奶茶行业的领先地位，但出现了消费者认知疲劳。

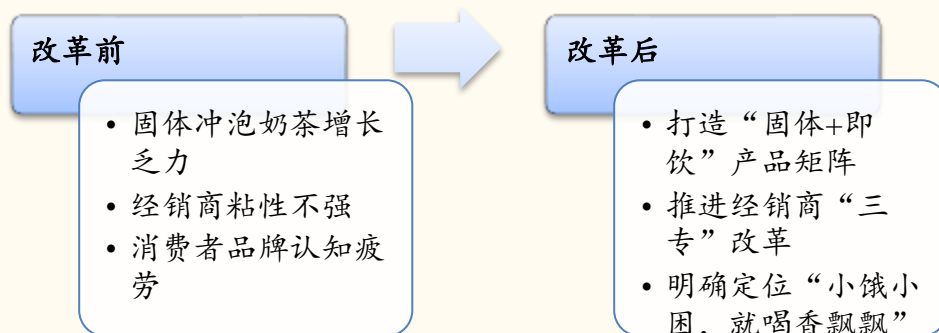
图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

- **新品上市+品牌重新定位+经销商改革，迎来新一轮成长：**为了突破困境，走出增长瓶颈，公司内部积极改革，迎接行业变革。产品端，研发即饮产品，丰富产品种类，覆盖更多消费人群；品牌端，将香飘飘固体冲泡奶茶定位为小饿小困的补充剂，具化应用场景，提升品牌感知力；渠道端，公司持续推进经销商“三专”改革（专职、专营、专项激励），寻找更多与公司理念契合的经销商伙伴，实现与经销商双赢。公司通过持续的改革和升级，进入了新一轮的增长期。

图表 2：公司积极求变



来源：公司公告，国金证券研究所

- **“固体+即饮”，产品矩阵逐步完善：**固体冲泡奶茶是由公司董事长蒋建琪先生于 2004 年首创，公司是固体冲泡奶茶的开创者和领军者，在固体冲泡奶茶市场占有率达到 63.1%，是绝对龙头。公司 2017 年开始进军即饮产品市场，新上市的“MECO 牛乳茶”、“兰芳园”液体奶茶以及“MECO 水果茶”受到消费者热捧，2018 年即饮板块收入超过 4 亿，占比达到 12.89%，“固体+即饮”双轮驱动的业务模式逐渐成型。



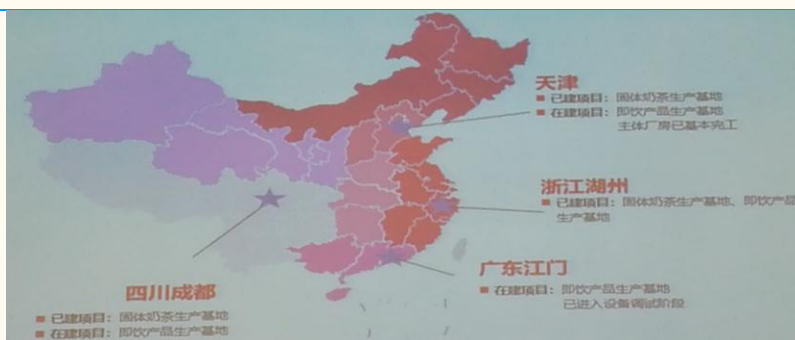
图表 3：公司“固体+即饮”双轮渠道逐渐清晰



来源：公司官网，国金证券研究所

- **四大产能基地全面开工，销售渠道不断丰富：**2016 年开始公司固体板块重回两位数增长，液体板块全面发力，为了顺应快速发展的节奏，公司建设了浙江湖州、四川成都、天津和广东江门四大生产基地，总设计产能超过 50 万吨，各大产能基地仍在持续扩张。渠道端，公司拥有 1287 个经销商，基本实现了线下全国化布局，2014 年开始加码线上销售，2018 年更是尝试走出国门，基本形成了“国内+国外”、“线上+线下”的渠道布局，渠道网络不断丰富。

图表 4：公司四大产能基地



来源：公司官网，国金证券研究所

- **股权激励落地，激发员工积极性：**公司在 2018 年推行股权激励计划，激励对象包括了公司董事、高级管理人员和核心技术骨干，均是公司经营管理的核心力量。公司限制性股权激励的授予价格为 7.85 元/股，较最新股价 30.51 元（截止 4 月 11 日）折价率明显，激励力度大。公司 2018 年收入 32.51 亿（相较于 2017 年增长 23.14%），归母净利润 3.15 亿（相较于 17 年增长 17.54%），激励业绩目标顺利完成，伴随公司新一轮成长，股权激励目标完成可能性高，有望激发员工更大工作积极性和热情。

图表 5：公司股权激励落地

项目	详细
授予日	2018 年 11 月 9 日
授予数量	本次权益授予数量为 1,935 万股，占公司股本总额 40,001 万股的 4.84%
授予人数	67 人
授予价格	7.85 元/股
股票来源	向激励对象定向发行 A 股普通股股票

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司股权激励业绩目标

	营业收入 (亿)	相较于 17 年增速	归母净利润 (亿)	相较于 17 年增速
2017	26.40	0%	2.68	0%
2018E	31.68	20%	2.95	10%
2019E	39.60	50%	3.62	35%
2020E	47.52	80%	4.69	75%
2021E	56.76	115%	5.76	115%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、进军即饮正当时，果汁茶大单品成长可期

### 2.1 茶饮料和果汁领域仍存成长空间

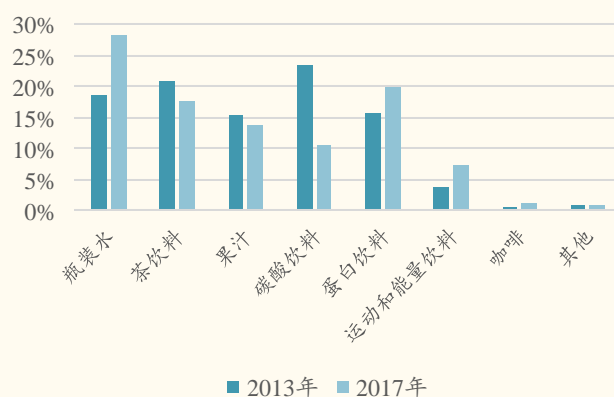
- **软饮料增速换挡，茶饮料和果汁拥有结构化成长机会：**随着居民消费能力和消费观念的提升，软饮料触及用户数量和消费频次也在持续增加。参考欧睿咨询的数据，2017 年我国软饮料市场销售额达到 5736 亿元，销售量达到 17629 万吨，预计 2019 年整个行业市场规模将超过 6000 亿，行业增长趋势不变但增速会有所放缓，一方面由于行业逐渐趋于成熟、基数较大，另一方面行业内各分品类受到消费理念和消费习惯的变化也不断分化。细分品类中，碳酸饮料由于高热量等因素规模明显下滑，占比下降至 10.5%（2013 年占比为 23.6%），能量饮料、茶饮料和果汁等绿色健康的饮料越发受到消费者青睐，在软饮料品类中占比分别达到 7.4%、17.7%和 13.8%（2013 年占比分别为 3.8%、20.9%和 15.4%），在整个行业增速换挡的背景下较为稳健，仍有结构化成长机会。

图表 7：软饮料市场增速换挡



来源：欧睿，国金证券研究所

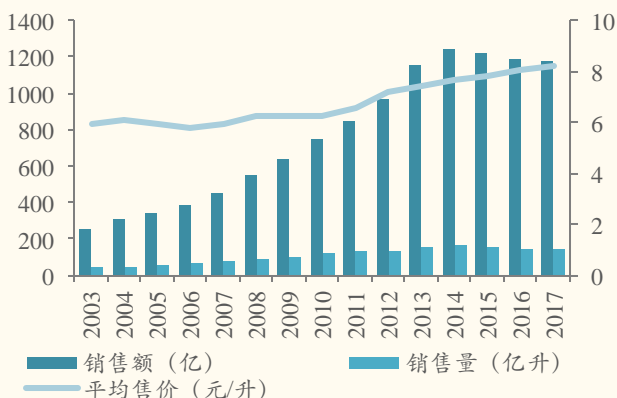
图表 8：软饮料市场结构



来源：欧睿，国金证券研究所

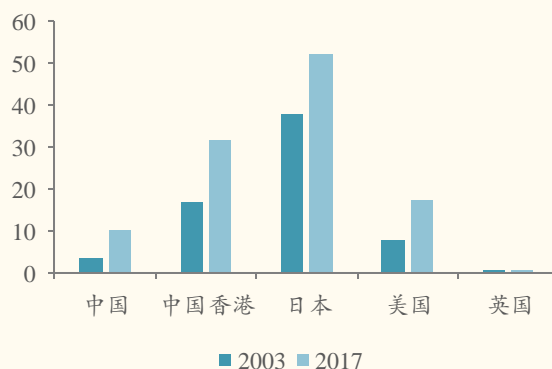
- **茶饮料销售均价上行，人均消费量仍有提升空间：**软饮料中茶饮料是最符合健康化大趋势的，茶饮料市场规模也突破千亿，2017 年我国茶饮料市场销售额达到 1246 亿，总销售量达到 144.23 亿升。2014 年之前行业规模受消费量拉动快速提升，2014 年行业消费量到达顶峰，整体规模下降；但从 2014 年开始平均消费价格出现明显上升，茶饮料消费更加注重质量。根据欧睿的统计来看，2017 年我国人均茶饮料销售量为 10.4L，相较于 2003 年提升三倍还多，但相较于日本、中国香港和美国等地区仍有一定的差距，行业仍有成长的空间，但需要更多符合核心消费人群的产品激活消费需求。

图表 9：茶饮料销售额



来源：欧睿，国金证券研究所

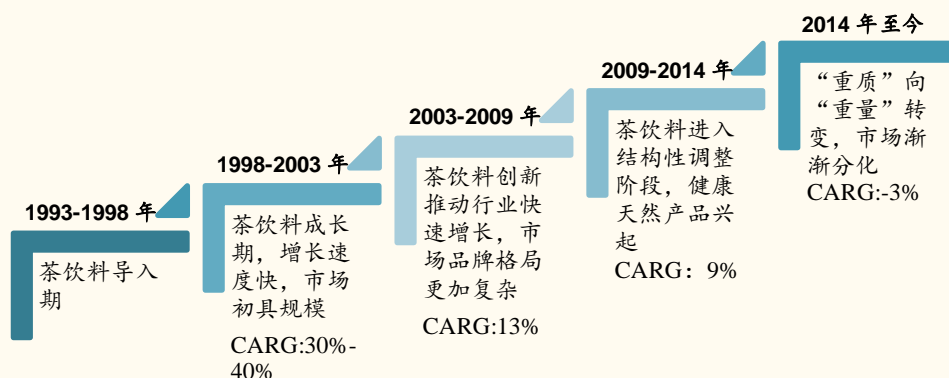
图表 10：人均茶饮料饮用量（升/人）



来源：欧睿，国金证券研究所

- **茶饮料市场分化，差异化突围：**茶自古以来就是受到人们喜爱和追捧的日常饮品，茶所具有的抗氧化、降血压、提高免疫力等功效也受到消费者认可。我国茶饮料市场自 1993 年起步，1998-2003 年快速发展，也是在这个阶段康师傅和统一双雄崛起；2003-2009 年饮料巨头纷纷入场，市场格局更加复杂；2009-2014 年市场进入结构性调整阶段，调味茶销量开始下降，天然、健康产品受追捧；2014 年至今行业规模出现下滑，消费习惯由“重量”向“重质”转移，市场逐渐分化，产品创新加快。结合茶饮料市场 20 多年的发展历程来看，消费者喜好从调味茶向健康茶转变，无糖、天然、原叶、营养等成为茶饮料关键词，健康化产品更受消费者青睐；定位清晰，差异化明显的产品更受消费者喜欢，小茗同学的冷泡工艺+Q 版形象，茶π的优质茶叶+果汁+插画风格，定位清晰，成功成为爆款；具备差异化优势的产品更易突围。

图表 11：茶饮料市场发展历程



来源：消费者之声，国金证券研究所

图表 12：茶饮料爆款频出

产品	上市时间	价格	年销售规模	亮点
小茗同学	2015 年 3 月	5 元	10 亿+	以冷泡工艺，充分释放茶叶中的茶氨酸，Q 版形象深入人心
茶π	2016 年 5 月	5 元	10 亿+	采用了东方树叶的茶叶原料，在其中添加果汁，包装延续插画风，文艺范十足
维他柠檬茶	1999 年	2.5 元	20 亿+	源自传统港式茶餐厅的柠檬茶风味，柠檬清新，激爽怡神，16 年重新进行产品定位后迎来新一轮爆发

来源：国金证券研究所

- **两大巨头占据过半市场，优秀企业有望携产品突围：**近几年随着消费习惯的变迁，茶饮料市场竞争格局也在不断变化。康师傅凭借冰红茶、绿茶、茉莉清茶等调味茶产品稳居行业第一，但调味茶向健康茶转变的大趋势下公司市占率也在明显下滑，近三年下滑 10 个百分点；统一旗下也有多款受消费者喜爱的调味茶产品，15 年推出的小茗同学更是为公司增长注入新活力，但整体依旧受到行业冲击，市占率下降 6 个百分点；总体来看，两大龙头企业依旧占据过半的市场。与此同时，农夫山泉等之前市占率较低的企业，凭借爆款产品贡献收入，市占率稳步提升，如农夫山泉的东方树叶、茶π，三得利的无糖乌龙茶，娃哈哈茶咖等产品。我们认为虽然茶饮料市场两大巨头企业已经占据了较大市场份额，但其他优质的公司依旧存在凭借爆款产品提升业务规模和市场占有率的机会，我们也更加看好能够推出顺应新一代消费者消费需求产品的公司突围。

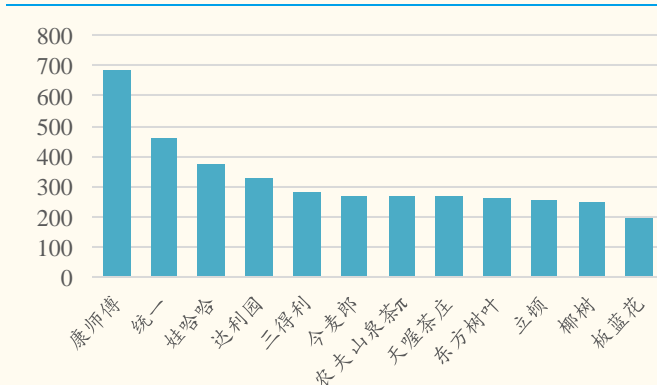


图表 13：包装茶饮料市占率（按销售额）



来源：康师傅年报，国金证券研究所

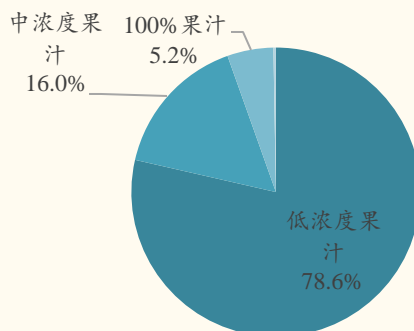
图表 14：2018 年茶饮料品牌力指数排行榜



来源：Chnbrand，国金证券研究所

- **低果饮料仍是主力，功能型果汁是新趋势：**果汁作为重要的软饮料分类，市场规模也在千亿以上，2018 年我国果汁及果汁饮料销售额为 1071 亿，销售量达到 140 亿升。我国果汁市场中添加量 24% 以下的低果占比超过 75%，仍是果汁行业的主力。果汁行业中纯果市场和功能型果汁饮料发展较快，纯果市场受 NFC 等新兴技术的推动，功能型果汁以新型营养概念为支撑点受到市场认可。

图表 15：低浓度仍是果汁行业主流



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

公司果汁茶饮品兼具茶饮料和果汁饮料双重属性，符合软饮料市场健康化、年轻化的大趋势，看好长期发展。果汁茶属于全新领域，香飘飘是行业先行者和引领者，可成长空间大，看好香飘飘将果汁茶打造成下一个爆品。

## 2.2 大单品成长分析：明确定位+设计出新+持续运作

近几年茶饮料产品层出不穷，各家企业纷纷抓住风口推出新品，其中受到市场认可度较高的主要是统一旗下的“小茗同学”和农夫山泉的“茶π”，两款产品均成长为 20 亿规模以上的大单品。奶茶领域中统一阿萨姆奶茶上市后快速做到行业第一。我们分析了茶饮料和奶茶领域这三个大单品的成长路径，试图总结软饮料市场，特别是茶饮料市场大单品成长的共性。

### ■ 小茗同学：定位“95 后”的冷泡茶

上线时间：2015 年 3 月

主要卖点：“冷泡”，减少咖啡因，减轻苦涩，让茶味更甘甜

目标人群：“95 后”学生群体，从包装到名称都十分讨巧

口味：上线时推出青柠红茶，冰橘绿茶，翡冷绿茶，茉莉萃茶四种口味。2016 年推出乳酸菌风味的溜溜哒茶，2018 年推出超桔乌龙新口味。

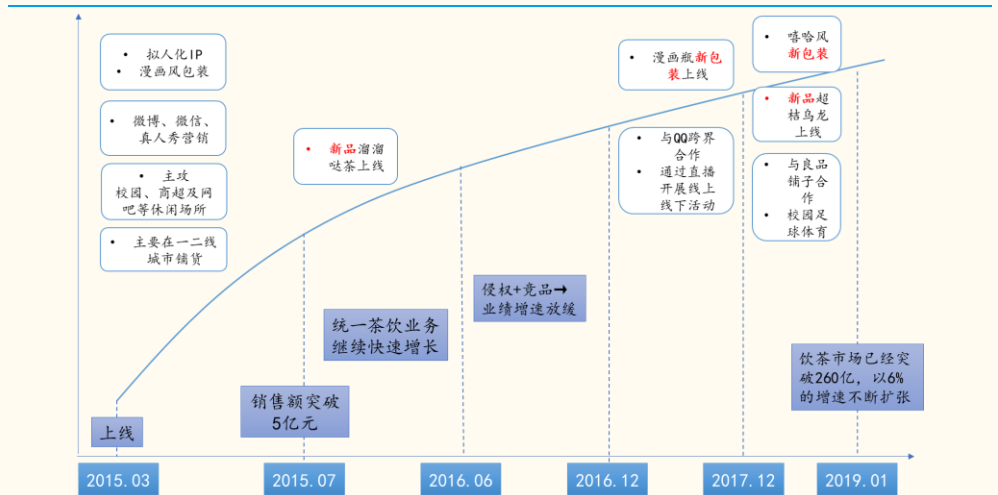
产品设计：IP 形象（将品牌拟人化，并赋予其故事性，使其成为“贱气逗趣”的代言人）、高饱和度包装（全包覆的高彩度配色，远处就能看到的小

茗这个大头娃娃，使之在冰柜、货架上非常醒目有识别度，包装也获得了2015年全球包装金奖)、特别设计(盖上盖设计)。

**渠道：**主要在一二线城市铺货，主攻校园、商超、网吧、影院等目标人群聚集场所。

**营销运作：**与QQ展开IP合作、冠名综艺、线上线下趣味活动。

图表 16：小茗同学成长路径



来源：公司公告，公开资料，国金证券研究所

■ 小茗同学目标消费者精准定位在“95后”学生群体，所以不论从产品包装还是营销活动，都针对目标人群展开，使得小茗同学一经推出市场就受到目标人群追捧。并且在产品推出市场后，公司持续在营销端发力，通过多种多样的形式强化小茗同学在目标人群的认知度，同时不断在产品 and 包装上更新换代，随着消费者的需求而变化，这也使得小茗同学销售持续增长，从新品向成熟的大单品迈进。

#### ■ 茶π：定位“年轻化”的果味茶饮料

**上线时间：**2016年3月

**主要卖点：**果味茶，茶香和果香融合的美味

**目标人群：**90后、00后等年轻群体

**口味：**上线之初推出了柚子绿茶、西柚茉莉花茶、蜜桃乌龙茶、柠檬红茶四种口味，2017年夏季推出玫瑰荔枝红茶口味

**产品设计：**文艺插画风（包装颜色亮丽、画风明艳，画面主体采用了涂鸦式的动物加水果的设计，既时尚又文艺）、圆柱方形瓶（瓶身摆脱了千篇一律的圆柱形，创新圆柱方形瓶，迎合了90后喜欢胖胖、圆圆的造型的喜好）。

**渠道：**上线之初以校园渠道为主，后续向社区店、网吧、商超等渠道延伸。

**营销运作：**先后邀请BIGBANG、吴亦凡、赖冠霖等年轻偶像担任代言人。

图表 17：茶π成长路径



来源：公开资料，国金证券研究所

- 茶π定位 90 后、00 后年轻群体，邀请了受到年轻人喜欢的 BIGBANG、吴亦凡等代言；并在设计上以插画风吸引消费者，方型瓶身又体现独特性。茶π上线后迅速刮起销售热潮，后续公司通过持续的广告投放和上新口味维持销售和热度，茶π也成为农夫山泉产品体系中重要的大单品。

#### ■ 阿萨姆奶茶：面向女性消费群体的即饮奶茶

上线时间：2009 年

主要卖点：即饮奶茶

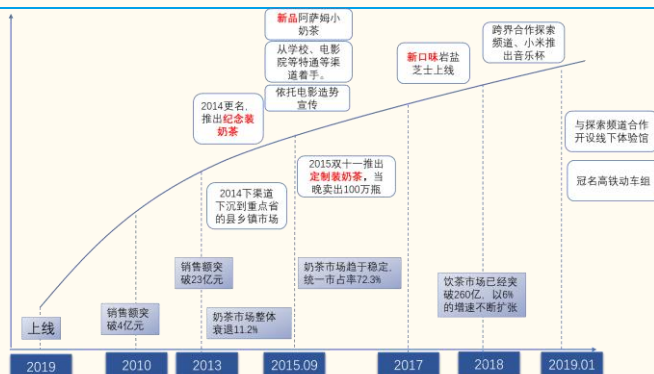
目标人群：15-30 岁的女性消费群体

口味：原味、煎茶奶绿、岩盐芝士，15 年推出阿萨姆小奶茶

产品设计：是较早进军 PET 瓶装奶茶的企业

营销运作：跨界合作（与小米、探索频道、高铁合作）、线下体验（借助新零售热潮在武汉、昆明、安阳等地开设线下体验馆）。

图表 18：阿萨姆奶茶成长路径



来源：公司公告，公开资料，国金证券研究所

- 阿萨姆定位在年轻女性，在竞争激烈的即饮奶茶市场中以产品品质和品牌营销逐渐确立领军位置。15 年顺势推出小奶茶，18 年推出新口味，延伸产品和品牌生命周期。

图表 19：三大单品对比分析

	茶π	小茗同学	阿萨姆奶茶
上线时间	2016 年 3 月	2015 年 3 月	2009 年
产品类型	果茶饮料	果茶饮料	奶茶饮料
口味	5 种	6 种	3 种

目标人群	90 后及 00 后人群	95 后人群	18-30 岁女性
品牌打造	借助明星效应	自成 IP	--
包装风格	文艺清新的插画风	色彩亮丽的漫画风	传统
瓶身设计	圆方柱形瓶身	“盖中盖”设计	传统
产品升级		更换包装 推出新口味，满足消费需求的变化	
主要营销方式	利用粉丝经济	品牌跨界合作 (QQ, 良品铺子, 得力)	品牌跨界合作

来源：公开资料，国金证券研究所




- **明确定位+设计出新+持续运作打造爆款：**结合三款大单品的发展路径，我们认为一款即饮产品爆发首先需要在产品推出时就明确目标受众，渠道和营销如果结合产品定位，会更加事半功倍。另一方面茶饮料新的目标群体以年轻人居多，所以在产品设计方面也要更加出新、出奇，吸引年轻消费者。同时伴随着产品生命周期的不断延长，企业需要持续运作，在口味、包装和营销等多方面吸引消费者，不断获得消费者的产品认可度和品牌粘性。

## 2.3 果汁茶具备大单品潜力，快步向前

### 2.3.1 产品精打细磨，果汁+茶双概念直击消费者

- **10%果汁添加，兼具口感和健康化：**果汁茶是公司经过多番打磨，以新鲜果汁+原茶现萃制得的产品，最大程度上保留原料口感和营养。香飘飘并非第一家推出果汁与茶相结合的即饮产品的公司，但果汁茶确是第一款同时强调果汁和茶的营养与健康的产品，市面上茶饮料添加果汁主要是为了冲淡茶的苦味，而果汁茶 10%的果汁添加既保留了茶的营养又突出了果汁的健康，两者形成补充和配合，果汁茶也是香飘飘首创的概念，提前占据消费者心智，产品端具有较强的竞争力。
- **真茶现萃+恒温冷泡：**果汁茶采用乌龙茶（金桔柠檬味为印度红茶）为茶底，进行真茶现萃和恒温冷泡，现萃尽可能的保留茶内精华和茶的醇厚原味，冷泡可以降低咖啡因的释放并减少苦涩味，两者结合既保证了茶的营养又提升了口感。
- **10%新鲜果汁添加：**为了中和茶的苦涩味，提高产品口感，公司选择用新鲜果汁添加。经过多次尝试，公司选定了 10%的最佳果汁添加比例，在茶中添加三种果汁，提升产品整体口感层次。
- **坚持“四不添加”：**公司果汁茶产品继续坚持“四不添加”，不添加防腐剂、增味剂、调味剂和色素，成品的果汁茶饮品不含蛋白质和脂肪，产品更加健康。

图表 20：三款果汁茶产品

口味	茶	果汁	产品
桃桃红柚	乌龙茶	苹果汁、西柚汁、桃汁	
金桔柠檬	印度红茶	柠檬汁、金桔汁、橙汁	
泰式青柠	乌龙茶	青柠榨汁、苹果汁、桃汁	

来源：公司官网，国金证券研究所

- **无菌液体灌装，技术领先：**公司果汁茶灌装采用的是全球领先的博世灌装机，实现全自动、无菌灌装。公司的无菌生产设备目前已投入超过 1.5 亿，



形成了技术和资金壁垒，并且领先了全行业 1-2 代。公司包装采用的锡纸外壳，是很好的抗氧化载体，尽可能地降低光照对产品品质的影响，更好地保留产品品质，使得公司产品在四不添加的情况下也能够实现常温保鲜 12 个月。

- **沿用杯型包装，设计更年轻化，增加记忆点：**公司果汁茶继续沿用经典的杯型包装，在外型设计上采用大色块，更加年轻和时尚；一方面通过杯型包装区别其他即饮茶饮料，另一方面借助消费者对香飘飘长期杯型包装的认知，加速消费者认知的形成，同时包装自身又足够吸引消费者。

### 2.3.2 仍处市场推广初期，更多市场机会仍待挖掘

- **创新营销推广方式，新媒体营销放大产品张力：**公司在果汁茶推广的过程中，兼顾线上线下，提升宣传的有效性和转化率。
  - **线下推广：**2018 年 7 月正式上市，9 月和 10 月高校单点突破，首攻核心目标群体学生，10 月开始抢占 KA 渠道，扩大消费渠道，12 月主推圣诞限定，以稀缺性提升热度，19 年 3 月份开启水头大战，放开全国分销体系并上线春季女生专享包装，开启全国化宣传。果汁茶仅上线不足一年，公司通过一系列有效的线下推广，助力产品铺货和销售。
  - **线上推广：**公司积极使用新媒体渠道，加强与消费者的互动，缩短果汁茶产品与消费者的距离。公司开设的蜜谷果汁茶官方抖音账号已经拥有 15.1 万粉丝，44 个作品合计获赞 162.1 万，小红书搜索“香飘飘果汁茶”相关分享近千条，果汁茶成为网红单品。公司也尝试了视频网站插播、朋友圈广告等多种新媒体推广渠道，线上做更有效的推广。

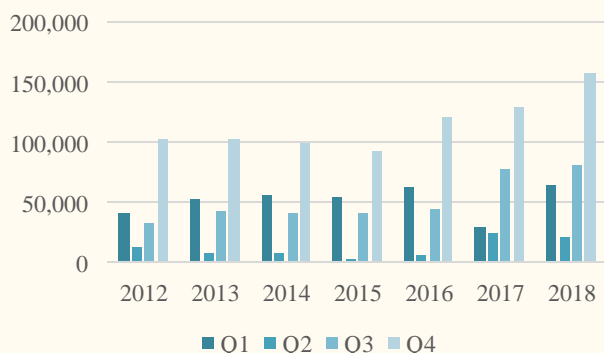
图表 21：公司创新渠道推广



来源：公开资料，国金证券研究所

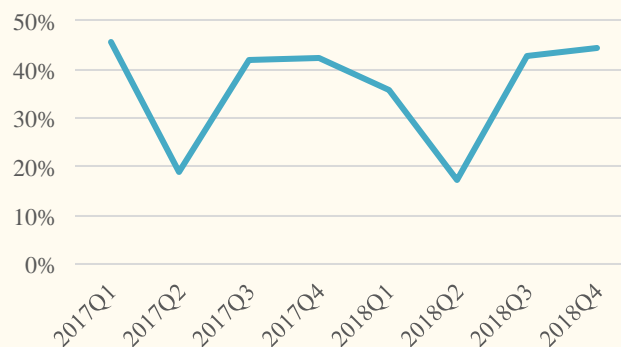
- **经销商收入季节性得以改善，销售积极性高：**公司经营有较为明显的季节性，四季度贡献将近一半的收入。受公司影响，经销商经营也存在明显的季节性，在销售淡季甚至存在亏钱的情况，而且从淡季重启旺季的成本较高，公司维持经销商的粘性和忠诚度的难度较大。公司推出即饮产品后，平滑自身季节性影响的同时使得经销商全年盈利更加平稳。另外即饮产品正处市场放量期，对经销商收入拉动明显，并且经销即饮产品的利润空间在 20% 左右，高于固体产品的 18% 左右，经销商销售积极性高。

图表 22：公司销售季节性明显（万）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 23：公司毛利率季节差异大



来源：WIND，国金证券研究所



- **市场投放初期，渠道可挖掘空间大：**果汁茶目前仍在市场推广初期，以北京、广州、上海、杭州、苏州、武汉等一线城市和华东地区城市为主，二线以下城市渠道仍在积极开拓中，茶饮料消费人群覆盖 80 后到 00 后，属于全国化的产品，未来渠道可挖掘空间较大。

### 2.3.3 短看产能+中看管理+长看品牌，果汁茶成长路径逐渐清晰

果汁茶产品设计兼顾健康、营养和时尚，渠道一二三四线均有覆盖，品牌可以借势香飘飘，具备成为大单品的潜质。我们认为到 2020 年果汁茶整体销售规模将超过 20 亿，2020 年当年超过 10 亿的可能性较高。但果汁茶的发展和市场规模提升也需要多方面因素配合，现阶段属于市场导入期，公司产能建设是限制发展的重要瓶颈；中期 1-2 年需要重点关注公司内部管理策略与渠道梳理的进程，确保公司在体量快速扩张期内外配合一致；长期要形成稳定的产品规模，需要在消费者中形成较强的品牌认知度，从产品向品牌延伸，形成竞争壁垒。

- **总设计产能超过 50 万吨，支持收入规模超过 28 亿：**为了应对不断增长的市场需求，公司在湖州、江门、天津和成都四地开建了液体奶茶生产基地。湖州一期项目是两条液体奶茶（与果汁茶共用）生产线，2017 年 3 月已建成投产，第三条生产线正在建设；江门 18 万吨液体奶茶生产线已进入设备调试阶段，基本实现量产；天津 11.2 万吨的液体奶茶生产线主体厂房已基本完工；成都两条生产线在 19 年开工建设。结合公司产能建设情况，预计 2019 年即饮板块建成投产产能在 20 万吨以上，四地全面建设完成后，总产能超过 50 万，不考虑提价因素，以总产能与 18 年出厂价相乘粗略计算，对应收入规模超过 28 亿。2018 年公司果汁茶仅向市场投放 3.6 万吨产能，录得 2 亿收入，未来公司产能储备不断充实，随着产能不断释放有望使得整体收入规模翻番，“再造一个香飘飘”。

图表 24：公司四地产能全面扩张

产能基地	设计产能	建设情况	设计投资额	截止 2018 年投资额
湖州一期	10.36 万吨	2017 年 3 月底建成投产		
湖州二期	第三条生产线			新增固定资产 6,408.01 万
江门	18 万吨	已进入设备调试阶段	46310 万元	新增固定资产 16,398.29 万元，新增在建工程 16,093.39 万元
天津	11.2 万吨	主体厂房已基本完工		新增在建工程 6,713.94 万元
成都	两条生产线	预计 19 年量产	6 亿	

来源：公司年报，国金证券研究所

- **具备爆品管理经验，内外部合力助推果汁茶长期放量：**目前果汁茶处于市场推广期，后续进入市场爆发期后对公司产品管理能力提出更高的要求。公司有固体冲泡奶茶成功经验可以进行借鉴，并且长期研究国内消费市场，相信公司能够有经验的对果汁茶产品进行管理，预计实现果汁茶快速放量，并且随着果汁茶收入增加，成本端摊销压力也会减小，毛利率有望回升。外部销售层面，公司除原有的固体产品现有的经销商体系外新增了专营果汁茶的经销商，配合公司经销商三专政策落地，果汁茶销售体系不断完善，这也是果汁茶持续增长的重要基础。
- **对标康师傅和统一，产品差异化优势突出，渠道端仍有成长空间：**香飘飘果汁茶对比两大茶饮料龙头康师傅和统一企业产品，两大企业由于规模较大所以产品种类较多，但主要以调味茶为主，香飘飘仅果汁茶这一新式茶饮，统一旗下的小茗同学和茶·瞬鲜同属新式茶饮，与果汁茶较为相近。几家企业的产品定位以年轻和健康为主旋律，消费人群也有针对性的定位为新一代年轻消费者。果汁茶的常温杯型包装与其他产品形成较大的差异性。销售策略方面，康师傅采取高举高打的销售策略，通过品牌代言等方式吸引年轻消费者；统一通过冠名赛事拉近与消费者距离；香飘飘差异化的使用了新媒体营销方式。渠道覆盖来看，香飘飘仍以华东为主，两大龙头已成功实现全国化布局。综合来看，香飘飘目前仍是以单品为主的销售模式，但公司不论是产品设计，营销渠道选择还是产品定位都通过差异化

的方式突出自身优势，避开与龙头的直接竞争，相较于龙头企业，香飘飘在渠道端仍有较大的挖掘潜力和成长空间。

图表 25：三家企业茶饮料产品对比

	康师傅	统一	香飘飘
产品	冰红茶/茉莉系列/绿茶等	冰红茶/绿茶/小茗同学/茶·瞬鲜	果汁茶
产品定位	年轻/健康/活力	年轻/绿色/新鲜/有趣	年轻/时尚/健康
产品包装	传统瓶装为主	传统瓶装+杯装	杯装
生产基地	全国有 100 个饮料生产基地	-	4 大生产基地
目标人群	年轻消费者	学生为主的新一代消费人群	年轻一代消费群体
销售策略	通过品牌代言、IP 合作等方式吸引消费者	冠名赛事等方式拉近消费者距离	线上线下共同推进，使用新媒体营销方式
渠道策略	高举高打的营销方式	紧握商超渠道	商超为主
渠道覆盖	全国 3.5 万经销商，12.9 万直营零售商	-	全国 1283 个经销商

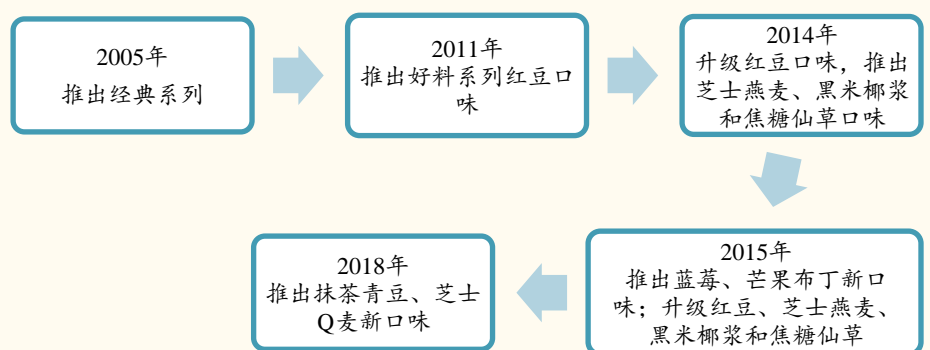
### 三、固体冲泡奶茶是业务基石，结构升级+渠道下沉确保稳定增长

#### 3.1 产品创新+结构升级，固体冲泡奶茶仍在成长

- **从包装到内容全面升级，打造全新“香飘飘”：**公司 2005 年推出经典系列、2011 年推出好料系列，已经在固体冲泡奶茶市场深耕超过 13 年，期间公司不断进行产品品类丰富和研发升级，在研发过程中坚持“健康、营养”的研究方向，并获得 HACCP 食品安全管理体系等多项国家权威认证，产品品质及良品率控制处于行业领先地位。

**口味创新，丰富产品体系：**2005 年推出经典系列，主要有原味、香芋等六种口味，2011 年推出红豆味的好料系列，2014 年推出升级版红豆、芝士燕麦、黑米椰浆和焦糖仙草四种口味；2015 年推出全新的蓝莓、芒果布丁两种口味以及新一代红豆、芝士燕麦、黑米椰浆和焦糖仙草四种口味；2018 年 10 月推出抹茶青豆和芝士 Q 麦两大口味，丰富产品体系。

图表 26：固体冲泡奶茶口味不断丰富



来源：公司官网，国金证券研究所

- **原材料升级，提升产品品质：**公司也在不断提升原材料的品质，茶粉采购使用了价格更高的印度红茶茶粉，多次对红豆等材料升级，并在好料系列中新增炼乳、果酱等原材料。
- **包装升级，向简约时尚靠拢：**公司在包装和 logo 设计上也不断升级换代，向简约时尚靠拢，增强消费者记忆点，提升受欢迎程度。

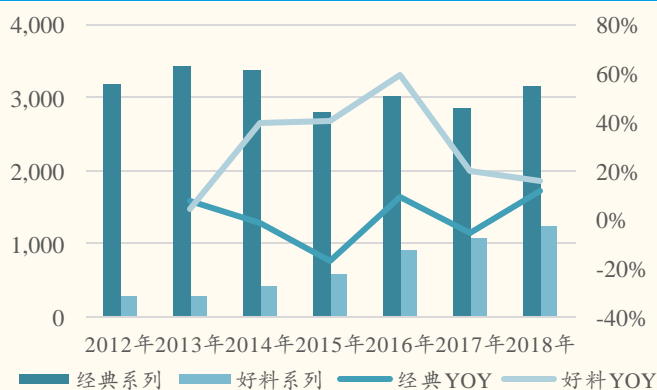
图表 27：香飘飘包装持续升级（2005-2019）



来源：公司官网，国金证券研究所

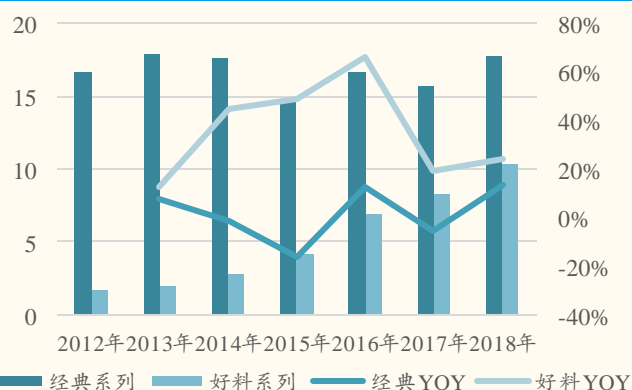
- **经典系列基本稳定，好料系列快速增长：**固体冲泡奶茶目前仍是公司主要的收入来源，两大系列收入占比超过 85%，整体稳中有增，但内部结构变化明显，好料系列占比已达到 32%。**从销量来看**，经典系列销量在 2013 年达到 3424.9 万箱的峰值之后开始下跌，公司曾在 2015 年主动减少经典系列的市场投放量，但发现市场对于经典系列仍有较大的需求，2016 年开始重新增加经典系列的推广和销售，2018 年公司渠道改革初见成效，渠道下沉带来需求增加，全年经典系列出货量提升 11%，新增 316 万箱的销售；好料系列则是从 2012 年的 276.5 万箱增加到 2018 年的 1239.1 万箱，市场认可度和热销度持续上升，14-18 年间出货量均维持两位数增长，与经典系列销量差距也从 11.5 倍降至 2.6 倍。**从收入端来看**，收入与销量基本是同向变化的，2012-2018 年间，经典系列收入在 15-18 亿之间波动，好料系列收入从 1.7 亿增长到 10.3 亿，年复合增长 34.8%，与此相对应的好料系列收入占比从 9% 增加至 32%，占据收入的三分之一。

图表 28：公司两大系列销量（万箱）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 29：公司两大系列收入（亿元）



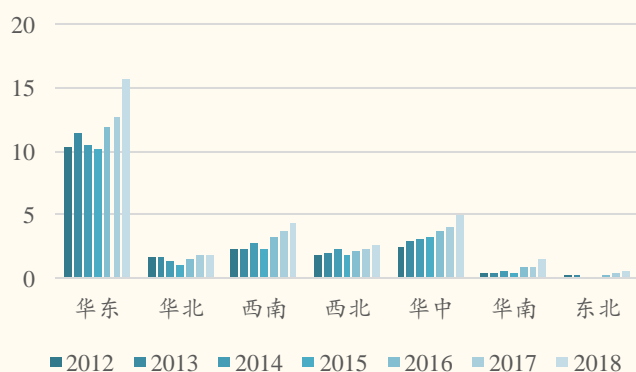
来源：WIND，国金证券研究所

- **好料系列快速扩张，经典系列仍有渠道下沉机会：**公司两大固体冲泡奶茶系列，经典系列定价 3-3.5 元，面向消费水平较低地区，好料系列定价 5.0-5.5 元，面向一二线消费人群，综合两大系列产品属性和目标人群，产品覆盖范围和成长空间较大。好料系列仍处市场扩张期，有望继续受益于覆盖范围扩宽、消费群体增加带来的增长；经典系列市场已经相对成熟，但随着公司不断推进渠道精细化和下沉，仍有未开发的空白市场待挖掘。

### 3.2 “三专”政策重整经销渠道，精耕细作挖掘更多渠道价值

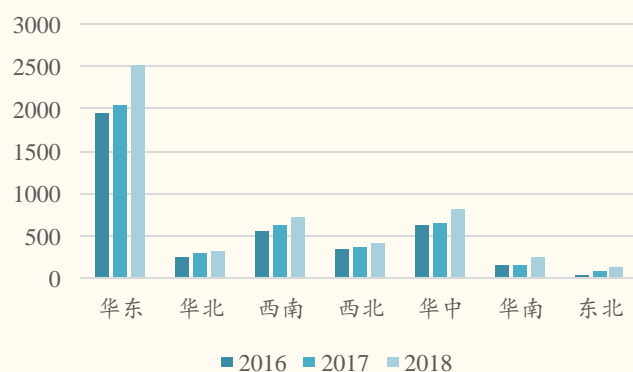
- **华东为主销售区，着力推进销售全国化：**公司自浙江湖州起家，以浙江为中心大力布局整个华东区域，华东区域 2018 年收入 15.6 亿，占比 48%，是公司收入的核心和大本营区域。公司在稳定大本营销售的基础上，借助品牌宣传和渠道推广开展全国化布局，华中和西南区域的收入占比在 10% 以上，奶茶与当地居民饮食习惯契合度较高且人口基数较大，华中区域占比稳定在 15% 左右，西南地区收入持续增加，状况良好。西北和华北地区固体冲泡奶茶市场成熟度低，居民饮食习惯在逐步养成，占公司收入比重在 5%-10% 之间。华南和东北地区公司进入的比较晚，收入占比较低，随着公司渠道建设不断深化，两大区域收入占比明显增加。整体来看，公司目前仍以华东区域销售为主，其他区域销售不断增加，核心区域销售占比降低的同时非核心区域收入金额和比重均在持续增长，全国化建设推进稳健，着力打破区域销售壁垒和天花板。

图表 30：公司分区域销售情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：公司分区域销售量（万箱）



来源：公司公告，国金证券研究所

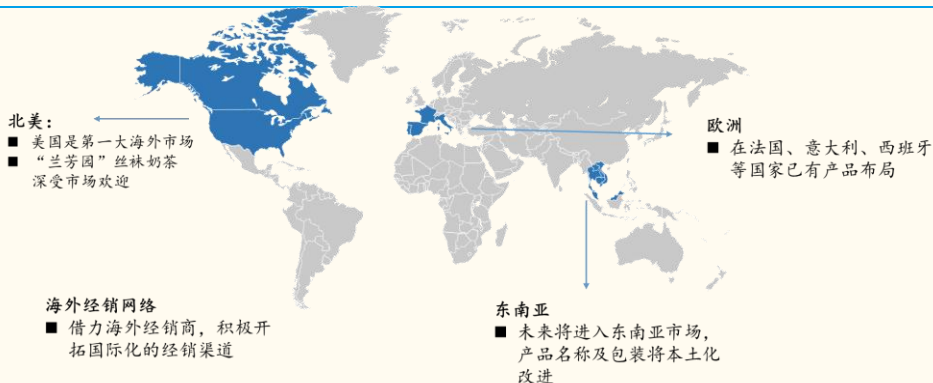
图表 32：各地区奶茶消费现状

销售区域	现状
华东地区	公司最早进入的市场区域，深耕多年，并进行精细化管理，为公司销售战略的大本营
西南地区	由于藏民普遍有喝奶茶的习惯，香飘飘奶茶较好地满足了当地居民的消费诉求，因此该区域销售占比较大
华中地区	因人口数量较多，奶茶消费群体众多，该区域销售占比也较高
华北区域	该区域香飘飘固体冲泡奶茶产品市场成熟度低，该区域的销售管理负责人采取渠道下沉管理模式，先发展多个小经销商打开华北市场，再对经销商进行优化，故上述区域经销商规模相对较小、数量较多，导致该区域经销商数量和销售收入不匹配

来源：公司公告，国金证券研究所

- **重点开拓电商销售，新增自营和国外销售渠道：**电商是公司近几年重点建设的渠道，2018 年收入 7854 万元，折合共销售 93 万箱，收入增长翻番，固体冲泡奶茶与电商渠道契合度高，公司将成立新零售事业部，搭建线上分销体系，与多家大型电商平台建立战略合作伙伴关系，并引进人才，实施更符合电商渠道的管理模式。2018 年公司尝试了自营国内销售和自营出口，特别是通过出口拓展境外市场，目前已经开拓进入了美国、加拿大、法国、意大利、澳大利亚和新加坡等 10 多个国家和地区，并且公司正在尝试通过借力海外经销商，积极开拓国际化的分销渠道，2018 年海外录得 678 万收入，销售局面已经打开，为后续境外市场开拓打下基础。

图表 33：公司搭建海外销售网络



来源：公司官网，国金证券研究所

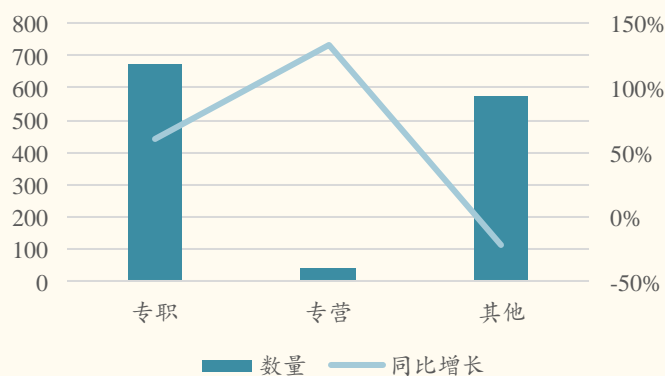
- **经销体系变革，实现恢复性增长：**公司固体冲泡奶茶市场经历了快速扩张期后，在 20-30 亿规模徘徊了较长时间，一方面行业需求端收缩，外部竞



争激烈，行业规模在 40 亿左右增长乏力，另一方面也是因为公司自身营销体系较为粗放，产品淡季明显经销商动力不足，渠道扩张效果不明显所致。为了解决渠道和经销商面临的问题，公司做了诸多变革，这也使得固体产品，特别是经典系列重回两位数增长。

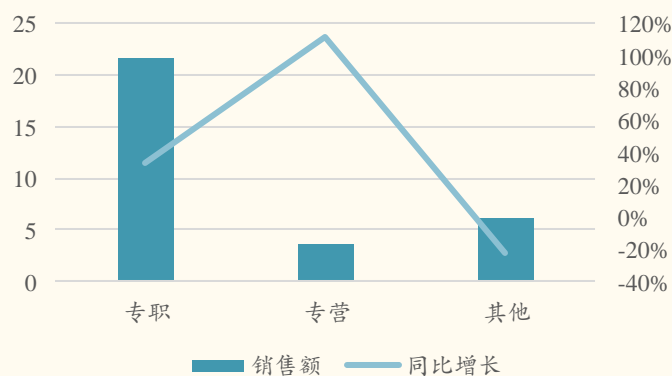
- **调整经销商体系，推行“三专化”、“一体化”：**公司原有经销模式采用较为常见的大流通模式，经销商与厂商利益绑定不强，经销商管理难度大。为了进一步拉近经销商关系，实现与经销商共赢，公司通过三专化吸引更多核心经销商，一体化与经销商共成长。
- **专营、专职、专项奖励，经销粘性增强：**公司通过专营（经销商只能经营香飘飘产品）、专职（经销商组建专职团队，负责销售香飘飘产品）、专项激励（在相对薄弱环节采取专项激励措施）三层经销商体系增强经销商粘性，提升经销商销售积极性。截止 2018 年末，公司拥有专职经销商 673 个，专营经销商 42 个，占据总经销商的 55%，专职专营经销商销售额合计占总额的 80%，业绩增长明显高于其他经销商，也进一步提升了经销商代理销售香飘飘产品的积极性。

图表 34：专职主营经销商数量快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

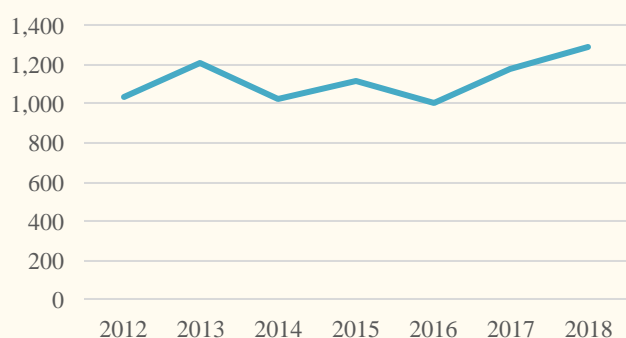
图表 35：专职专营经销商销售额快速增长（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

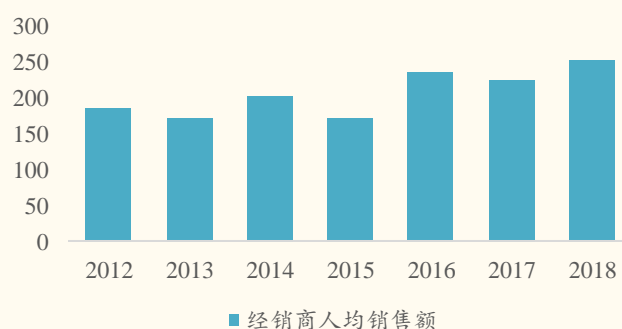
- **一体化，与经销商深度绑定：**公司在新一轮经销商体系建设的过程中秉持一体化原则，与经销商深度绑定，形成利益共同体，销售团队与经销商密切合作，加强经销商销售体系建设并协助经销商布局当地市场，开拓终端渠道。公司经销商数量也增加到 1287 个，经销商人均销售额提升至 250 万元，经销体系改革初见成效。

图表 36：公司经销商数量达到 1287 个



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：公司经销商人均销售额达到 250 万元



来源：公司公告，国金证券研究所

- **挖掘更多渠道深耕和下沉机会：**为了发挥各销售市场更大的价值，一二线城市成为公司高端产品（8 元以上）的主战场，主要做品牌势能，顺应城市化进程带来的发展机遇；三四线城市做渠道精耕，重视县级市场。公司看好县级市场，将销售区域细分，做精细化管理，持续挖掘渠道价值，继续下沉。



### 3.3 品牌重新定位，提升品牌价值

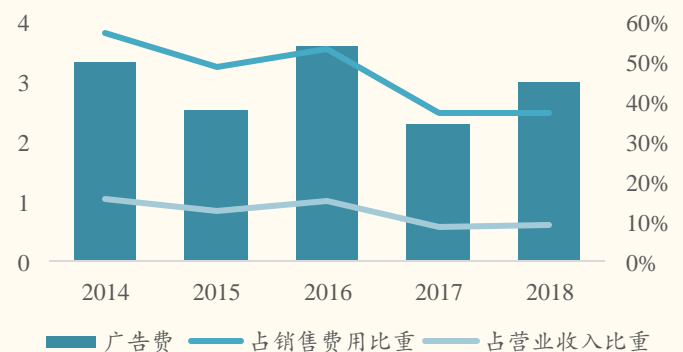
- **固体冲泡奶茶市占率不断提升，公司是绝对领导者：**整个固体冲泡奶茶市场规模在 40 亿左右，市场的主要参与者是香飘飘、优乐美和香约，三个品牌的企业方在市场推广策略上选择不同，优乐美减少营销投放和资源倾斜市场推进较慢，香约奶茶因低价策略使得其错失核心消费群体，香飘飘不断进行产品创新和营销发力，市占率持续提升。根据尼尔森数据，香飘飘在固体冲泡奶茶市占率从 2012 年的 50% 增加到 2018 年的 63.1%，连续 7 年市场份额保持第一，公司在固体冲泡奶茶市场的领导地位不断巩固，是绝对的行业领导者。
- **“小饿小困，就喝香飘飘”重新定位：**公司经过多年的品牌输入和消费者教育，已经在消费者心中将香飘飘品牌与奶茶形成极强的关联度，品牌壁垒较高。公司品牌建设的过程中，也在不断通过定位更新贴近消费者，具化应用场景。16 年开始，公司使用“小饿小困，喝点香飘飘”（后来改为就喝香飘飘），具化应用场景，将香飘飘与代餐补给、零食充饥结合起来，挖掘更多市场机会，增加消费者记忆点，增强品牌价值。
- **持续广告投放增强品牌力，加大地推费用促进销售：**作为领先的消费品企业，公司坚持在品牌营销端投入，每年投入超过 2 亿元用于硬广、冠名、媒体广告推广、植入、明星代言、楼宇和数字营销等品牌推广，2018 年投入 2.99 亿，投放力度不减。公司进行渠道改革、经销商管理变革之后加大了地面促销费的投放，2018 年市场推广费用 9812 万，投放近 1 亿元促进渠道下沉和产品销售。

图表 38：品牌重新定位



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 39：公司每年广告投放超 2 亿



来源：WIND，国金证券研究所

### 3.4 液体奶茶瞄准消费升级，长线布局等待市场空间释放

- **从固体冲泡奶茶入局液体即饮奶茶，拓宽产品维度：**公司 2017 年推出液体奶茶产品，成功从固体冲泡奶茶延伸至液体即饮奶茶，丰富产品品类和形态，两款产品分别为“MECO”牛乳茶和兰芳园丝袜奶茶。“MECO”牛乳茶主打纯奶+纯茶，定价 8-10 元，相较于市面上的液体奶茶处于中高端定位；兰芳园奶茶是公司购买了港式奶茶老牌餐厅兰芳园的品牌独家使用权生产的高端液体奶茶产品。

图表 40: MECO 牛乳茶



来源: 公司官网, 国金证券研究所

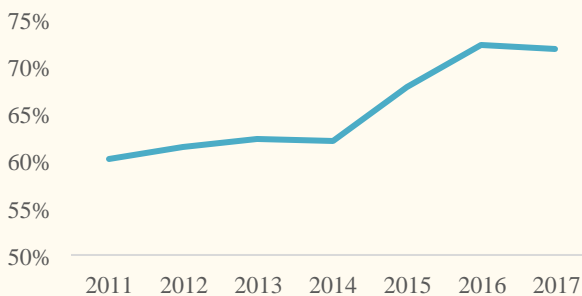
图表 41: 兰芳园奶茶



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **瞄准 8-12 元价格空档, 提前布局消费升级:** 液体奶茶市场经过激烈的发展竞争, 行业格局基本稳定, 统一、康师傅、麒麟等是目前行业主要的参与者, 整个市场结构相对稳定, 特别是统一凭借其产品口味和渠道布局, 在奶茶市场占有率达到 71.8%。目前奶茶行业的主流价格带仍集中在 4-6 元, 高端市场认知比较高的仅有阿萨姆小奶茶等个别产品, 并且随着近几年线下奶茶店的爆发, 消费者的奶茶消费习惯再次被印证。公司的产品避开竞争较为激烈的主流价格带, 瞄准 8-12 元的中高端价格空档, 主打“真茶”、“真奶”, 提升产品品质。我们看好两款液体奶茶现阶段稳步放量, 逐步在消费者对产品品质和消费力提升过程中凸显竞争力, 持续受益。

图表 42: 统一奶茶市占率达到 71.8%



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 43: 两款液体奶茶瞄准高端市场

品牌	产品	价格	容量/ml
香飘飘	兰芳园	10	280
香飘飘	牛乳茶	8.0	300
统一	阿萨姆奶茶	4.0	500
统一	统一奶茶	2.0	250
康师傅	炼乳奶茶	4.5	500
麒麟	午后奶茶	4.0	500
哇哈哈	呦呦奶茶	4.0	500

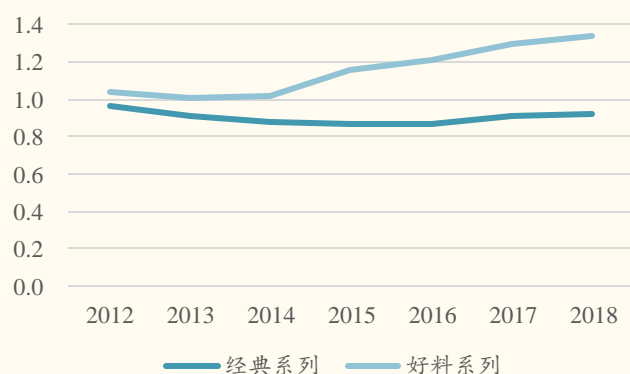
来源: 公安资料, 国金证券研究所

## 四、财务分析

### 4.1 开启新一轮增长, 费用端短期承压长期可改善

- **行业提价+产品升级, 原材料价格持续走高:** 公司产品成本中原材料成本占比超过 85%, 人工和制造费用占比较低且相对稳定, 所以原材料价格变动对公司成本影响较为明显。2012-2014 年植脂末、纸杯、白糖等原材料价格波动不大, 且公司产品供应相对稳定, 成本端变化不大。2015 年开始, 一方面公司对原材料中红豆等多次进行升级, 使用了价格更高的印度红茶茶粉, 并在好料系列中新增炼乳、果酱等原材料, 另一方面从 16 年开始原材料中瓦楞纸、白糖等价格持续走高, 使得公司平均材料成本上涨, 其中好料系列 18 年相较于 12 年平均材料成本上涨 30%还多, 每杯上涨 0.33 元。18 年原材料价格持续上涨, 以 2018 年一季度为例, 纸杯、胶印纸箱、炼乳包等原材料价格上涨都在 10%以上。我们认为公司 19 年原材料价格上涨对成本的压制将有所缓解, 18 年下半年开始瓦楞纸、白糖等价格回落, 前期影响原材料价格的环保、供给等问题正逐步解决。

图表 44：固体产品平均原材料成本（元/杯）



来源：公司公告，国金证券研究所

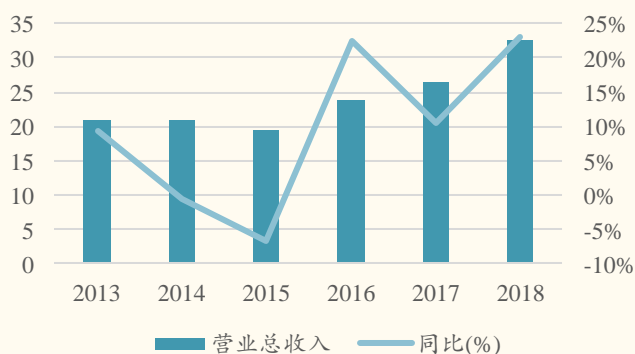
图表 45：2018 年原材料价格上涨明显

材料名称	单位	2018 年一 季度平均单 价	2017 年一季 度平均单价	价格变 动
纸杯	元/个	0.19	0.16	18.75%
白砂糖	元/公 斤	5.52	5.3	4.15%
胶印纸箱	元/个	2.64	2.2	20.00%
炼乳包	元/包	0.19	0.17	11.76%
家庭装内 盒	元/个	2.76	2.44	13.11%
底托	元/个	0.26	0.21	23.81%

来源：公司公告，国金证券研究所

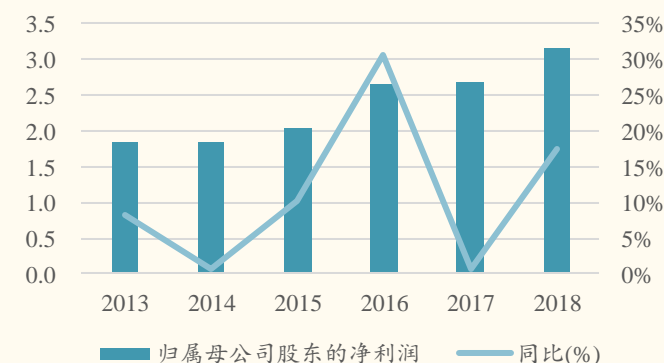
- **收入迈入 30 亿，成长潜力十足：**公司收入端在 13-16 年的调整期波动较大，特别是 14 和 15 年受行业增速放缓、产品升级不顺等影响收入端出现下滑，16 年随着公司战略调整后重回稳定增长通道，17 年开启新一轮成长周期后收入增长明显，18 年全年收入 32.51 亿，同比增长 23.1%，公司跨越 20 亿收入门槛，迈入 30 亿的增长新阶段。归母净利润来看，16 年之前受收入波动利润增长也相对疲软，16 年收入和利润同向高增长，17 年由于原材料涨价而出厂价未涨使得公司成本端承压，利润仅微增，18 年新品开始放量，费用端边际改善，公司实现归母净利润 3.15 亿，同比增长 17.5%。17 年开始伴随着一系列内部改革和产品升级，公司进入新一轮的成长周期。

图表 46：公司收入突破 30 亿（亿元）



来源：WIND，国金证券研究所

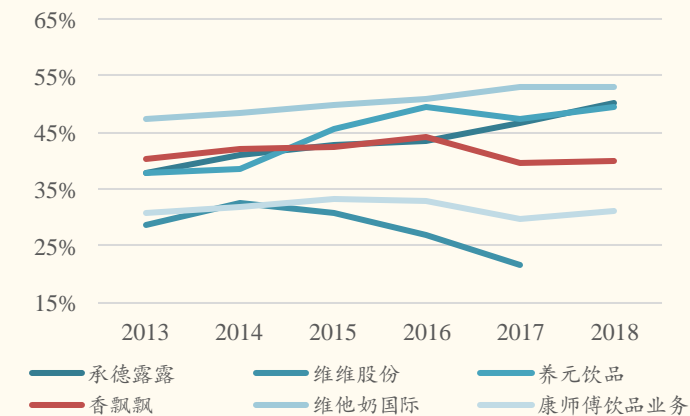
图表 47：公司利润超过 3 亿（亿元）



来源：WIND，国金证券研究所

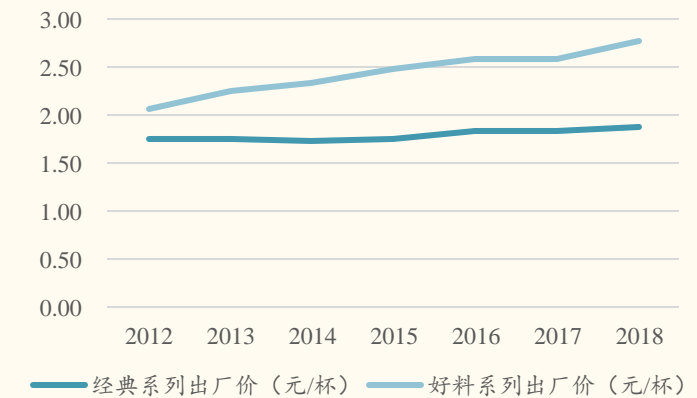
- **产品结构升级，毛利率承压：**在只销售固体冲泡奶茶的 13-16 年，公司毛利率从 40.5%提升至 44.3%，主要是毛利率较高的好料系列收入占比不断提升拉动，提价（13-16 年间经典系列和好料系列出厂价分别提升 5%和 15%）也是促使毛利率提升的另一个重要因素。近两年公司即饮系列收入占比逐渐提升，而即饮系列由于规模较小，制造和人工端均摊成本较高，毛利率较低，公司整体毛利率承压。

图表 48：公司毛利率承压



来源：WIND，国金证券研究所

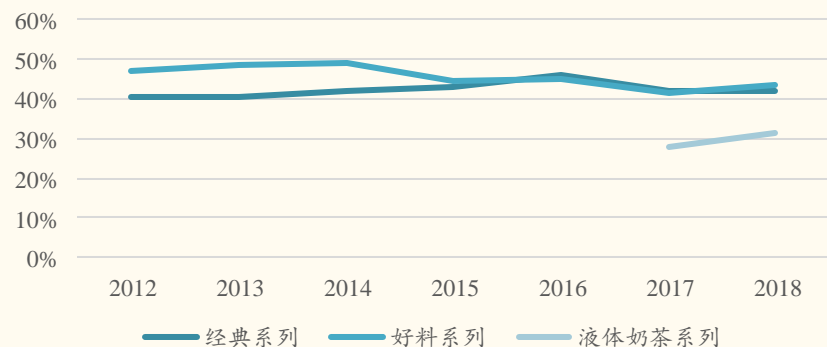
图表 49：公司两大系列出厂价逐步提升



来源：WIND，国金证券研究所

- **即饮产品毛利率提升空间较大：**公司 2018 年液体奶茶和果汁茶毛利率分别为 31.53% 和 23.37%，相较于原有固体产品（经典系列：42.2%、好料系列 43.5%）和类似品类产品（承德露露：50.2%、养元饮品：49.4%）毛利率仍有较大提升空间。我们认为即饮产品毛利率的提升主要来自：1）随着市场份额的提升，市占率提升，收入规模扩大，如统一奶茶 15 年调整品牌定位后收入快速增长，15/16 两年公司的奶茶产品毛利率提升；2）规模效应降低制造费用和人工费用的平均摊销，进而提升毛利率；3）生产规模扩大提升公司对上游原材料的议价能力，尽可能降低原材料波动对成本的压制。公司液体奶茶毛利率 18 年相较于 17 年提升 3.4 个百分点，规模效应提升毛利率初见成效。

图表 50：即饮系列毛利率较低



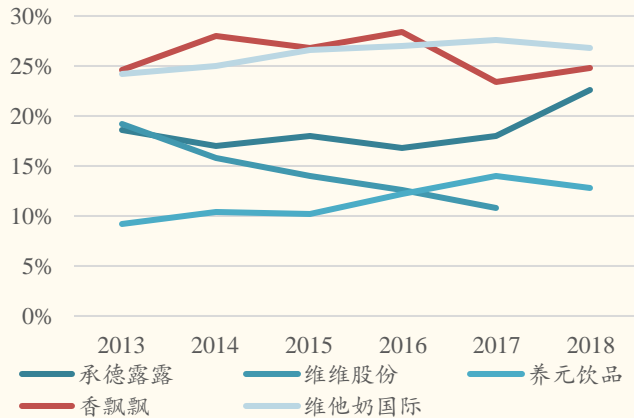
来源：WIND，国金证券研究所

- **销售费用率 24.6%，短期稳定长期仍存下降空间：**相较于同行业其他公司，公司销售费用率处于相对较高的位置，高同行业公司 5-10 个百分点。公司销售费用率较高主要是因为 1）每年广告投放费用超过 2 亿，广告费用率高行业内其他公司 2 个百分点以上，确保香飘飘品牌曝光度和知名度；2）销售人员 1432 人远高其他公司（承德露露 560 人，养元饮品 653 人），销售人员薪酬支出超过 2 亿，主要是公司采用深度分销的销售策略，需要人员支持。我们认为公司销售费用短期稳定，长期仍存在下降空间，现阶段正是公司即饮产品放量，固体产品恢复性增长的关键时期，公司需要足够的品牌曝光度来支持规模扩张；从长期来看，随着收入规模的扩张和品牌力的不断增强，广告投放的相对比例将有望下移，并且公司销售人员人均创收和人均创利远低于行业内其他公司，未来随着公司重整销售队伍，业务人员人均销售额将不断增加，2018 年销售人员人均销售额 225.1 万元，同比增长 21.3%，预计到 2020 年，销售人员人均创收（不考虑人员变动）将达到 339 亿，相较于 2018 年增加 100 万以上。



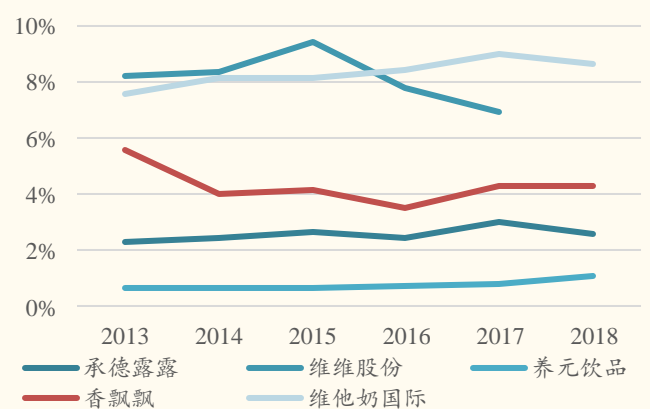
- **管理费用率受股权激励摊销影响**：公司管理费用率处于行业中位，其中管理人员薪酬和折旧摊销占比较大。公司 2018 年实施了股权激励，股权激励产生的费用将在 18-22 年逐年摊销，其中 19 和 20 年摊销的金额分别超过七千万和四千万，管理费用率也会受到一定的影响。

图表 51：公司销售费用率处于行业高位



来源：WIND，国金证券研究所

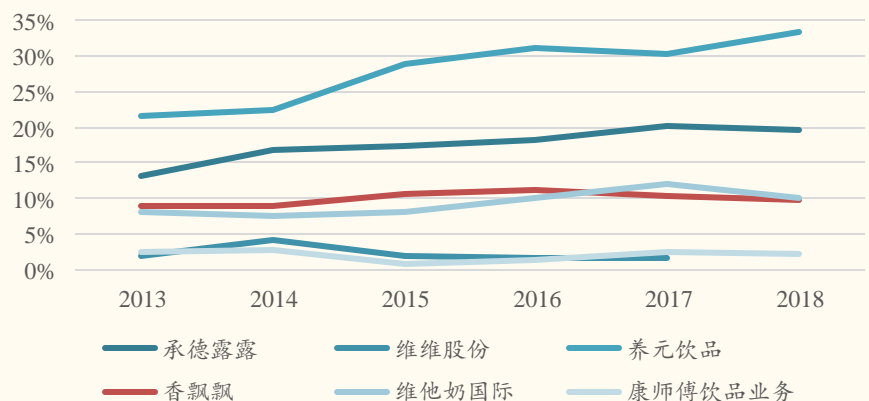
图表 52：公司管理费用率较高



来源：WIND，国金证券研究所

- **净利率与毛利率同向变化，相较于同行仍有提升空间**：公司净利率与毛利率变化基本同步，16 年时达到最高的 10.2%，2018 年受毛利率下滑影响净利率降至 9.8%。相较于同行，养元饮品受原材料价格下行，费用控制得当等因素影响，净利率高达 33.2%，承德露露净利率也达到 19.7%，比公司高 10 个百分点。公司净利率低于同行一方面是在原材料成本端支出较高，另一方面在费用端仍有下降空间；成本端由于公司主要为固体产品，与同行企业相比原材料相差较大所以直接提升可能性不大，但公司即饮板块已逐渐成型，同行业两家即饮企业的高毛利率也让我们有理由相信公司即饮产品毛利率提升空间较大；费用端较高主要是公司采用相对激进的销售模式所致，仍有边际改善的空间。

图表 53：公司净利率相对较低

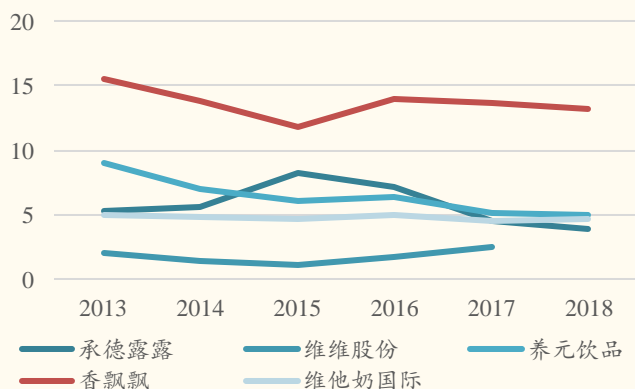


来源：WIND、国金证券研究所

- **资产周转效率行业领先**：从资产管理能力来看，公司 2018 年存货周转率 13.19 次，总资产周转率 1.06 次，处于行业较高位置，资产管理效率行业领先。公司存货周转率在 18 年略有下滑，主要因为新增即饮产品后生产所需的原材料和在产品储备增多，使得存货总额略有上升。公司总资产周转率在 13-17 年下降明显，伴随着经营造血能力不断提升，资产总额翻番。

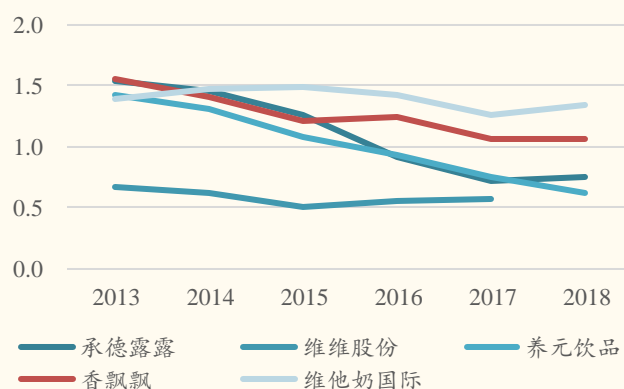


图表 54：公司存货周转率行业领先



来源：WIND，国金证券研究所

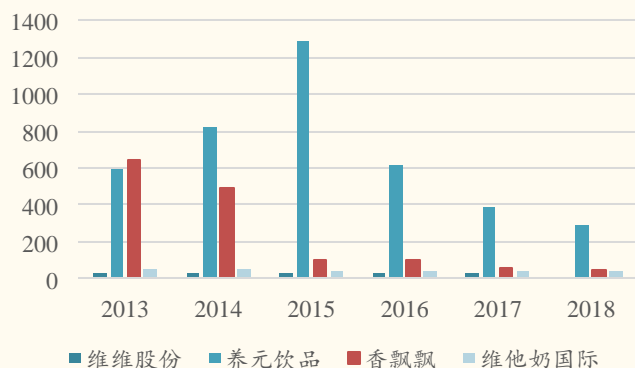
图表 55：公司总资产周转率行业领先



来源：WIND，国金证券研究所

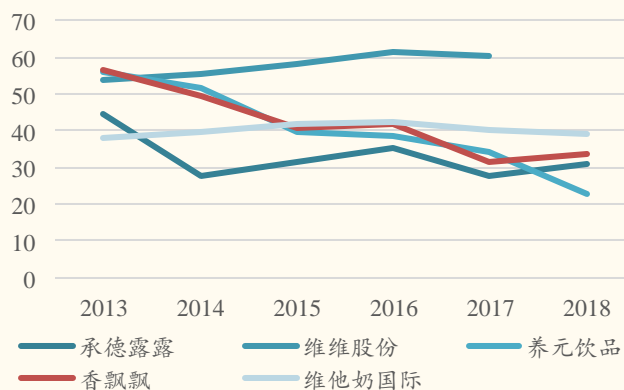
- **增加经销商临时额度应收账款周转次数下降：**公司应收账款周转次数从 15 年开始出现明显下调，主要是公司从 14 年开始为了支持经销商业务发展，缓解经销商资金周转压力，在销售旺季对合作时间较长、信誉较好的客户给予一定的临时信用额度，四季度正处公司销售旺季，使得公司应收账款金额增加，周转率下降。虽然近几年应收账款金额有增加，但大多是一年以内的应收账款，总金额不超过 1 亿，资金压力小，反而能增加经销商的粘性和信心，促进业务销售。
- **总资产增加，改善资产结构：**公司 2018 年资产负债率 33.67%，与行业内其他公司相差不大。公司资产负债率 13-17 年间下降 25 个百分点，主因总资产的提升，总负债在 8-10 亿间波动，变化不大，两者结合使得资产结构不断优化。

图表 56：公司应收账款周转率较低



来源：WIND，国金证券研究所

图表 57：公司资产负债率企稳 (%)



来源：WIND，国金证券研究所

#### 4.2 盈利预测：果汁茶加速放量，固体产品恢复性增长

结合上文分析，我们认为公司即饮和固体产品未来 2-3 年均有成长空间，具体分析来看：

- (1) **果汁茶快速放量，成长可期：**果汁茶 18 年上市仅 6 个月销售额便突破 2 亿，市场反响较好。进入 19 年后，终端反映动销加快，经销商拿货积极，结合市场情况和对大单品成长路径分析，我们认为公司果汁茶产品有望成为茶饮料领域下一个大单品，预计 19-21 年销售额分别有望达到 5.6 亿/9.8 亿/14.7 亿，增速分别为 180%、75%和 50%，成为公司业绩增长的重要支撑点。
- (2) **固体产品恢复性增长，稳健增长：**公司通过一系列有效的管理和渠道改革，重新梳理固体冲泡奶茶产品价值，我们认为公司固体产品未来将受益于产品结构升级、渠道改革等继续维持稳健增长，为公司贡献收入和

现金流。预计 19-21 年经典系列收入端维持+11.6%、+9.5%和+6.6%的增长，好料系列维持+20.4%、+17.3%和+14.2%的增长。

- (3) **液体奶茶维持稳定，静待消费升级：**公司液体奶茶定位中高端，与主流即饮奶茶产品形成差异化，未来随着消费升级进程加快将释放更大势能。
- (4) **毛利率短期承压，长期改善：**短期内公司毛利率受即饮产品毛利率压制预计将略有下滑，长期随着即饮产品规模提升，毛利率将持续改善。

图表 58：公司盈利预测

		2017 年	2018 年	2019E	2020E	2012E
经典系列	收入	156357.3	177199.6	197806.5	216633.6	230879.4
	YOY	5.0%	13.3%	11.6%	9.5%	6.6%
	销量	2840.3	3156.3	3501.0	3761.0	3967.0
	YOY	-6.0%	11.1%	10.9%	7.4%	5.5%
	出厂价	55.0	56.1	56.5	57.6	58.2
	YOY	0.3%	2.0%	0.6%	1.9%	1.0%
	成本	90620.1	102463.8	114222.8	124668.8	132549.3
	YOY	0.8%	13.1%	11.5%	9.1%	6.3%
	成本价	31.9	32.5	32.6	33.1	33.4
	YOY	7.3%	1.8%	0.5%	1.6%	0.80%
	毛利率	42.0%	42.2%	42.3%	42.5%	42.6%
好料系列	收入	82938.0	103233.1	124251.4	145746.9	166501.2
	YOY	19.4%	24.5%	20.4%	17.3%	14.2%
	销量	1070.0	1239.1	1462.1	1681.4	1883.2
	YOY	19.5%	15.8%	18.0%	15.0%	12%
	出厂价	77.5	83.3	85.0	86.7	88.4
	YOY	-0.1%	7.5%	2.0%	2.0%	2.0%
	成本	48597.0	58379.5	70055.4	80844.0	91353.7
	YOY	27.2%	20.1%	20.0%	15.4%	13%
	成本价	45.4	47.1	47.9	48.1	48.5
	YOY	6.5%	3.7%	1.7%	0.3%	0.9%
	毛利率	41.4%	43.4%	43.6%	44.5%	45.1%
液体奶茶	收入	21724.2	21843.0	22279.8	23393.8	25031.4
	YOY		0.5%	2%	5%	7%
	销量	351.2	346.4	349.9	356.9	371.1
	YOY		-1.4%	1.0%	2.0%	4%
	出厂价	61.9	63.1	63.7	65.6	67.4
	YOY		1.9%	1.0%	2.0%	4.0%
	成本	15626.8	14955.0	15104.6	15557.7	16335.6
	YOY		-4.3%	1.0%	3.0%	5%
	成本价	44.5	43.2	43.2	43.6	44.0
	YOY		-3.0%	-2.0%	-0.3%	0.0%
	毛利率	28.1%	31.5%	32.2%	33.5%	34.7%
果汁茶	收入		20071.0	56198.7	98347.7	147521.6
	YOY			180%	75%	50%
	销量		541.6	1478.5	2542.9	3763.6
	YOY			173.0%	72.0%	48%
	出厂价		37.1	38.0	38.7	39.2
	YOY			3%	2%	1%
	成本		15380.6	42450.4	70467.6	100064.0
	YOY			176%	66%	42%
	成本价		28.4	28.7	27.7	26.6

	YOY		1%	-3%	-4%
	毛利率	23.4%	24.5%	28.3%	32.2%
	收入总和	264038.4	325109.0	403536.4	572933.6
	同比	10.5%	23.1%	24.1%	20.7%
总价	成本总和	157892.9	193678.9	244333.2	294038.1
	毛利率	40.2%	40.4%	39.5%	39.6%
					40.2%

来源：WIND，国金证券研究所

## 五、投资建议

受益于果汁茶爆发和固体冲泡奶茶稳定增长，考虑股权激励摊销费用，我们预计公司 19-21 年的收入分别为 40.4 亿/48.7 亿/57.3 亿，同比增长 24.1%/20.7%/17.6%；归母净利润分别为 3.6 亿/4.6 亿/5.7 亿，同比增长 13.3%/28.3%/26.1%；EPS 分别为 0.9 元/1.1 元/1.4 元；对应 PE 为 35.9X/28.0X/22.2X；首次覆盖给予“买入”评级

## 六、风险提示

- **果汁茶销售不达预期：**果汁茶仍在推广的初期阶段，后续销售规模的扩张需要持续的跟踪和监测。
- **固体冲泡奶茶销售下滑风险：**固体冲泡奶茶行业整体增速放缓，虽然公司通过渠道改革挖掘更多市场空间，但行业需求不足仍是公司未来增长的重要风险点。
- **原材料价格上涨的风险：**公司产品生产过程中原材料占比较高，原材料价格波动是影响公司成本端的重要因素，原材料价格上涨也是影响公司盈利能力的风险点。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,390</b>	<b>2,640</b>	<b>3,251</b>	<b>4,035</b>	<b>4,871</b>	<b>5,729</b>
增长率		10.5%	23.1%	24.1%	20.7%	17.6%
主营业务成本	-1,317	-1,579	-1,938	-2,443	-2,940	-3,428
%销售收入	55.1%	59.8%	59.6%	60.5%	60.4%	59.8%
毛利	1,072	1,061	1,313	1,592	1,931	2,301
%销售收入	44.9%	40.2%	40.4%	39.5%	39.6%	40.2%
营业税金及附加	-23	-20	-27	-34	-41	-48
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-676	-617	-800	-960	-1,154	-1,358
%销售收入	28.3%	23.4%	24.6%	23.8%	23.7%	23.7%
管理费用	-85	-114	-139	-224	-227	-243
%销售收入	3.5%	4.3%	4.3%	5.6%	4.7%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	289	310	347	374	509	652
%销售收入	12.1%	11.7%	10.7%	9.3%	10.5%	11.4%
财务费用	13	8	10	17	10	16
%销售收入	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-1	-7	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	3	13	10	10	10
%税前利润	0.4%	1.0%	3.3%	2.2%	1.7%	1.4%
营业利润	303	317	402	431	559	708
营业利润率	12.7%	12.0%	12.4%	10.7%	11.5%	12.4%
营业外收支	24	28	0	20	20	20
税前利润	327	345	402	451	579	728
利润率	13.7%	13.1%	12.4%	11.2%	11.9%	12.7%
所得税	-61	-78	-88	-95	-122	-153
所得税率	18.7%	22.5%	21.8%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	266	268	315	356	457	575
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>266</b>	<b>268</b>	<b>315</b>	<b>356</b>	<b>457</b>	<b>575</b>
净利率	11.1%	10.1%	9.7%	8.8%	9.4%	10.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	266	268	315	356	457	575
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	35	60	67	81	101	113
非经营收益	10	-1	-12	-63	-43	-38
营运资金变动	54	-221	244	-178	18	152
<b>经营活动现金净流</b>	<b>366</b>	<b>105</b>	<b>613</b>	<b>196</b>	<b>534</b>	<b>803</b>
资本开支	-264	-345	-484	-606	-312	-197
投资	5	-89	-282	-100	0	0
其他	3	26	2	10	10	10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-256</b>	<b>-407</b>	<b>-764</b>	<b>-696</b>	<b>-302</b>	<b>-187</b>
股权募资	0	530	152	152	0	0
债权募资	60	50	-110	37	66	-85
其他	-7	-105	-56	-128	-133	-133
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>53</b>	<b>475</b>	<b>-14</b>	<b>60</b>	<b>-67</b>	<b>-217</b>
<b>现金净流量</b>	<b>162</b>	<b>173</b>	<b>-165</b>	<b>-440</b>	<b>165</b>	<b>398</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,196	1,327	1,183	743	908	1,306
应收账款	43	109	48	104	125	147
存货	91	141	153	181	218	254
其他流动资产	96	233	566	722	747	771
流动资产	1,427	1,810	1,949	1,749	1,997	2,478
%总资产	65.8%	64.5%	58.4%	47.0%	47.4%	51.4%
长期投资	41	38	37	37	37	37
固定资产	521	660	1,107	1,528	1,730	1,790
%总资产	24.0%	23.5%	33.1%	41.1%	41.0%	37.2%
无形资产	146	187	200	210	219	238
非流动资产	742	998	1,391	1,970	2,221	2,339
%总资产	34.2%	35.5%	41.6%	53.0%	52.6%	48.6%
<b>资产总计</b>	<b>2,169</b>	<b>2,808</b>	<b>3,340</b>	<b>3,719</b>	<b>4,218</b>	<b>4,817</b>
短期借款	0	0	0	59	105	0
应付款项	703	541	806	792	832	999
其他流动负债	133	198	275	251	312	380
流动负债	836	739	1,081	1,101	1,249	1,379
长期贷款	60	110	0	20	40	60
其他长期负债	9	31	44	0	0	0
<b>负债</b>	<b>905</b>	<b>880</b>	<b>1,125</b>	<b>1,121</b>	<b>1,289</b>	<b>1,439</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,264</b>	<b>1,928</b>	<b>2,215</b>	<b>2,598</b>	<b>2,929</b>	<b>3,378</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,169</b>	<b>2,808</b>	<b>3,340</b>	<b>3,719</b>	<b>4,218</b>	<b>4,817</b>

**比率分析**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.739	0.669	0.750	0.850	1.090	1.371
每股净资产	3.511	4.819	5.282	6.194	6.984	8.056
每股经营现金净流	1.016	0.264	1.462	0.468	1.274	1.914
每股股利	0.000	0.100	0.250	0.300	0.300	0.300
<b>回报率</b>						
净资产收益率	21.05%	13.89%	14.21%	13.72%	15.61%	17.02%
总资产收益率	12.27%	9.54%	9.42%	9.58%	10.84%	11.94%
投入资本收益率	17.76%	11.79%	12.23%	11.04%	13.08%	14.98%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	22.44%	10.49%	23.13%	24.12%	20.71%	17.62%
EBIT增长率	32.02%	7.09%	11.95%	7.84%	36.16%	28.08%
净利润增长率	30.48%	0.63%	17.53%	13.26%	28.27%	25.80%
总资产增长率	29.32%	29.48%	18.94%	11.37%	13.41%	14.22%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	3.7	6.3	7.0	7.0	7.0	7.0
存货周转天数	26.0	26.8	27.7	27.0	27.0	27.0
应付账款周转天数	91.0	81.7	69.4	65.0	61.0	56.0
固定资产周转天数	47.1	84.3	93.0	95.0	86.3	72.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-89.92%	-63.15%	-53.39%	-25.57%	-26.05%	-36.89%
EBIT利息保障倍数	-21.9	-40.7	-34.3	-21.6	-52.8	-40.7
资产负债率	41.72%	31.35%	33.67%	30.15%	30.56%	29.87%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	13	15	15	25
增持	0	4	4	5	7
中性	1	3	3	4	4
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>2.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.45</b>	<b>1.54</b>	<b>1.42</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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