

果汁茶势能崛起，香飘飘蓄势待发 买入（首次）

2020 年 02 月 05 日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,251	4,368	5,205	6,067
同比（%）	23.1%	34.4%	19.2%	16.6%
归母净利润（百万元）	315	396	486	582
同比（%）	17.5%	25.8%	22.6%	19.8%
每股收益（元/股）	0.75	0.95	1.16	1.39
P/E（倍）	28.77	22.87	18.65	15.56

投资要点

■ 杯装奶茶第一品牌，忆往昔开辟奶茶市场发力即饮版图，看今朝产能扩张股权激励护航成长。2005 年公司上市后杯装奶茶与香飘飘品牌划上等号，目前市占率超 60% 龙头地位稳固；17-19 年陆续推出兰芳园、“Meco”等即饮品牌。18 年底公司发布股权激励计划，并于 19 年 4 月发行可转债扩容液体奶茶产能，公司目前产品矩阵丰富，未来蓄能待发。

■ 果汁茶供需双向发力，未来规模将冲击 20 亿。1) 观行业，2014 年后消费者对于健康重视程度提高，茶饮料行业由量价齐升粗放增长转向结构升级，17 年我国茶饮人均消费量远低于日港美等地区，增长空间广阔；同时参考瑞幸咖啡入局，带动即饮咖啡市场未来每年将保持 20% 增长，大厂纷纷进入做大市场，现制茶饮的风靡同样将带动即饮茶饮料扩容，香飘飘推出“Meco 果汁茶”半年销量即破 2 亿。2) 思爆款，复盘统一阿萨姆、小茗同学等单品的爆款之路我们发现保持敏锐的市场嗅觉是前提，而需求端细化消费场景，保持营销能力则是关键；供给端渠道建设龙头企业更为占优。反观“Meco”果汁茶，需求端抢占细分品类标签，聚焦社交属性切入高频次消费场景，自 19Q3 以来公司加大费用投放（单季同比+51%），未来线上线下结合仍可长期保持出众的营销能力；供给端渠道网络完善，通过增厚利润+返利形式保障果汁茶渠道利润高于冲泡产品约 5%，冰柜资源问题解决后产品有望进一步放量。3) 看空间，预计 21 年成都产线投产公司设计产能将达约 73 万吨，测算得 21 年理想状态果汁茶年产量有望超 6500 万标箱，果汁茶规模稳定在 15 亿，将冲击 20 亿以上规模；同时参考 18 年数据测算得果汁茶满产情况下，规模效应可提升毛利率 4.11pct，由 23.37% 增长至 27.48%，考虑未来产品放量果汁茶毛利率有望对标冲泡产品达到 40% 的水平，弹性显著。

■ “升级”+“下沉”驱动冲泡产品稳定增长。1) 价稳：公司采取推出新品、更换包装等方式推动产品升级，以此抵抗由于消费习惯改变和产品老化带来的业绩下滑，并推动价格保持每年约 1-3% 的小幅提升。2) 量增：渠道下沉有望带动销量提升，区域发展不平衡带来增长机会，预计未来三年将保持 CAGR 约 5-7% 增长。综合来看预计未来冲泡类产品将保持 5-10% 增速稳定增长。

■ 盈利预测与投资评级：公司冲泡类产品龙头地位稳固，未来果汁茶放量带动业绩增长，冲泡+即饮双轮驱动可期；同时公司经营效率领先，盈利能力随规模效应显现长期有望进入改善通道。我们预计 19-21 年公司营业收入同比+34.4%/19.2%/16.6%；归母净利 4.0/4.9/5.8 亿元，同比+25.8%/22.6%/19.8%，对应 EPS 分别为 0.95/1.16/1.39 元，当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 23/19/16X，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ 风险提示：老品销量大幅下滑、果汁茶放量不及预期、食品安全风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.65
一年最低/最高价	19.50/38.40
市净率(倍)	3.90
流通 A 股市值(百万元)	1057.66

基础数据

每股净资产(元)	5.55
资产负债率(%)	36.63
总股本(百万股)	418.17
流通 A 股(百万股)	48.85

相关研究

内容目录

1. 杯装奶茶第一品牌，股权激励护航新增长	5
1.1. 忆往昔：开辟奶茶蓝海市场，即饮拓展版图疆域	5
1.2. 看今朝：股权激励护航新增长，转债加码产能扩张	7
2. 果汁茶：供需双向发力，冲击 20 亿规模大单品	8
2.1. 观即饮咖啡：现制茶饮驱动即饮茶饮料扩容	8
2.2. 思爆款之路：复盘大单品成长历程，Meco 有望脱颖而出	11
2.2.1. 复盘：持续营销+精准定位+龙头优势是核心	11
2.2.2. 对标：聚焦社交属性+渠道动能助推，Meco 有望脱颖而出	14
2.3. 看成长空间：冲击 20 亿大单品，毛利率弹性显著	17
2.3.1. 看营收：增产扩能，冲击 20 亿饮料单品	17
2.3.2. 看毛利：规模效应下毛利率弹性显著	18
3. 冲泡类：“升级”+“下沉”助力稳定增长	19
3.1. 价稳：产品结构升级，价格稳中有升	19
3.2. 量增：渠道加速覆盖下沉，推动销量稳步提升	20
4. 财务分析：经营效率领先，盈利能力长期有望改善	22
4.1. 运营效率领先，议价能力改善	22
4.2. 龙头地位缓解成本压力，毛利率提升空间较大	23
4.3. 费用率短期拖累净利率，长期有望改善	24
5. 盈利预测与投资建议	25
5.1. 核心假设	25
5.2. 盈利预测与投资建议	25
6. 风险提示	26

图表目录

图 1: 香飘飘发展历程概览	5
图 2: 2014-2018 年国内杯装奶茶市场格局	5
图 3: 杯装奶茶奠定公司业绩基础	6
图 4: 公司业绩季节性波动显著	6
图 5: 公司股权结构 (截至 2019 年 Q3)	7
图 6: 茶饮料行业市场规模一览	8
图 7: 茶饮料行业 CR2 占比逐年下降 (%)	9
图 8: 全球主要国家人均茶饮料消费量 (升/人)	9
图 9: 咖啡市场消费潜力较大	9
图 10: 人均咖啡年饮用量较低 (千克/人/年)	9
图 11: 现制新式茶饮迅速完成消费者教育 (数据截止 18 年 Q3)	11
图 12: 产品果汁添加比例超过 10% 保证口感	14
图 13: 圣诞节、情人节限定包装-圣诞杯、女神杯	14
图 14: 品牌形象代言人邓伦先生	15
图 15: 合作《王者荣耀》游戏吸引男性消费者	15
图 16: 公司经销商覆盖全国并逐年递增 (家)	16
图 17: 公司电商渠道发展迅速	16
图 18: 专职、专营经销商同比增长 (2018 年)	16
图 19: 17 年推出即饮产品后冲泡产品增速反弹	16
图 20: 即饮板块毛利率增长空间较大	18
图 21: 果汁茶产品毛利率水平较低 (截止 2018.12.31)	18
图 22: 公司重塑新定位	19
图 23: 经典/好料系列销售收入及占比 (万元)	19
图 24: 经典系列/好料系列每万标箱单价变化 (万元/万标箱)	19
图 25: 冲泡类产品价格增长跑赢 CPI	20
图 26: 公司经销商分布存在不平衡的现象	21
图 27: 2018 年公司各区域经销商数量及居民人均食品烟酒消费支出	21
图 28: 14-18 年销售人员人均创造净利润 (万元/人)	21
图 29: 各区域 2018 年每家经销商年均贡献营收 (万元/家)	21
图 30: 公司总资产周转率较高	22
图 31: 公司存货周转天数比较	22
图 32: 公司议价能力增强	22
图 33: 公司近年来现金流状况持续好转 (万元)	22
图 34: 瓦楞纸短期存在上涨压力	23
图 35: 白砂糖价格下行 (元/吨)	23
图 36: 香飘飘毛利率水平略低于同业	23
图 37: 公司净利率水平保持相对平稳, ROE 受拖累下滑 (亿元)	24
图 38: 公司销售费用常年保持高位 (亿元)	25
表 1: 公司主要产品一览	6
表 2: 公司层面股票解锁要求	7

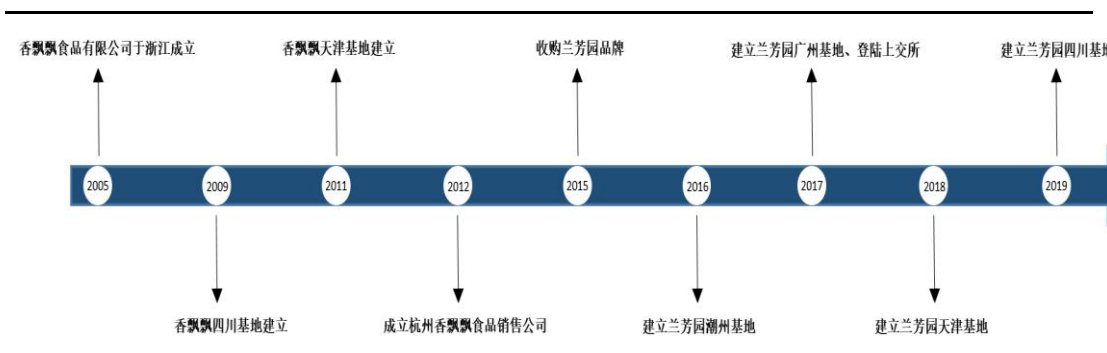
表 3: 个人层面股票解锁要求	8
表 4: 香飘飘液体奶茶产能状况	8
表 5: 瑞幸咖啡成立后各大品牌加速布局即饮咖啡领域	10
表 6: 现制新式茶饮种类繁多	11
表 7: 市场上的主要爆款产品	12
表 8: 理想状态下果汁茶产能及投产后产出测算 (单位: 万标箱)	17
表 9: 满产能理想状态下果汁茶收入可超 20 亿	18
表 10: 产能利用率提升对提升毛利率的敏感性分析 (以 2018 年数据为基础)	18
表 11: 公司主要业务营收盈利预测 (百万元)	26
表 12: 可比公司估值 (截至 2020.02.05)	26

1. 杯装奶茶第一品牌，股权激励护航新增长

1.1. 忆往昔：开辟奶茶蓝海市场，即饮拓展版图疆域

香飘飘是中国杯装奶茶市场的早期开辟者和如今的引领者。公司主营业务为奶茶产品的研发、生产和销售，2005 年以前，香飘飘处于初创探索期，开创性的杯装奶茶产品在小范围试销阶段即受到消费者的喜爱。2005 年后杯装奶茶市场进入成长期，香飘飘公司正式成立，此后公司分别于四川、天津、杭州等地设立生产基地与销售公司，并于 2015 年收购香港老字号“兰芳园”品牌。2017 年，香飘飘成功登陆 A 股，目前生产基地遍布四川、天津、浙江、广东四地。

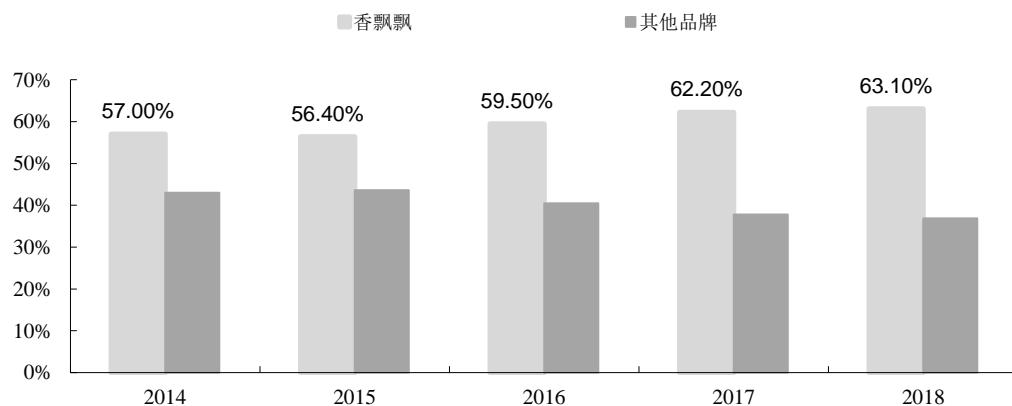
图 1：香飘飘发展历程概览



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

杯装奶茶市占率超 60%，龙头地位稳固。经过十余年的发展，公司规模快速增长。除去营销渠道、规模化经营、产品质控等方面优势，公司在品牌方面更是与杯装奶茶产品建立起“品牌即品类”的强关联，成功占据消费者心智，据前瞻产业研究院数据，其在杯装奶茶市场的占有率由 2014 年的 57% 增长至 2018 年的 63%。近年来杯装奶茶市场格局趋于稳定，香飘飘持续领先，龙头地位稳固。18 年冲泡类业务贡献公司 85% 以上营业收入，奠定该业务的基石地位。但杯装奶茶所具备的热饮属性使其业绩具备较为明显的季节性波动，产品形象老化、年轻消费者认可度低等问题导致公司业绩在 2014、2015 年出现下滑。

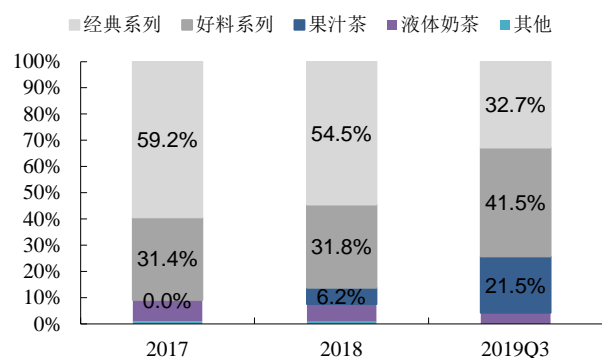
图 2：2014-2018 年国内杯装奶茶市场格局



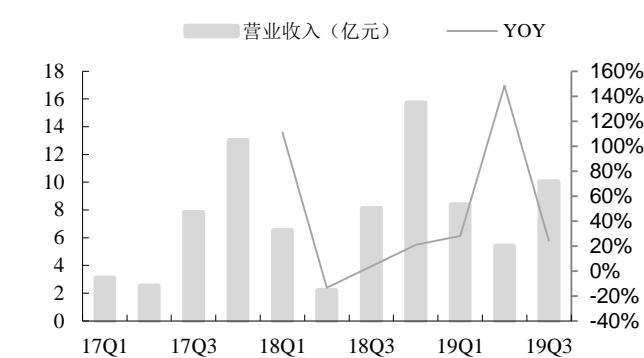
数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 3：杯装奶茶奠定公司业绩基础

图 4：公司业绩季节性波动显著



数据来源：WIND、公司公告、东吴证券研究所





数据来源：CHOICE、东吴证券研究所

公司推出即饮系列，业绩波动平滑，品牌形象改善。公司于2017年推出子品牌“Meco”系列进军即饮市场，分别于2017-2019年依次推出兰芳园丝袜奶茶、果汁茶、轻奶茶等新一代产品，通过差异化定价实现低端到高端价格覆盖，以期最大程度提高产品渗透率。同时，即饮类产品的推出缓和了公司的业绩波动，深化经销商与公司的合作力度，为公司发展带来新动能。

表 1：公司主要产品一览

品类	产品	上市时间	产品定位	终端零售价 (元)	营收占比 (2019Q3)	样式
杯装奶茶	经典系列	2004	低端	3.5-4.0	32.7%	
	好料系列	2011	中低端	5.0-6.0	41.5%	
液体奶茶	兰芳园丝袜奶茶	2017	中高端	10.0-12.0	4.2%	
	Meco 牛乳茶	2017	高端	8.0-10.0		

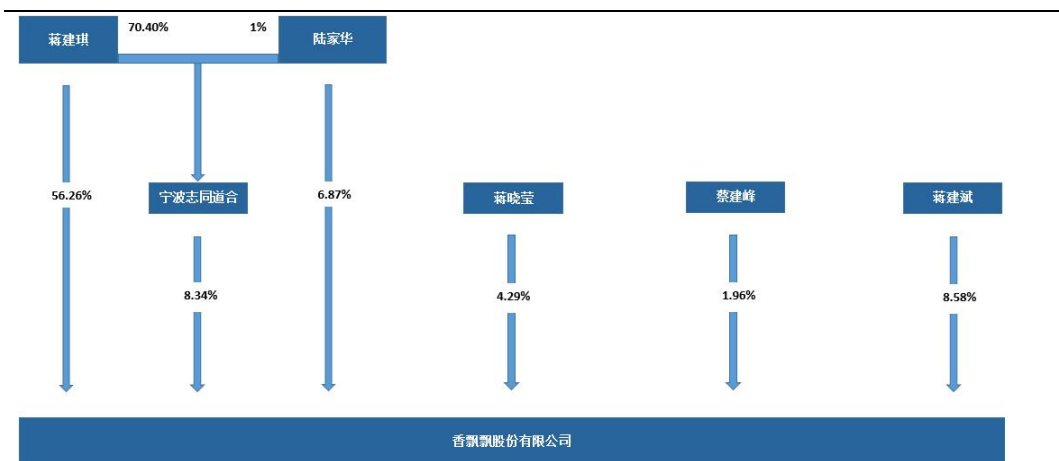
	Meco 轻奶茶	2019	中端	5.0-6.0		
果汁茶	Meco 果汁茶	2017	中端	5.0-8.0	21.5%	

数据来源：公司公告、京东商城、东吴证券研究所

1.2. 看今朝：股权激励护航新增长，转债加码产能扩张

公司股权集中，决策效率较高。目前公司创始人蒋建琪直接持有公司股份 56.26%，其妻陆家华持股 6.87%，其女蒋晓莹持股 4.29%，其弟蒋建斌持股 8.58%。此外，蒋建琪和陆家华夫妇通过宁波志同道合投资管理企业间接持有 5.95% 的股份。在此股权结构下，创始人意志得以充分体现，公司决策效率较高。

图 5：公司股权结构（截至 2019 年 Q3）



数据来源：WIND、东吴证券研究所

科学的激励政策与考核指标使得公司活力有望被进一步释放。2018 年底，公司推出四年限制性股票激励计划，激励对象涵盖公司董事、高级管理人员、核心管理人员和核心技术（业务）人员合计 67 人。与此同时，该政策从公司和个人两个层面制定了高标准的解锁条件，以公司层面为例，要求 18-21 年营收/净利润增速 CAGR 达到 21.1% 方可解锁。

表 2：公司层面股票解锁要求

年份	营业收入（亿元）				净利润（亿）			
	目标	YOY	17-21 年 CAGR	达成目标可解锁	目标	YOY	17-21 年 CAGR	达成目标可解锁
2017	26.40		21.1%		2.68		21.1%	
2018	31.68	20%		7.5%	2.95	10%		7.5%
2019	39.60	25%		12.5%	3.62	23%		12.5%
2020	47.52	20%		15%	4.69	30%		15%

2021	56.76	19%	15%	5.76	23%	15%
------	-------	-----	-----	------	-----	-----

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 3：个人层面股票解锁要求

个人层面上年度考核结果	个人层面解除限售比例
优秀	100%
良好	100%
合格	80%
不合格	0%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

可转债扩能打破液体奶茶产能束缚。公司目前已经在湖州、成都、天津等地拥有固体奶茶生产线，针对冲泡产品公司产能充足利用率高，基本实现全国化布局。但 2018 年公司即饮板块实际产能仅为 5.15 万吨（约 909 万标箱），果汁茶上市后一度出现供不应求的情况。仅 19 年上半年，液体奶茶及果汁茶板块总营收即达 6.31 亿元，超过即饮板块 18 年全年收入，产能亟待提升。公司于 2019 年 4 月公告拟发行可转债，用于建设成都、天津两地的无菌灌装液体奶茶项目，合计年产新增近 39.2 万吨（约 6918 万标箱），12 月已通过证监会审批，产线投产后将有效缓解公司产能瓶颈。

表 4：香飘飘液体奶茶产能状况

工厂名称	产线数目	投产节奏（截至 19Q3）	项目名称
广东江门液体奶茶厂	2 条	全部投产	年产 16.8 万吨液体奶茶生产线项目
浙江湖州液体奶茶厂	3 条	全部投产	年产 10.36 万吨液体奶茶生产线项目
成都温江液体奶茶厂	4 条	2021 年初计划 2 条产线投产	年产 28 万吨无菌罐装液体奶茶项目
天津临港液体奶茶厂	2 条	19Q3 单线产能投产	年产 11.2 万吨无菌灌装液体奶茶项目

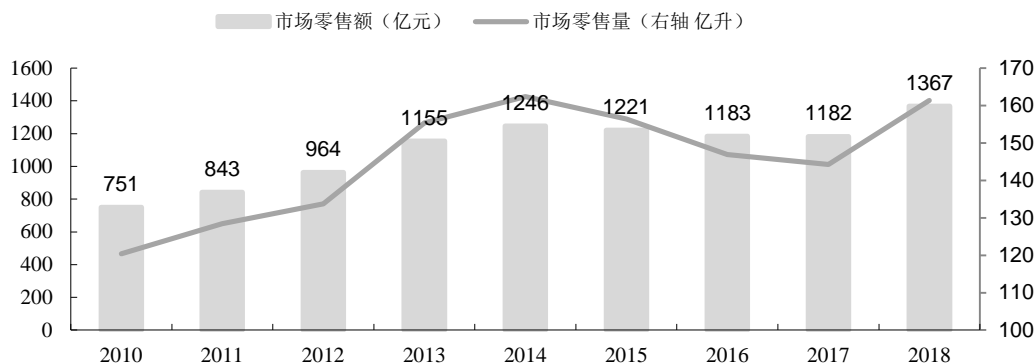
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 果汁茶：供需双向发力，冲击 20 亿规模大单品

2.1. 观即饮咖啡：现制茶饮驱动即饮茶饮料扩容

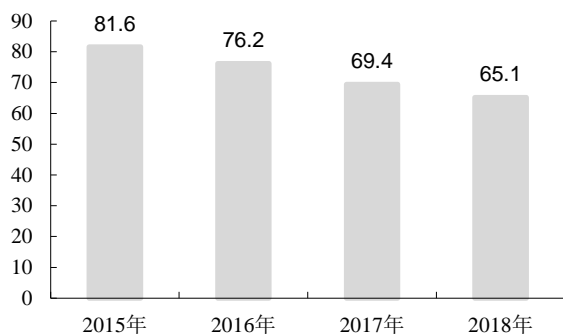
茶饮料消费经历结构升级，相比日美人均消费增长空间广阔。据前瞻产业研究院整理，2018 年我国茶饮料行业市场总零售额达到 1367 亿，总零售量约 161 亿升，2014 年前行业处于量价齐升期的扩容期，行业涌现出如旭日升、冰红茶、茉莉茶等单品；但 14 年后消费者对于健康重视程度提高，高糖分调味茶饮品热度下滑，“健康化”、“个性化”、“功能化”等新消费理念助推市场发生由“量”到“质”的转变。17 年我国茶饮料人均消费量仅为日本的 1/5，为香港地区的 1/3，甚至低于茶文化并不盛行的美国。

图 6：茶饮料行业市场规模一览



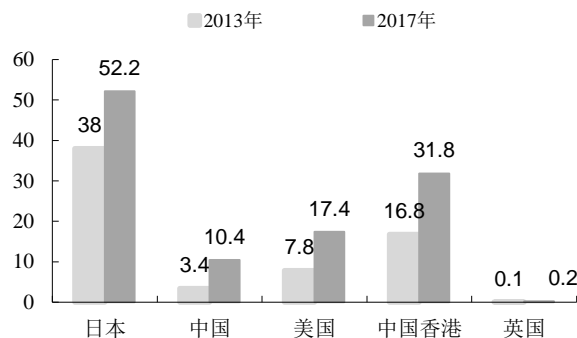
数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

图 7：茶饮料行业 CR2 占比逐年下降 (%)



数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

图 8：全球主要国家人均茶饮料消费量 (升/人)

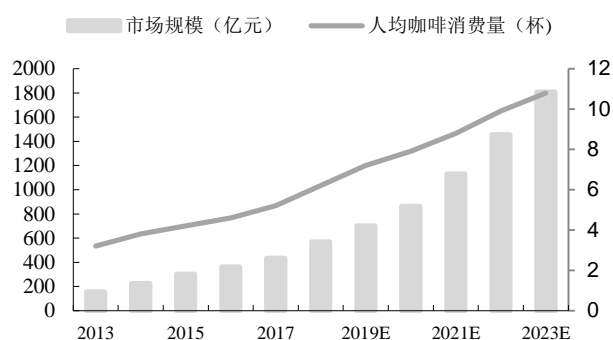


数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

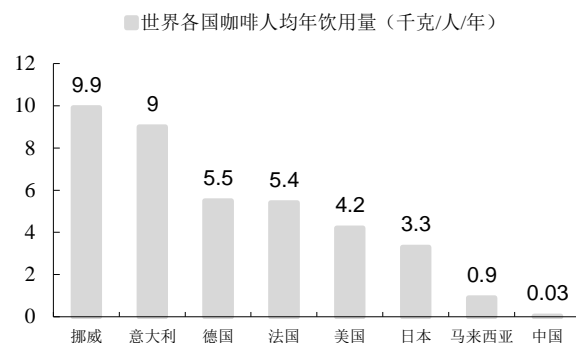
借鉴咖啡市场：瑞幸驱动大品牌加码即饮咖啡。据中商产业研究院等数据，2018年我国咖啡市场规模约 569 亿元（5 年 CAGR 约为 21%），但人均咖啡饮用量仅为 0.03 千克/人/年，远低于世界平均水平 1.25 千克，甚至远低于同处东亚市场的日本，目前中国咖啡市场仍以速溶咖啡超 70% 的市占率占据主导，其次现磨咖啡占比约 20%，即饮咖啡仅 10% 左右。17 年 10 月互联网咖啡企业瑞幸咖啡正式成立，公司携资本之力强势进入咖啡领域，截止到 19Q1 在中国拓展 2370 家门店，积累用户超 1600 万，并计划到 19 年底将门店数扩张到 4500 家。瑞幸咖啡接棒星巴克，通过持续投入迅速完成消费者教育，推动咖啡行业爆发式增长，而仍处蓝海的即饮咖啡市场热度也不断攀升。据中商产业研究院预测即饮咖啡未来每年仍可保持 20% 的增速，21 年市场份额将超百亿，近年来伊利、蒙牛、农夫山泉等大厂纷纷加码即饮咖啡，共同做大市场。

图 9：咖啡市场消费潜力较大

图 10：人均咖啡年饮用量较低 (千克/人/年)



数据来源：中商产业研究院、东吴证券研究所



数据来源：咖啡虫网、第一财经、东吴证券研究所

表 5：瑞幸咖啡成立后各大品牌加速布局即饮咖啡领域

上市时间	品牌	产品系列	保质期	价格带
-	雀巢	听装即饮/瓶装丝滑	12 个月 /10 个月	5 元以下
-	贝纳颂	第一道精粹	21 天	7-8 元
		Barista 每日咖啡师	90 天	13-14 元
2003	统一	雅哈 意式醇香拿铁 (280ml)	9 个月	6 元
2007		雅哈 Dear 系列	9 个月	8 元
2004	华润怡宝	怡宝麒麟 (KIRIN) 火咖	270 天	4-5 元
2014	可口可乐	乔雅咖啡	300 天	8-9 元
2018.4	旺旺	邦德咖啡	360 天	7 元
2018.6	星巴克	星怡杯	28 天	15-16 元
2018.11	雀巢	冷萃系列	9 个月	12 元
2019.1	农夫山泉	炭仸	12 个月	8-9 元
2019.7	伊利	圣瑞思	270 天	5-7 元
2019.9	蒙牛	每日鲜语 (冷萃咖啡拿铁)	15 天	11-12 元

数据来源：每日食品、京东商城、各公司官网、东吴证券研究所

类比茶饮市场：现制茶饮驱动即饮茶饮行业扩容。近年来消费升级驱动茶饮料市场不断细分，与现磨咖啡对即饮咖啡的驱动类似，以喜茶、奈雪的茶为代表的街边现制茶饮店陆续推出用纯茶打底的“奶盖茶”，迅速风靡大街小巷，据前瞻产业研究院数据显示，2018 年我国茶饮市场全面爆发，截至 18Q3 全国现制茶饮门店数已达 41 万家。现制茶饮同样带动了即饮茶饮料领域的新发展，主打“健康”、“新鲜”、“个性”等标签的新式即饮茶饮料开始涌现，2018 年统一集团开始布局新品类“冷藏茶”，推出了“茶·瞬鲜”系列，香飘飘于 18 年下半年推出“Meco 果汁茶”，半年内销量即突破 2 亿，当前

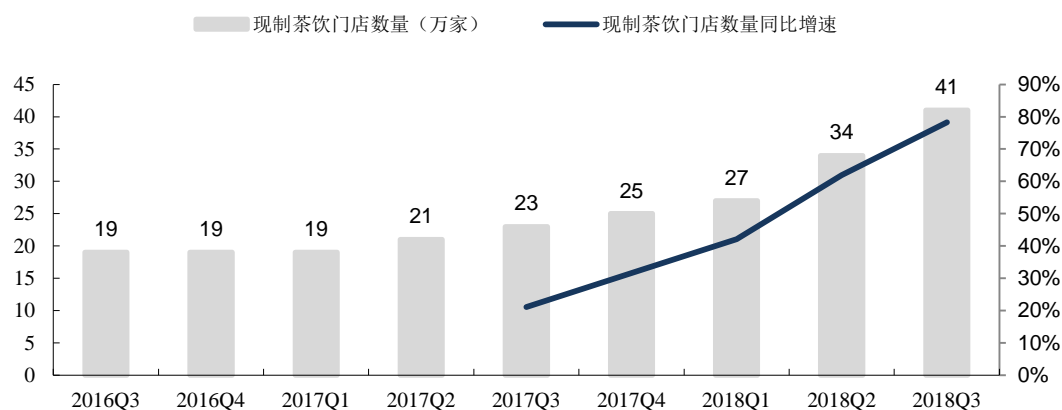
“果汁茶”作为新兴子赛道，行业正处于由导入期转入成长期的关键阶段，增量市场下行业空间可期，亟待细分品类龙头。

表 6：现制新式茶饮种类繁多

品牌名	主要特征	客单价	营运模式	融资情况
喜茶	产品研发强，首创芝士奶盖等	15-30 元	直营，约 163 家门店	获 IDG 等过 1 亿元 A 轮融资，获龙珠资本 4 亿元 B 轮融资
奈雪の茶	霸气鲜果茶+软欧包+空间体验	40-50 元	直营，约 200 家门店	数亿元 A+轮融资，天图资本
一点点	个性化定制茶饮料	10-15 元	约 600 家门店	2017 年获 1 亿（美金），美亚投资控股有限公司
茶颜悦色	打造文创 IP，中茶西做	12-25 元	直营 56 家，皆处长沙	无融资
因味茶	场景体验+科技感	30-35 元	直营模式	2015 年底获刘强东 2 亿元融资
1314 茶	茶，社交与 AI 元素	18 元	直营模式	2018 年 5 月获 2000 万元 A 轮融资，投后估值 2 亿元

数据来源：前瞻产业研究院、简书网等、饿了么 APP、东吴证券研究所

图 11：现制新式茶饮迅速完成消费者教育（数据截止 18 年 Q3）



数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

2.2. 思爆款之路：复盘大单品成长历程，Meco 有望脱颖而出

2.2.1. 复盘：持续营销+精准定位+龙头优势是核心

回顾茶饮料行业的发展历程，我们发现时代总是由特定单品所引领，2000-2005 年品类初创期“康统”把持下的冰红茶成为爆款，09 年行业混战期统一阿萨姆奶茶横空出世，到近年来“+茶”、“无糖”风潮下走红的小茗同学、茶π。我们对爆款产品进行复盘，试图总结茶饮料行业成为爆款所需要的特质。

康师傅冰红茶：特殊口感+营销制胜，产品经久不衰

1993 年旭日升系列茶饮料占据市场主导地位，但公司因决策失误迅速衰落，当时的茶饮市场属于成立初期，产品、营销、渠道建设均不规范。康师傅通过“酷爽”口感以及新颖的包装引起消费者关注，而经典营销案例“再来一瓶”活动则帮助公司迅速抢占掉终端一线资源，成为制胜法宝。康师傅冰红茶上市至今 20 余年，公司通过持续的线上营销与更新换代保持热度，成为饮料行业经典款产品。

统一阿萨姆：后发先至+营销助力，瓶装奶茶引领者

2005 年后国内饮料市场进入调味茶时代，各公司纷纷推出主打“茶味”的茶饮产品。2007 年麒麟首次推出午后奶茶，娃哈哈推出呦呦奶茶，经过近 2 年市场培育，2009 年统一集团推出有别于“茶味”口感的奶茶饮品，公司叠加强有力的营销宣传和渠道铺货策略一举成功。2010 年规模达到 4 亿，13 年达到巅峰水平约 23 亿，三年 CAGR 约为 79.2%。

小茗同学：精准定位+精确营销，新式茶饮开拓者

2015 年左右国内饮料市场产品多样化特征显著，气泡饮料及 VC 水等已经可以满足消费者基本需求，但包装同质化问题凸显，年轻消费者的个性表达意愿得不到满足。此时小茗同学应运而生，该产品敏感的捕捉到市场对于差异化单品的需求，精准定位 95 后、00 后学生消费群体并针对性营销，在市场缺少同类竞品的情况下迅速放量，同时公司坚持通过营销巩固品牌形象。小茗同学上市 5 个月即达到 5 亿元规模，15 年全年与统一旗下海之言产品共同拿下 25 亿元。

茶π：后发先至+渠道为王，时尚的轻茶饮料

经过小茗同学的持续培育，市场对于茶饮料概念与价格接受程度提高，相关产品热度上升，2016 年 3 月农夫山泉推出轻茶饮料茶π，采取与小茗同学近似的价格、定位人群与渠道铺设，从而直接进入产品爆发期。相较于统一集团繁多的产品分类，农夫山泉对于饮料产品关注度更为集中，通过明星 IP 引流+渠道推进茶π快速放量，推出前 10 个月即斩获过 10 亿销售额，三年 CAGR 约为 44.2%。

表 7：市场上的主要爆款产品

产品	康师傅冰红茶	统一阿萨姆	小茗同学	茶π
公司	康师傅	统一集团	统一集团	农夫山泉
推出时间	1997 年	2009 年	2015 年 3 月	2016 年
销售规模	-	2010 年约 4 亿，2013 年达到巅峰约 23 亿，之后规模维持在 20 亿以上水平，2018 年销售超 30 亿	上市 5 个月达到 5 亿元，2015 年全年与海之言共同拿下 25 亿元	推出前 10 个月即斩获过 10 亿销售额，3 年将近 30 亿元。
前三年 CAGR	-	79.2%	-	44.2%

价格	3.5-4 元	4 元	5-6 元	5-6 元
消费群体	定位“冰红茶”概念，比冰茶更细分	15-30 岁享受都市小资生活的白领和喜爱奶茶口味的学生	定位 95 后、00 后新一代消费者，学生群体	定位 90 后、00 后的轻茶饮料，主打年轻风格
口感	独特的红茶香醇+柠檬清爽口味， 主打“酷爽”概念	主打“顺滑香醇”的口感	“冷泡”工艺甘甜不苦涩；推出青柠红茶等 4 种口味	采用东方树叶茶叶原料，添加果汁使口味更加清爽的果味茶；推出柚子绿茶等 4 种口味
产品	差异化 375ML 纸盒包，2 年后推出了 490ML PET 经典装；上市 20 多年来坚持推出新口味 	PET 瓶装奶茶增强饮用便利性，15 年推出小奶茶，18 年更新新口味 	打造独特 IP 形象小茗同学；高辨识度包装与瓶盖设计（2015 年全球包装金奖） 	插画风格，特色漫画涂鸦式包装 
营销	创造性的“再来一瓶”活动迅速抢战终端一线资源 ；音乐、体育、跨界营销、情怀全方位营销；选择张惠妹、五月天、张艺兴等当红明星作为形象代言人	于 09 年推出，采用电视、社交网络、列车广告等多种渠道进行 品牌曝光 ，请阿 SA、郭采洁做形象代言人。随着《小时代》的火热以及系列新品牌 TVC 的推出， 塑造阿萨姆奶茶年轻市场的形象。	充分结合年轻消费者亚文化，以“认真搞笑， 低调冷泡 ”为宣传点，前期通过校园包装创意大赛及线下活动吸引校园消费者。之后植入真人秀节目《我去上学啦》增强品牌曝光、与秒拍合作	充分发挥明星效应。签约韩国人气组合 BigBang，通过 QQ 平台、视频网站、微博等多渠道与消费者进行互动，后续品牌 TVC 受到广泛关注。18 年签约吴亦凡官宣代言微博一天内即获得粉丝逾百万次转发。
渠道	组织专注于饮品的渠道营销队伍进行市场推广	通过统一集团渠道网络铺货，逐步扩展到全国范围	借助统一集团渠道网络聚焦一二线城市铺货，主攻校园、网吧、商超等学生与年轻人聚集场所；高定位增厚利润，渠道推力高	优先选取现代商超渠道和校园渠道铺货推广； 依托全国渠道优势，面向经销商预约订单，先到先得，渠道利润高； 派驻销售专员，配合终端分销、铺货等工作； 专门推出 4×6/箱缤纷装满足铺货需求

数据来源：好食多、食品资讯、营销通网、环球食品商业网等、东吴证券研究所整理

我们发现爆款诞生的前提即要求公司拥有敏锐的市场嗅觉，如统一阿萨姆和茶π均是在竞品对市场进行培育后进入收割市场红利。同时总结出茶饮料成为爆款单品所需特质：（1）需求端，提高品牌和产品力，细化消费场景，保持营销能力是关键。无论是早期康师傅“再来一瓶”经典营销，还是近期的小茗同学与茶π致力于打造更易被年轻人接受的“个性化”消费场景，打造差异化，保持营销热度是吸引消费者重复消费的关键。（2）供给端，渠道建设龙头企业更为占优。龙头企业拥有完善的渠道与终端网络，如农夫山泉依托强劲的全国网络及终端模式将茶π迅速铺开；同时龙头公司具备持续推出大单品的能力（如统一阿萨姆奶茶到小茗同学再到统一茶·瞬鲜等），优势显著。

2.2.2. 对标：聚焦社交属性+渠道动能助推，Meco 有望脱颖而出

饮料大单品的诞生取决于品牌、产品和渠道的综合实力，这是康师傅冰红茶、统一阿萨姆奶茶、小茗同学、茶π等单品脱颖而出的关键。而面对 5-9 元饮品市场的激烈竞争，“Meco”果汁茶在需求端通过提高品牌与产品力，聚焦社交消费场景提高消费者的购买欲望；在供给端则通过激活渠道动能提高终端产品推动力，双轮驱动 Meco 果汁茶同样有望在竞争中脱颖而出。

需求端：重塑品牌形象，聚焦产品社交属性提高复购率

保证口感+主打健康+时尚包装，产品重塑公司形象。口味、健康以及品牌等是消费者购买软饮料的主要驱动力，Meco 果汁茶的果汁添加比例超过 10%（超过大部分同属性产品，如小茗同学和茶π比例约为 1-2%），在保证健康（不添加防腐剂、增味剂、甜味剂、色素）同时，极大中和了茶饮的苦涩口感，口味得到极大保证。同时产品采用公司标志性的杯装设计，运用鲜艳明快的色彩打造杯身，并根据不同节日推出对应包装。最后，子品牌“Meco 蜜谷”与原有母品牌“香飘飘”形成区分，使消费者形成“二次认知”，公司形象更为年轻、立体、新潮。

图 12：产品果汁添加比例超过 10%保证口感



数据来源：京东商城、东吴证券研究所

图 13：圣诞节、情人节限定包装-圣诞杯、女神杯



数据来源：网易新闻、东吴证券研究所

费用投入增加，公司将保持长期出众的营销能力。MECO 果汁茶的营销充分考虑了新式茶饮消费者 70%以上均为 30 岁以下年轻人的特点，产品推广初期，公司费用投入较少，主要通过新式营销+地面营销推动产品动销，线上注重网络社交，圣诞节期间借节日氛围推出限量版红、绿杯身“组 CP”的方式在社交网络上掀起一轮“大胆示爱、勇敢表白”的话题营销热潮，同时通过微信、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，公司在各大高校与社团进行推广，终端动销状况良好。自 19Q3 以来公司加大费用投放，19Q3 单季度销售费用同比+51%，主要借助影音游戏等领域助力，聘请邓伦先生作为代言人吸引粉丝群体；在热播剧如《知否知否》、《青春的花路》中植入广告宣传；与 QQ 音乐、《王者荣耀》游戏、《演员请就位》等综艺合作，提高产品知名度。

图 14：品牌形象代言人邓伦先生



数据来源：环球网、东吴证券研究所

图 15：合作《王者荣耀》游戏吸引男性消费者



数据来源：王者荣耀官网、东吴证券研究所

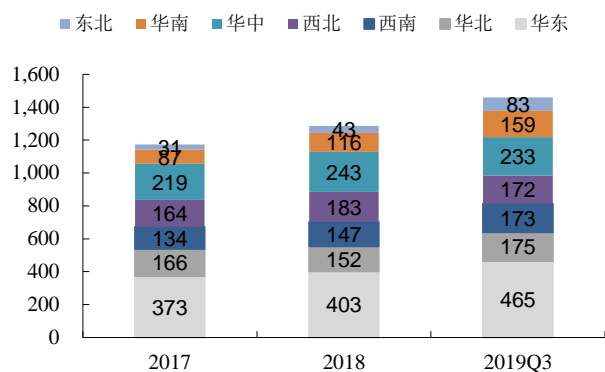
抢占细分品类标签，聚焦年轻人社交属性，切入高频次消费场景。与多年前的“奶茶，就是香飘飘”类似，公司独创“果汁茶”品类并直接以“Meco 果汁茶”命名，抢占细分品类标签，起到“果汁茶”等于“Meco”的宣传效果。同时，国内新式茶饮逐步向咖啡等饮品靠拢，口味和品质是基础，而时尚、满足社交需求才能真正激起年轻消费者的购买欲。公司营销不再局限于即饮茶品类，而是聚焦年轻消费者的生活方式，购买果汁茶除了解决口渴等基本需求外，更重要的目的可能为邓伦粉丝为偶像打 Call 或年轻女性消费者被杯装外包吸引发朋友圈分享自己的心情，Meco 果汁茶 5-8 元的定位相比现制茶饮动辄 20 元-30 元的价格具备高性价比，且其包装摆脱了瓶装即饮饮料的刻板，产品得以直接切入年轻消费者高频次的消费场景，提高复购率。

供给端：网络完善需求旺盛，渠道推力显著加强

公司渠道网络完善，终端需求旺盛，冰柜资源问题解决后产品有望进一步放量。果汁茶产品目前主要依靠产品力自我驱动动销，由于果汁茶渠道人员不足，同时公司即饮板块运营经验欠缺，导致果汁茶旺季终端网点布置及抢占冰柜资源的工作出现问题，销

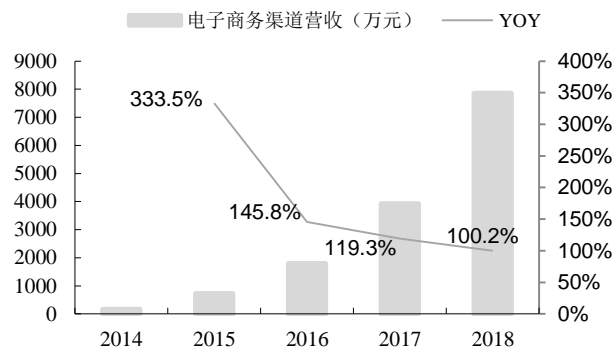
售旺季部分产品未进冰柜影响终端库存。但 2019 年前三季度公司果汁茶业务实现营收 7.7 亿元已大幅超过年初预期，从侧面反映出终端需求的旺盛，20 年公司将重点解决冰柜资源问题。同时公司作为杯装奶茶龙头已在全国建立起以华东区域为代表的完善的经销商网络，近年来在电商及出口方面也增长迅速。

图 16：公司经销商覆盖全国并逐年递增（家）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

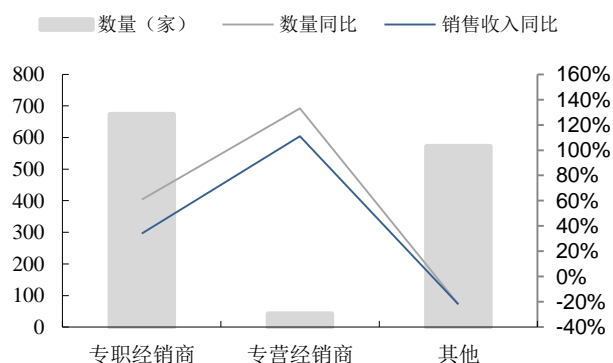
图 17：公司电商渠道发展迅速



数据来源：招股说明书、WIND、东吴证券研究所

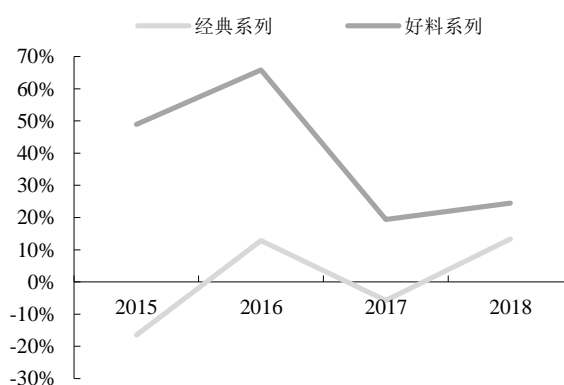
果汁茶激活渠道动能，高渠道利润+返利形式保障渠道推力。（1）“三专政策”加速落地，渠道利润充足，运营效率将显著提升。过去公司存在大量的“季节性”经销商，即旺季销售香飘飘产品，淡季则转而销售其他产品，利润的季节性波动被熨平后“三专政策”加速落地，公司 18 年专职经销商同比增长 63%，专营经销商数量同比增长 133%；同时据渠道反馈 5 月初公司将果汁茶出厂价从 47 提至 49 元/箱，但提高的 2 元通过返利形式返还渠道，并对经销商终端开拓和陈列提出更高要求，起到变相激励效果，目前果汁茶渠道利润水平约高过传统杯装奶茶 5%，渠道推力有所保障。（2）协同效应显现，带动冲泡产品增长。公司发挥即饮产品与冲泡产品的协同效应，实现冲泡产品从经销商到终端门店的有效触达从而带动传统产品增长。

图 18：专职、专营经销商同比增长（2018 年）



数据来源：公司公告、食品饮料招商网、东吴证券研究所

图 19：17 年推出即饮产品后冲泡产品增速反弹



数据来源：WIND、东吴证券研究所

我们认为公司在需求端提升品牌形象，切入年轻消费者高频次的消费场景，有助于进一步提高消费者的购买意愿；而供给端则渠道铺设相对完善，在专营经销商数量提升及渠道利润有所保证的情况下，渠道推力将显著提高，供需双向发力支持果汁茶产品动销放量。

2.3. 看成长空间：冲击 20 亿大单品，毛利率弹性显著

2.3.1. 看营收：增产扩能，冲击 20 亿饮料单品

理想状态下，扩充产能提高的供应足以支撑 2021 年果汁茶年产量超 6500 万标箱。受限于产能供应，2018 年果汁茶存在部分经销商限制性供货情况的出现。公司目前主要有 6 条液体奶茶产线（湖州 3 条，广东江门 2 条，天津 2 条中有 1 条已可生产），预计 21 年初成都 4 条新产线中的 2 条将投产，未来计划共形成 11 条产线，设计产能达到约 73 万吨（超 11000 万标箱）的水平。我们根据公司公告数据测算，21 年果汁茶理想状态年产量有望达到 6690 万标箱，产能 19-21 年 CAGR 约为 55.9%。

表 8：理想状态下果汁茶产能及投产后产出测算（单位：万标箱）

产地	产线数	投产情况	产能利用率			2018		2019		2020		2021		19-21 年 CAGR
			T+1	T+2	T+3	理论产能	年产能	理论产能	年产能	理论产能	年产能	理论产能	年产能	
湖州	3	2016 年全部投产				1481	573	2712	1152	2708	2302	2708	2167	
江门	2	2019.01 全部投产				0	0	2692	1373	2692	1945	2692	2154	
天津	2	2019Q3 投产一条	60%	80%	100%	0	0	1795	229	1795	1068	1795	1292	
成都	4	2021 年投产两条				0	0	0	0	0	0	2244	1077	
合计	11					1481	573	7199	2754	7196	5315	9439	6690	55.9%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

注：按 2019 年 Q3 收入比例，液体奶茶生产线按 19-20 年按 85% 用于生产果汁茶，21 年考虑液体饮料转好占比上升，按 80% 生产果汁茶计；按 2018 年年报数据每标箱果汁茶按 6.24 公斤计；根据公司公告，公司产线 T 年投产使用后，第 T+1 至 T+3 年产能利用率约为 60%、80% 及 100%。

产能提升+渠道助推，未来果汁茶营收将稳定在 15 亿以上。考虑到果汁茶属于公司力推新品，同时饮料市场价格带密集，MECO 果汁茶已占位 7-9 元价格带，未来三年除行业成本大幅上行外产品涨价可能性较低，所以沿用 18 年 Meco 果汁茶单价，产能提升以及渠道助推帮助产品进一步放量，结合产能预测计算得到满产能最大可支持 2021 年 Meco 果汁茶达到 24.8 亿营收，考虑到行业竞争等因素，果汁茶稳定状态下将保持在 15

亿以上，冲击 20 亿规模水平。

表 9：满产能理想状态下果汁茶收入可超 20 亿

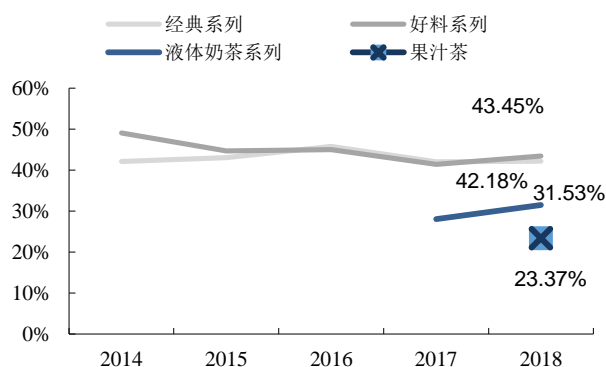
	2018	2019E	2020E	2021E
产量(万标箱)	542	2754	5315	6690
收入(亿元)	2.0	10.2	19.7	24.8
单价(万元/万标箱)	37.06		37.06	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.3.2. 看毛利：规模效应下毛利率弹性显著

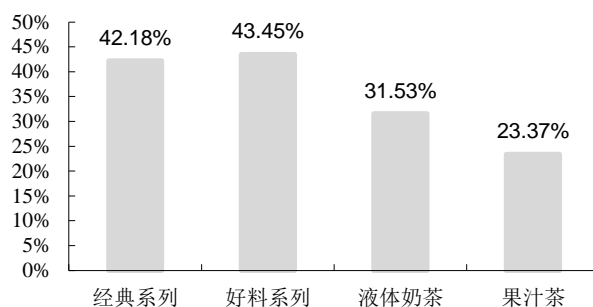
公司 2018 年冲泡类产品毛利率均高于 40%（经典系列 42.2%；好料系列 43.5%），而液体奶茶与果汁茶毛利率仅为 31.5%与 23.4%。未来果汁茶销量扩张将降低产线投入及制造费用的平摊成本，公司对原材料的议价能力同样上升，产品进入高速成长期后营销投入也将有所减少，形成显著规模效应。

图 20：即饮板块毛利率增长空间较大



数据来源：WIND、公司公告、东吴证券研究所

图 21：果汁茶产品毛利率水平较低（截止 2018.12.31）



数据来源：WIND、公司公告、东吴证券研究所

我们取 2018 年年报数据计算若产能利用率提升，对产线投入及制造费用平摊产生的规模效应将如何提升产品毛利率。根据测算，公司果汁茶满产生产（即达到 9.24 万吨，年产 1481 万标箱）的情况下，产品毛利率可以增厚 4.11pct，由 23.37% 增长至 27.48%。我们测算估计 19-21 年仅折旧摊销端费用产生的规模效应即可提升果汁茶产品毛利率 6-7pct，将毛利率提升至 33% 以上。考虑到未来产品放量后渠道利润和折扣返利等情况的减少，果汁茶毛利率有望对标冲泡产品达到 40% 的水平，产品毛利率弹性显著。

同时，果汁茶放量将有效带动其他液体奶茶放量，公司 18 年液体奶茶毛利率即明显提升 3.4pct，预计未来公司即饮板块毛利率水平显著提升，将有效带动整体毛利率上行。

表 10：产能利用率提升对提升毛利率的敏感性分析（以 2018 年数据为基础）

产能(万吨)	3.57	3.70	4.62	5.54	6.47	7.39	8.32	9.24
--------	------	------	------	------	------	------	------	------

产能 (万标箱)	573	592	740	888	1037	1185	1333	1481
产能利用率	38.7%	40.0%	50.0%	60.0%	70.0%	80.0%	90.0%	100.0%
毛利率提升	0.00%	0.23%	1.52%	2.38%	3.00%	3.46%	3.82%	4.11%

数据来源：公司公告、招股说明书、东吴证券研究所

注：按照公司公告情况，文中 19-21 年毛利率提升预测使用未来三年产线预计投入费用和上文预测果汁茶收入进行估算

3. 冲泡类：“升级”+“下沉”助力稳定增长

公司目前已成为国内杯装奶茶龙头，市场占有率达到 60% 以上，冲泡类业务营收占比达 75%。我们认为冲泡类业务天花板仍未见顶，公司通过“升级+下沉”推动业务增长，但受消费习惯改变、产品老化以及线下奶茶店、外卖等消费方式走热的影响，行业增速放缓显著，未来 3 年公司冲泡业务有望保持个位数稳定增长。

3.1. 价稳：产品结构升级，价格稳中有升

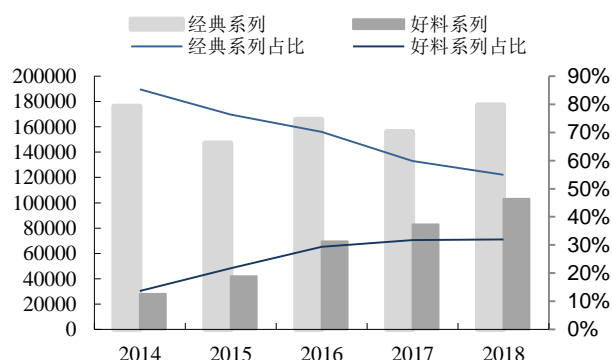
品牌壁垒仍存，公司通过产品升级对抗业绩下滑。冲泡奶茶具备低技术壁垒高品牌壁垒，目前经典系列奶茶（约占冲泡类收入的 70%）主攻三、四线市场，下沉市场小牌、杂牌居多，竞争力较弱，同时线下奶茶店与外卖消费比一、二线城市热度更低，香飘飘品牌在下沉市场品牌壁垒仍存，而好料系列（约占冲泡类收入的 25-30%）则主要布局一、二线市场。同时，面对业绩下滑，公司采取更新定位（定义消费场景“小饿小困”）、推出新品（王俊凯代言的双拼系列）、更换包装等方式重塑品牌形象，顺应消费升级趋势，抵抗由于消费习惯改变和产品老化带来的业绩下滑。

图 22：公司重塑新定位



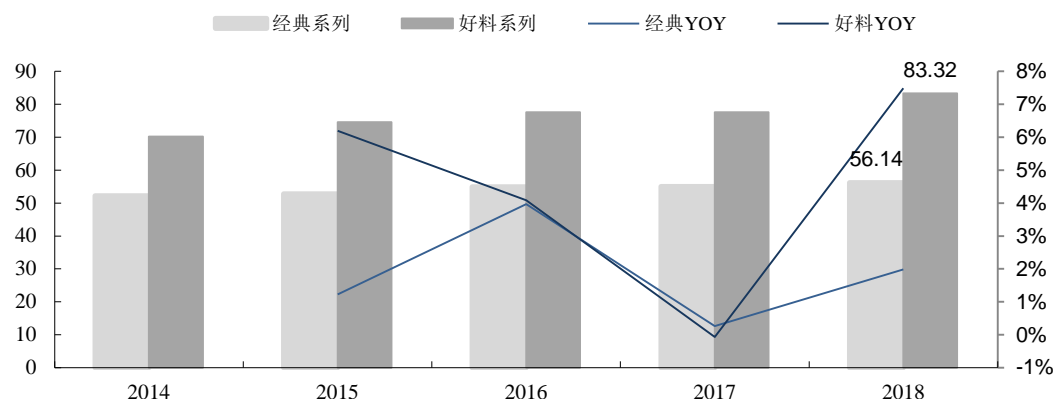
数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图 23：经典/好料系列销售收入及占比（万元）



数据来源：WIND、公司公告、东吴证券研究所

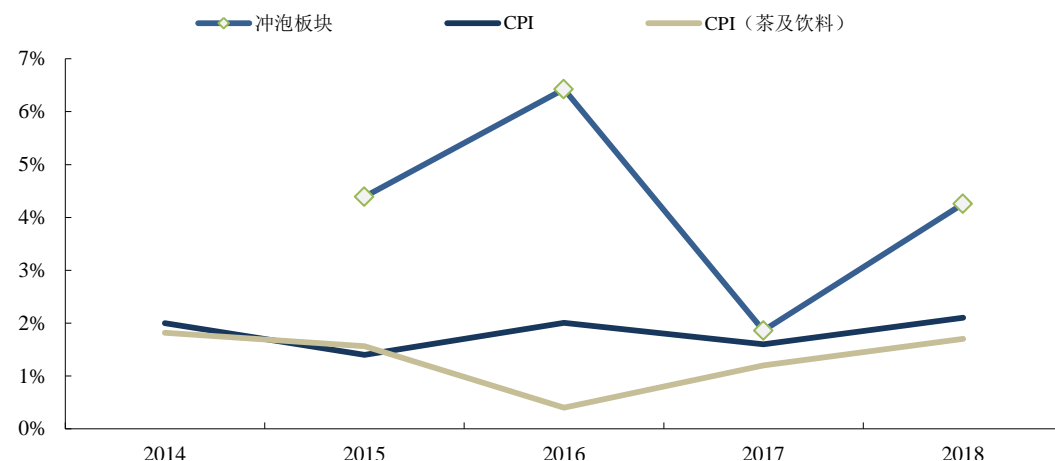
图 24：经典系列/好料系列每万标箱单价变化（万元/万标箱）



数据来源：招股说明书、公司公告、东吴证券研究所

提价幅度跑赢 CPI，未来三年价格将相对稳定并受产品升级影响小幅提升，预计保持每年 1-3% 复合增长。公司调整产品结构的效果逐渐显现，销售结构改变好料系列占比上行。2018 年公司经典/好料系列每万标箱产品售价约为 56.14/83.32 元，同比 2014 年上涨 7.6/18.7%，2014-2018 年 CAGR 约为 1.9/4.4%。同时，冲泡类产品提价幅度显著跑赢 CPI，我们认为公司在冲泡奶茶领域占据龙头地位，未来将延续产品结构升级进程，价格稳中有升可期。

图 25：冲泡类产品价格增长跑赢 CPI



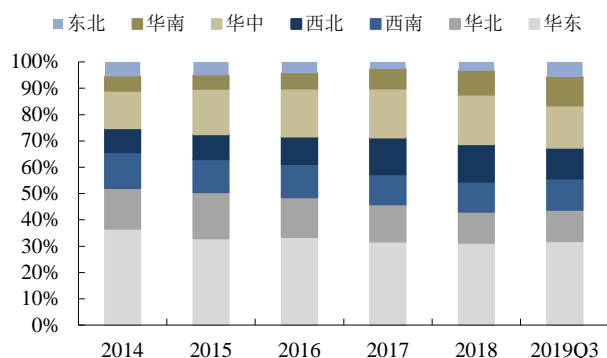
数据来源：国家统计局、公司公告、东吴证券研究所

3.2. 量增：渠道加速覆盖下沉，推动销量稳步提升

渠道下沉有望带动销量提升，区域发展不平衡带来增长机会。冲泡类产品主要面向三、四线城市消费人群，在一、二线城市增长乏力。公司积极开拓县乡市场，近年来根据不同区域特征推行“三通政策”（即县县通、镇镇通、村村通），目前经销商已覆盖全国约 2/3 的县级区域。但渠道深耕在地域发展间依然存在明显的不平衡，2019 年前三季度

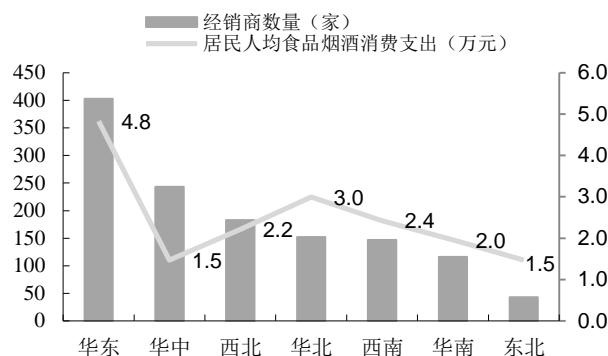
度公司在主力华东地区有经销商 465 家，营收占比达 47.69%，但在其他区域，尤其是人口密度大、消费能力较强的华北、西南等地区，居民人均食品烟酒支出费用较高但公司经销商数量较少，仍存较大增长机会。

图 26：公司经销商分布存在不平衡的现象



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

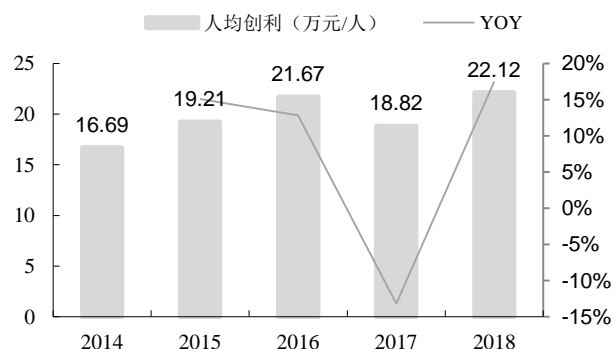
图 27：2018 年公司各区域经销商数量及居民人均食品烟酒消费支出



数据来源：国家统计局、公司公告、东吴证券研究所

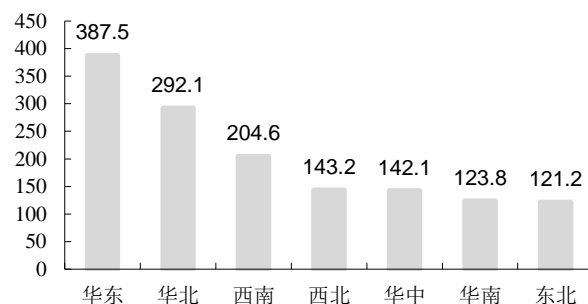
期待效率提升加速下沉，未来三年销量 CAGR 有望保持 5%-7% 增长。公司加强对一线销售人员的激励与考核，对省区经理以上实施限制性股权激励，18 年公司销售人员实现人均贡献净利润 22.12 万元，14-18 年 CAGR 约为 7.3%；同时即饮板块激活公司渠道，经销商积极性显著提高。但我们也注意到各区域单家经销商 18 年年贡献营收也存在较大差距，华东地区每家经销商可贡献 387.5 万/年，但西北、华中、华南、东北等区域经销商年贡献收入均在 150 万元以下，期待效率提升带动公司业绩增长。14-18 年公司销量 CAGR 约为 3.9%，预计未来三年将有所提升，CAGR 达到 5-7% 的水平。

图 28：14-18 年销售人员人均创造净利润（万元/人）



数据来源：WIND、公司公告、东吴证券研究所

图 29：各区域 2018 年每家经销商年均贡献营收（万元/家）



数据来源：WIND、公司公告、东吴证券研究所

我们认为公司作为冲泡奶茶龙头具有较高议价权，目前专注于产品升级，同时通过即饮板块带动+经销商、销售人员激励与考核提高公司运营效率，加速渠道下沉，全国

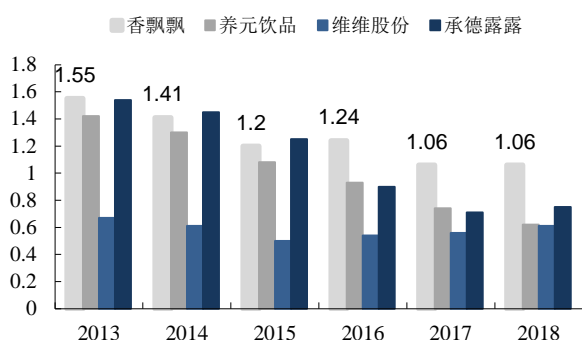
化进程下预计未来公司渠道覆盖范围仍有望扩张，未来 3-5 年将会保持量价缓步提升态势，每年实现约 5-10% 的稳定增长。

4. 财务分析：经营效率领先，盈利能力长期有望改善

4.1. 运营效率领先，议价能力改善

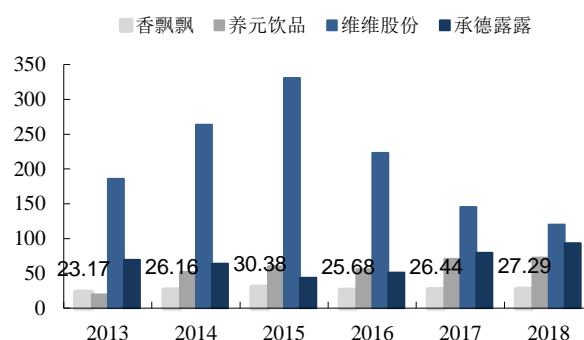
以销定产效率领先，具备优质快消品公司特质。截至 19Q3，公司现有经销商 1460 家，并针对经销商设置合理淘汰机制，积极吸纳具备即饮背景的优质经销商资源，终端网点布局也相对完善。同时，“以销定产”的生产模式是公司特色，根据经销商订单调整生产计划可以严格控制库存，保障终端动销，公司总资产周转率、存货周转天数等运营效率指标显著优于同业。

图 30：公司总资产周转率较高



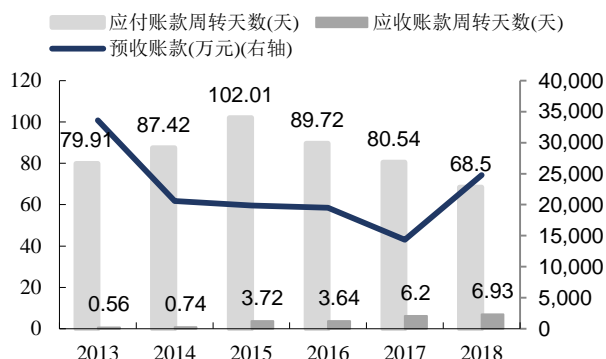
数据来源：WIND、CHOICE、东吴证券研究所

图 31：公司存货周转天数比较



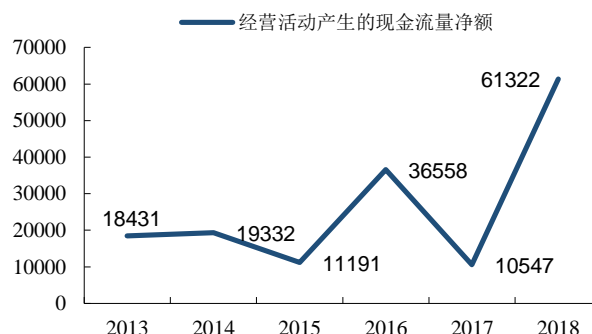
数据来源：WIND、CHOICE、东吴证券研究所

图 32：公司议价能力增强



数据来源：WIND、东吴证券研究所

图 33：公司近年来现金流状况持续好转（万元）



数据来源：WIND、东吴证券研究所

议价能力与现金流状况持续改善。回款周期短、付款周期长反映出公司在产业链上具有较强的议价能力，表现为公司自 17 年以来预收账款明显回升，其经营性活动净现金流在 17 年由于推出新品，购买原材料、市场推广投入而承压，但在 2018 触底反弹，现金流状况明显转好，即饮板块的发力使得公司对渠道的议价能力上升，净现金流状况明显改善，随着即饮板块的加速发展，其议价能力与现金流状况有望持续改善。

4.2. 龙头地位缓解成本压力，毛利率提升空间较大

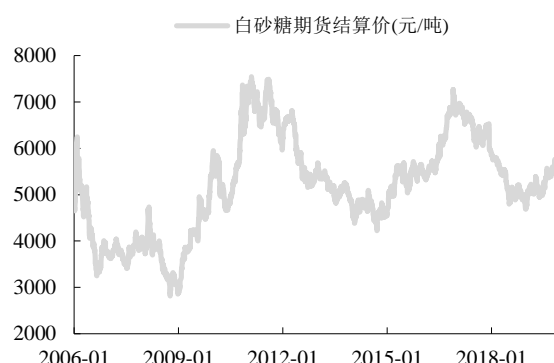
龙头地位缓解成本上涨压力。据公司公告，固体奶茶生产成本中原材料占比超过 85%，生产原材料主要为植脂末、白糖、茶粉等（占成本约 30%）；包装材料主要为奶茶杯、杯盖、吸管、包装箱等（占成本约 30-35%）。目前白砂糖价格处于下行区间，但瓦楞纸受到上游供应紧张影响短期内价格有所上浮，未来仍存涨价压力，但由于公司主要采取提前采购方式以锁定成本，同时龙头公司集中采购也有可以保障公司在应对上游时保持较强的议价能力，预计成本上涨对公司的影响程度较小。

图 34：瓦楞纸短期存在上涨压力



数据来源：WIND、东吴证券研究所

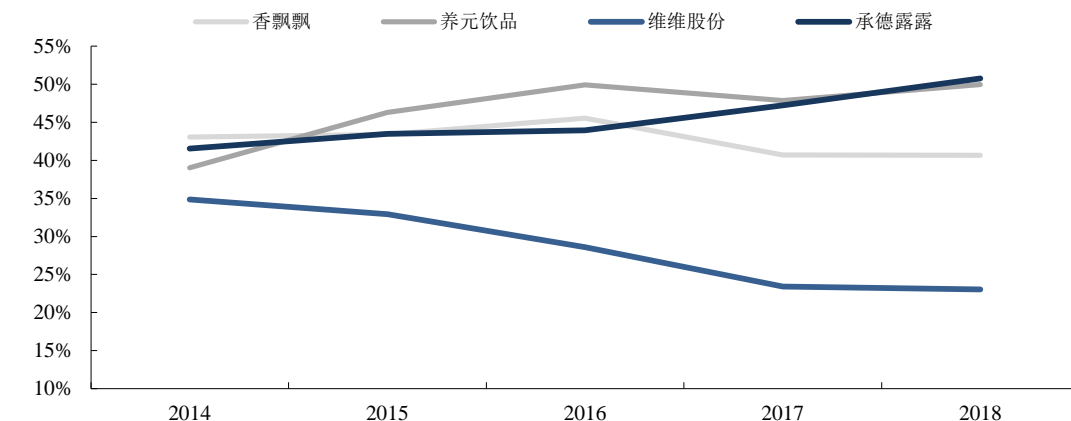
图 35：白砂糖价格下行（元/吨）



数据来源：WIND、东吴证券研究所

规模效应驱动，即饮板块产品毛利率上行空间显著。如上文所述，公司即饮板块存在较大的毛利率弹性，未来有望进一步向冲泡类产品对标，毛利率达到近 40% 的水平，而即饮板块毛利率提升将显著带动公司整体的毛利率水平上行。

图 36：香飘飘毛利率水平略低于同业

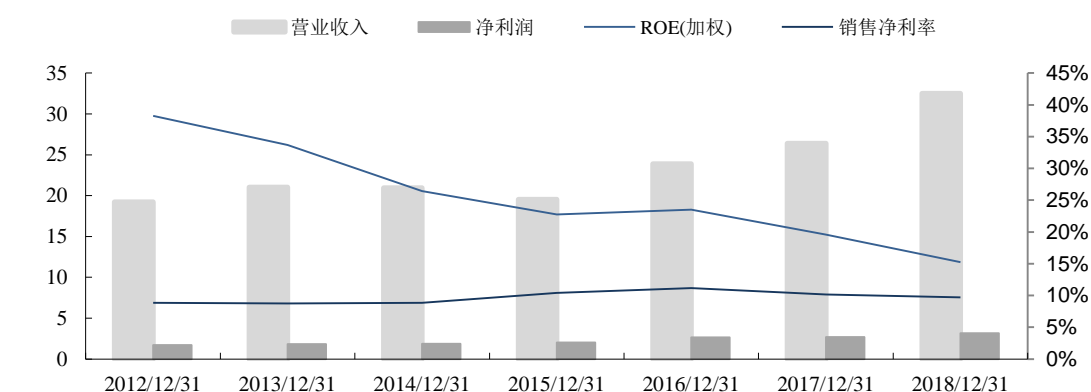


数据来源: WIND、东吴证券研究所

4.3. 费用率短期拖累净利率, 长期有望改善

让利经销商, 期间费用率拖累盈利能力。公司近年来营收增长明显, 其 ROE 却有下降趋势, 部分原因在于公司净利率水平受到费用支出的拖累。一方面, 公司销售费用维持高位, 管理费用受股权激励费用摊销影响亦略有提升; 另一方面, 自 2017 年以来, 公司开始在即饮板块发力, 连续推出数款新品, 但即饮类产品生产规模小, 制造和人工均摊成本较高, 为了保证经销商渠道利润空间, 亦使得净利率承压。

图 37: 公司净利率水平保持相对平稳, ROE 受拖累下滑 (亿元)

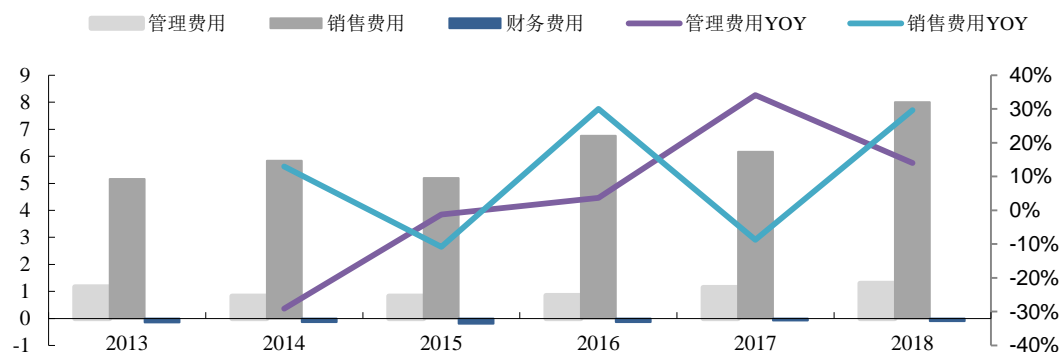


数据来源: WIND、东吴证券研究所

短期费用率下行空间较小, 长期盈利能力有望提升。公司销售费用率高企主要由于营销方面的高额投入, 在 2014-2018 年公司广告费费用分别为 3.3/2.5/3.6/2.3/3 亿元, 预计未来仍将保持高位。考虑到新品在市场引导期需要大量广告及渠道端投入, 推动产品尽快进入成长期, 攫取市场份额, 所以短期内公司费用率下行空间较小。但长期来看, 让利经销商可保证渠道推力, 销售人员及促销活动可促进新品终端动销; 高额广告营销费用则有利于提高品牌影响力。随着新品销量提升, 公司规模效应有望显现, 新品牌一旦成功占领消费者心智, 或将降低公司广告投入 (提高广告投放效率), 降低整体费用

率，公司长期盈利能力有望提升。

图 38：公司销售费用常年保持高位（亿元）



数据来源：WIND、东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 核心假设

预计未来 3 年公司冲泡类业务将保持稳定增长，即饮类业务增速显著。冲泡类产品中，经典系列主要依靠渠道下沉带动产品放量，价格保持相对稳定，好料系列主打一二线市场，受益于产品结构改善带来的价格提升及三四线市场消费升级带来的增量，有望保持量价齐升的态势，预计冲泡板块营收将保持 5-10% 增速。

而即饮类产品则主要依靠果汁茶带动，我们认为果汁茶产品在产品、品牌和渠道多方面均具备成为大单品的潜质，在产能问题解决后加之公司资源倾斜，预计 20 年将继续保持高速增长，21 年增速放缓但仍保持 20% 以上增长；而液体奶茶目前规模较小，主要用于新品推广丰富公司产品矩阵，短期不追求高速增长，长期仍是公司重要战略组成部分，受益于低基数及渠道动能激活，未来几年有望保持 15% 以上增长。

5.2. 盈利预测与投资建议

公司盈利能力尚未完全释放，导致公司 PE 高于养元饮品、承德露露等可比公司，当前公司处于新品推广时期，受宣发等费用影响即饮板块净利率较低，拖累公司整体净利率水平，预计未来随产品迅速放量将有所提升。公司目前处于即饮产品的推广阶段，果汁茶迅速放量将有力支持业绩增长。我们预计 19-21 年公司营业收入同比 +34.4%/19.2%/16.6%；归母净利 4.0/4.9/5.8 亿元，同比 +25.8%/22.6%/19.8%，对应 EPS 分别为 0.95/1.16/1.39 元，当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 23/19/16X。考虑到果汁茶放量、产品及渠道动能激活等因素，估值中枢具备上升潜力。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 11：公司主要业务营收盈利预测（百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2640	3251	4368	5205	6067
yoy	10.5%	23.1%	34.4%	19.2%	16.6%
经典系列	1564	1772	2155	2308	2472
yoy	-5.8%	13.3%	21.6%	7.1%	7.1%
好料系列	829	1032	1142	1282	1439
yoy	19.4%	24.5%	10.6%	12.3%	12.3%
果汁茶	-	201	910	1419	1919
yoy	-	-	353.4%	56.0%	35.2%
液体奶茶	217	218	131	162	200
yoy	-	0.5%	-40.0%	23.6%	23.6%
归母净利润	268	315	396	486	582
yoy	0.6%	17.5%	25.8%	22.6%	19.8%
销售费用率	23.38%	24.61%	22.47%	22.52%	22.37%
管理费用率	4.33%	4.27%	4.78%	4.26%	3.97%
毛利率	40.2%	40.4%	38.8%	39.0%	38.9%

数据来源：WIND、东吴证券研究所

表 12：可比公司估值（截至 2020.02.05）

股票代码	股票名称	最新收盘价	EPS（元/股）			PE（倍）		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603156.SH	养元饮品*	25.19	2.67	2.86	3.09	9.4	8.8	8.2
000848.SZ	承德露露*	6.63	0.44	0.47	0.53	14.9	14.1	12.5
平均 PE						12.2	11.5	10.4
603711.SH	香飘飘	21.65	0.95	1.16	1.39	22.9	18.7	15.6

数据来源：WIND、东吴证券研究所 注：标注*为 WIND 一致预期数据

6. 风险提示

老品销量增速大幅下滑。街边现制茶饮门店迅速扩张，冲泡类奶茶行业整体增速放缓，行业需求不足是公司未来增长的重要风险点。

果汁茶放量不及预期。果汁茶是公司挖掘更多市场空间的关键一步，是提升未来业绩的核心驱动力。目前果汁茶仍在推广的初期阶段，若放量不及预期，后续公司各项品

类的销售规模都难以保证，对公司业绩产生较大影响。

竞品市场拓展。虽然公司在冲泡类奶茶中占据龙头地位，但茶饮料市场的竞争愈发激烈，各大单品已形成一定的品牌影响力优势，若其在产品差异化、渠道拓展等方面再形成有效突破，公司将面临被挤压的风险。

食品安全风险。我国食品安全监管力度不断加强，社会媒体舆论对食品安全事件的监督和报道不断深入，因此一旦公司因质量控制出现疏漏或瑕疵而发生产品质量问题，将有可能产生食品安全风险甚至导致食品安全事故，严重影响公司的信誉和产品销售。

香飘飘三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,949	2,393	2,633	3,376	营业收入	3,251	4,368	5,205	6,067
现金	1,183	1,331	1,701	2,140	减:营业成本	1,938	2,671	3,173	3,706
应收账款	48	134	80	168	营业税金及附加	27	38	48	57
存货	153	252	229	333	营业费用	800	981	1,172	1,357
其他流动资产	566	675	623	735	管理费用	130	209	222	241
非流动资产	1,391	1,593	1,732	1,874	财务费用	-10	-1	-1	-7
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
固定资产	828	1,025	1,151	1,267	加:投资净收益	13	10	11	11
在建工程	278	258	238	229	其他收益	0	0	0	0
无形资产	194	222	258	293	营业利润	402	480	602	724
其他非流动资产	90	88	85	85	加:营业外净收支	0	21	18	17
资产总计	3,340	3,985	4,365	5,251	利润总额	402	501	620	741
流动负债	1,081	1,430	1,389	1,758	减:所得税费用	88	105	135	159
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	384	632	575	835	归属母公司净利润	315	396	486	582
其他流动负债	696	798	814	923	EBIT	367	463	575	684
非流动负债	44	50	54	58	EBITDA	435	546	679	804
长期借款	0	7	10	14					
其他非流动负债	44	44	44	44	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,125	1,480	1,444	1,816	每股收益(元)	0.75	0.95	1.16	1.39
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	5.30	5.99	6.99	8.21
					发行在外股份(百万股)	419	418	418	418
归属母公司股东权益	2,215	2,505	2,921	3,435	ROIC(%)	12.7%	14.3%	15.1%	15.4%
负债和股东权益	3,340	3,985	4,365	5,251	ROE(%)	14.2%	15.8%	16.6%	16.9%
					毛利率(%)	40.4%	38.8%	39.0%	38.9%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	9.7%	9.1%	9.3%	9.6%
经营活动现金流	613	520	665	746	资产负债率(%)	33.7%	37.1%	33.1%	34.6%
投资活动现金流	-764	-275	-232	-252	收入增长率(%)	23.1%	34.4%	19.2%	16.6%
筹资活动现金流	-14	-97	-63	-56	净利润增长率(%)	17.5%	25.8%	22.6%	19.8%
现金净增加额	-165	149	370	439	P/E	28.77	22.87	18.65	15.56
折旧和摊销	68	83	104	120	P/B	4.09	3.61	3.10	2.64
资本开支	486	202	139	143	EV/EBITDA	18.20	14.23	10.91	8.68
营运资本变动	231	52	88	63					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>