

香飘飘 (603711)

公司研究/深度报告

看好果汁茶放量带来业绩弹性

—香飘飘 (603711.SH) 深度报告

深度研究报告/食品饮料

2019 年 07 月 05 日

报告摘要:

● 果汁茶业务：四端齐发力，看好19年果汁茶放量带来业绩弹性

产品角度：Meco 果汁茶包装新颖、无添加及定价适中的属性完全符合茶饮料行业发展潮流。**产能角度：**受限产能桎梏，果汁茶一直处于供不应求的状态，随着广州、天津生产基地陆续进入投产状态，同时公司发行可转债扩建产能，果汁茶潜力有望完全被激发；**渠道角度：**果汁茶当前渠道覆盖率较低，在公司借助经销商的力量逐步实现终端扩张的基础上，果汁茶覆盖率提升空间广阔；**营销端：**线上线下相结合，精准聚焦年轻消费者。

● 冲泡业务：渠道下沉叠加产品升级，传统冲泡业务仍存发展空间

面对行业空间受限且格局已定的局面，公司采取双管齐下的差异化策略重塑传统冲泡产品：一方面，基于公司产品在弱势区域渠道覆盖力度仍有提升空间，公司对内强化对于销售人员的激励与考核，对外推进经销商“三专化”改革+推出即饮平滑季节性弊端同时提高盈利能力显著提升了经销商积极性，切实推进经典产品渠道下沉；另一方面，公司不断对好料系列进行口味创新及原料包装双升级，凭借着渠道优势，以期在竞争白热化的一二线城市分得一杯羹。

● 液体奶茶业务：推陈出新占位为先，重新激活渠道为最大贡献

针对 Meco 牛乳茶、兰芳园丝袜奶茶定价超前的问题，公司于 19 年 5 月推出定价更贴近主流价格带的 Meco 轻奶茶，在当前公司重点推广果汁茶业务的背景下，轻奶茶推出的主要目的是占位。尽管液体奶茶一度陷入停滞，不过其更大的意义在于平滑了之前公司产品结构季节性的弊端，重新激活了渠道。

● 投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入为 39.61 亿元/47.60 亿元/56.78 亿元，同比 +21.8%/20.2%/19.3%；实现归属上市公司净利润为 3.62 亿元/4.75 亿元/5.76 亿元，同比 +15.0%/31.3%/21.3%，折合 EPS 为 0.86 元/1.13 元/1.37 元，对应 PE 为 38X/29X/24X。19 年可比公司预期平均估值为 41.9 倍，高于公司 19 年预期估值 38.1 倍，考虑到在冲泡业务稳健增长的前提下果汁茶快速放量将带来业绩弹性，预计未来公司业绩增速将快于可比公司平均水平，因此估值具备进一步上升的潜力。综上，维持“推荐”评级。

● 风险提示

产品季节性风险、果汁茶放量不及预期、食品安全风险等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,251	3,961	4,760	5,678
增长率 (%)	23.1%	21.8%	20.2%	19.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	315	362	475	576
增长率 (%)	17.5%	15.0%	31.3%	21.3%
每股收益 (元)	0.79	0.86	1.13	1.37
PE (现价)	41.6	38.1	29.0	23.9
PB	6.2	5.3	4.5	3.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

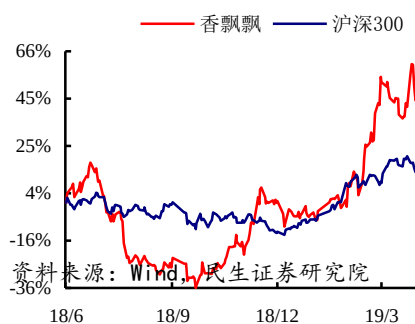
维持评级

当前价格： 32.87 元

交易数据 2019-7-4

近 12 个月最高/最低(元)	36.70/13.36
总股本 (百万股)	419
流通股本 (百万股)	46
流通股比例 (%)	11.04
总市值 (亿元)	138
流通市值 (亿元)	15

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind、民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

电话： 010-85127513

邮箱： yujie@mszq.com

研究助理：徐洋

执业证号： S0100118110006

电话： 021-60876710

邮箱： xuyang@mszq.com

相关研究

1. 香飘飘 (603711) 2019 年一季报点评-收入利润双丰收，公司成长性可期
2. 超额完成考核目标，股权激励保证长期发展

目录

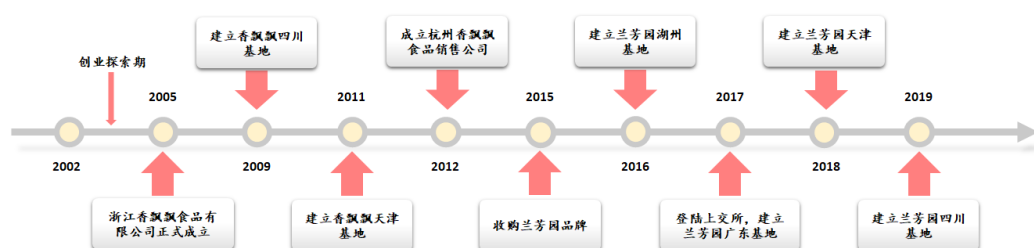
一、 求新求变，固体奶茶领军者重焕生机	3
(一) 固体奶茶龙头地位稳固，内生外延策略助产品矩阵日渐丰富	3
(二) 14/15 年公司陷入发展瓶颈，16 年起四端齐发力助公司业绩重回增长轨道	4
二、 果汁茶：顺势而为，看好果汁茶 19 年快速放量	6
(一) 茶饮料行业：消费结构由量向质迁移，大门依旧为爆品打开	6
1. 行业空间：零售额增长放缓，消费结构由量向质迁移	6
2. 竞争格局：CR2 过半但边际递减，大门依旧为爆品打开	9
3. 发展趋势：高端化、健康化、年轻化愈演愈烈	9
(二) 以史为镜，抓住年轻人市场的高端茶饮成绩斐然	11
(三) 顺势而为，三端齐发力助力 MECO 果汁茶取得营收开门红	12
1. 产品端：紧贴发展潮流	13
2. 渠道端：公司与经销商利益绑定的深化助推果汁茶放量	14
3. 营销端：精准聚焦年轻消费者	14
(四) 产能释放叠加渠道覆盖率提升，看好 19 年果汁茶持续放量	15
三、 固体奶茶：经典系列渠道下沉+好料系列产品升级，传统业务仍存发展空间	16
(一) 冲泡行业格局已定、空间受限，龙头香飘飘双管齐下以期突围	16
(二) 经典系列：渠道下沉仍有潜力，内外结合推进实施	17
1. 县级及以下市场仍未充分挖掘，渠道下沉潜力大	17
2. 内外结合推进经典系列渠道下沉	18
(1) 内：激励与考核兼施，销售人员潜力有望得到充分激发	18
(2) 外：“三专化”改革推进+即饮推出解决季节性难题并提高盈利能力，经销商积极性显著提升	18
(三) 好料系列：口味创新+原料包装双升级，看好好料系列突围	19
四、 液体奶茶：推陈出新占位为先，当前最大意义在于激活渠道	20
五、 盈利预测与投资建议	21
(一) 基本假设与收入拆分	21
(二) 估值比对	22
(三) 投资建议	23
六、 风险提示	23

一、求新求变，固体奶茶领军者重焕生机

(一) 固体奶茶龙头地位稳固，内生外延策略助产品矩阵日渐丰富

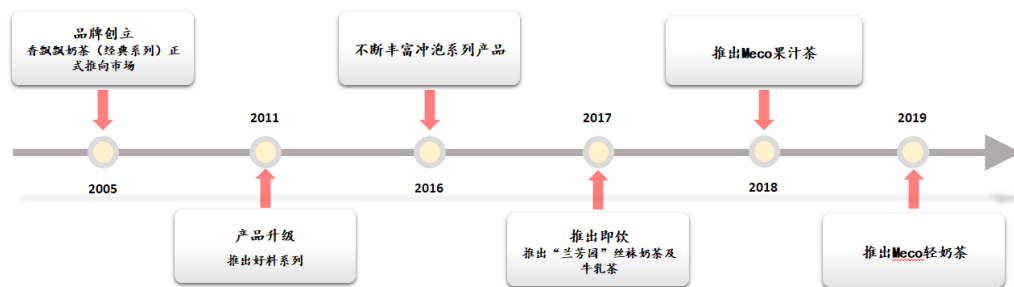
公司于 2005 年成立，2017 年登陆上交所。自成立以来，公司便致力于奶茶产品的研发、生产和销售，主要产品为“香飘飘”品牌杯装奶茶、“MECO 蜜谷”品牌果汁茶，以及“MECO 牛乳茶”和“兰芳园”液体奶茶。经过多年的发展，公司成功塑造了为广大消费者所熟知的“香飘飘”品牌，在冲泡奶茶细分行业，公司市占率达到 63.10%，是绝对龙头。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：公司产品历程



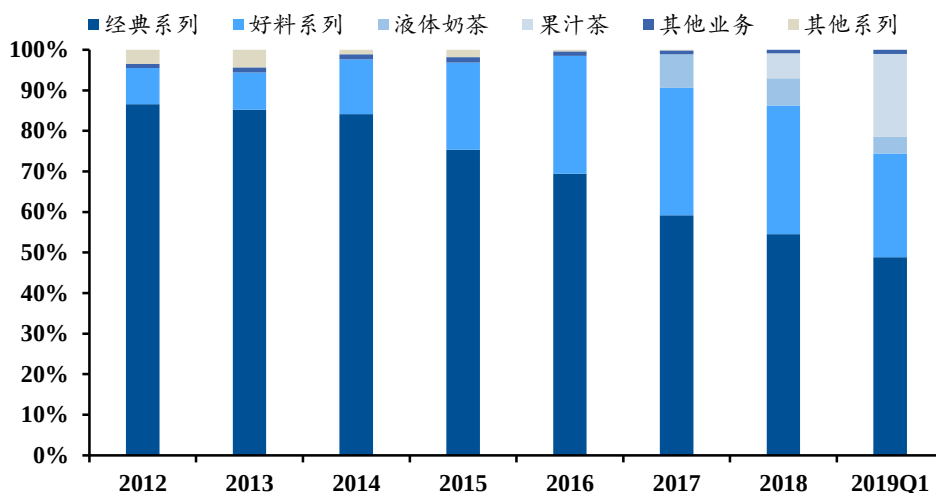
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 1：公司主要产品一览

品种	品类	口味
固体冲泡奶茶	经典系	原味、香芋、麦香、草莓、巧克力、咖啡 6 种口味
	好料系	红豆、蓝莓、芒果布丁、芝士燕麦、雪糯椰浆、焦糖仙草、芝士 Q 麦、抹茶青豆 8 种口味
	Meco 牛乳茶	
液体奶茶	兰芳园丝袜奶茶	
	兰芳园港式牛乳茶	
	港式鸳鸯	
果汁茶	Meco 果汁茶	金桔柠檬、桃桃红柚、泰式青柠
	Meco 轻奶茶	白桃乌龙、太妃奶红、抹茶拿铁

资料来源：公司公告，民生证券研究院

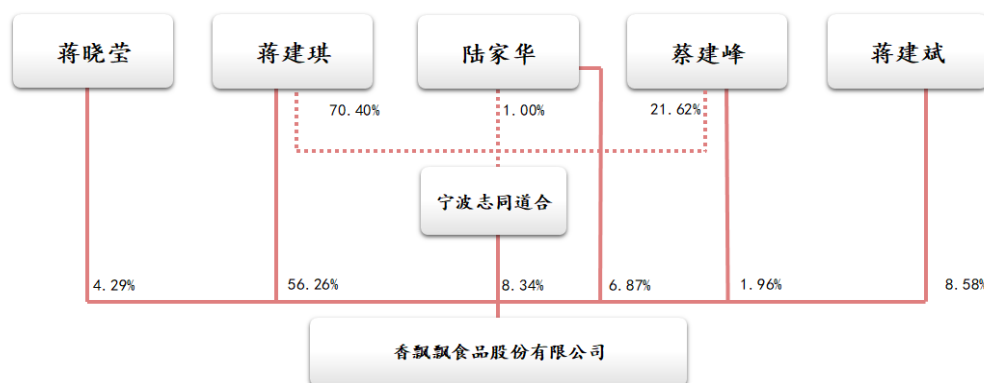
图 3：公司产品矩阵逐渐完善



资料来源：公司公告，民生证券研究院

股权集中度较高，利于公司的经营和激励。公司实际控制人是蒋建琪和陆佳华夫妇，两人直接持股 63.13%，并通过宁波志同道合投资管理合伙企业间接持股 5.95%，同时蒋建琪的女儿蒋晓莹持有公司 4.29% 的股份、其弟弟蒋建峰持有公司 1.96% 的股份，整个家族总共持有公司 77.14% 股份，公司股权集中度较高，有利于推动公司股东和管理层的利益趋同，提升企业的经营效率。

图 4：公司股权集中度较高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

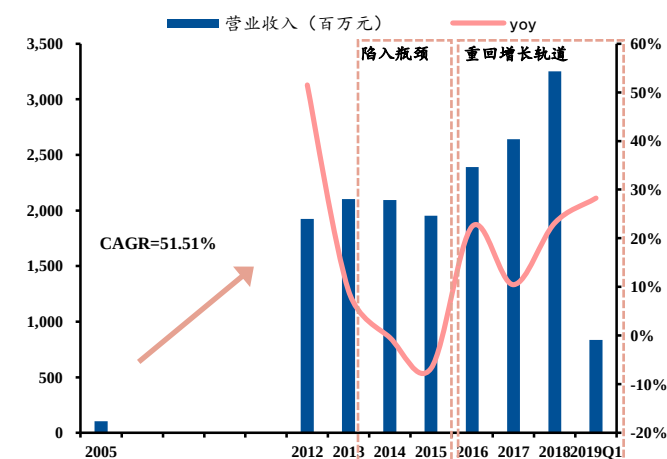
（二）14/15 年公司陷入发展瓶颈，16 年起四端齐发力助公司业绩重回增长轨道

陷入瓶颈：得益于行业的快速扩容以及公司聚焦战略的双因子共振，05-12 年公司营收获得爆发式增长，从 05 年的约 1 亿元增加到 12 年的 19.24 亿元，7 年 CAGR 达到 51.51%。在 13 年公司营收突破 20 亿元之后，公司却陷入发展瓶颈，14/15 营收分别同比减少 0.40/6.75

个百分点，主要原因在于：（1）受人均可支配收入提升及消费升级趋势的影响，消费者倾向于选择更健康、更高端的饮品，同时外卖的快速发展推动了奶茶外卖的兴起从而造成了对于杯装奶茶的分流；（2）在香飘飘发展成为杯装固态奶茶绝对龙头之后，由于盈利情况较好，部分销售人员及经销商缺乏拼搏进取的动力，从而导致公司销售规模停滞不前。

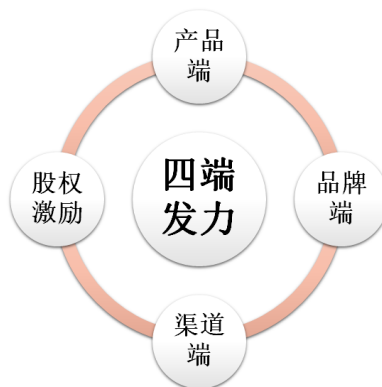
重回正轨：经过 14/15 两年的下滑，公司求新求变，通过一系列举措促进营收重回增长轨道：**1.产品端：**16 年起不断丰富冲泡系列产品，17 年起推出即饮业务，形成“固体+即饮”双引擎格局，有效平滑了季节性销售痛点；同时 18 年成功开拓了以 Meco 果汁茶为代表的非奶茶类饮品市场机会，并迅速成长为全新爆款产品；**2.品牌端：**16 年公司推出“小饿小困，喝点香飘飘”的新营销定位，解决了奶茶的功能性诉求，具化消费场景，提升了品牌的感知力；**3.渠道端：**持续推进经销商“三专化”改革（专营、专职、专项激励），实现公司与经销商深度绑定，形成利益共同体；**4.股权激励：**18 年 10 月 18 日香飘飘推出限制性股票激励计划，此次股权激励计划覆盖面广，考核标准较高，彰显公司对中长期业绩的信心，实现了公司与核心管理层的利益深度绑定从而充分调动了核心管理层的积极性，内生增长动力释放可期。**四端齐发力助公司业绩重回增长轨道，16-18 年公司营收 CAGR 达到 18.54%。**

图 5：14/15 年陷入发展瓶颈，16 年起营收重回增长轨道



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：四端齐发力助公司业绩重回增长轨道



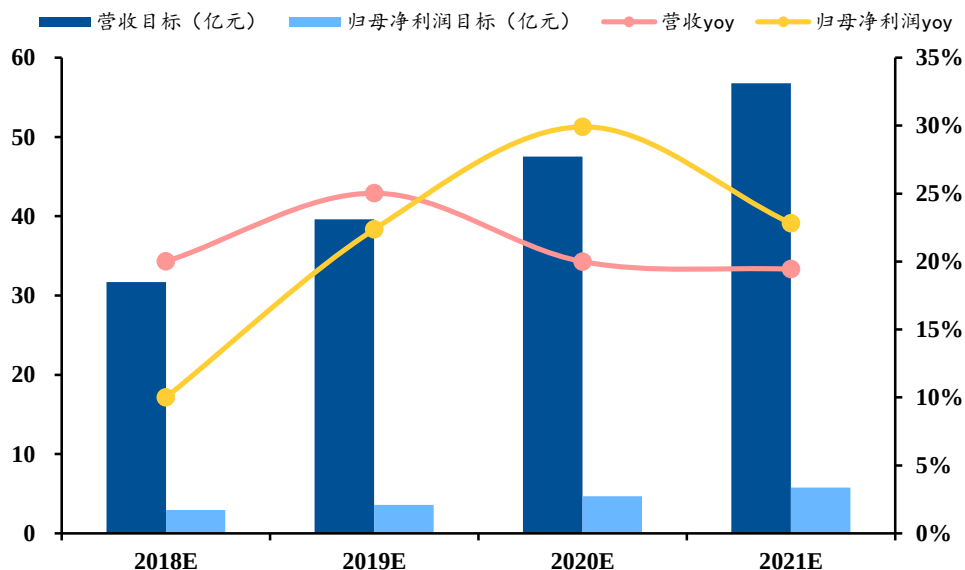
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 2：18 年股权激励计划落地

项目	详细内容
授予日期	2018 年 11 月 9 日
授予数量	1934 万股限制性股票，占公司总股本的 4.34%
授予对象	公司董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术（业务）人员共 66 人
解除限售目标	以 2017 年公司的收入和净利润为基数，公司 2018~2021 年收入增速不低于 20%、50%、80%和 115%；净利润的增速则不低于 10%、35%、75%和 115%
授予价格	7.85 元/股

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7: 股权激励考核目标较高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

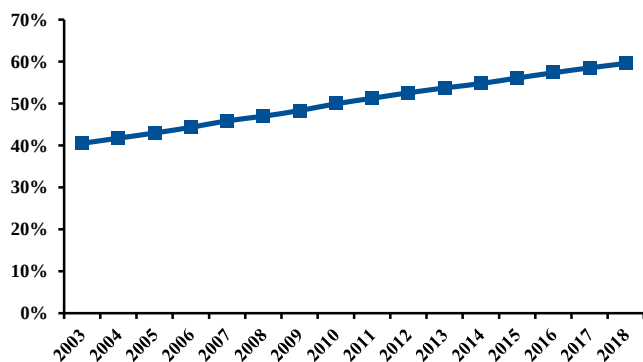
二、果汁茶：顺势而为，看好果汁茶 19 年快速放量

（一）茶饮料行业：消费结构由量向质迁移，大门依旧为爆品打开

1. 行业空间：零售额增长放缓，消费结构由量向质迁移

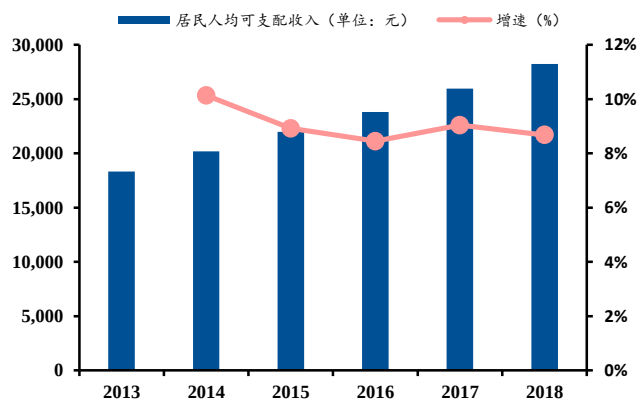
受益于过去十几年城镇化程度叠加居民收入水平的双提升推动了居民生活质量的提高，包括茶饮料在内的食品饮料行业迎来了蓬勃发展。根据 Euromonitor 数据显示，我国茶饮料市场总零售额由 2003 年的 256.95 亿元提升到 2017 年度 1181.77 亿元，年复合增长率水平高达 11.52%。

图 8: 中国城镇化水平变动



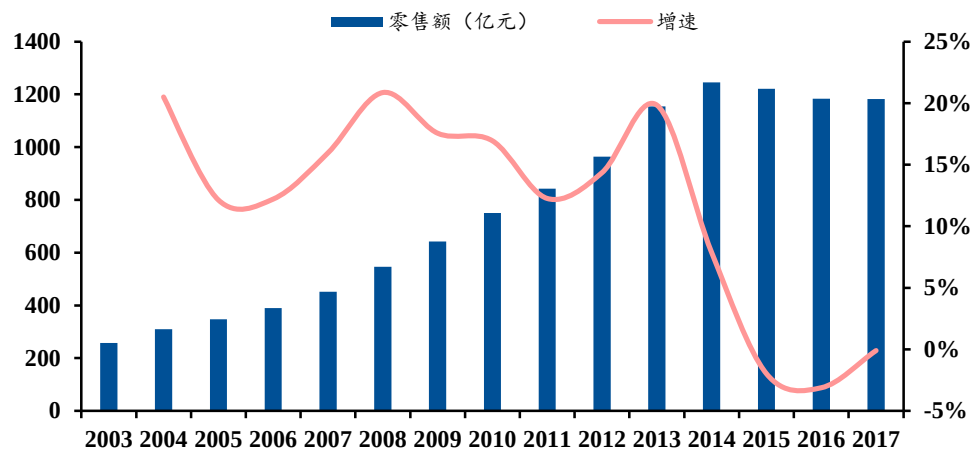
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 9: 中国居民人均可支配收入



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：中国茶饮料市场总零售额

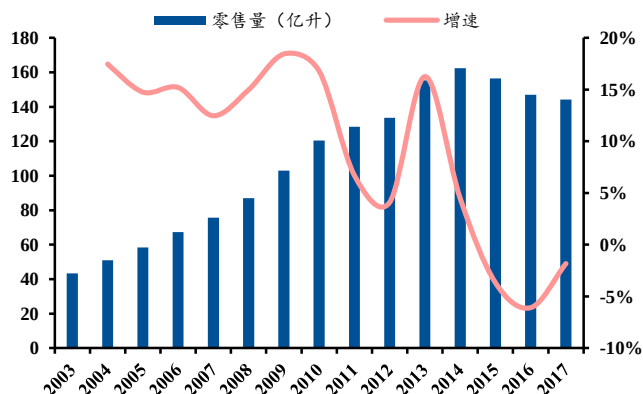


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

回首过去，我国茶饮料行业发展可以分为三个阶段：从茶饮料的销售量与销售均价来看，茶饮料市场 03-10 年总零售额的增长主要由销售量的快速增长所带动。在这段期间茶饮料市场的主流产品是传统的红茶与绿茶饮料，茶饮料的市场零售均价变化不大。进入 2010 年后，茶饮料的市场零售均价开始提升，量价齐升共同推动了总零售额的增长。

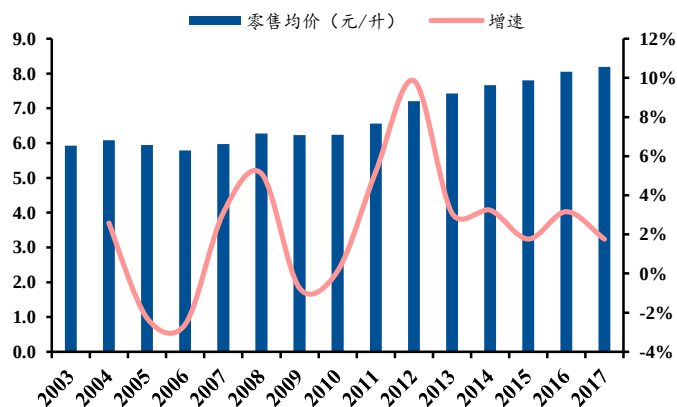
2015 年，茶饮料市场迎来拐点，虽然茶饮料的市场零售均价仍在提升，但是销售量的持续下滑导致了销售金额的下降。在此期间，茶饮料市场的主流产品由 3 元的传统茶饮料向 5 元的新派茶饮迁移。这种变化也反映了 2014 年之后我国茶饮料市场的消费结构开始发生改变，茶饮料的消费由重量转向重质。

图 11：中国茶饮料市场销售量



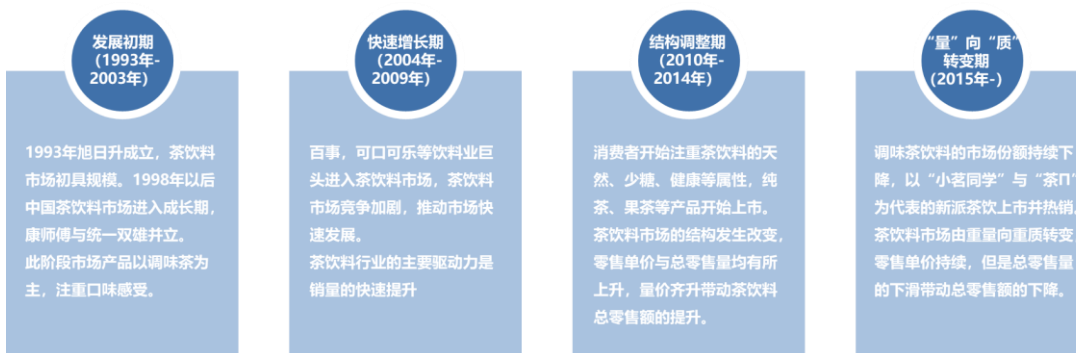
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 12：中国茶饮料市场零售均价



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 13：我国茶饮料行业发展历程



资料来源：民生证券研究院

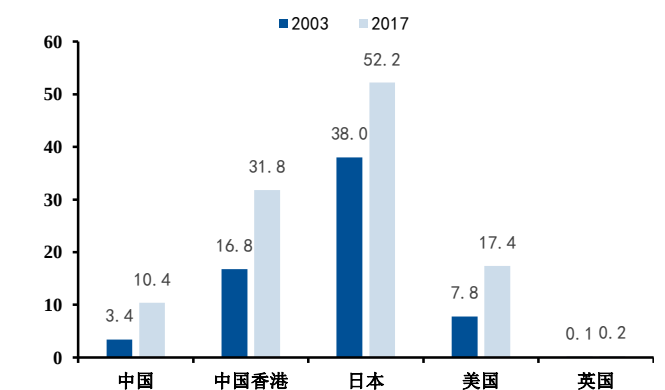
表 3：2013、2019 年茶饮料主流产品价格对比

2013 年茶饮料行业市场主流产品		
品牌	产品名	单价 (瓶)
康师傅	冰红茶/绿茶	2.5-3 元
统一	冰红茶/绿茶	2.5-3 元
娃哈哈	冰红茶/龙井茶	2.5-3 元
2019 年茶饮料行业市场主流茶品		
品牌	产品名	单价 (瓶/杯)
统一	小茗同学	5-6 元
农夫山泉	茶π	5-6 元
香飘飘	Meco 果汁茶	6 元
统一	果重奏	9.9 元

资料来源：民生证券研究院

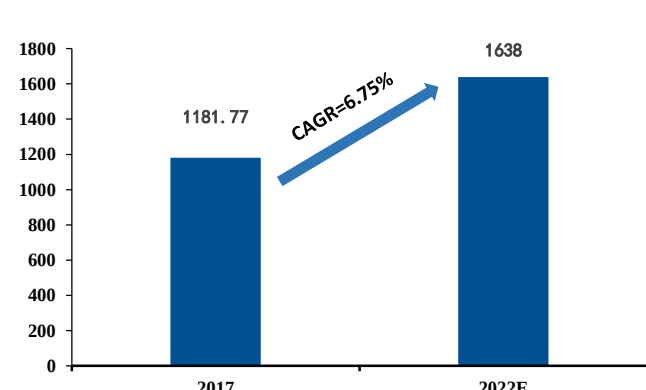
展望未来：(1) 从单价角度来看，在消费升级的大趋势下，茶饮料产品升级趋势明显，预计总体均价上行趋势不减；(2) 从人均消费量角度来看，Euromonitor 的数据显示 17 年中国人均茶饮料的消费量为 10.4 升，虽然较 03 年提升了 2 倍，但是与饮食文化相近的香港、日本等发达国家及地区相比仍有不小的差距，因此我国人均茶饮料消费量仍有增长空间。综上，我国茶饮料行业空间仍未触及天花板，根据 Euromonitor 预计，预计到 2022 年我国茶饮料市场总零售额将达到 1638 亿元，5 年复合增长率达到 6.75%。

图 14：我国人均茶饮料消费量仍有提升空间 (单位：升)



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 15：茶饮料零售额未来发展趋势 (单位：亿元)

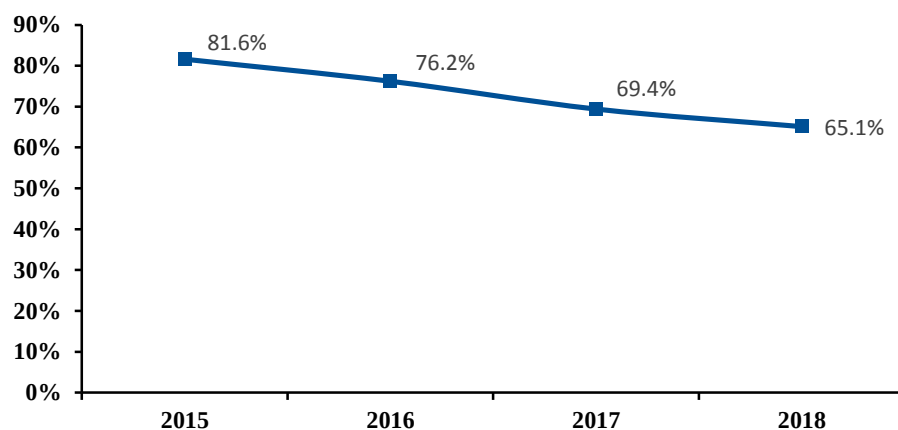


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

2. 竞争格局：CR2 过半但边际递减，大门依旧为爆品打开

先发优势叠加强大的全国销售渠道迎合强劲的品牌效应的三因子共振助力康师傅及统一两家企业牢牢占据茶饮料行业前两强的位置，2015 年 CR2 一度达到 81.6%，双寡头格局清晰。然而，近几年来随着我国消费者产品诉求发生改变，大品牌对市场的掌控力有下滑趋势，2018 年 CR2 下滑到 65.1%，较 15 年下滑了 16.5 个百分点，竞争日趋激烈。同时从近几年中国茶饮料品牌力指数排行情况来看，尽管康师傅及统一牢牢占据行业前 2 的位置，但依旧有新品牌涌进榜单。凭借着主打年轻市场的产品茶π，农夫山泉从 16 年的榜上无名逐步攀升到 19 年的第 5 名，表明市场仍然给后来者留有机会。因此，在大品牌不能充分满足消费者新诉求的大背景下，茶饮料市场的大门依旧为携有潜在爆品的后来者所打开。

图 16：2015 年-2018 年茶饮料市场 TOP2 市占率（单位：%）



资料来源：上市公司公告，民生证券研究院

表 4：茶饮料品牌力指数排行榜

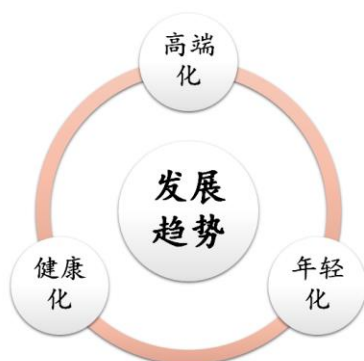
2017			2018		2019	
排名	品牌	变动	品牌	变动	品牌	变动
1	康师傅	-	康师傅	-	康师傅	-
2	统一	-	统一	-	统一	-
3	娃哈哈	-	娃哈哈	-	娃哈哈	-
4	达利园	-	达利园	-	达利园	-
5	三得利	-	三得利	-	农夫山泉茶π	+2
6	今麦郎	-	今麦郎	-	今麦郎	-
7	统一茶里王	+2	农夫山泉茶π	+5	三得利	-2
8	天喔茶庄	-	天喔茶庄	-	天喔茶庄	-
9	东方树叶	-2	东方树叶	-	东方树叶	-
10	立顿	new	立顿	-	立顿	-
11	椰树	new	椰树	-	椰树	-
12	农夫山泉茶π	new	板蓝花	new	板蓝花	-

资料来源：Chnbrand，民生证券研究院

3. 发展趋势：高端化、健康化、年轻化愈演愈烈

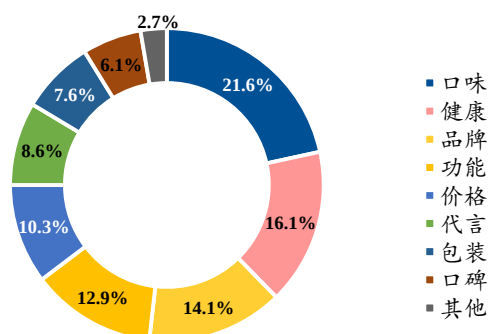
在城镇化水平及人均可支配收入双提升的作用下，茶饮料行业消费升级趋势愈演愈烈，总体而言，茶饮料行业正朝着高端化、健康化、年轻化的方向发展。(1) **高端化：需求端的诉求成为前提条件，渠道活力不足倒逼厂商推进。**在消费升级的趋势下，消费者对价格的敏感程度在降低，对茶饮料品质及包装的要求在提高，因此需求端的诉求成为产品高端化的前提条件；同时，前几年品类老化、概念同质化、价格穿底等问题的出现严重侵蚀了经销商的利润从而打击了经销商的积极性，因此以更好的利润空间重新激活渠道倒逼厂商推进产品高端化；(2) **健康化：在城镇化程度、人均可支配收入及居民受教育程度三者共同提升的作用下，消费者健康饮食意识在提升。**根据国双数据中心发布的《2016 年饮料行业消费者洞悉报告》，饮料消费者在选购饮料时，有 16.1%的消费者认为健康性是其首要考虑的要素，这一数字仅次于选择“口味”的 21.6%；(3) **年轻化：抓住年轻人市场是大势所趋。**根据国双数据中心的统计，我国饮料消费人群中 30 岁以下消费者占比达到了 72.5%；以 90 后、00 后为代表的年轻一代消费群体在消费观念上与传统一代消费者有极大的不同，标新立异、大胆尝试新潮产品是这类人群的标签。因此，能否抓住年轻人市场、推出吸引年轻人眼球的产品成为茶饮料企业能否实现突围的关键因素。

图 17：我国茶饮料行业发展趋势



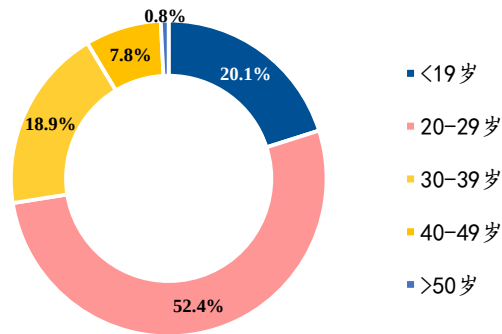
资料来源：民生证券研究院

图 18：消费者在选购饮料时最看重的因素



资料来源：国双数据中心，民生证券研究院

图 19：饮料消费人群中 90 后占比愈 7 成



资料来源：国双数据中心，民生证券研究院

表 5: 新派茶饮均主打年轻人市场

品牌	统一	香飘飘	农夫山泉	统一
产品名	小茗同学	果汁茶	茶π	果重奏
目标人群	针对 95 后消费者	年轻一代消费族群	90 后与 00 后消费群体	年轻一代消费族群
营销策略	赞助校园创意大赛、校园体育赛事和明星体验真人秀 IP 打造(小明同学)与 QQ Family 合作推出漫画瓶身	线下校园营销 社交网络话题营销(“大胆示爱、勇敢表白”) 邀请流量明星陈伟霆代言	邀请流量明星 BIGBANG、吴亦凡、赖冠霖代言 主流视频网站广告投放	与汪峰名下的 FIIL 斐尔耳机联名, 跨界营销 时尚外观设计

资料来源: 公开资料整理, 民生证券研究院

(二) 以史为镜, 抓住年轻人市场的高端茶饮成绩斐然

2014 年开始, 中国茶饮料市场渐渐分化, 过去的大单品产品力老化、声势渐弱, 主流厂商开启大规模产品创新, 如在口味上推陈出新以及在工艺、品质与营养层面进行提升, 中国茶饮料产品的升级之路渐渐明晰: 从传统的 3 元价格带逐渐升级到 5 元价格带, 并通过自身产品的时尚性、创新性与年轻化, 迅速吸引 90 后、00 后的年轻消费者。在众多新派茶饮中, 统一集团的“小茗同学”与农夫山泉的“茶π”成为市场热销的爆款新品。

小茗同学: 口味创新、精准定位年轻消费者, 开 5 元茶饮之先河

“小茗同学”是统一集团在 2015 年推出的一款冷泡茶饮料, 也是中国茶饮料市场进入 5 元时代的一款开创性产品。“小茗同学”以“认真搞笑, 低调冷泡”为宣传口号, 搭配炫酷的外包装与搞笑的卡通 IP 形象, 迅速收割了年轻粉丝, 在上市前五个月内取得 5 亿元销售额。

茶π: 茶饮新潮流下集大成者

“茶π”是农夫山泉旗下一款果味茶饮料产品, 于 2016 年 3 月问世。“茶π”采用了东方树叶的茶叶原料, 并在饮料茶中添加果汁, 创造出清新淡雅的果汁茶口味。“茶π”的包装延续了农夫山泉东方树叶一贯的插画风格, 文艺范十足。茶π在上市十个月内即录得 10 亿元的销售业绩; 2017 年品牌代言人由韩国组合 Bigbang 更换为大热明星吴亦凡, 当年突破 25 亿销售大关; 2018 年继续发光发热, 发展成为体量接近 30 亿的单品; 2019 年茶π仍然在变化中寻求突破, 人气音乐偶像赖冠霖成为第三任代言人, 同时包装大升级, 引领时尚风潮。

表 6: 小茗同学 vs 茶π

产品名	小茗同学	茶π
口味	青柠红茶、冰橘绿茶、茉莉萃茶、翡冷绿茶、溜溜哒茶(乳酸菌风味)、超桔乌龙	西柚茉莉、蜜桃乌龙茶、柚子绿茶、柠檬红茶、玫瑰荔枝红茶
卖点	采取冷泡技术, 以低温水冲泡茶叶, 使茶单宁慢慢释放, 赶走苦涩; 提升茶基酸的含量, 使口感更佳甘甜; 降低咖啡因的浸出, 缓和胃的刺激	采用东方树叶茶叶原料, 并在其中添加果汁, 口味清新爽利
瓶身包装设计	瓶盖采用盖中盖设计 瓶身使用“小明同学”漫画 IP	瓶身使用艺术风格插画包装 瓶身形状为方圆柱形
目标群体	95 后消费者群体	90 后、00 后消费者群体
营销手段(线下)	自 2015 年起开始对中国校园足球进行公益支持, 并于 2018 年走入 1400 所学校举办校园趣味足球赛 通过赞助明星体验真人秀《我去上学啦》与校园创意大赛, 打开与学生之间的近距离交流渠道	邀请流量明星 BIGBANG、吴亦凡、赖冠霖代言

营销手段（线上）

线上与良品铺子跨界合作举办“狗年撒狗粮”活动
与 QQ Family 合作推出漫画瓶身
在社交媒体上掀起“放下面子”的话题，

在优酷、爱奇艺、QQ 各大主流视频网站，
启动了“可关闭式广告”的全面投放

销售业绩

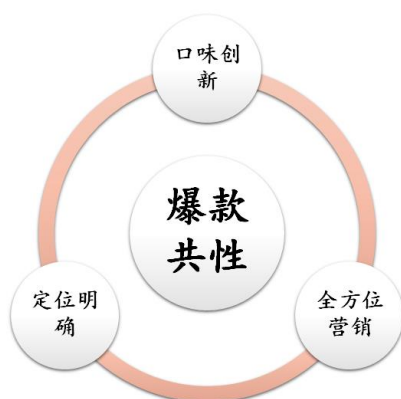
上市的前五个月（2015 年 3-7 月）销售额达到 5
亿元，
并在 2015 年全年与海之言合揽 25 亿元销售收入

上市的前十个月（2016 年 3-12 月）间销
售额达到 10 亿元，17 年突破 25 亿元，
18 年体量近 30 亿元

资料来源：公开资料整理，上市公司年报，民生证券研究院

从“小茗同学”与“茶π”的成功经验可以看出，在现今的茶饮料市场成为“十亿级”爆品的几大共性：**（1）口味创新**：超脱于传统的茶饮料，“小茗同学”主推冷泡制茶技术，提升口感，降低苦涩；而“茶π”则定位在“果汁茶”的概念，在东方树叶的原料上加入果汁，既继承了东方树叶的原有消费群体，又收割了许多喜爱甜味饮品的消费者；**（2）全方位的营销策略**：“小茗同学”与“茶π”的生产厂商统一集团和农夫山泉，在两款产品的推广上给予了极大的支持，进行了线上线下全方位无死角的营销。线下方面进入校园进行产品营销，邀请当红明星进行代言。线上方面在视频网站投放广告，在社交媒体上进行联名宣传并制造话题。大量的推广增加了品牌的曝光度，加上产品本身的时尚特性，迅速吸引大批消费者；**（3）客户定位清晰**：两款产品无论是在包装设计，亦或是在营销推广、铺货渠道上，始终将目光锁定于年轻客户群。

图 20：两款爆品的共性



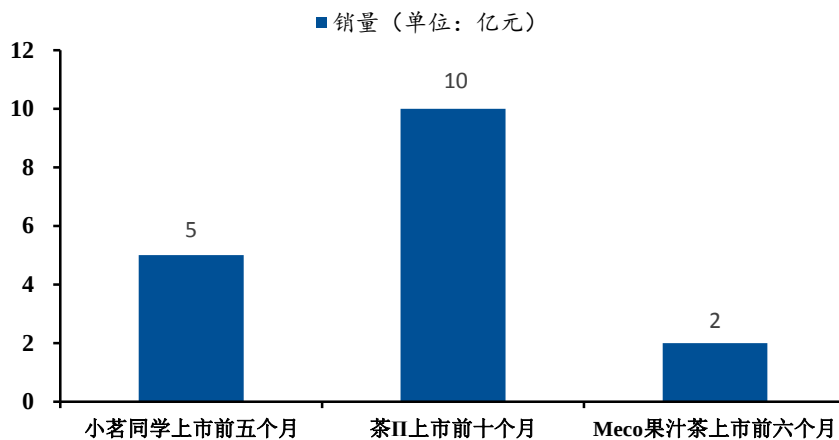
资料来源：民生证券研究院整理

“小茗同学”与“茶π”在茶饮料市场上掀起的浪潮，已经让国内的消费者接受进入“5 元时代”的新派茶饮。随着越来越多的新派茶饮进入市场，我们看好高端茶饮料市场的快速增长，出现更多的新款爆品。

（三）顺势而为，三端齐发力助力 Meco 果汁茶取得营收开门红

当“小茗同学”与“茶π”在茶饮料市场打开“5 元地带”并各领风骚之际，18 年 7 月香飘飘也趁热推出“Meco 果汁茶”系列产品。“Meco 果汁茶”定价每瓶 6 元（400ml），打着“真茶、真果汁”的卖点，推出了包含金桔柠檬、泰式青柠与桃桃红柚在内的三款杯装果汁茶饮料。尽管受限于产能，但是“Meco 果汁茶”仍在 2018 年的下半年拿下 2 亿元销售额的好成绩，并在 2019 年的第一季度取得了 1.7 亿元的销售业绩。

图 21：小茗同学、茶π与 Meco 果汁茶上市初期销量对比（单位：亿元）



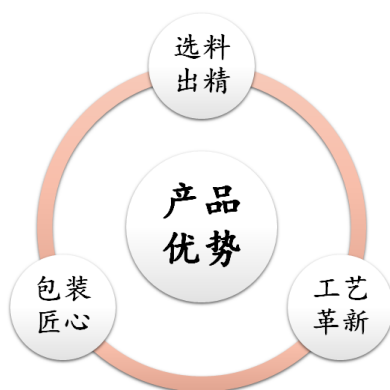
资料来源：上市公司年报，公开资料整理，民生证券研究院

我们认为“Meco 果汁茶”取得开门红的主要原因是：（1）产品端紧贴茶饮高端化、健康化、年轻化发展潮流；（2）渠道端强化与经销商的利益绑定；（3）营销端精确聚焦年轻消费者。

1. 产品端:紧贴发展潮流

a.选料出精：“Meco 果汁茶”果汁选用以色列鲜榨果汁、茶叶选用印度阿萨姆红茶或绿茶，原料精选使得品质有保障；**b.工艺革新：**“Meco 果汁茶”采用国际领先的博世灌装机，实现自动化无菌灌装；内部采用的锡纸包装，能够有效保护饮品品质。工艺的革新既在健康层面保证四不添加（防腐剂、增味剂、调味剂和色素）符合现阶段消费者对于茶饮料健康属性的要求，又在饮品品质方面实现常温保鲜 12 个月从而利于销售半径的扩张；**c.包装匠心：**有别于同价位的瓶装果汁茶竞品，“Meco 果汁茶”采用的是高端化的杯装设计，这使得“Meco 果汁茶”在外观上领先于瓶装饮料，向现制茶饮的包装看齐，可以成功吸引追求个性的年轻消费群体。

图 22：Meco 果汁茶产品端紧贴潮流

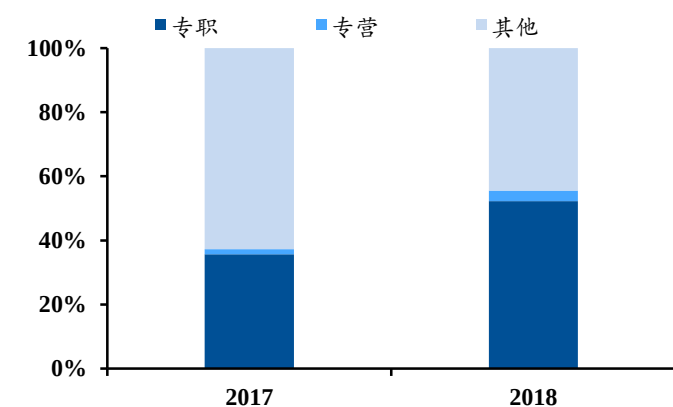


资料来源：民生证券研究院整理

2. 渠道端：公司与经销商利益绑定的深化助推果汁茶放量

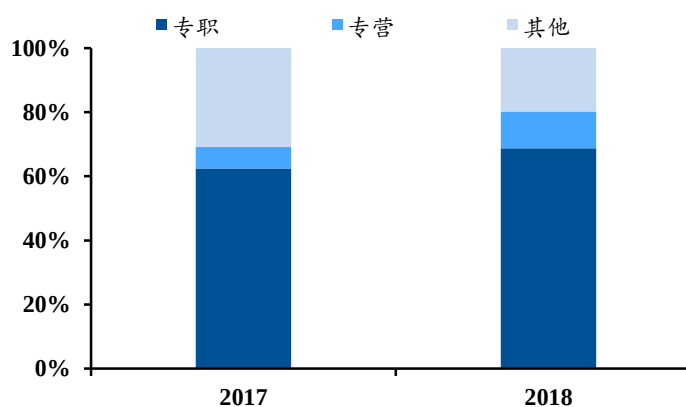
果汁茶的推出在一定程度上对冲了固体奶茶的季节性弊端，提升了经销商黏性，进而增强公司对于经销商的把控力；同时公司给经销商留足利润空间（果汁茶毛利率 18-20%，高于冲泡类的 15-17%），有利于激发经销商的销售积极性。从数据来看，18 年专职（组建团队专门做）、专营（只做香飘飘）经销商数量分别同比+61%/133%，专职、专营总占比也从 17 年的 37.3% 提升到 18 年的 55.6%。总体而言，平滑季节性弊端叠加留足利润空间，在经销商“三专化”改革推进下，果汁茶业务有利于强化公司与经销商利益绑定，从而带动果汁茶放量。

图 23：18 年专职、专营经销商数量占比显著提升



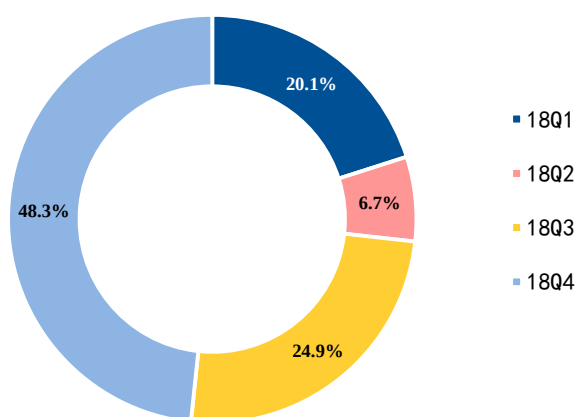
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 24：18 年专职、专营经销商销售额占比显著提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 25：公司营收季节性明显



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3. 营销端：精准聚焦年轻消费者

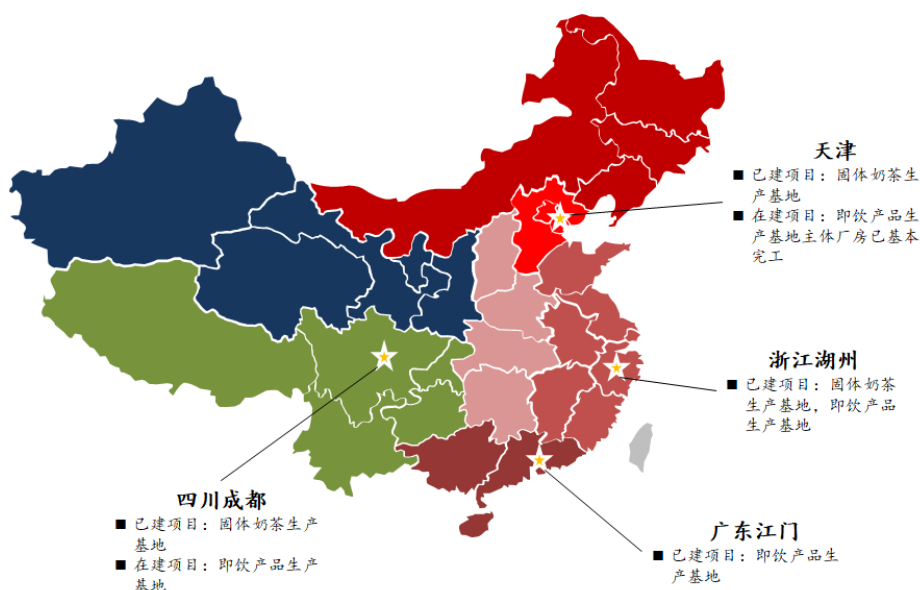
“Meco 果汁茶”以年轻一代消费者为目标客户，在线上线下营销方面同时发力。线下抢占高校市场、便利店渠道，产品上市初期在 2800 个高校设置营销点，并在 2019 年的开学季发起“#桃桃桃桃桃桃花开了#”活动，以“桃花运”、“测桃花”等年轻人感兴趣的话题来拉近企业与高校学生的距离。在明星代言上，“Meco 果汁茶”邀请当红流量明星陈伟霆代

言。在线上营销方面，线上利用社交网络话题营销（“大胆示爱、勇敢表白”），并在抖音、微博、朋友圈小红书等社交媒体上收割大量年轻粉丝，打造网红爆款。

（四）产能释放叠加渠道覆盖率提升，看好 19 年果汁茶持续放量

受限于产能，自上市以来果汁茶一直处于供不应求的状态；随着广州、天津生产基地陆续进入投产状态（广州 2 条生产线今年 1 月份投产、天津 1 条生产线今年 3 季度即将投产），预计 19 年公司果汁茶产能将会增加 62.5 个百分点；同时 19 年 4 月 20 日公司发布公告，预发行可转换公司债券募集资金总额不超过 87,000 万元，扣除发行费用后，将全部投资于成都年产 28 万吨无菌灌装液体奶茶项目、天津年产 11.2 万吨无菌灌装液体奶茶项目。因此，随着产能桎梏逐渐摆脱，果汁茶新品潜力有望被充分激发；另一方面，当前果汁茶仍处于市场培育阶段，仅投放于北京、上海、广州、苏州、杭州等一二线城市和华东地区部分城市，在公司现有的渠道上覆盖率仍处于较低水平，在无菌灌装技术大幅延长果汁茶产品保质期从而利于全国化推广的基础上，我们认为未来渠道可挖掘潜力较大。总体而言，受益于产能释放叠加渠道覆盖率提升，基于产品本身极具爆品属性，我们坚定看好 19 年果汁茶持续放量。

图 26：天津液体奶茶生产线今年 3 季度即将投产



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 7：19 年果汁茶产能预计会增加 62.5 个百分点

	生产线数目	产能（万标箱/月/线）	投产日期	理论总产能（万标箱/年）	19 年产能（万标箱/年）	18 年产能（万标箱/年）	19 年产能 yoy
湖州	3	80	16 年	2880	2880	2880	
广州	2	80	19 年 1 月	1920	1680		
天津	1	80	19Q3	960	120		
合计	6			5760	4680	2880	62.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

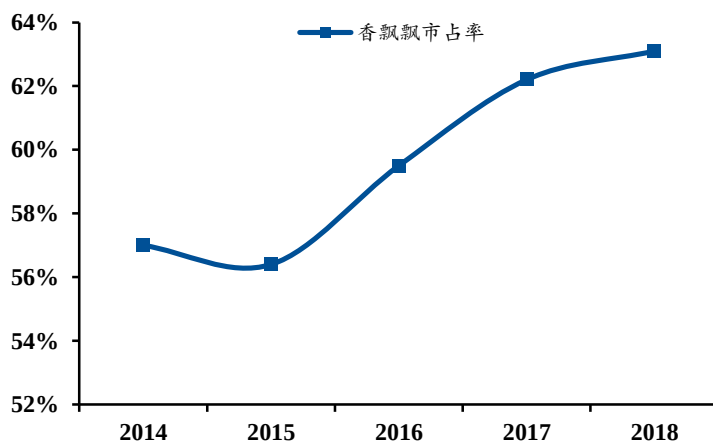
三、固体奶茶：经典系列渠道下沉+好料系列产品升级，传统业务仍存发展空间

(一) 冲泡行业格局已定、空间受限，龙头香飘飘双管齐下以期突围

从竞争格局角度来看：当前冲泡奶茶行业已形成较为成熟的寡头垄断格局。根据 AC 尼尔森数据，香飘飘市占率逐年提升，18 年已达 63.1%，优势明显。从行业空间角度来看：受累于餐饮外卖及包括奶茶店在内的综合饮品店发展，近年冲泡奶茶行业整体增速缓慢，14-18 年 CAGR 仅为 3.22%。我们预计行业整体处于低速增长，预计未来两年行业 CAGR 为 5%。

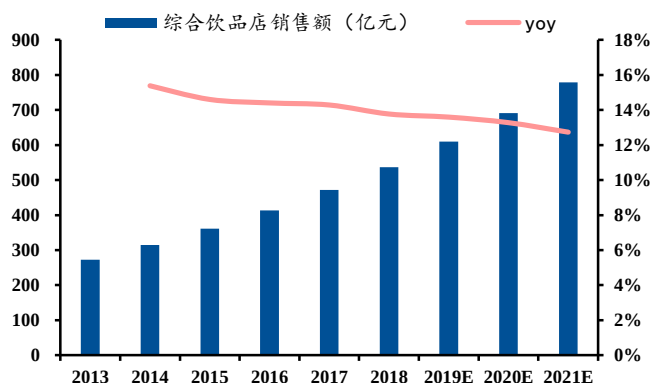
总体而言，在当前冲泡奶茶格局已定且空间有限的背景下，作为行业龙头，香飘飘采取双管齐下的策略以期实现突围：一方面香飘飘采取“农村包围城市”战略，推进渠道下沉，挖掘县级市场潜力，避其锋芒；另一方面，公司对面向一二线城市消费者的好料系列进行口味及包装两方面产品升级，以期在此商家必争之地分得一杯羹。综上，双拳出击、因地制宜采取相应战略，我们分析认为公司传统冲泡业务仍存发展空间。

图 27：香飘飘在冲泡奶茶行业龙头地位稳固



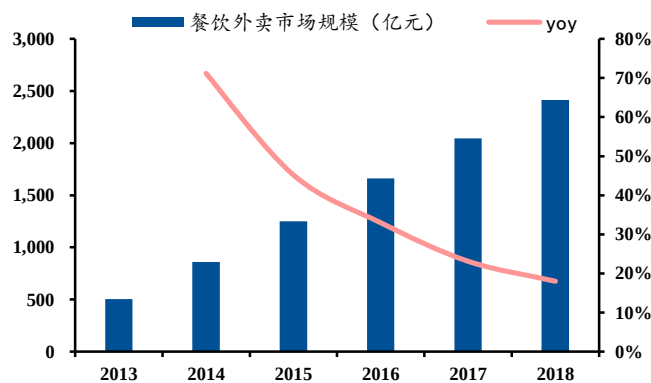
资料来源：AC 尼尔森，民生证券研究院

图 28：综合饮品店总销售额显著提升



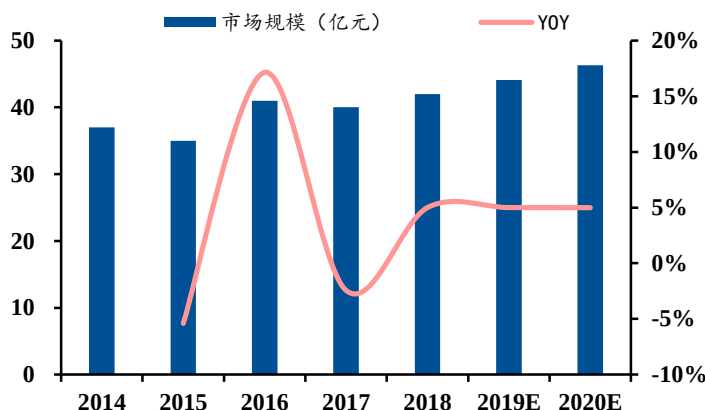
资料来源：美团点评研究院，民生证券研究院

图 29：餐饮外卖快速发展



资料来源：美团点评研究院，民生证券研究院

图 30：冲泡奶茶行业整体处于低速增长阶段



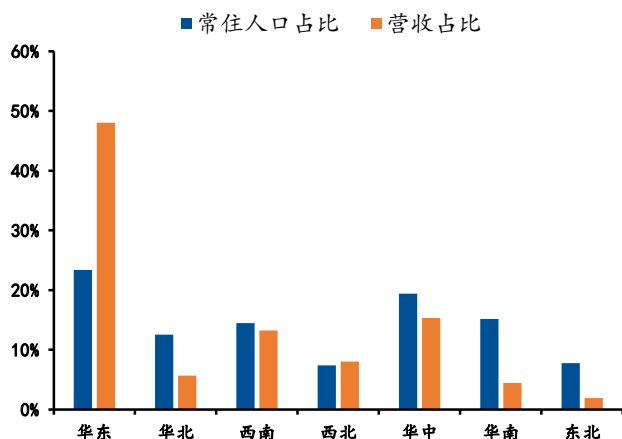
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

（二）经典系列：渠道下沉仍有潜力，内外结合推进实施

1. 县级及以下市场仍未充分挖掘，渠道下沉潜力大

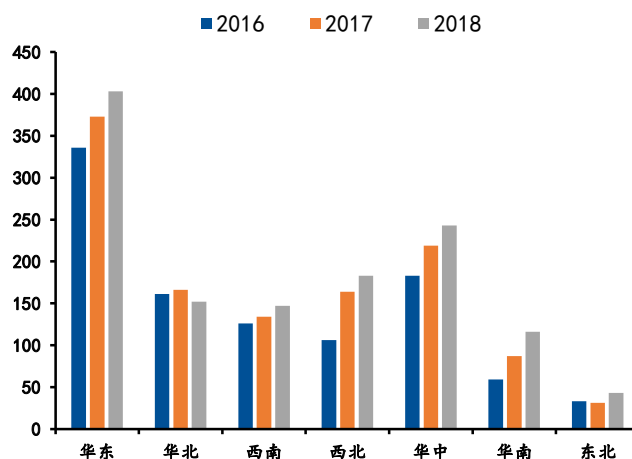
公司起家于浙江湖州，自发家起便以浙江为中心辐射整个华东区域，从销售数据上来看，常住人口占比仅为 23.33% 的华东区域营收贡献一直稳占半壁江山，18 年达到 48.03%；与华东地区火热发展的态势截然不同，人口占比达到 76.67% 的华东以外区域常年营收贡献却不足 50%。作为一款无较强地域属性的快消品，我们分析认为香飘飘区域发展如此不均衡的主要原因在于渠道下沉力度的差异：在华东市场尤其是浙江、苏南、皖南区域，渠道下沉力度深至村级；而在华东以外区域，渠道渗透力度却远远不够：如以山东、河北为代表的华北市场基本只覆盖县市一级。在当前冲泡系列仅覆盖了全国 3500 个县城的三分之二、同时县城之下还有约 17 万个乡镇未被覆盖的背景下，鉴于公司在华东地区推动渠道下沉带动营收显著增长的成功经验，我们分析认为冲泡奶茶经典系列渠道下沉潜力巨大。

图 31：18 年常住人口占比仅为 23.33% 的华东区域营收贡献达到 48.03%



资料来源：国家统计局，公司公告，民生证券研究院

图 32：华北、华南等弱势区域经销商数量显著少于强势区域



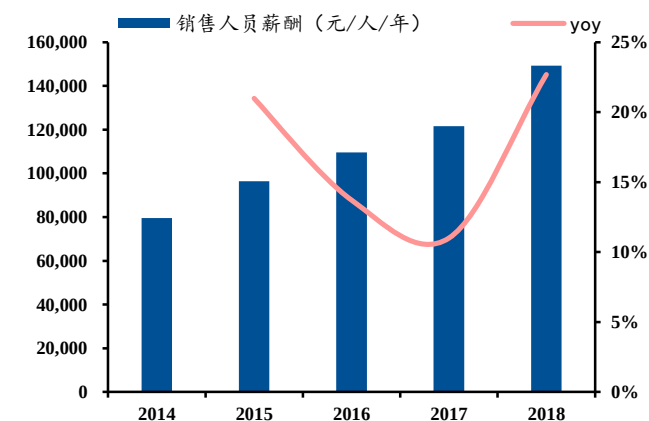
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2. 内外结合推进经典系列渠道下沉

(1) 内：激励与考核兼施，销售人员潜力有望得到充分激发

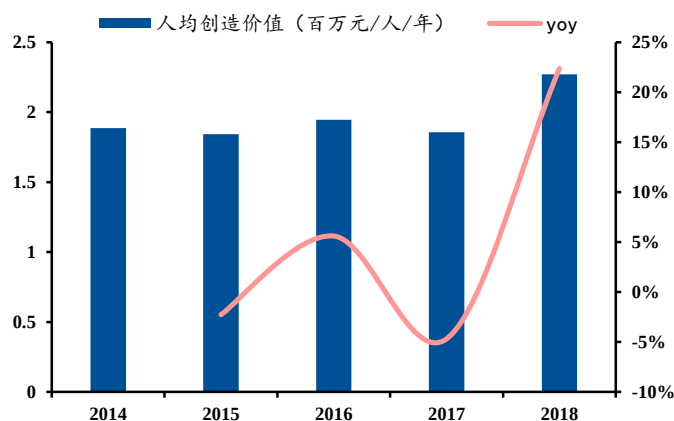
一方面，公司加强对于一线销售人员的激励，销售人员人均薪酬从 16 年的 10.96 万元提升到 18 年的 14.92 万元，16-18 年 CAGR 达到 16.70%，同时公司对于省区经理以上实施限制性股权激励以充分调动其主观能动性；另一方面，公司细化对于业务员的考核，加大行为动作指标考核（每月、每周、每日都有考核）以保证其执行力。总体而言，激励与考核相结合，销售人员人均创造价值逐年提升，16-18 年 CAGR 达到 8%（其中 17 年同比下降主要原因在于 17 年公司大规模扩招销售人员队伍导致基数较大）。综上，随着销售团队趋于稳定且默契程度的提高，在公司持续加大对于销售人员考核及激励的背景下，我们认为销售人员的潜力有望得到充分激发。

图 33：16-18 年销售人员人均薪酬 CAGR 达到 16.7%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 34：16-18 年销售人员人均创造价值 CAGR 达到 8%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(2) 外：“三专化”改革推进+即饮推出解决季节性难题并提高盈利能力，经销商积极性显著提升

受累于先前经销模式-大流通模式的弊端及公司冲泡产品季节属性明显，原先公司与经销商利益绑定不强，经销商粘性不足。为进一步拉近与经销商的关系、实现互利共赢，公司推进经销商“三专化”改革：一方面公司鼓励经销商只经营香飘飘产品（专营），同时鼓励经销商配置人员、车辆专门做香飘飘，底薪公司出、提成经销商出（专职）；另一方面，公司协助经销商共同布局当地市场、开拓终端渠道，给予一定的返利补贴（其中市场推广费用公司承担愈 8 成）（专项激励）。同时，随着包括液体奶茶和果汁茶在内的高渠道利润即饮奶茶的推出，在公司产品季节性弊端被有效平滑的同时经销商盈利能力也有望得到提高，经销商粘性因此得到增强。综上，“三专化”改革的推进叠加即饮推出解决季节性难题同时增强盈利能力，显著提升了经销商在销售产品及开拓渠道方面的积极性。

表 8：经销商体系“三专化”改革

主要内容	
专营	经销商智能经营香飘飘产品
专职	经销商配置人员、车辆专门做香飘飘，底薪公司出、提成经销商出

专项激励

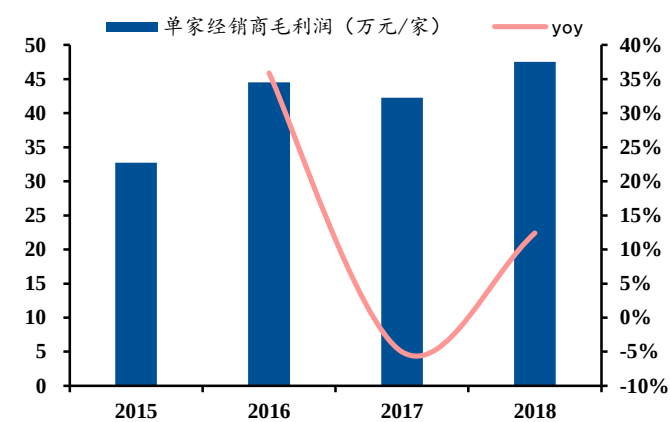
协助经销商共同布局当地市场、开拓终端渠道，给予一定的返利补贴

资料来源：公司公告，民生证券研究院

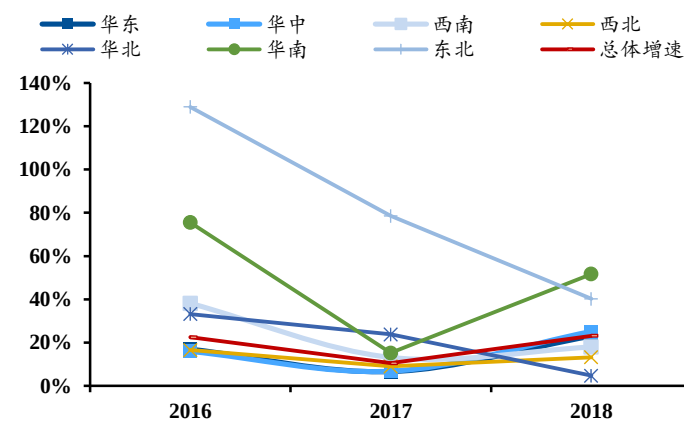
表 9：即饮系列渠道利润率丰厚（以 18 年年报数据为基准）

	冲泡系列	果汁茶	液体奶茶
出厂价（元/杯）	2.76	3.20	5.50
建议零售价（元/杯）	3.5~5.5	5~8	8~12
渠道利润率	27%~99%	56%~150%	46%~118%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 35：15-18 年单家经销商毛利润 CAGR 达到 13.21%，其中 17 年负增长主要原因在于当年去库存+销售商数量扩张


资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

图 36：随着渠道下沉的推进，华南、东北等弱势区域的营收增速大幅跑赢公司总营收增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）好料系列：口味创新+原料包装双升级，看好好料系列突围

05 年，公司在国内市场推出杯装冲泡奶茶产品，并创新性的以椰果代替珍珠延长了产品的保存日期从而带来销售半径的扩张，因此香飘飘得以迅速成长为国内杯装冲泡奶茶的佼佼者。当香飘飘在冲泡奶茶行业如鱼得水、营收获得爆发式增长的时候，香飘飘并没有固步自封，而是居安思危——顺应潮流推出新口味产品并适时对原料及包装进行升级。

口味创新：11 年起为响应消费者对于饮料营养成分和口感创新的诉求，公司陆续推出红豆味、抹茶青豆和芝士 Q 麦等共计 8 款好料系列冲泡奶茶，形成了相当丰富的产品体系；

原料升级：在不断推陈出新的同时，公司根据市场反馈及时对原料进行升级，从而使得好料系列产品品质有保障；

包装升级：为顺应当前饮料行业年轻化的发展趋势，好料系列将于今年 8 月份推出新包装以期实现品牌升级。

综上，好料系列口味丰富、品质过硬且产品年轻化不断推进，同时受益于公司在二线城市渠道力强、终端覆盖率高，我们看好好料系列在竞争趋于白热化的一二线城市以差异化策略实现突围。

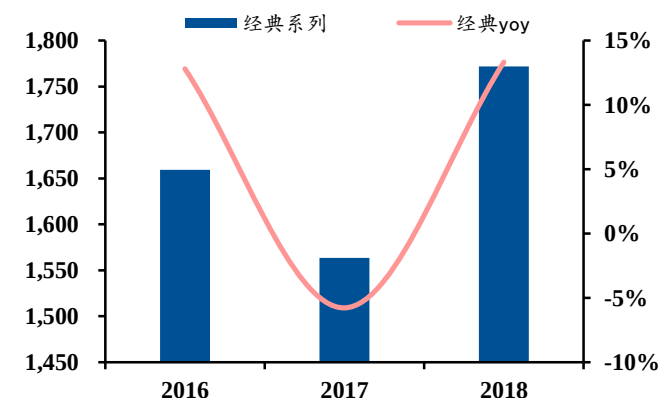
图 37：好料系列持续升级



资料来源：公司公告，民生证券研究院

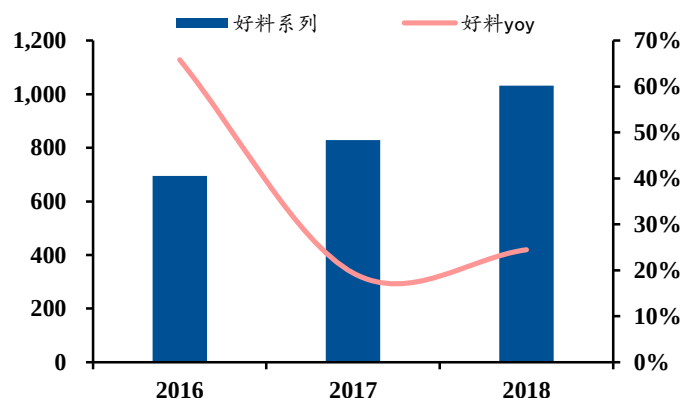
总体而言，尽管当前冲泡奶茶行业发展空间受限且格局已定，但是随着公司经典系列渠道下沉的稳步推进及好料系列产品持续升级，我们认为公司传统冲泡业务仍有发展空间。

图 38：16、18 年经典系列营收均保持两位数增长，17 年负增长源于去库存压力的短期扰动（单位：百万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 39：16-18 年好料系列年复合增长率达到 22%，维持高速增长（单位：百万元）



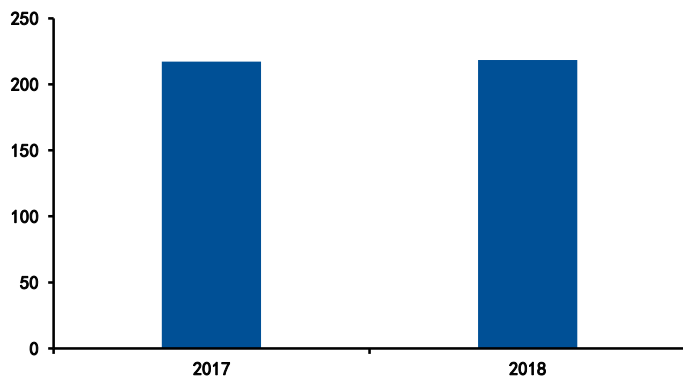
资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、液体奶茶：推陈出新占位为先，当前最大意义在于激活渠道

当 14、15 年公司陷入发展瓶颈时，公司求新求变，于 15 年买断兰芳园这一深受市场认可的老品牌，并于 17 年通过兰芳园及 Meco 牛乳茶外延切入液体奶茶市场。归功于其“真茶”、“真奶”及杯装的特点符合消费升级下消费者对于饮品高端化、健康化及年轻化的诉求，17 年一经推出，香飘飘液体奶茶便录得 2.17 亿营收，从而带动公司整体营收增长 10.46% 个点（剥离液体奶茶业务，公司 17 年营收增速仅为 1.65%）。但是当新鲜感逐渐褪去之后，香飘飘液体奶茶脱离主流价格带的超前定价弊端渐渐暴露出来（主流价格带为 4-5 元/瓶，Meco 牛乳茶和兰芳园分别定价 8/10 元/杯），18 年仅录得 2.18 亿元营收，增长陷入停滞。基于此，公司于 19 年 5 月推出 Meco 轻奶茶，定价 6 元/杯贴近主流价格带，以期实现破局。不过当

前公司业务重点在果汁茶这块，因此当前轻奶茶推出的主要目的是占位，公司对于 19 年营收没有硬性目标。尽管液体奶茶一度陷入停滞，不过其更大的意义在于平滑了之前公司产品结构季节性的弊端，重新激活了渠道。

图 40：18 年液体奶茶营收陷入停滞状态（单位：百万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 10：新品 Meco 轻奶茶定价贴近主流价格带

品牌	产品	规格	单价 (元/瓶)
统一	阿萨姆奶茶	500ml	4
康师傅	经典奶茶	500ml	4
娃哈哈	哟哟奶茶	450ml	4.5
	兰芳园	280ml	10
香飘飘	Meco 牛乳茶	300ml	8
	Meco 轻奶茶	300ml	6

资料来源：1 号店，民生证券研究院

五、盈利预测与投资建议

（一）基本假设与收入拆分

收入：1.经典系列：受益于渠道下沉，假设经典系列 19-21 年销量增速分别为 11%、10%、10%；基于 18 年 6 月份刚刚对经典系列进行提价，预计之后不会大规模提价，假设 19-21 年出厂价增速分别为 1%、0.5%、0.2%；因此，19-21 年经典系列营收分别为 19.87、21.96、24.21 亿元，同比增长 12.11%、10.55%、10.22%；**2.好料系列：**公司 19 年 8 月将对好料系列进行包装升级，因此 2 季度好料系列主要任务是去库存，预计短期会对收入端造成扰动，假设 19-21 年销量增速分别为 7%、15%、13%；假设 19-21 年出厂价增速分别为 2%；因此，19-21 年好料系列营收分别为 11.26、13.22、15.23 亿元，同比增长 9.14%、17.30%、15.26%；**3.液体奶茶：**销量方面：尽管 19 年 5 月份公司推出了轻奶茶新产品，但基于当前公司重心在于果汁茶及冲泡产品，因此我们假设 19-21 年销量增速分别为 4%、5%、6%；出厂价方面：归因于定价较低的轻奶茶逐渐放量的稀释，我们预计 19-21 年出厂价增速分别为 -1%、-1.5%、-2%；因此，19-21 年液体奶茶营收分别为 2.25、2.33、2.42 亿元，同比增长 2.96%、3.43%、3.88%；**4.果汁茶：**销量方面：得益于渠道扩张、产能释放及公司重点推广等因素，预计 19-21 年销

量增速分别为 210%、60%、45%；出厂价方面：当前果汁茶终端定价位于主流价格带之内，预计未来不会大规模提价，假设 19-21 年出厂价增速分别为 1%；因此，19-21 年果汁茶营收分别为 6.18、9.98、14.62 亿元，同比增长 207.83%、61.60%、46.45%。综上，19-21 年公司整体营收分别为 39.61、47.60、56.78 亿元，同比增长 21.84%、20.18%、19.29%。

毛利率：1.经典系列：预计 19-21 年经典系列毛利率维持稳定，假设 19-21 年毛利率分别为 42.3%、42.4%、42.5%；**2.好料系列：**鉴于 19 年 8 月公司将好料系列进行包装升级但暂不提价，预计 19 年毛利率将略有下滑，假设 19-21 年毛利率分别为 41.5%、43%、44%；**3.液体奶茶：**随着生产规模的提高，液体奶茶的制造费用和人工成本将被逐步摊销，假设 19-21 年毛利率分别为 33%、34.5%、35.5%；**4.果汁茶：**“高固定成本，低可变成本”属性决定其规模效应明显，因此随着果汁茶的放量，我们假设 19-21 年毛利率分别为 30%、33%、35%。

图 41：盈利预测

		2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经典系列	收入（百万元）	1,761.21	1,471.09	1,669.47	1,563.57	1,772.00	1,986.59	2,196.17	2,420.62
	YOY		-16.47%	12.81%	-5.78%	13.33%	12.11%	10.55%	10.22%
	销量（万吨）	11.82	9.75	10.58	9.94	11.05	12.26	13.49	14.84
	YOY		-17.48%	8.50%	-6.03%	11.12%	11.00%	10.00%	10.00%
	出厂价（百元/吨）	149.05	150.88	156.86	157.28	160.41	162.01	162.82	163.15
	YOY		1.22%	3.96%	0.27%	1.99%	1.00%	0.50%	0.20%
	成本（百万元）	1018.86	838.08	899.10	906.25	1024.57	1146.26	1265.00	1391.86
	YOY		-17.74%	7.28%	0.79%	13.06%	11.88%	10.36%	10.03%
	成本价（百元/吨）	86.23	85.95	84.99	91.16	92.75	93.48	93.78	93.81
	YOY		-0.32%	-1.13%	7.27%	1.74%	0.79%	0.33%	0.03%
	毛利率	42.15%	43.03%	45.82%	42.04%	42.18%	42.30%	42.40%	42.50%
好料系列	收入（百万元）	281.17	418.82	694.53	829.38	1,032.33	1,126.68	1,321.60	1,523.28
	YOY		48.96%	65.83%	19.42%	24.47%	9.14%	17.30%	15.26%
	销量（万吨）	1.40	1.97	3.13	3.74	4.34	4.64	5.34	6.03
	YOY		40.26%	59.33%	19.49%	15.80%	7.00%	15.00%	13.00%
	出厂价（百元/吨）	200.49	212.92	221.61	221.47	238.04	242.80	247.66	252.61
	YOY		6.20%	4.08%	-0.06%	7.48%	2.00%	2.00%	2.00%
	成本（百万元）	143.12	231.77	382.06	485.93	594.11	659.11	753.31	853.04
	YOY		61.95%	64.84%	27.19%	22.26%	10.94%	14.29%	13.24%
	成本价（百元/吨）	102.05	117.83	121.91	129.76	136.99	142.04	141.17	141.46
	YOY		15.46%	3.46%	6.44%	5.58%	3.68%	-0.62%	0.21%
	毛利率	49.10%	44.66%	44.99%	41.41%	42.45%	41.50%	43.00%	44.00%
液体奶茶	收入（百万元）				217.24	218.43	224.90	232.60	241.62
	YOY					0.55%	2.96%	3.43%	3.88%
	销量（万吨）				1.64	1.62	1.69	1.77	1.88
	YOY					-1.36%	4.00%	5.00%	6.00%
	出厂价（百元/吨）				132.18	134.73	133.39	131.39	128.76
	YOY					1.93%	-1.00%	-1.50%	-2.00%
	成本（百万元）				156.26	149.56	150.68	152.35	155.85
	YOY					-4.29%	0.75%	1.11%	2.29%
	成本价（百元/吨）				95.08	92.25	89.37	86.06	83.05
	YOY					-2.97%	-3.13%	-3.71%	-3.50%
	毛利率				28.07%	31.53%	33.00%	34.50%	35.50%
果汁茶	收入（百万元）					200.71	617.84	998.43	1,462.21
	YOY						207.83%	61.60%	46.45%
	销量（万吨）					3.38	10.48	16.76	24.30
	YOY						210.00%	60.00%	45.00%
	出厂价（百元/吨）					58.39	58.98	59.57	60.16
	YOY						1.00%	1.00%	1.00%
	成本（百万元）					153.80	432.49	668.95	950.43
	YOY						181.20%	54.67%	42.08%
	成本价（百元/吨）					45.51	41.28	39.91	39.11
	YOY						-9.29%	-3.33%	-2.01%
	毛利率					23.37%	30.00%	33.00%	35.00%
其他	收入（百万元）	50.59	61.83	35.71	30.19	27.62	5.00	11.34	30.52
	成本（百万元）	37.46	45.18	36.09	30.49	15.99	28.06	26.70	26.54
合计	收入（百万元）	2,092.97	1,951.74	2,389.71	2,640.38	3,251.09	3,961.01	4,760.15	5,678.25
	YOY		-6.75%	22.44%	10.49%	23.13%	21.84%	20.18%	19.29%
	成本（百万元）	1,199.44	1,115.04	1,317.25	1,578.93	1,938.03	2,416.60	2,866.31	3,377.71
	YOY		-7.04%	18.14%	19.87%	22.74%	24.69%	18.61%	17.84%
	毛利率	42.69%	42.87%	44.88%	40.20%	40.39%	38.99%	39.79%	40.51%

资料来源：民生证券研究院整理

(二) 估值比对

作为一家主营茶类饮料的快消品公司，在可比公司选择方面，我们不仅涵盖了 VITASOY INT'L、怪物饮料等传统的软饮料厂商，亦包括了桃李面包等食品快消品公司。根据测算，可比公司 19 年平均市盈率为 41.9 倍，高于公司 19 年预测市盈率 38.1 倍。

表 11: 可比公司估值情况

序号	股票简称	股票代码	当前股价 (元)	EPS 2019E	PE 2019E
1	VITASOY INT'L	0345.HK	36.85	0.82	44.9
2	康师傅控股	0322.HK	13.12	0.48	27.3
3	统一企业中国	0220.HK	8.85	0.27	32.8
4	怪物饮料	MNS T.O	65.95	2.04	32.3
5	维维股份	600300.SH	3.54	0.04	88.5
6	盐津铺子	002847.SZ	29.9	0.74	40.4
7	桃李面包	603866.SH	40.56	1.16	35.0
8	来伊份	603777.SH	14.5	0.43	33.7
平均 PE					41.9

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(三) 投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入为 39.61 亿元/47.60 亿元/56.78 亿元, 同比 +21.8%/20.2%/19.3%; 实现归属上市公司净利润为 3.62 亿元/4.75 亿元/5.76 亿元, 同比 +15.0%/31.3%/21.3%, 折合 EPS 为 0.86 元/1.13 元/1.37 元, 对应 PE 为 38X/29X/24X。19 年可比公司预期平均估值为 41.9 倍, 高于公司 19 年预期估值 38.1 倍, 考虑到在冲泡业务稳健增长的前提下果汁茶快速放量将带来业绩弹性, 预计未来公司业绩增速将快于可比公司平均水平, 因此估值具备进一步上升的潜力。综上, 维持“推荐”评级。

六、风险提示

产品季节性风险、果汁茶放量不及预期、食品安全风险等

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,251	3,961	4,760	5,678
营业成本	1,938	2,417	2,866	3,378
营业税金及附加	27	34	39	48
销售费用	800	951	1,133	1,340
管理费用	130	147	167	210
研发费用	9	4	6	9
EBIT	347	410	550	694
财务费用	(10)	(6)	(10)	(16)
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	13	13	17	4
营业利润	402	440	592	733
营业外收支	0	18	15	1
利润总额	402	458	607	734
所得税	88	96	132	158
净利润	315	362	475	576
归属于母公司净利润	315	362	475	576
EBITDA	414	503	662	824

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1183	1420	1801	2378
应收账款及票据	48	72	101	102
预付款项	95	121	156	173
存货	153	203	223	280
其他流动资产	462	462	462	462
流动资产合计	1949	2325	2766	3449
长期股权投资	0	13	30	34
固定资产	828	994	1223	1427
无形资产	194	235	263	287
非流动资产合计	1391	1609	1827	2058
资产合计	3340	3934	4593	5507
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	392	668	692	811
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1081	1313	1497	1835
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	44	44	44	44
非流动负债合计	44	44	44	44
负债合计	1125	1357	1541	1879
股本	419	419	419	419
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2215	2577	3052	3628
负债和股东权益合计	3340	3934	4593	5507

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	23.1%	21.8%	20.2%	19.3%
EBIT 增长率	12.0%	18.2%	34.1%	26.2%
净利润增长率	17.5%	15.0%	31.3%	21.3%
盈利能力				
毛利率	40.4%	39.0%	39.8%	40.5%
净利润率	9.7%	9.1%	10.0%	10.1%
总资产收益率 ROA	9.4%	9.2%	10.3%	10.5%
净资产收益率 ROE	14.2%	14.0%	15.6%	15.9%
偿债能力				
流动比率	1.8	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.7	1.6	1.7	1.7
现金比率	1.1	1.1	1.2	1.3
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	6.9	5.6	6.2	6.3
存货周转天数	27.3	26.5	26.7	26.8
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	0.9	1.1	1.4
每股净资产	5.3	6.1	7.3	8.7
每股经营现金流	1.5	1.3	1.7	2.3
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	41.6	38.1	29.0	23.9
PB	6.2	5.3	4.5	3.8
EV/EBITDA	29.8	24.4	17.9	13.7
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	315	362	475	576
折旧和摊销	67	93	113	130
营运资金变动	244	94	124	232
经营活动现金流	613	531	692	946
资本开支	484	281	298	356
投资	(282)	0	0	0
投资活动现金流	(764)	(281)	(298)	(356)
股权募资	152	0	0	0
债务募资	(110)	0	0	0
筹资活动现金流	(14)	(13)	(13)	(13)
现金净流量	(164)	237	382	577

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司产品历程	3
图 3: 公司产品矩阵逐渐完善	4
图 4: 公司股权集中度较高	4
图 5: 14/15 年陷入发展瓶颈, 16 年起营收重回增长轨道	5
图 6: 四端齐发力助公司业绩重回增长轨道	5
图 7: 股权激励考核目标较高	6
图 8: 中国城镇化水平变动	6
图 9: 中国居民人均可支配收入	6
图 10: 中国茶饮料市场总零售额	7
图 11: 中国茶饮料市场销售量	7
图 12: 中国茶饮料市场零售均价	7
图 13: 我国茶饮料行业发展历程	8
图 14: 我国人均茶饮料消费量仍有提升空间 (单位: 升)	8
图 15: 茶饮料零售额未来发展趋势 (单位: 亿元)	8
图 16: 2015 年-2018 年茶饮料市场 TOP2 市占率 (单位: %)	9
图 17: 我国茶饮料行业发展趋势	10
图 18: 消费者在选购饮料时最看重的因素	10
图 19: 饮料消费人群中 90 后占比愈 7 成	10
图 20: 两款爆品的共性	12
图 21: 小茗同学、茶π 与 Meco 果汁茶上市初期销量对比 (单位: 亿元)	13
图 22: Meco 果汁茶产品端紧贴潮流	13
图 23: 18 年专职、专营经销商数量占比显著提升	14
图 24: 18 年专职、专营经销商销售额占比显著提升	14
图 25: 公司营收季节性明显	14
图 26: 天津液体奶茶生产线今年 3 季度即将投产	15
图 27: 香飘飘在冲泡奶茶行业龙头地位稳固	16
图 28: 综合饮品店总销售额显著提升	16
图 29: 餐饮外卖快速发展	16
图 30: 冲泡奶茶行业整体处于低速增长阶段	17
图 31: 18 年常住人口占比仅为 23.33% 的华东区域营收贡献达到 48.03%	17
图 32: 华北、华南等弱势区域经销商数量显著少于强势区域	17
图 33: 16-18 年销售人员人均薪酬 CAGR 达到 16.7%	18
图 34: 16-18 年销售人员人均创造价值 CAGR 达到 8%	18
图 35: 15-18 年单家经销商毛利润 CAGR 达到 13.21%, 其中 17 年负增长主要原因在于当年去库存+销售商数量扩张	19
图 36: 随着渠道下沉的推进, 华南、东北等弱势区域的营收增速大幅跑赢公司总营收增速	19
图 37: 好料系列持续升级	20
图 38: 16、18 年经典系列营收均保持两位数增长, 17 年负增长源于去库存压力的短期扰动 (单位: 百万元)	20
图 39: 16-18 年好料系列年复合增长率达到 22%, 维持高速增长 (单位: 百万元)	20
图 40: 18 年液体奶茶营收陷入停滞状态 (单位: 百万元)	21
图 41: 盈利预测	22

表格目录

表 1: 公司主要产品一览	3
表 2: 18 年股权激励计划落地	5
表 3: 2013、2019 年茶饮料主流产品价格对比	8
表 4: 茶饮料品牌力指数排行榜	9
表 5: 新派茶饮均主打年轻人市场	11

表 6: 小茗同学 vs 茶π	11
表 7: 19 年果汁茶产能预计会增加 62.5 个百分点.....	15
表 8: 经销商体系“三专化”改革.....	18
表 9: 即饮系列渠道利润率丰厚（以 18 年年报数据为基准）	19
表 10: 新品 Meco 轻奶茶定价贴近主流价格带.....	21
表 11: 可比公司估值情况	23

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。