

# 香飘飘 (603711): 消费场景数倍扩充, 双轮驱动助公司短板补全

## ——香飘飘 (603711) 深度报告

### 报告摘要:

产品矩阵不断丰富, 公司业绩即将迎来二次腾飞。目前公司已经形成了“固体+即饮”、“奶茶+饮料”的“双轮驱动”产品战略, 建立冲泡奶茶+液体奶茶+果汁茶的产品矩阵, 通过差异化定位为公司最大可能拓展消费市场。

- ◆ **果汁茶: 产能瓶颈突破, 大单品放量在即。**我们认为果汁茶定位准确、包装新颖, 具备大单品的潜质。随着前期液态产能瓶颈的突破, 以及产品的推广和渠道的铺货, 预计 2019 年果汁茶有望贡献 9.5 亿营收, 毛利率提高 6.65pct, 未来营收或突破 20 亿元。
- ◆ **固态和液态奶茶: 行业天花板尚远, 产品结构升级推动量价齐升。**我们预计杯装奶茶行业仍将维持缓慢增长的态势, 公司作为行业龙头, 仍将继续加深产品的结构升级和渠道深耕, 预计固态奶茶仍将保持 10% 左右的增速。而液态奶茶短期增量较小, 但长期仍具备爆发空间。

**渠道和产品双协同, 公司业绩稳健增长可期。**即饮产品的推出带来了渠道和产品的双协同效应: 一是平滑季节性波动, 为“三专”经销策略打下基础, 提升公司营销效率。二是矩阵战略推动量价齐升, 助力渠道下沉。公司产品定位区分明显, 各价格带产品共同发力推动量价齐升。此外, 公司目前渠道仅覆盖全国 1/3 的县市, 渠道下沉空间仍存。而消费场景的拓展也公司渠道的多元化奠定基础。

**公司盈利预测及投资评级:** 随着果汁茶的持续放量, 以及公司渠道的不断深耕, 公司业绩增长可期。预计公司 2019-2021 年实现营收 42.08/52.57/64.71 亿元, 同比+29.45%/24.91%/23.10%, 实现净利润 3.72/4.68/5.96 亿元, 同比+18.14%/25.97%/27.26%, EPS 为 0.89/1.12/1.42 元。考虑到新品果汁茶的快速放量, 给予公司 40 倍 PE, 12 个月目标价 45 元, 空间 30% 以上, 维持公司“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 新品推广不及预期, 老品销量增速大幅下滑, 食品安全风险等。

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,640.38	3,251.09	4,208.47	5,256.60	6,471.04
增长率 (%)	10.49%	23.13%	29.45%	24.91%	23.10%
净利润 (百万元)	267.77	314.70	371.78	468.32	595.99
增长率 (%)	0.63%	17.53%	18.14%	25.97%	27.26%
净资产收益率 (%)	13.89%	14.21%	13.82%	15.12%	16.48%
每股收益 (元)	0.67	0.75	0.89	1.12	1.42
PE	48.39	43.16	36.53	29.00	22.79
PB	6.72	6.13	5.05	4.38	3.76

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

2019 年 07 月 11 日

强烈推荐/维持

香飘飘

公司报告

### 公司简介:

香飘飘食品股份有限公司成立于 2005 年, 公司主要经营固态杯装奶茶, 市占率 63.1%, 位居第一。2017 年进军液态奶茶市场, 主要产品有兰芳园奶茶、Meco 牛乳茶和果汁茶。

### 未来 3-6 个月重大事项提示:

2019-08-23 2019 年中报披露。

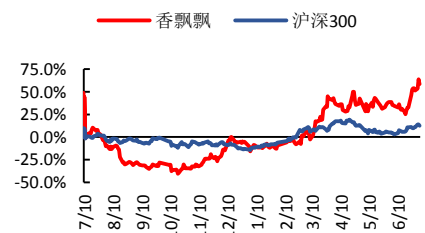
### 发债及交叉持股介绍:

2019-05-22 公司公开发行可转换公司债券申请获得证监会受理, 发行总额不超过人民币 8.7 亿元, 用于成都年产 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。

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	36.70-13.36
总市值 (亿元)	136
流通市值 (亿元)	136
总股本/流通 A 股 (万股)	41935/41935
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	5.41

### 52 周股价走势图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 首席分析师: 刘畅

010-66554017

liuchang\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120001

### 研究助理: 吴文德

010-66554025

wuwd@dxzq.net.cn

## 目 录

<b>1. “固态+即饮”双轮驱动, 助力公司新赛道二次腾飞</b>	<b>5</b>
1.1 行业先驱, 凭借创新的产品和营销脱颖而出	5
1.1.1 杯装奶茶开拓者, 内部革新助力营收突破瓶颈	5
1.1.2 产品运作能力优异, 稳居行业龙头地位	6
1.2 产品矩阵不断完善, 夯实业绩增长基础	7
1.2.1 强研发完善产品矩阵, 差异化定位扩大群众基础	7
1.2.2 “冲泡+即饮”双引擎发展, 季节性波动有望改善	8
1.2.3 产品渠道协同发展, 助力公司持续增长	9
1.3 可转债助力公司突破产能瓶颈, 股权激励彰显公司发展信心	9
1.3.1 公司固态奶茶产能完备, 可转债加速液态产能释放	9
1.3.2 股权激励提升公司活力, 彰显公司发展信心	10
<b>2. 行业内部结构调整显著, 公司赛道具备广阔空间</b>	<b>11</b>
2.1 饮料行业增速趋缓, 结构性调整明显	11
2.2 观念升级, 行业呈现高端化、健康化和年轻化趋势	13
2.2.1 人均可支配收入增长以及消费人群的变更是行业趋势的驱动力	13
2.2.2 软饮料行业高端化、健康化和年轻化趋势显著	14
2.3 行业趋势叠加品类结构转换, 茶饮和奶茶仍具备发展空间	14
2.3.1 行业趋势激发了茶饮料市场的二次发展	14
2.3.2 杯装奶茶天花板尚远, 未来稳健增长可期	15
<b>3. 液态产品丰富公司产品矩阵, 果汁茶放量在即</b>	<b>16</b>
3.1 横向扩品, 液态奶茶助力公司提升品牌价值	16
3.2 果汁茶顺应行业趋势, 大单品形成可期	17
3.2.1 全新产品“果汁茶”, 向健康出发	17
3.2.2 产品年轻化定位, 新媒体宣传助力公司丰富品牌形象	18
3.2.3 精准定位叠加新颖设计, 大单品形成可期	19
3.3 差异化定位拓宽消费群体, 果汁茶成业绩增长新引擎	20
3.3.1 果汁茶借助差异化策略, 为公司开拓新的用户群体	20
3.3.2 果汁茶放量在即, 毛利率仍存改善空间	21
<b>4. 固态奶茶构筑公司护城河, 产品量价齐升仍可期</b>	<b>21</b>
4.1 优化冲泡产品结构, 夯实公司业绩护城河	21
4.1.1 好料系列应势而生, 丰富产品多样性	21
4.1.2 冲泡系列构筑公司业绩护城河, 量价齐升助营收稳健增长	22
4.2 冲泡系列仍将保持稳健增长, 结构升级提高产品毛利率	24
<b>5. “三专”策略深耕市场, 产品渠道协同显现</b>	<b>24</b>
5.1 协同一: 即饮为“三专”提供可能, 提升公司营销效率	25
5.2 协同二: 矩阵战略推动量价齐升, 助力渠道下沉	25
5.3 电商海外渠道拓展可期, 消费场景扩充奠定渠道多元化基础	26
<b>6. 公司竞争优势明显, 盈利能力或随放量而提升</b>	<b>27</b>

6.1 波特五力分析彰显公司竞争优势 .....	27
6.2 同业比较 .....	28
7. 盈利预测与投资评级 .....	30
7.1 产品结构及销量分析 .....	30
7.2 投资评级 .....	31
8. 风险提示 .....	31
相关报告汇总 .....	33

## 表格目录

表 1: 公司发展历程 .....	5
表 2: 公司发展历程中使用的经典广告语 .....	6
表 3: 香飘飘产品矩阵 .....	7
表 4: 公司固态奶茶产能情况 .....	9
表 5: 公司液态奶茶产能情况 .....	10
表 6: 公司股权激励计划 .....	10
表 7: 公司股权激励计划费用摊销 .....	10
表 8: 公司股权激励解锁业绩要求 (以 18 年实际业绩为基础) .....	11
表 9: 液态奶茶业务测算表 .....	17
表 10: 果汁茶营养成分表 (以泰式青柠茶为例) .....	18
表 11: 茶饮料大单品特性分析 .....	19
表 12: 茶饮料大单品通常在短时间完成放量 .....	20
表 13: 果汁茶与行业竞品对比 .....	20
表 14: 果汁茶业务测算表 .....	21
表 15: 公司产品推出时间表 .....	22
表 16: 固态奶茶业务测算表 .....	24
表 17: 公司经销商情况 .....	25
表 18: 香飘飘相关财务指标同业比较 .....	29
表 19: 香飘飘业务拆分 .....	30

## 插图目录

图 1: 香飘飘营业收入 .....	5
图 2: 香飘飘净利润 .....	5
图 3: 香飘飘股权结构 .....	6
图 4: 香飘飘 2009 年广告 .....	7
图 5: 冲泡奶茶市占率 .....	7
图 6: 香飘飘各季度营收占比情况 (%) .....	8
图 7: 产品渠道双协同, 助力公司量价齐升 .....	9
图 8: 软饮料行业销售额 .....	11

图 9: 软饮料行业细分 .....	11
图 10: 人均软饮料销量 .....	12
图 11: 不同国家、地区人均茶饮料饮用量 (升/人) .....	12
图 12: 城镇居民人均消费性支出: 食品 .....	12
图 13: 2007 年及 2017 年饮料行业产量细分区域分布情况 (%) .....	13
图 14: 2013-2018 年我国人均可支配收入 (单位: 元) .....	14
图 15: 2012-2017 年中国居民健康素养水平 .....	14
图 16: 茶饮料行业零售量和销售额增长情况 .....	15
图 17: 2016-2018 年中国现制茶饮门店数量 (万家) .....	16
图 18: 兰芳园 .....	17
图 19: MECO 牛乳糖 .....	17
图 20: 香飘飘果汁茶 .....	18
图 21: 香飘飘轻奶茶 .....	18
图 22: 果汁茶新媒体广告 .....	19
图 23: 香飘飘在《知否知否》中的广告植入 .....	19
图 24: 固态奶茶“好料系列” .....	22
图 25: 冲泡系列营收占比 .....	23
图 26: 冲泡奶茶营收情况 .....	23
图 27: 经典及好料系列销量 (万箱) 及增速 .....	23
图 28: 冲泡奶茶产品结构 .....	24
图 29: 公司产品单箱均价 .....	24
图 30: 东北地区营收情况 .....	26
图 31: 公司产品箱单价 .....	26
图 32: 各地区营收占比 .....	26
图 33: 各地区经销商数量 (个) .....	26
图 34: 香飘飘电商渠道收入情况 .....	27
图 35: 香飘飘在美国华人工商大展布展 .....	27
图 36: 香飘飘波特五力模型分析 .....	28

## 1. “固态+即饮”双轮驱动, 助力公司新赛道二次腾飞

### 1.1 行业先驱, 凭借创新的产品和营销脱颖而出

#### 1.1.1 杯装奶茶开拓者, 内部革新助力营收突破瓶颈

香飘飘食品股份有限公司成立于2005年8月, 位于浙江湖州市, 于2017年11月30日在上交所上市。作为杯装奶茶开创者, 公司发展迅速, 2007年公司营收就达到了5亿元。2008年-2012年公司迅速扩张, 使用经典广告词“一年卖出N亿多杯, 连起来可绕地球N圈”助力营销, 营收迅速达到20亿。随后公司进入快消公司20亿元瓶颈, 营收规模多年徘徊不前。2016年公司完成内部组织结构等制度革新, 成功突破20亿营收瓶颈, 并连续三年实现营收两位数增长。2017年公司借势推出液态奶茶系列, 2018年推出新品果汁茶。凭借公司出色的研发创新和市场运作能力, 2018年公司实现营收32.51亿元, 同比增长23.13%, 归母净利润3.15亿元, 同比增长17.53%。

**表1: 公司发展历程**

年份	事件
2005年	香飘飘食品股份有限公司成立, 并推出经典奶茶系列
2009年	香飘飘四川食品有限公司成立
2011年	天津香飘飘食品工业有限公司成立, 并推出好料系列奶茶
2012年	杭州香飘飘食品销售有限公司成立
2017年	公司于上交所上市, 同年推出液态奶茶, “兰芳园”、“MECO牛乳茶”
2018年	推出“MECO果汁茶”

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

**图1: 香飘飘营业收入**



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

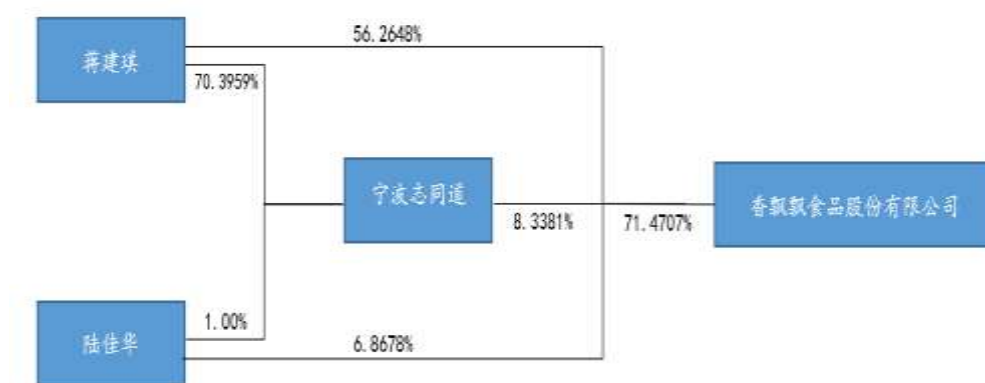
**图2: 香飘飘净利润**



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**股权结构:** 公司于2017年11月30日在上海证券交易所挂牌上市, 目前公司总股本为4.19亿股, 其中有限售条件股份增至3.73亿股, 无限售条件股份增至0.46亿股。蒋建琪、陆佳华与蒋晓莹为一致行动人, 蒋晓莹为蒋建琪与陆佳华女儿。

图 3: 香飘飘股权结构



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

### 1.1.2 产品运作能力优异, 稳居行业龙头地位

**公司凭借经典系列开创杯装奶茶行业。**香飘飘在 2004 年顺应消费者对饮用奶茶方便性的需求, 推出经典奶茶系列, 并于 2005 年向全国推广。经典系列奶茶秉承港式奶茶精髓, 将特醇红茶和牛奶的完美结合, 椰果颗粒饱满、香甜 Q 弹, 同时椰果颗粒中含有丰富的优质纤维素, 能帮助人体消化, 增加肠胃蠕动。公司杯装奶茶的推出, 也标志着该细分行业的形成。

**精准营销助力公司快速培育市场, 稳居行业龙头地位。**经典系列产品一经面世就受到了消费者的欢迎, 主因其满足消费者对奶茶以及便利性的需求, 在 2007 年销售规模就已实现 5 亿元。2008 年公司与特劳特合作, 采取聚焦战略, 专心只做奶茶, 通过深入人心的广告语“香飘飘奶茶, 一年卖出 3 亿多杯, 杯子连起来可绕地球一圈”不断吸引消费者, 精准定位奶茶爱好者。在公司发展历程中, 涌现出不少经典的广告语, 通过精准的营销策略, 借助大规模的广告营销, 帮助公司快速积累用户, 使得产品知名度快速提升, 进而成为行业领导者。在公司出色的运作能力下, 杯装奶茶一直保持稳健的增长, 并稳居行业龙头地位。公司在冲泡品类中的市占率稳步提升, 从 2014 年的 57% 增长至 2018 年的 63.1%。

表 2: 公司发展历程中使用的经典广告语

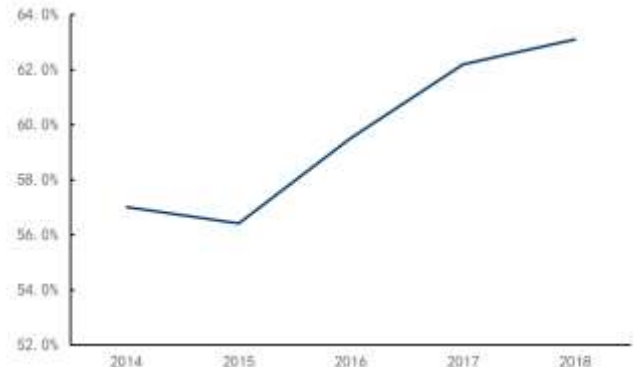
时间	广告语
2005 年	奶茶香飘飘, 香飘飘奶茶
2007 年	奶茶, 就要香飘飘
2008 年	杯装奶茶开创者, 连续 N 年销量领先。一年卖出 N 亿多杯, 连起来可绕地球 N 圈!
2013 年	香飘飘奶茶, 好喝!
2015 年	小饿小困, 喝点香飘飘
2018 年	小饿小困, 就喝香飘飘

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所



**图 4: 香飘飘 2009 年广告**


资料来源: 公开视频整理, 东兴证券研究所

**图 5: 冲泡奶茶市占率**


资料来源: AC 尼尔森, 东兴证券研究所

## 1.2 产品矩阵不断完善, 夯实业绩增长基础

### 1.2.1 强研发完善产品矩阵, 差异化定位扩大群众基础

公司拥有较强的研发能力, 为公司发展注入新动力。公司在北京设立研究所, 对全世界主产区奶源和 100 多种茶进行研究分析, 选择最优质的奶源和茶奶最优搭配组合。强大的研发实力为公司产品创新奠定基础。公司的强研发实力一方面有助于延长产品生命周期, 另一方面支撑公司产品矩阵的不断完善。从公司创新性的推出冲泡奶茶, 到推出全新品类产品果汁茶, 都说明了公司战略的前瞻性, 而正是深厚的技术支撑了公司战略的前瞻性。未来公司将充分发挥自己的研究实力, 顺应行业发展趋势, 推出更多产品以完善公司产品矩阵, 推动公司营收增长。

产品矩阵不断完善, 差异化定位为公司最大可能地拓展消费市场。目前公司已经形成了“固体+即饮”、“奶茶+饮料”的“双轮驱动”的产品战略, 形成了冲泡奶茶+液体奶茶+果汁茶的产品矩阵。公司目前冲泡系列、液态奶茶和果汁茶三类产品不仅从价格定位上区分明显, 在品牌策略上也体现了公司差异化路线。冲泡类强调功能诉求, 定位“液体零食”, 价格带处在 3.5-6.0 元之间; 液态奶茶主打中高端化, 价格带处在 8-12 元之间; 而果汁茶注重休闲属性和健康追求, 定位在 6 元左右。公司产品目前已经实现 3.5-12 元价格带的全覆盖, 不同系列的产品价格带之间有所区分, 且定位的人群不同, 基本没有重叠。这样的产品矩阵有利于公司最大范围地开发市场, 减缓产品之间的替代效应, 为公司带来真正的增量。

**表 3: 香飘飘产品矩阵**

系列	系列	产品定位	产品介绍	产品价格 (元/瓶)	产品
杯装奶茶	经典系列	低端	2004 年推出, 兼承港式奶茶精髓, 将特醇红茶和牛奶的完美结合, 椰果颗粒饱满	3.5-4.0	
	好料系列	中低端	2011 年推出, 是经典系列的升级版, 口味众多。	5.0-6.0	

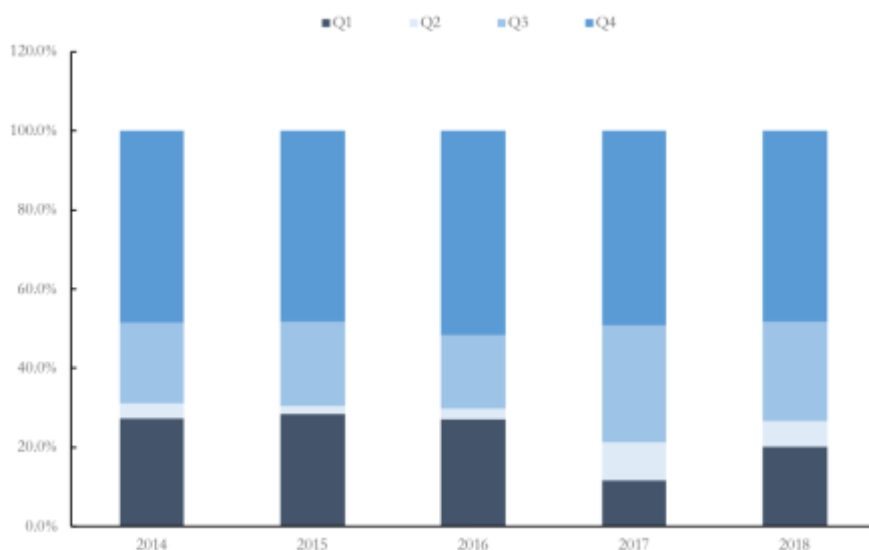
液态奶茶	“MECO”牛乳茶	高端	2017年4月推出, 主打健康、时尚理念, 定位高端奶茶	8.0-10.0	
	兰芳园	高端	2017年4月推出, 香港兰芳园品牌和秘方	10.0-12.0	
	果汁茶 “MECO”果汁茶	中端	2018年7月推出, 主打夏季清凉饮品概念	5.0-6.0	

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

### 1.2.2 “冲泡+即饮”双引擎发展, 季节性波动有望改善

由于固态奶茶消费的特性, 公司季节性波动较为明显。冲泡奶茶属于热饮, 其销售旺季集中在秋冬季, 这也导致公司营收季节性波动较为明显。从公司各季度营收占比来看, 2017年 Q1-Q4 营收占比分别为 11.69%/9.52%/29.56%/49.24%, 2018年 Q1-Q4 营收占比分别为 20.07%/6.69%/24.92%/48.33%, 季节性明显。

图 6: 香飘飘各季度营收占比情况 (%)



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

“冲泡+即饮”双轮驱动, 有望改善公司季节性波动。公司即饮系列主要为液态奶茶和果汁茶, 二者的消费季节主要集中在夏秋两季, 弥补了杯装奶茶淡季市场。液体奶茶的季节性较杯状奶茶小, 2018年 Q1-Q4 液态奶茶营收占比分别为 28.26%/29.75%/14.96%/27.03%, 各季度营收分布较为均衡。即饮产品的推出一定程度



减缓了公司季节性波动。2018 年即饮系列占比 12.89%，与此同时公司三四季度营收占比 73.24%，较上年下降 5.56%。随着公司对即饮产品的加大投入，即饮系列占比有望不断提升，产品结构将不断优化，季节性影响将逐渐淡化。

### 1.2.3 产品渠道协同发展，助力公司持续增长

为了顺应行业消费升级和健康化趋势，公司不断的推出新品，丰富产品结构。目前公司已经形成了冲泡奶茶+液体奶茶+果汁茶的产品矩阵。通过产品矩阵的不断完善，公司的季节性影响将逐步减弱，进而促发产品渠道双协同：季节性弱化为“三专”经销策略奠定基础，提高公司营销效率；矩阵战略助力公司渠道下沉和产品结构升级，推动公司量价齐升。未来随着产品矩阵的不断完善，渠道的多元化存在发展机会，产品和渠道的协同效应将愈发明显，为公司业绩持续增长奠定坚实的基础。

图 7：产品渠道双协同，助力公司量价齐升



资料来源：东兴证券研究所

## 1.3 可转债助力公司突破产能瓶颈，股权激励彰显公司发展信心

### 1.3.1 公司固态奶茶产能完备，可转债加速液态产能释放

公司经营固态奶茶十余年，固态奶茶产能完备。公司成立至今，一直深耕固态奶茶市场，产能建设业已匹配公司固态奶茶的发展。目前公司固态产能充足，产能利用率高。目前公司固态奶茶厂主要有三地，湖州、成都和天津，三地产能分别为 7.57/5.06/2.81 万吨，共计 15.44 万吨。目前公司产能已经实现全国化布局，产能足以应对未来渠道扩张以及产品升级带来的需求增长。未来固态产能将持续受益于固态奶茶整体产线的提速改造，单线产能有望持续提升。

表 4：公司固态奶茶产能情况

工厂名称	设计产能（万吨）	实际产能（万吨）
湖州固体奶茶厂	7.67	7.57
成都固体奶茶厂	5.61	5.06

天津固体奶茶厂

3.27

2.81

资料来源: 2018 年公司财报, 东兴证券研究所

**可转债加速公司液态奶茶产能建设, 助力公司突破产能瓶颈。**公司在 2018 年下半年推出果汁茶后, 一度出现供不应求的现象, 产能瓶颈显现。2019 年 4 月 19 日公司拟发行 A 股可转换债券, 本次募集资金总额为 8.7 亿元 (不考虑相关发行费用), 转股价格为 30.44 元/股, 募集资金将用于成都年产 28 万吨无菌灌装液体奶茶项目和天津年产 11.2 万吨无菌灌装液体奶茶项目。除了可转债项目, 从 2017 年开始公司就不断建设液态奶茶生产线, 目前浙江湖州 10.36 万吨生产线已经建设完毕投入使用, 广东江门 18 万吨生产线生产基地已经进入设备调试阶段。随着各条产线的达产, 预计未来公司液态产能将达到 67.56 万吨。可转债的发行让公司拥有更充沛的资金加速建设液态奶茶厂, 产能不足问题有望尽快解决。

表 5: 公司液态奶茶产能情况

工厂名称	项目简介	项目进展
浙江湖州液体奶茶厂	10.36 万吨生产建设项目	一期 2017/03 投产, 二期 2018/06 投产, 三期在建
广东江门液体奶茶厂	18 万吨生产线建设项目	预期 2019 年 5 月份产能达到良好状态
天津临港液体奶茶厂	11.2 万吨生产线建设项目	预计 2019 年三季度投产
成都温江液体奶茶厂	28 万吨生产线建设项目	预计 2020 年 3-4 季度投产

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 1.3.2 股权激励提升公司活力, 彰显公司发展信心

**公司于 2018 年实施四年期股权激励计划。**2018 年 9 月 28 日, 公司审议通过限制性股票激励计划, 通过限制性股票来激励公司董事、高级管理人员、核心管理人员和核心技术 (业务) 人员的工作积极性, 本次股票激励计划授予对象共 67 名, 1935 万股限制性股票, 占股本总额 4.84%, 限制性股票的授予价格为 7.85 元/股。

**实施股权激励保障业绩稳步提升。**股权激励计划分四年解锁, 分别以 2017 年营业收入和 2017 年净利润作为基准, 2018-2021 年营收增长率分别不低于 20%/50%/80%/115%, 净利润增长率分别不低于 10%/35%/75%/115%。2018 年营业收入同比增长 23.13%, 净利润同比增长 17.53%, 达到了第一阶段解锁条件。股权激励计划将激发管理团队的积极性, 提高经营效率, 降低代理人成本, 促进公司业绩稳步提升。按照股权激励计划和 18 年业绩完成情况, 2019-2021 年公司营收目标不低于 39.61 亿/47.53 亿/56.77 亿, 同比不低于 21.82%/20.00%/19.44%, 净利润目标不低于 3.61/4.69/5.76 亿元, 同比不低于 14.87%/29.63%/22.86%。

表 6: 公司股权激励计划

阶段	2017 年度营业收入为基准	2017 年度净利润为基准
1	2018 年度营业收入增长率不低于 20%	2018 年度净利润增长率不低于 10%
2	2019 年度营业收入增长率不低于 50%	2019 年度净利润增长率不低于 35%
3	2020 年度营业收入增长率不低于 80%	2020 年度净利润增长率不低于 75%
4	2021 年度营业收入增长率不低于 115%	2021 年度净利润增长率不低于 115%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 7: 公司股权激励计划费用摊销

授予限制性股票数量 (万股)	需摊销的总费用 (万元)	2018 年 (万元)	2019 年 (万元)	2020 年 (万元)	2021 年 (万元)	2022 年 (万元)
1935	14144.85	1060.86	6011.56	3948.77	2239.6	884.05

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**表 8: 公司股权激励解锁业绩要求 (以 18 年实际业绩为基础)**

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
收入 (亿)	32.52	39.61	47.53	56.77
同比	23.13%	21.82%	20.00%	19.44%
净利润 (亿)	3.15	3.61	4.69	5.76
同比	17.53%	14.87%	29.63%	22.86%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2. 行业内部结构调整显著, 公司赛道具备广阔空间

### 2.1 饮料行业增速趋缓, 结构性调整明显

软饮料行业品类丰富, 增长稳定, 发展空间尚存。随着我国经济不断发展, 居民消费能力不断提高, 软饮料行业得到了巨大的发展。从品类上看, 目前软饮料种类众多, 分为茶饮料、碳酸饮料、瓶(罐)装饮用水、果蔬汁、含乳饮料、植物蛋白饮料和固体饮料。从销售额来看, 虽然近年软饮料行业增速下降, 但依旧保持稳定增长, 2012-2017 年销售额 CAGR 为 7.24%, 行业规模达到 5736 亿元 (2017 年), 预计 2019 年饮料行业整体规模 6000 亿, 行业呈现缓慢增长态势。

**图 8: 软饮料行业销售额**

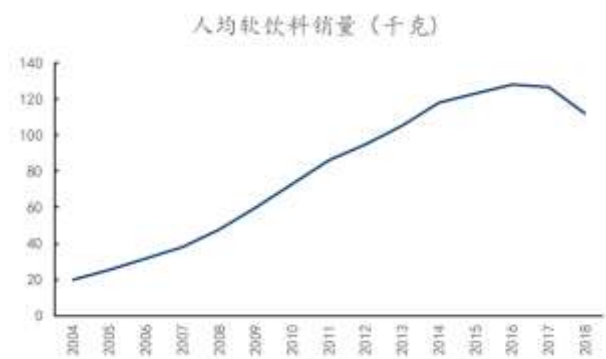

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 9: 软饮料行业细分**


资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

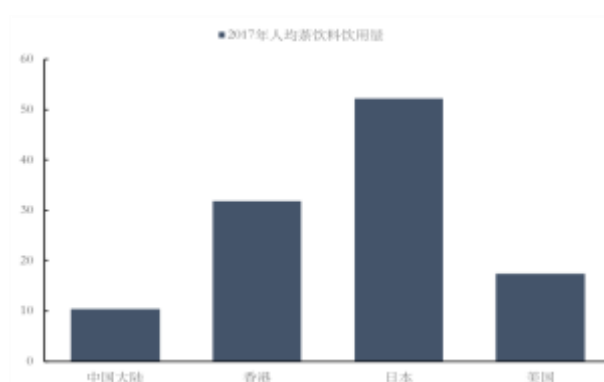
- ◆ **从销量增长空间上看**, 从 1997 年开始, 我国软饮料经历长达 20 年的平稳发展, 2018 年软饮料产量 1.56 亿吨, 同比下降 13.14%, 而中国人均软饮料消费量在 2018 年为 112 千克, 也有所下降, 主因人们对软饮料的消费从量转向质。另一方面, 日本、韩国和中国台湾人均软饮料消费量在 200-400 千克之间, 与之对比, 我国人均软饮料消费量仍有数倍成长空间。以细分领域茶饮料为例, 日本、美国、中国香港 2017 年人均茶饮料饮用量分别达 52.2、17.4、31.8 升/人, 而中国大陆 2017 年人均茶饮料饮用量仅为 10.4 升/人, 我国茶饮料饮用量与其他市场相比有较大提升空间。
- ◆ **从消费能力上看**, 2010-2018 城镇居民人均食品消费性支出一直保持着平稳的发展, CAGR 为 7.24%, 2018 年城镇居民人均食品消费性支出为 7239 元, 同比增长 3.40%。对食品消费支出保持稳定上升的趋势, 也为未来饮料需求量稳定上升打下基础。

图 10：人均软饮料销量



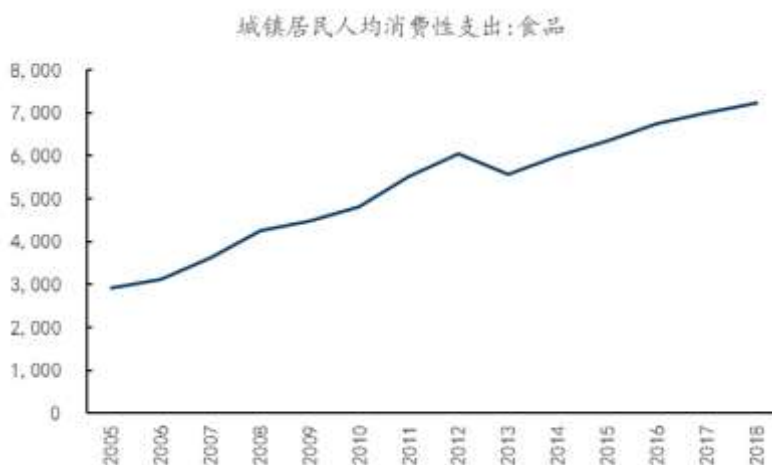
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 11：不同国家、地区人均茶饮料饮用量（升/人）



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

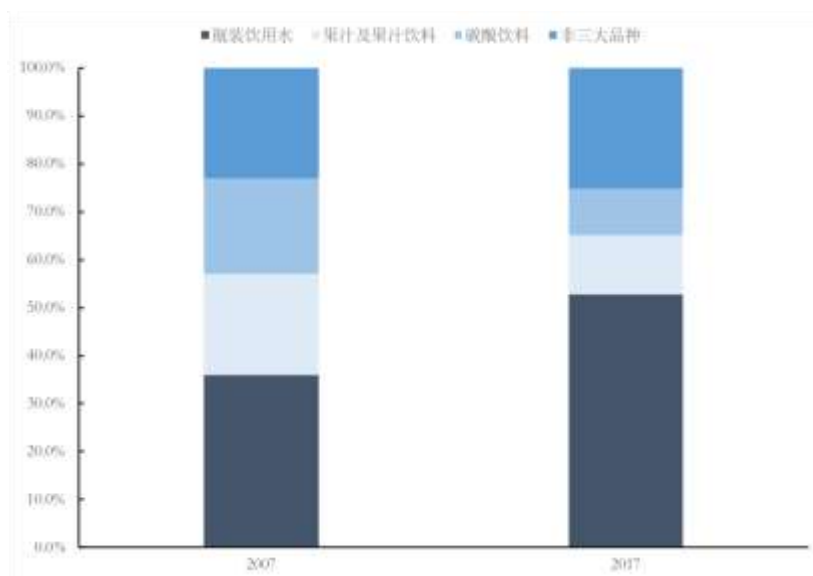
图 12：城镇居民人均消费性支出：食品



资料来源：Wind，东兴证券研究所

与行业增速放缓形成对比的是，行业内部结构调整显著。随着人们消费观念的改变，行业内不同品类饮料的占比已经发生了巨大的变化。从产量来看，2017 年我国包装饮用水类饮料产量为 9535.73 万吨，占全国饮料产量比重由 2007 年的 36% 大幅增长至 2017 年的 52.83%。而碳酸类饮料 2017 年产量为 1744.41 万吨，占比由 2007 年的 20% 下跌至 2017 年的 9.66%。未来随着消费观念的不断升级，饮用水及各类健康饮品占比有望进一步提高，而碳酸饮料比重预计将进一步缩小。

图 13: 2007 年及 2017 年饮料行业产量细分区域分布情况 (%)



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

## 2.2 观念升级, 行业呈现高端化、健康化和年轻化趋势

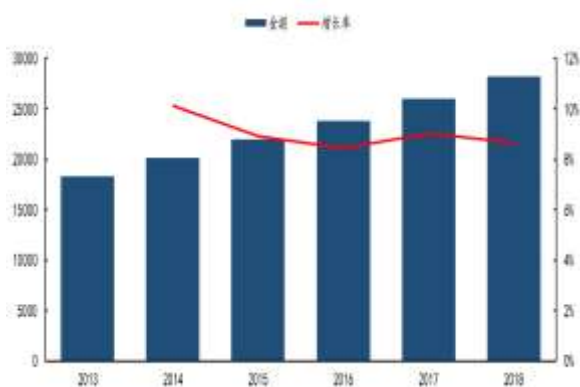
### 2.2.1 人均可支配收入增长以及消费人群的变更是行业趋势的驱动力

随着居民可支配收入的提升, 人民日益增长的物质需求也随之提升, 进而催生消费升级。在第四消费时代, 高端化和健康化的趋势显现, 而“Z 世代”的出现, 也使得消费需求变得多样化。

- ◆ **第四消费时代:** 新时代的消费理念, 已经从崇尚时尚、奢侈品, 转变为注重质量和健康的消费。这一转变很大程度来源于人民生活水平的提高, 主要体现在人均可支配收入的上涨, 由 2013 年的 18310 元上涨到 2018 年的 28228 元, 涨幅达 54.16%。生活水平的提高加之人民消费意识的改善, 催生消费升级, 与此同时, 消费观念愈发朝向健康化发展。据中国居民健康素养监测结果显示, 中国居民健康素养水平由 2015 年的 10.25% 上升至 2017 年的 14.18%, 呈持续上升态势。
- ◆ **“Z 世代”:** Z 世代是指出生于 95 后 00 后的新一代人, 对于营销厂商来说, 他们已经走入品牌眼中, 并成为与“千禧一代”一样甚至更加重要的消费群体。他们都是乐于接受新鲜事物的“市场先行者”, 也正在迅速成长为未来消费的主导力量。他们的消费观念不仅是为了物质上的满足, 另有了为了寻求情感诉求、追求有品质的生活和寻找符合自己的独特标签作为自己消费的三大目的。因此, 他们对产品的差异化要求更高, 对高端化、年轻化的产品的需求也更为多样。



图 14：2013–2018 年我国人均可支配收入（单位：元）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 15：2012–2017 年中国居民健康素养水平



资料来源：国家卫生计生委，东兴证券研究所

## 2.2.2 软饮料行业高端化、健康化和年轻化趋势显著

在消费升级的背景下，行业呈现显著的高端化和健康化趋势。近些年，符合健康特点的运动饮料、清淡饮料、纯果汁等品类受到消费者的热烈追捧，同时碳酸饮料公司也在大力推出零卡路里或低卡路里的产品从而迎合消费者强烈的健康诉求。消费者健康意识的加强也带来了其对原材料及配方的天然、无添加等高端化的需要。而软饮料的主要消费人群已经从 30–40 年龄的中生代向更年轻的“Z 世代”转移，为了吸引更多的未来的年轻消费者，年轻化的产品设计成为了企业的竞争力。

- ◆ **高端化**：随着软饮料行业产品的不断升级，产品不再是通过劣质香精制作而成，拿果汁为例，目前市场上的 NFC 已经越来越受消费者欢迎，NFC 是完全使用水果榨成的果汁，没有添加剂，软饮料变得越来越健康。
- ◆ **健康化**：从数据来看，碳酸饮料占比越来越小，而具有健康属性的含乳饮料和植物蛋白饮料、茶饮料等占比不断提高，茶饮料未来增长空间巨大。根据软饮料固定资产投资完成额数据，目前碳酸饮料占比不断缩减，目前饮料行业中茶饮料占比 19%，未来随着健康观念进一步深化，茶饮料规模占比有望进一步提高。
- ◆ **年轻化**：近些年来，我国食品饮料行业消费主力军已转移至年轻的消费群体，目前我国年轻消费者达 3 亿人，约占人口总数的 22%，年轻消费者的需求逐渐成为市场的风向标。因此，为贴合年轻一代消费升级的消费者需求，饮料行业公司也推出高颜值、个性化产品，例如小茗同学、茶π等爆款。

## 2.3 行业趋势叠加品类结构转换，茶饮和奶茶仍具备发展空间

通过分析，我们认为公司所处的两条赛道——杯装奶茶和茶饮行业仍然具备成长空间。公司成立至今，开创了杯装奶茶市场，作为细分领域，公司凭借多元化的产品口味和营销，稳坐行业龙头。而近年来，随着现制茶饮门店的快速扩张，奶茶市场也得到了快速的发展。杯装奶茶凭借其方便性和口味多元化，受益行业扩张。另一方面，公司开发即饮产品果汁茶，进入茶饮子行业。目前高端化、健康化和年轻化趋势已经接替量增，成为茶饮行业的驱动力，茶饮行业将迎来新一轮的增长机遇。

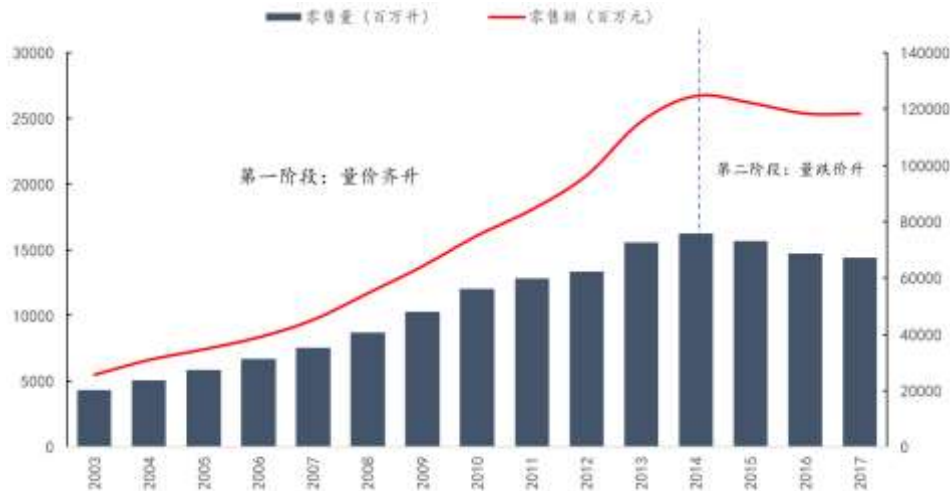
### 2.3.1 行业趋势激发了茶饮料市场的二次发展

茶饮行业迎来拐点，驱动因素由“量向价”转变。我国茶饮料行业的发展大致经历了两个阶段：一是量价齐升阶段（2014 年以前），该阶段行业的增长主要由零售量贡献，零售量由 2003 年的 4333 百万升增长至 2014 年的 16240 百万升，CAGR 为 12.76%。二是量跌价升阶段（2014 年以后），该阶段销售量降幅较大，带动行业



零售额下滑, 但零售额的降幅较销量小。2014 年至 2017 年, 零售量下降 11.19%, 而零售额仅下降 5.13%。两个阶段的变更反映了行业的驱动因素由销量转向价格。

图 16: 茶饮料行业零售量和销售额增长情况



资料来源: Euromonitor, 东兴证券研究所

**高端化、健康化和年轻化趋势接替量增, 驱动行业继续发展。**我们认为茶饮料行业销量下降的主要受高端化健康化趋势的影响。在行业销量高增的阶段, 茶饮主要以调味茶为主, 例如康师傅绿茶、统一冰红茶等, 占据茶饮市场约 85% 的份额。随着高端化和健康化趋势的显现, 主打无糖、天然等健康概念的茶饮出现, 调味茶销量开始下滑, 行业进入结构性调整阶段, 健康茶饮逐渐占据市场主流。此外, 年轻化也成为近年茶饮料市场的主要竞争优势。小茗同学、茶π 等爆款的出现, 均是精准的定位在年轻消费群体, 借助产品的多样化和差异性成就大单品。

### 2.3.2 杯装奶茶天花板尚远, 未来稳健增长可期

**不同品类和业态共同培育奶茶消费市场。**在我国, 奶茶行业经历了从粉末冲泡、到杯状固体, 再到门店即饮的发展, 行业品类和业态越来越丰富。在多种品类共同发展的推动下, 奶茶行业规模逐年增长。特别是近几年随着各种网红奶茶店的出现, 奶茶的消费量被进一步推升。截至 2018 年 Q3, 全国现制茶饮门店数量超过 45 万家, 同比增长 80%。在多品类和业态共同的培育下, 我国奶茶市场规模有望突破千亿。据前瞻产业研究院测算, 2014 年至 2018 年, 我国奶茶市场零售额复合增长率超过 20%, 并于 2018 年超过 500 亿元人民币, 未来我国奶茶市场容量有望达到 986 亿元。

**杯装奶茶受益行业增长, 公司凭借自身优势不断突破天花板。**杯装奶茶所具备的便捷性、口味丰富性等, 适合当前消费多样性的趋势。在奶茶行业增长的同时, 杯装奶茶也将随着行业的增长共同发展。预计 2018 年杯装奶茶的市场规模达 60 亿元, 约占奶茶行业的 12%, 随着行业的发展, 杯装奶茶规模有望达到 120 亿的规模。从公司角度而言, 香飘飘的冲泡奶茶具备自身独有的优势, 较低的价格对应巨大的消费群体; 此外, 公司多年的经营保证了产品的品质, 消费者认可度高, 产品口味丰富度不断提高; 作为龙头公司将率先受益行业的发展。预计行业在未来 5-8 年内不会出现天花板。

图 17：2016–2018 年中国现制茶饮门店数量（万家）



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

### 3. 液态产品丰富公司产品矩阵，果汁茶放量在即

随着居民可支配收入的提升，消费升级逐步显现。在第四消费时代，高端化和健康化的趋势显现，而“Z世代”的出现，也使得消费需求变得多样化。在高端化、健康化和年轻化的行业背景下，公司顺应行业趋势，推出液态即饮产品。液态奶茶兰芳园和Meco牛乳茶定位中高端市场，主打品牌高端化。而果汁茶目标客户定位在年轻一代的大学生和白领，主打零添加，顺应行业健康化和年轻化趋势。

#### 3.1 横向扩品，液态奶茶助力公司提升品牌价值

公司作为杯装奶茶开创者，横向扩品，进军液态奶茶。公司把握消费升级的风口，于2017年4月推出液体奶茶两大新品牌“兰芳园”和“MECO”，主要定位在中高端，丰富公司的产品矩阵和价格带。

- ◆ 兰芳园：兰芳园具有68年的历史，属于非物质文化遗产。兰芳园茶餐厅被誉为香港第一好吃的茶餐厅，铺面虽然简陋，食物水准却是超一流。公司通过8050万元购买香港“兰芳园”品牌在港澳台地区以外的永久使用权公司，出于对非遗的保护，保留原配方，定位高端，对标高端咖啡，定价10-12元。
- ◆ Meco：“Meco”是公司为了液态奶茶全新塑造的新品牌，“MECO”牛乳茶定价8-10元，品牌注重年轻化，聘请陈伟霆先生作为代言人，通过引起年轻人每天为理想拼搏，工作、学习压力大的共鸣，引导年轻人将引用奶茶作为放松休闲方式。公司塑造全新品牌“MECO”也是为了抵消“兰芳园”与冲泡奶茶价格差异过大带来的影响。

图 18: 兰芳园



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

图 19: MECO 牛乳糖



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

**打破传统品牌认知, 提升公司品牌形象:** 公司在杯装奶茶行业耕耘十几年, 产品和品牌形象以低端为主, 形象老旧。公司此次进军液态奶茶, 有利于借助“兰芳园”品牌形象塑造高端奶茶产品。另一方面, 为了与市面上的工业奶茶产生差异, 香飘飘奶茶抓住消费观念升级, 坚决执行五不添加, “不添加植脂末、防腐剂、增味剂、甜味剂、着色剂”, 从产品品质上与竞争者拉开距离。产品的创新叠加“兰芳园”的品牌加成, 公司战略符合现代消费越来越注重品牌和品质的观念。

**液态奶茶短期增量较小, 长期仍具备爆发空间。** 公司对液态奶茶的定位主要在高端消费人群, 目前仅在一线和新一线城市布局 Meco 牛乳茶和兰芳园奶茶。液态奶茶作为公司的高端产品, 短期并不追求量的快速增长, 仍将把牛乳茶和兰芳园作为公司高端品牌化进程的重要战略。预计 2019-2021 年公司液态奶茶营收分别为 2.19/2.35/2.51 亿元, 同比增长 0.14%/7.53%/6.54%。未来随着消费升级趋势的演进, 公司高端产品将具备较大的渠道下沉和增长空间。

表 9: 液态奶茶业务测算表

	指标	2018	2019E	2020E	2021E
液态奶茶	总收入 (万元)	21,842.95	21,872.66	23,519.74	25,058.73
	yoy	0.55%	0.14%	7.53%	6.54%
	总成本 (万元)	14,955.04	14,506.48	15,324.40	16,008.55
	yoy	-4.30%	-3.00%	5.64%	4.46%
	毛利率	31.53%	33.68%	34.84%	36.12%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

## 3.2 果汁茶顺应行业趋势, 大单品形成可期

### 3.2.1 全新产品“果汁茶”, 向健康出发

**新一代茶饮:** 2018 年公司推出“MECO 果汁茶”, 定位为“新一代茶饮”, 以纯正果汁+现萃茶底制成, 以健康和口味作为追求。果汁茶是第一款强调果汁和茶的营养与健康的产品, 既保留了茶的营养, 还保留了果汁的口感和健康。作为一个全新属性定位的产品, 果汁茶的上市一方面丰富了公司产品矩阵, 同时也有利于公司优先占领市场。

**坚持“健康、营养”的研发方向:** 果汁茶以纯正果汁+现萃茶底制成,  $\geq 10\%$  果汁添加, 中和茶饮的苦涩感, 10% 的比例超过了大部分同属性的其他产品, 保留了健康的追求; 四不添加 (不添加防腐剂、不添加增味剂、不添加甜味剂、不添加色素), 确保了产品的真茶真果汁的健康饮品品质, 顺应了行业健康化趋势。

表 10: 果汁茶营养成分表 (以泰式青柠茶为例)

项目	能量	蛋白质	脂肪	碳水化合物	钠
每 100 毫升	265 千焦	0 克	0 克	15.6 克	35 毫克
NRV%	3%	0%	0%	5%	2%

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

**产品更新能力强, 有助于延长产品生命周期。**一般情况下, 软饮料行业单品的生命周期在 1 年左右, 为了延续产品的生命周期, 企业一般通过推出新口味、换新包装等方式实现。公司具备强研发实力, 在新品的开发速度上也有较出色的表现。公司于今年 5 月份上市新品“轻奶茶”, 在保持原有奶茶的口味上, 尽可能的降低热量, 同时仍采用“果汁茶口径”进行推广, 能够有效的延长产品的生命周期。

图 20: 香飘飘果汁茶



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

图 21: 香飘飘轻奶茶



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

### 3.2.2 产品年轻化定位, 新媒体宣传助力公司丰富品牌形象

从 2005 年到 2017 年, 公司专营固态奶茶 12 年, “香飘飘”品牌已经与杯装奶茶产品形成较强的对应关系, 品牌形象有所固化。另一方面, 公司通过传统的电视媒体等方式推广产品, 一定程度也使得品牌形象有所老化, 消费者容易产生审美疲劳。2018 年公司推出新品“果汁茶”, 通过年轻化的产品定位和新媒体宣传方式, 为公司品牌注入新活力, 有利于丰富公司品牌形象。

- ◆ **产品定位年轻化。**果汁茶从产品属性来看, 属于休闲饮品, 容易吸引年轻消费者; 从口味来看, 针对年轻消费者推出桃桃红柚、泰式青柠、金桔柠檬等口味。公司聘请陈伟霆先生作为代言人, 增加品牌年轻化形象。**“果汁茶”充满着年轻化的元素, 为公司品牌增加了年轻化的活力。**
- ◆ **包装新颖。**从外观来看, 果汁茶的杯子有特殊工艺, 特殊生产线, 包装精美, 深受年轻人喜爱, 并迅速成为“网红”饮料。从颜色选择上, 公司选用粉色、橙色和绿色, 颜色上属于亮色, 容易吸引消费者眼球。
- ◆ **新媒体宣传为品牌注入新活力。**公司在果汁茶的推广上有别于固体奶茶的传统方式, 而是采用新媒体进行宣传。线上方面, 公司通过主流 APP 进行推广, 与新浪微博、QQ 音乐、超级课程表、作业帮等年轻人使用率极高的热门 APP 合作进行封面广告宣传; 在热播剧植入广告宣传, 如《知否知否》、《青春的花路》; 通过微信、抖音、小红书等自媒体平台宣传, 进一步占领消费者视线。线下方面, 公司在高校与社团等合作进行推广, 进一步的扩大产品和品牌在年轻群体的影响力。此外, 公司在全国启动水龙头大战, 在全国重点打造 100 个核心城市推广果汁茶, 在这些城市有效铺货的同时, 打造一万家高势能门店。



图 22: 果汁茶新媒体广告



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

图 23: 香飘飘在《知否知否》中的广告植入



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

### 3.2.3 精准定位叠加新颖设计, 大单品形成可期

“精准定位+新颖设计”是大单品的共性。近年来, 茶饮料市场不断涌现大单品, 例如统一旗下的“小茗同学”、“阿萨姆奶茶”和农夫山泉旗下的“茶π”, 这些产品目前都已经成长为 20 亿级别的单品。通过研究大单品的发展历程和特性, 我们认为精准的定位加上新颖的设计是成就大单品的必要因素。

- **明确特定消费人群。**“茶π”主要定位 90 后、00 后等年轻人群, 一经推出就在校园中推广, 并选择 BIGBANG、吴亦凡等代言; “阿萨姆奶茶”主要定位女性消费者, 尤其是 18-30 岁的女性; “小茗同学”主要定位“95 后”学生群体, 通过 IP 形象和年轻化包装吸引学生群体。推出之初明确定位群体, 有利于公司实现精准营销, 一方面提升营销效率, 另一方面有利于公司以小范围群体为基础, 通过更多口味的推出, 扩大消费者群体覆盖范围。
- **新颖设计吸引年轻消费者。**我们发现大单品的主要定位均集中在“90 后”一代, 除了精准营销外, 新颖的设计也是必不可少的。随着消费升级, 消费者不断重视消费体验和消费情怀, 具备独有特色的产品更易吸引消费者, “小茗同学”通过冷泡工艺和 Q 版形象; “茶π”通过优质茶叶, 果汁和插画风格吸引消费者并成为爆款。随着第四消费时代和“Z 世代”的到来, 差异化或将成为产品设计的重要决定因素。

表 11: 茶饮料大单品特性分析

产品	上市时间	年销售规模	特点
小茗同学	2015 年 3 月	20 亿+	冷泡工艺+Q 版形象
茶π	2016 年 5 月	30 亿+	优质茶叶+果汁+插画风格
阿萨姆奶茶	2009 年	20 亿+	较早进军 PET 瓶装奶茶

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

果汁茶符合大单品特质, 在公司优秀的运作经验下已有所显现。从定位来看, 果汁茶定位年轻消费群体, 从特点来看, 果汁茶属于全新品类产品, 且包装设计新颖, 具备大单品的两大特质。历史上大单品大多在短时间内完成放量, 小茗同学推出 5 个月实现营收 5 个亿; “阿萨姆奶茶”推出当年实现营收近 5 亿, 并在第三年突破 20 亿营收; “茶π”6 个月实现营收 10 个亿。公司运营固体奶茶 14 年, 具备丰富的饮料运作经验, 凭借公司的运作, 果汁茶在 2018 年 7 月上市至今已经初步具备大单品特质。2018 年半年时间果汁茶实现营收 2 亿元, 2019Q1 实现营收 1.7 亿, 在产能受限的情况下, 果汁茶销售情况亮眼, 具备大单品潜质。

表 12：茶饮料大单品通常在短时间完成放量

产品	推出时间	销售额	目前销售规模
小茗同学	5 个月	5 亿	20 亿+
茶π	6 个月	10 亿	30 亿+
阿萨姆奶茶	3 年	20 亿+	20 亿+
果汁茶	6 个月	2 亿	2019 年预计 9.5 亿

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所




### 3.3 差异化定位拓宽消费群体，果汁茶成业绩增长新引擎

#### 3.3.1 果汁茶借助差异化策略，为公司开拓新的用户群体

我们在 1.2.1 中分析道，公司各品类之间的价格带、用户群体等定位均不同，构成了错落有致的产品矩阵。而与竞品相比，公司产品仍然具备差异化，能够在激烈的行业竞争中脱颖而出。近年奶茶行业发展迅速，从软饮料大单品的茶π、小茗同学，到不断涌现的网红实体奶茶店如喜茶、奈雪等，行业不断出现新产品，竞争也在不断地加剧。果汁茶具备该类竞品的特征，但具有明显的差异化，从而能够获取新的用户群体。

- ◆ **与软饮料竞品相比，果汁茶严格意义上是新品类，包装新颖，且注重健康元素。**在软饮料行业中，果汁茶在价格带和消费人群的定位上与茶π、小茗同学相似，但果汁茶严格意义上来说是属于新品类，与茶饮仍然存在一定的差异，特别是口味上的差别。另一方面，果汁茶更注重健康属性，以纯正果汁+现萃茶底制成，主打零添加，是第一款强调果汁和茶的营养与健康的产品。此外，为了与竞品区分，果汁茶采用杯装包装，与竞品的瓶装形成鲜明的对比。
- ◆ **与现制饮品相比，差异性主要体现在渠道、价格和消费场景上。**与喜茶和奈雪等网红实体店奶茶产品相比，果汁茶渠道覆盖更广，电商渠道，商超、便利店等渠道都可以为消费者提供产品。价格带方面，果汁茶价格定位更低，更具价格优势。消费场景方面，果汁茶主要针对日常休闲饮用，主打日常消费场景，而喜茶等现制奶茶主要以现场到店消费场景为主。

表 13：果汁茶与行业竞品对比

产品	介绍	渠道	消费场景	价格（元/瓶）	产品
喜茶	2012 年 5 月 12 日开业，创新茶香导向的健康奶茶，根据消费者意见持续调整配方	现制门店，购物中心等	现场到店消费	20.0-25.0	
奈雪	创立于 2015 年 11 月，创新打造“茶+软欧包”的形式，试图营造“1+1>2”的效果	现制门店，购物中心等	现场到店消费	25.0-35.0	
茶π	2016 年 3 月上线，推出柚子绿茶、西柚茉莉茶、蜜桃乌龙茶、柠檬红茶四种口味	传统流通渠道	日常休闲消费	4.5-5.0	



小茗同学	2015 年 3 月上线, 推出青柠红茶、冰橘绿茶、翡冷绿茶和茉莉绿茶四种口味	传统流通渠道	日常休闲消费	4.5-5.0
------	---	--------	--------	---------



果汁茶	2018 年 7 月推出, 第一款强调果汁和茶的营养与健康的产品	传统流通渠道	日常休闲消费	5.0-6.0
-----	----------------------------------	--------	--------	---------



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

### 3.3.2 果汁茶放量在即, 毛利率仍存改善空间

**产能瓶颈突破, 果汁茶大单品放量可期。**2019 年湖州和江门液态奶茶生产基地可以投入生产, 计划产能 28.36 万吨, 考虑到江门生产基地今年完工, 新基地产能会有所浪费, 两厂实际产能也将至少达到 20 万吨。2018 年液态奶茶产量 5.15 万吨, 其中果汁茶产量 3.57 万吨。按照 18 年果汁茶产量占液态奶茶产量的比重测算, 2019 年果汁茶产能有望达到 13.86 万吨, 较 18 年增长 288%。2018 年 6 个月果汁茶贡献 2 亿营收主要受制于产能, 公司渠道铺货难度低, 预计 2019 年产能达到 17.60 万吨的情况下, 果汁茶有望贡献 9.5 亿左右的营收。未来在液态奶茶满产的情况下, 果汁茶营收有望突破 20 亿元。

**随着果汁茶的放量和新厂的磨合, 产品毛利率改善预期强。**从毛利率来看, 2018 年果汁茶毛利率为 23.37%, 较杯装奶茶低 19.27pct, 主因公司为果汁茶配备从国外引进的全新生产设备, 新设备与老厂磨合程度低, 导致折旧等制造费用较高。(2018 年制造费用占生产成本比例: 杯装奶茶 5.8%, 果汁茶 11.35%)。未来随着果汁茶的放量, 规模效应或将显现, 制造费用降低带动果汁茶毛利率提升。预计 2019 年果汁茶毛利率有望达到 30.02%, 提高 6.65pct。

表 14: 果汁茶业务测算表

指标	2018	2019E	2020E	2021E
总收入 (万元)	20,070.96	95,089.77	163,883.57	244,178.39
yoy		373.77%	72.35%	49.00%
果汁茶				
总成本 (万元)	15,380.57	66,547.34	113,005.14	165,565.85
yoy		332.67%	69.81%	46.51%
毛利率	23.37%	30.02%	31.05%	32.19%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

## 4. 固态奶茶构筑公司护城河, 产品量价齐升仍可期

### 4.1 优化冲泡产品结构, 夯实公司业绩护城河

#### 4.1.1 好料系列应势而生, 丰富产品多样性

在消费升级的趋势下, 公司不断开拓新品, 在经典系列的基础上, 推出了好料系列。好料系列是经典系列的升级版, 精选印度红茶, 新西兰奶源, 用心调制浓醇奶茶, 在舌尖烘焙曼妙滋味。目前公司好料系列口味众多, 有雪糯椰浆、蓝莓口味、芒果布丁、芝士燕麦和红豆口味。好料系列的推出为消费者提供了更多的消费

选择, 是公司开始注重产品多样化的开端, 推出好料奶茶之后, 公司不断改良老口味, 并推出即饮系列奶茶, 产品丰富度不提升。此外, 公司将在三季度对冲泡系列进行升级, 推出双料系列, 不断丰富产品多样性。

图 24: 固态奶茶“好料系列”



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

表 15: 公司产品推出时间表

时间	推出产品
2005 年	经典系列奶茶, 推出原味、香芋、麦香、草莓、巧克力、咖啡六种口味
2011 年末	推出好料系列, 红豆味奶茶
2014 年	推出升级版红豆奶茶、芝士燕麦、黑米椰浆、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
2017 年	推出“爆爆珠”版的芝士燕麦和黑米椰浆奶茶, 推出“MECO”牛乳茶和“兰芳园”丝袜奶茶两款液体奶茶
2018 年	推出新品三种口味的“MECO”果汁茶

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

#### 4.1.2 冲泡系列构筑公司业绩护城河, 量价齐升助营收稳健增长

冲泡系列奶茶目前仍是公司营业收入的主要来源, 2018 年占营收比例为 86.26%, 是公司业绩的基石。2018 年冲泡奶茶系列增长强劲, 实现营收 28.04 亿元, 同比增长 17.19%, 较 17 年大幅提升 15.57pct。我们预计未来冲泡奶茶业务仍将维持 10%左右的增速, 呈现量价齐升的趋势, 主要原因一是产品品种增加、渠道下沉带来的量的增长, 二是产品结构升级推动价格提升。

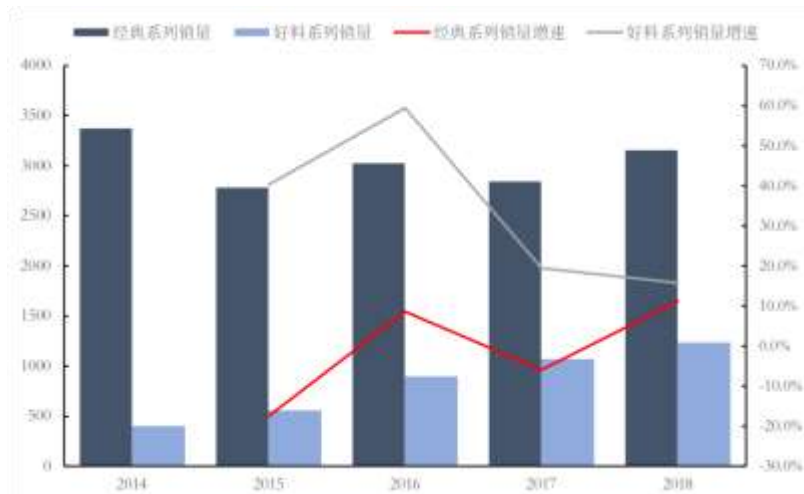
**图 25: 冲泡系列营收占比**


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**图 26: 冲泡奶茶营收情况**


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

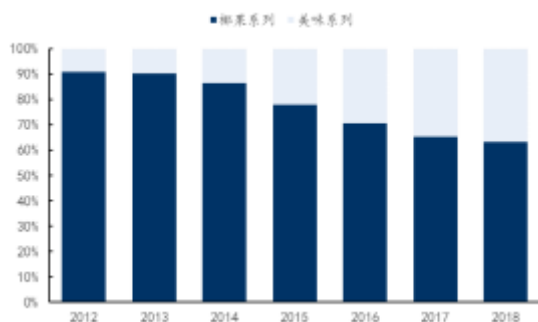
- ◆ **量: 产品多样性提升+渠道下沉助力销量增长。**公司冲泡奶茶销量近几年呈现稳步增长态势, 销量从 2014 年的 3817 万箱上升至 2018 年的 4412 万箱, CAGR 为 3.69%, 其中经典和好料系列销量 CAGR 分别为 -1.67%/32.61%。我们认为公司冲泡系列仍能保持稳定增长的主要原因, 一是公司通过不断的丰富杯装奶茶的产品多样性, 以期满足更多消费者的需求, 从而促进消费的增长; 另一方面, 公司产品顺应消费升级趋势, 推出高端好料系列, 也为公司贡献销售增量。二是公司实行“三专”经销策略 (本文第五部分), 通过渠道下沉拓展, 带动产品销量的增长。

**图 27: 经典及好料系列销量 (万箱) 及增速**


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

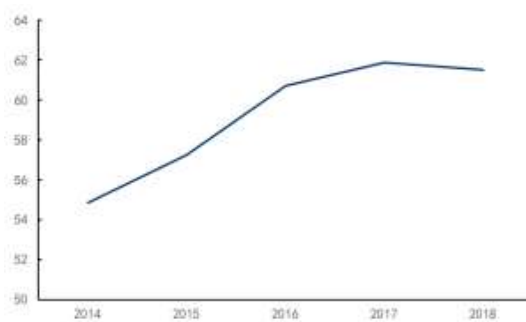
- ◆ **价: 产品结构升级+提价, 带动均价上升。**在消费升级的浪潮下, 好料系列重要性凸显, 成为冲泡奶茶增长的新动能。随着产品结构的改善, 产品的均价也得到了一定程度的提升。好料系列营收占比从 2014 年的 13.43%快速增长到 2018 年的 31.75%, 与此同时公司产品单箱均价也上升至 2018 年的 61.53 元, 较 2014 年提升 12.23%。此外, 公司 2018 年对好料系列集体直接提价 10%, 也为公司产品均价提升贡献了一部分力量。

图 28: 冲泡奶茶产品结构



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 29: 公司产品单箱均价



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 4.2 冲泡系列仍将保持稳健增长, 结构升级提高产品毛利率

冲泡系列营收增速预计维持在 10% 左右, 产品结构升级推升毛利率提升。我们在 2.3.2 部分分析道, 杯装奶茶行业仍将维持缓慢增长的态势, 未来 5-8 年不会出现天花板。公司作为行业龙头, 仍将继续加深产品的结构升级和渠道深耕, 量价齐升共同推动营收稳健增长。预计 2019 年杯装奶茶实现营收 30.08 亿元, 同比+7.28%, 其中经典系列和好料系列分别实现营收 19.41 亿/10.67 亿, 同比增长 9.55%/3.38%。19 年营收增速较低主因公司三季度将更换固态产品包装, 且增加新品“双料系列”, 上半年控量清库存。从毛利率上看, 随着高端系列占比的不断提升, 公司产品结构不断优化, 毛利率水平改善, 预计 2019-2021 年杯装奶茶毛利率水平呈现上升趋势, 分别为 43.20%/44.29%/44.86%。

表 16: 固态奶茶业务测算表

	指标	2018	2019E	2020E	2021E
经典系列	总收入 (万元)	177,199.64	194,122.92	212,373.00	230,512.50
	yoy	10.54%	9.55%	9.40%	8.54%
	总成本 (万元)	102,463.77	111,132.56	120,260.24	130,012.54
	yoy	10.18%	8.46%	8.21%	8.11%
	毛利率	42.18%	42.75%	43.37%	43.60%
好料系列	总收入 (万元)	103,233.12	106,722.77	122,480.37	143,441.02
	yoy	29.90%	3.38%	14.76%	17.11%
	总成本 (万元)	58,379.53	59,761.27	66,276.86	76,173.29
	yoy	25.68%	2.37%	10.90%	14.93%
	毛利率	43.45%	44.00%	45.89%	46.90%
合计	总收入 (万元)	280,432.77	300,845.69	334,853.37	373,953.51
	yoy	16.96%	7.28%	11.30%	11.68%
	毛利率	42.64%	43.20%	44.29%	44.86%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

## 5. “三专”策略深耕市场, 产品渠道协同显现

**三专政策:** 公司以果汁茶为支点, 推动三专政策。三专主要分为专营、专职和专项奖励。专营主要鼓励经销商只经营香飘飘产品, 专职是指经销商配置专门人员和车辆只用于销售香飘飘产品, 而专项奖励则给予一定

的销售返点。公司以提供人员基础津贴的方式, 强化经销商专职人员的配置, 以冲泡奶茶+果汁茶的销售互补, 打通经销商的常时性运营。

## 5.1 协同一：即饮为“三专”提供可能，提升公司营销效率

**即饮的推出为“三专”提供基础。**由于公司固态奶茶的消费特性, 使得公司销售旺季在秋冬季, 公司春夏季营收占比较小。季节波动导致公司经销商在淡季的时候转而铺货其他产品, 而不做香飘飘产品的深耕推广, 这也使得经销商积极性和渠道深耕程度较低。**即饮系列的推出, 使得公司产品基本能够实现全年覆盖, 季节性波动有望不断平滑, 这也为“三专政策”的推广提供基础。**

在推出即饮系列产品后, 公司“三专政策”发展阻力变小。2017年之后, 公司相继推出液态奶茶和果汁茶, 一定程度推动“三专”的发展。2018年专职经销商数量为673个, 占比52%, 同比增长61%, 专营经销商数量为42个, 占比3%, 同比增长133%。未来公司将重点推进“三专政策”, 特别是提高专营经销商的数量和占比。随着果汁茶的放量, 以及即饮产品品类的扩充, 即饮占比有望持续提升, 持续平滑公司季节性波动。而专营经销商数量的大幅增加, 也有望改善公司经销效率。

**“三专政策”有利于公司提升经销商推广积极性, 增强公司营销效率。**2018年, 从数量上来看, 专职经销商673家, 占比52%, 专营经销商42家, 占比3%。从销售收入来看, 专职经销商贡献销售收入21.5亿, 销售占比69%; 专营经销商贡献销售收入3.6亿, 销售占比11%。平均每个专营经销商年平均销售额为857万, 专职经销商为320万, 其他类型经销商年均销售额108万。单个专营经销商的年均销售额是专职经销商的2.7倍, 是普通经销商的8倍, 专营和专职经销商的投资回报率明显较高。

表 17: 公司经销商情况

经销商类型	数量 (家)	同比	销售收入 (万元)	同比	年平均销售额 (万元)
专职经销商	673 (52%)	61%	215698 (34%)	34%	320
专营经销商	42 (3%)	133%	36002 (11%)	111%	857
其他	572 (44%)	-22%	62050 (20%)	-22%	108
合计	1287	10%	313750	21%	244

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 5.2 协同二：矩阵战略推动量价齐升，助力渠道下沉

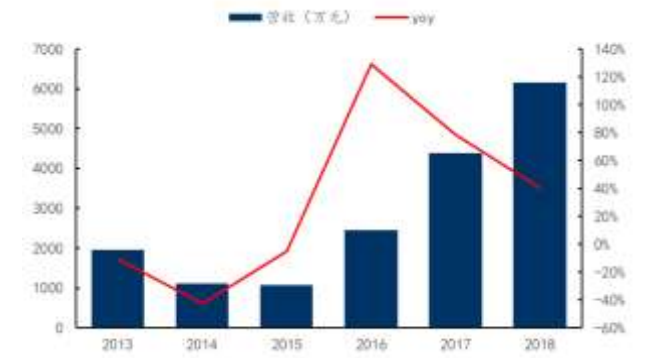
**产品矩阵不断完善, 通过矩阵战略提升量价。**在中国的快消品, 一二线市场因为进入的门槛太高, 形成一定规模才能盈利。但若只发展三四线市场, 品牌会形成低端认知。随着公司产品矩阵的不断完善, 公司产品定位区分明显, 公司液态奶茶和果汁茶培育中高端形象, 目标在一二线城市, 而冲泡奶茶定位中低端, 目标深耕三四线城市。产品矩阵的不断完善也为公司量价齐升创造基础。

- ◆ **新品放量带动老品销量增长。**东北地区2018年营收同比增长40.21%, 一改以往颓势, 增长显著。公司老品冲泡奶茶属于热饮, 在东北市场一直表现较差。果汁茶的出现弥补了老品的不足, 在东北市场表现出色。随着果汁茶的推广, 冲泡奶茶的销量也随之上升, 主因公司通过产品矩阵带动各品类销量的增长。
- ◆ **产品结构优化提升平均单价水平。**公司冲泡奶茶、果汁茶和液态奶茶均处在不同价格带, 随着消费升级趋势的演进, 公司的产品结构也将不断的优化, 进而推升产品的平均单价。公司近年箱单价处于上升趋势, 2014-2018箱单价从54.83元上升至61.53元, CAGR为2.93%。未来随着产品结构的持续优化, 公司的均



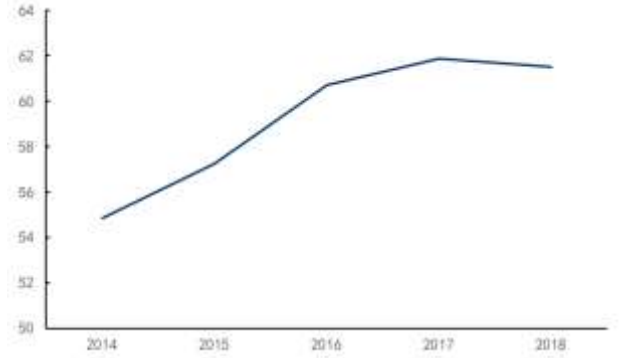
价有望持续提升。

图 30: 东北地区营收情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

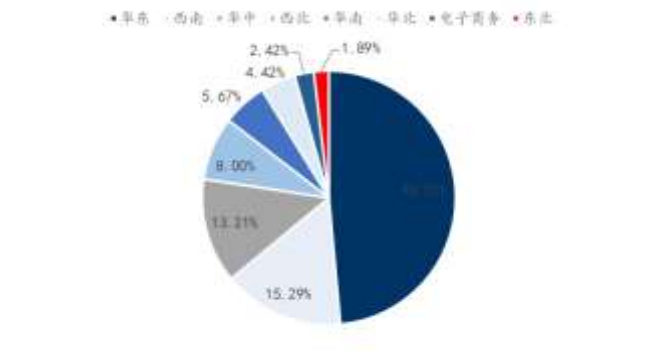
图 31: 公司产品箱单价



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

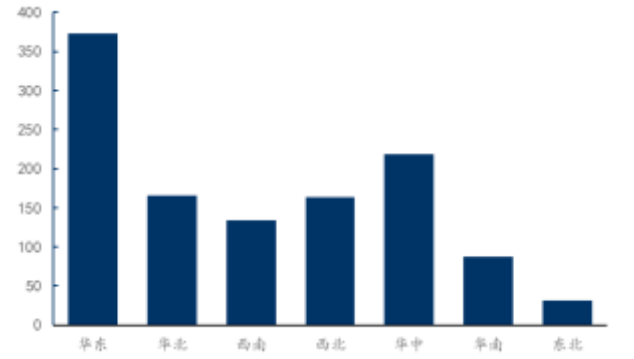
公司地域发展存在明显不平衡, 渠道拓展和下沉空间仍然巨大。2018 年公司华东、西南、华中、西北、华南、华北和东北地区, 2018 年分别实现营收 15.62 亿/4.97 亿/4.29 亿/2.60 亿/1.84 亿/1.44 亿/0.62 亿, 营收占比分别为 48.03%/15.29%/13.21%/8.00%/5.67%/4.42%/1.89%。经销商数量方面, 2018 年经销商总数为 1287 个, 华东、华北、西南、西北、华中、华南和东北地区经销商数量分别为 373/166/134/164/219/87/31, 公司发展存在较强的区域不平衡。**而正是此种不平衡, 也为公司的渠道拓展和下沉带来空间。**公司在主力区域华东地区渠道深耕显著, 但在其他区域, 渠道扁平化程度较低。中国一共 2856 个县, 县域人口占比 60% 以上, 目前公司仅覆盖近千个县, 仍有约 2/3 的空间等待公司下沉, 渠道仍然具备较大的深耕空间。

图 32: 各地区营收占比



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 33: 各地区经销商数量 (个)



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

产品矩阵助力“三通政策”, 为渠道下沉打下基础。“三通政策”是指县县通、镇镇通、村村通。随着公司产品结构不断优化, 香飘飘品牌形象更加深入人心, 区域发展不平衡现象有所改善。我们认为品牌知名度的提高以及产品矩阵的完善有利于公司差异化实行“三通政策”, 进而深耕三四线城市市场, 平衡区域不平衡现象。

### 5.3 电商海外渠道拓展可期, 消费场景扩充奠定渠道多元化基础

电商渠道再创佳绩, 海外渠道拓展可期。除了传统零售渠道的拓展, 公司近年来也加强了电商平台和海外市场的投放。渠道升级一方面能够弥补传统渠道的不足, 增加产品的可得性, 另一方面可以提高品牌的知名度。

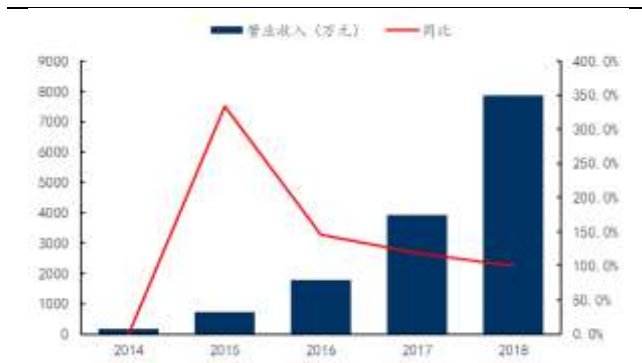
◆ 电商渠道再创佳绩: 2014 年开始, 公司发展线上电子商务, 并取得迅猛发展。2018 年电商渠道取得营业收



入 7854.32 万元, 同比增长 100.16%, 营收占比 2.4%。发展电商渠道有利于弥补渠道覆盖不足的缺陷, 通过互联网渠道积累品牌形象。未来针对线上渠道, 公司将成立新零售事业部。2019 年 4 月 19 日香飘飘与京东新通路达成签约合作, 推动线上线下全渠道融合共生, 随着产品品牌认可度的提高, 电商渠道有望成为营收增长的一大力量。

- ◆ **海外渠道拓展可期:** 18 年公司组建海外事业部, 首次尝试通过自营出口拓展境外市场, 主要是高端定位的“兰芳园”, 目前已初步开拓进入美国、加拿大、法国、意大利、澳大利亚、新加坡等 10 多个国家和地区。目前美国地区兰芳园产品有着不错的反馈, 而在法国、意大利、西班牙等地公司也已经进行了产品布局, 此外在东南亚市场公司的产品也有着出色的表现。兰芳园作为高端定位的液态奶茶, 目前在国外推广较为顺利, 预计未来随着中国消费升级的演进, 布局海外市场有利于兰芳园在中国进一步推广的积累经验。

图 34: 香飘飘电商渠道收入情况



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 35: 香飘飘在美国华人工商大展布展



资料来源: 联商网, 东兴证券研究所

**消费场景数倍扩充奠定渠道多元化基础。**公司通过不断拓品, 完善产品结构, 不同产品的差异化定位也使得公司具备渠道多元化的基础。一方面, 固态奶茶作为“液体零食”, 凭借其便利性, 可拓展车站、列车等出行场景。另一方面, 公司可借助“兰芳园”的品牌力, 发展现制即饮门店, 作为公司当前业态的补充。此外, 一些无人售货机、无人货架等细分渠道, 公司产品皆具备下沉的基础。随着公司产品矩阵的不断完善, 公司的消费场景也将得到数倍的扩充, 渠道的多元化或将成为公司发展的又一新引擎。

## 6. 公司竞争优势明显, 盈利能力或随放量而提升

### 6.1 波特五力分析彰显公司竞争优势

我们在 2.3.2 中分析道, 杯装奶茶行业天花板仍未触及, 行业仍处于扩容阶段。行业目前仍有不少参与者, 例如优乐美、香约等, 行业竞争较为激烈。同时行业受到奶茶店、液态奶茶产品等的冲击, 在此背景下, 香飘飘凭借其品牌和产品矩阵优势, 在行业中仍然保持领先地位。我们通过波特五力模型对公司的竞争力进行分析, 认为公司目前仍具备较强的竞争优势, 能够保持良好的增长态势。

- ◆ **同业竞争:** 从固态奶茶来看, 公司杯装奶茶 2018 年市占率为 63.1%, 且处于上升趋势, 主要竞争对手为优乐美、香约等品牌。公司是杯装奶茶市场的领导者, 凭借较强的产品研发、市场开发和营销能力, 构筑自己的核心竞争力, 使之具备较强的主导能力, 而其他企业更多的采取追随的策略。从即饮系列来看, 公司主要战略重心在于果汁茶, 严格说果汁茶属于全新品类, 有自身独特性, 加上香飘飘的品牌形象, 产品具备较强的竞争力。

- ◆ **潜在进入者:** 从产品角度来看, 固体奶茶虽然技术壁垒较低, 但是具有品牌壁垒, 消费者更愿意选择更大品牌的产品, 液态奶茶技术壁垒较高, 且同样存在品牌壁垒, 所以香飘飘在产品上有能力抵抗潜在竞争者。从渠道来看, 渠道渗透是消费品极为重要的部分, 香飘飘经营奶茶行业十四年, 经销商网络发达, 渠道渗透度高, 具备绝对的优势。
- ◆ **替代品威胁:** 随着经济发展, 市场上消费品种类越来越多, 从饮料来看, 酒类、植物蛋白饮料、果汁和碳酸饮料等, 都构成对奶茶的替代, 且这些品种拥有各自的特点和优势, 所以对于香飘飘来说, 替代品威胁存在。
- ◆ **供应方议价能力:** 公司调整了采购模式, 从 2018 年 5 月开始, 公司采用“统谈分签”的采购模式, 各生产基地的主要原材料由公司总部统一确定供应商及采购价格, 各工厂根据生产计划及物料需求向供应商下达采购订单。这样的模式下, 香飘飘与供应商定价的时候, 采购数量更大, 议价能力更强, 而且供应商提供的商品属于原材料, 同质性高, 可替代的供应商数量多, 使得供应商议价能力较低。
- ◆ **消费者议价能力:** 公司产品基本在零售渠道销售, 由于产品本身定价较低、价值消费者的购买量较少, 其对价格的敏感程度并不强。另一方面, 香飘飘产品的定价与竞品差价较小, 加之公司品牌具备较强的认可度, 也在一定程度上降低了消费者的议价能力。

图 36: 香飘飘波特五力模型分析



资料来源: 东兴证券研究所

## 6.2 同业比较

通过对香飘飘与同行业公司进行对比, 可以看出公司运营能力处于业界领先水平, 但由于公司新品毛利率较低以及销售费用的高企, 盈利能力和收益水平略低于行业。随着公司新品的放量以及产品结构的改善, 毛利率和费用率有望逐步改善, 加之股权激励对公司营运效率的驱动, 预计公司盈利水平将稳步提升。

- ◆ **运营能力:** 2018 年和 2019Q1 公司存货周转次数分别为 13.19/3.75, 高于行业均值 (6.30/1.99) 和行业市值 (4.99/1.88), 说明公司货物在库时间短于行业水平, 存货流动性强, 产品动销情况良好。应收账款方面, 公司对经销商的议价能力较强, 2018 年和 2019 Q1 应收账款周转次数分别为 51.97/21.90, 均高于行业

中值 (40.90/15.78)。

- ◆ **盈利能力:** 2019Q1 公司的销售毛利率 (39.16%) 低于行业均值 (41.15%), 销售净利率 (6.21%) 低于行业均值 (14.40%), 且销售毛利率和销售净利率都处于下降趋势, 我们认为主要原因是公司今年连续推出新品果汁茶, 果汁茶的毛利率低于杯装奶茶, 导致毛利率降低。未来随着果汁茶放量和产线的磨合程度提升, 果汁茶毛利率有望上升。另一方面, 公司市场推广力度较大, 销售费用率较高, 但随着公司不断优化经销商体系、产品放量, 费用率将有所改善, 进而提升盈利能力。
- ◆ **收益水平及资本结构:** 公司 2018 年净资产收益率 (15.19%) 高于行业均值 (12.83%) 和中值 (10.94%), 但 2019Q1 净资产收益率 (2.30%) 低于行业均值 (4.33%) 和中值 (2.87%), 而 18 年和 19Q1 资产负债率 (33.67%/31.96%) 均处在行业中上水平。公司总资产周转率和资产负债率行业均值相差不大, 但较低的销售净利率一定程度上拖累了 ROE, 预计未来随着产品的放量, 费用率将有所改善, 进而推升 ROE。

**表 18: 香飘飘相关财务指标同业比较**

各项指标	2016	2017	2018	2019Q1
存货周转次数				
-行业均值	6.24	5.99	6.30	1.99
-行业中值	5.98	4.81	4.99	1.88
-香飘飘	14.02	13.61	13.19	3.75
应收账款周转次数				
-行业均值	243.48	206.05	1722.78	251.65
-行业中值	64.81	42.36	40.90	15.78
-香飘飘	98.96	58.08	51.97	21.90
销售毛利率(%)				
-行业均值	43.92%	42.67%	42.24%	41.15%
-行业中值	44.41%	43.73%	45.18%	45.42%
-香飘飘	44.88%	40.20%	40.39%	39.16%
销售净利率(%)				
-行业均值	7.78%	13.46%	12.57%	14.40%
-行业中值	6.29%	12.86%	9.87%	10.58%
-香飘飘	11.14%	10.14%	9.68%	6.21%
净资产收益率(%)				
-行业均值	14.60%	15.27%	12.83%	4.33%
-行业中值	13.08%	13.79%	10.94%	2.87%
-香飘飘	23.53%	16.78%	15.19%	2.30%
资产负债率(%)				
-行业均值	42.26%	37.15%	36.61%	30.13%
-行业中值	40.16%	32.89%	32.43%	24.43%
-香飘飘	41.72%	31.35%	33.67%	31.96%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所 (可比公司: 百润股份、黑芝麻、养元饮品、维维股份、承德露露)

## 7. 盈利预测与投资评级

### 7.1 产品结构及销量分析

**果汁茶: 产能瓶颈突破, 果汁茶大单品放量可期。**公司在 2018 年 7 月份推出果汁茶, 在没有进行深度推广的情况下, 18 年录得 2 亿元的成绩。我们认为果汁茶定位准确、包装新颖, 具备大单品的潜质。公司在发展果汁茶时遇到产能瓶颈, 随着可转债的发行以及前期投入的液态产线陆续达产, 产能瓶颈将被突破。而果汁茶也将成为公司未来几年大力推进的方向, 预计未来 2-3 年将大幅放量, 营收占比也将持续提升。预计 2019-2021 年果汁茶实现营收 9.51/16.39/24.42 亿元, 同比增长 373.77%/72.35%/49.00%。毛利率随着产品放量和产线磨合程度的提高而逐步改善, 19-21 年毛利率为 30.02%/31.05%/32.19%。

**固态奶茶: 预计营收增速维持在 10%左右, 产品结构升级推升毛利率提升。**我们预计杯装奶茶行业仍将维持缓慢增长的态势, 公司作为行业龙头, 仍将继续加深产品的结构升级和渠道深耕, 量价齐升共同推动营收稳健增长。预计 2019 年杯装奶茶实现营收 30.08 亿元, 同比+7.28%, 其中经典系列和好料系列分别实现营收 19.41 亿/10.67 亿, 同比增长 9.55%/3.38%。19 年营收增速较低主因公司三季度将更换固态产品包装, 且增加新品“双料系列”, 上半年控量清库存。从毛利率上看, 随着好料系列占比的不断提升, 公司产品结构不断优化, 毛利率水平改善, 预计 2019-2021 年杯装奶茶毛利率水平呈现上升趋势, 分别为 43.20%/44.29%/44.86%。

**液态奶茶: 短期增量较小, 长期仍具备爆发空间。**公司对液态奶茶的定位主要在高端消费人群, 目前仅在一线和新一线城市布局 Meco 牛乳茶和兰芳园奶茶。液态奶茶作为公司的高端产品, 短期并不追求量的快速增长, 仍将把牛乳茶和兰芳园作为公司高端品牌化进程的重要战略。预计 2019-2021 年公司液态奶茶营收分别为 2.19/2.35/2.51 亿元, 同比增长 0.14%/7.53%/6.54%。未来随着消费升级趋势的演进, 公司高端产品将具备较大的渠道下沉和增长空间。

表 19: 香飘飘业务拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收 (万元)	264,038.39	325,108.96	420,846.62	525,659.81	647,104.23
yoy	10.49%	23.13%	29.45%	24.91%	23.10%
-经典系列	160,303.64	177,199.64	194,122.92	212,373.00	230,512.50
-好料系列	79,471.23	103,233.12	106,722.77	122,480.37	143,441.02
-液态奶茶	21,723.47	21,842.95	21,872.66	23,519.74	25,058.73
-果汁茶	-	20,070.96	95,089.77	163,883.57	244,178.39
营收占比					
-经典系列	60.71%	54.50%	46.13%	40.40%	35.62%
-好料系列	30.10%	31.75%	25.36%	23.30%	22.17%
-液态奶茶	8.23%	6.72%	5.20%	4.47%	3.87%
-果汁茶	0.00%	6.17%	22.59%	31.18%	37.73%
毛利率	40.20%	40.39%	39.45%	39.49%	39.50%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

## 7.2 投资评级

随着公司不断丰富即饮品类, 公司产品矩阵将不断完善, 助力公司产品结构升级。另一方面, “冲泡+即饮”双轮驱动, 为渠道的下沉和开拓奠定基础。我们认为随着果汁茶产能瓶颈的突破, 产品有望持续放量, 加之产品与渠道协同显现, 助力公司渠道的不断深耕, 公司业绩增长可期。预计公司 2019-2021 年实现营收 42.08/52.57/64.71 亿元, 同比+29.45%/24.91%/23.10%, 实现净利润 3.72/4.68/5.96 亿元, 同比+18.14%/25.97%/27.26%, EPS 为 0.89/1.12/1.42 元, 当前股价(7 月 10 日)对应的 PE 分别为 36.53x/29.00x/22.79x。考虑到新品果汁茶的快速放量, 给予公司 40 倍 PE, 12 个月目标价 45 元, 空间 30% 以上, 维持公司“强烈推荐”评级。

## 8. 风险提示

新品推广不及预期, 老品销量增速大幅下滑, 竞品市场拓展, 食品安全风险等。

### 特别鸣谢:

高岷, 东兴证券食品饮料团队实习生, 东北财经大学金融学本科在读



附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1810	1949	2490	2953	4153	营业收入	2640	3251	4208	5257	6471
货币资金	1327	1183	1267	1167	1746	营业成本	1579	1938	2548	3181	3915
应收账款	78	47	58	68	80	营业税金及附加	20	27	25	32	39
其他应收款	27	8	11	13	16	营业费用	617	800	985	1242	1514
预付款项	101	95	98	101	105	管理费用	114	130	223	243	273
存货	141	153	175	209	247	财务费用	-8	-10	-5	3	15
其他流动资产	132	462	882	1395	1959	资产减值损失	7.32	-0.98	0.50	0.50	0.50
非流动资产合计	998	1391	1783	2124	2259	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.49	13.26	13.00	10.00	10.00
固定资产	609.81	828.50	1098.59	1595.36	1771.62	营业利润	317	402	445	566	725
无形资产	185	194	191	188	185	营业外收入	28.53	0.84	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	87	16	16	16	16	营业外支出	0.17	0.39	0.39	0.32	0.36
资产总计	2808	3340	4273	5077	6413	利润总额	345	402	465	585	745
流动负债合计	739	1081	1540	1938	2754	所得税	78	88	93	117	149
短期借款	0	0	312	464	1025	净利润	268	315	372	468	596
应付账款	353	384	530	680	858	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	143	248	274	374	456	归属母公司净利润	268	315	372	468	596
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	544	649	550	683	857
非流动负债合计	141	44	42	42	42	BPS (元)	0.67	0.75	0.89	1.12	1.42
长期借款	110	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	880	1125	1582	1980	2796	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	10.49%	23.13%	29.45%	24.91%	23.10%
实收资本 (或股本)	400	419	419	419	419	营业利润增长	4.53%	26.85%	10.72%	27.09%	28.22%
资本公积	468	613	613	613	613	归属于母公司净利	0.63%	17.53%	18.14%	25.97%	27.26%
未分配利润	998	1236	1443	1703	2035	获利能力					
归属母公司股东权益	1928	2215	2690	3098	3616	毛利率 (%)	40.20%	40.39%	39.45%	39.49%	39.50%
负债和所有者权益	2808	3340	4273	5077	6413	净利率 (%)	10.14%	9.68%	8.83%	8.91%	9.21%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	9.54%	9.42%	8.70%	9.22%	9.29%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	13.89%	14.21%	13.82%	15.12%	16.48%
经营活动现金流	105	613	114	259	354	偿债能力					
净利润	268	315	372	468	596	资产负债率 (%)	31%	34%	37%	39%	44%
折旧摊销	234.88	257.28	0.00	107.20	109.80	流动比率	2.45	1.80	1.62	1.52	1.51
财务费用	-8	-10	-5	3	15	速动比率	2.26	1.66	1.50	1.42	1.42
应付帐款的变化	0	0	-10	-10	-12	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	26	101	82	总资产周转率	1.06	1.06	1.11	1.12	1.13
投资活动现金流	-407	-764	-455	-37	-48	应收账款周转率	58	52	80	84	88
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.48	8.82	9.20	8.69	8.42
长期股权投资减少	0	0	19	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	3	13	13	10	10	每股收益 (最新摊	0.67	0.75	0.89	1.12	1.42
筹资活动现金流	474	-14	421	88	469	每股净现金流 (最新	0.43	-0.39	0.19	0.74	1.85
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.82	5.28	6.42	7.39	8.62
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	40	19	0	0	0	P/E	48.39	43.16	36.53	29.00	22.79
资本公积增加	468	145	0	0	0	P/B	6.72	6.13	5.05	4.38	3.76
现金净增加额	172	-164	80	310	775	EV/EBITDA	21.57	19.10	22.95	18.86	15.01



## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	软饮料行业报告三部曲之一: 瓶装水, 润物无声, 立体透视水的生意经	2019-06-17
行业	乳制品行业三部曲之一: 齿轮模型探究乳业趋势, 低温需求重估牧场价值	2019-03-14
行业	啤酒行业深度报告: 结构升级, 啤酒三岔路口的最佳指引	2019-03-12
公司	安琪酵母 (600298.SH): 内外开花, 酵母龙头何缘走向大空间	2019-04-29
公司	华润啤酒 (0291.HK): 外资助力版图完整, 华润引领行业加速升级	2019-03-29

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位, 北京航空航天大学工学、法学双学位。2017 年 11 月加入东兴证券研究所, 负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018 年获得万得 wind 平台综合影响力第一名, 万得 wind 食品饮料最佳分析师第三名, 同花顺 ifind 食品饮料最佳分析师第二名。

## 研究助理简介

### 吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士, 2018 年加入东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。