

冲泡即饮双轮驱动，果汁茶望成第二增长曲线

首次覆盖

● 杯装奶茶开创者，切入即饮奶茶板块

公司是杯装奶茶开创者（市占率超60%），A股奶茶第一股。公司于2017年4月切入即饮奶茶板块，目前公司产品主要包括冲泡体系和即饮体系两大类，其中冲泡体系包括经典系列、美味系列、双拼系列（2019H2推出），即饮体系包括牛乳茶、兰芳园、果汁茶、轻奶茶等。

● 公司核心竞争力

1) 品牌端：定位“奶茶专家”，三大品牌定位清晰

公司定位奶茶专家，三大品牌定位清晰：冲泡产品围绕“够有料，更享受”品牌定位，兰芳园围绕“港式奶茶始祖”品牌定位，果汁茶继续强化“新派茶饮，新一代的选择”品牌定位。

2) 产品端：升级冲泡奶茶产品，打造果汁茶等爆款

1、目前初步形成冲泡体系、果汁茶、轻奶茶、液体奶茶的产品矩阵。2、2019年8月对冲泡产品进行升级换代并推新品双拼系列，市场反应良好。3、2018年7月推出果汁茶，当年营收超2亿，2019年营收8.68亿，累计营收超10亿，已成10亿级大单品。4、2020年44亿目标分解：冲泡产品32亿，果汁茶10亿，液体奶茶2亿。

3) 渠道端：线下扩张及下沉并举，线上多路径提升品牌形象

1、目前省外扩张采用成都模式，渠道下沉主推安徽模式。2、已成立新零售事业部及兰芳园事业部，使用网红直播、抖音、小红书、QQ音乐等新渠道宣传，提升品牌形象。3、线上营收增至2019年1.25亿，占比提升至3.14%。

● 未来看点

- 果汁茶有望成20亿级大单品，毛利率达30%以上。
- 新品不断推陈出新，产品矩阵持续完善。
- 股权激励促公司发展，疫情短期扰动不改长期趋势。
- 可转债落地扩产能，预计2020H2有望实施。

● 盈利预测、估值与评级

我们看好公司产品不断推陈出新及果汁茶持续放量，给予2020-2022年EPS分别为0.96/1.23/1.54元，当前股价对应PE分别为30/24/19，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：食品安全事故；果汁茶增长不及预期；旺季销售不及预期

财务摘要和估值指标（2020年05月16日）

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,251	3,978	4,502	5,212	6,141
增长率(%)	23.1	22.4	13.2	15.8	17.8
净利润(百万元)	315	347	403	515	644
增长率(%)	17.5	10.4	16.1	27.8	25.0
毛利率(%)	40.4	41.2	41.7	42.7	43.4
净利率(%)	9.7	8.7	9.0	9.9	10.5
ROE(%)	14.2	13.7	14.2	15.8	16.8
EPS(摊薄/元)	0.75	0.83	0.96	1.23	1.54
P/E	38.6	35.0	30.1	23.6	18.9
P/B	5.5	4.8	4.3	3.7	3.2

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年05月16日

强烈推荐（首次评级）

孙山山（分析师）

sunshanshan@xsdzq.cn

证书编号：S0280520030002

王言海（联系人）

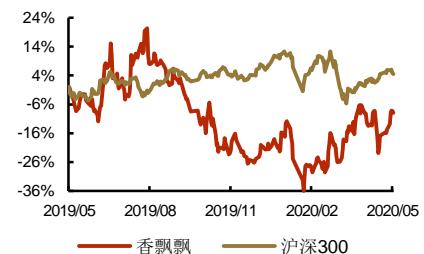
wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号：S0280118100002

市场数据 **时间 2020.05.15**

收盘价(元):	29.05
一年最低/最高(元):	19.5/38.4
总股本(亿股):	4.18
总市值(亿元):	121.48
流通股本(亿股):	0.49
流通市值(亿元):	14.19
近3月换手率:	410.19%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与目标价、评级

公司业务主要分成五块(椰果系列、美味系列、双拼系列、液体奶茶、果汁茶)，我们预计公司 2020-2022 年公司营收增速分别为 13.2%、15.8%、17.8%，归母净利润增速分别为 16.1%、27.8%、25.0%。我们看好公司产品不断推陈出新及果汁茶持续放量，给予 2020-2022 年 EPS 分别为 0.96/1.23/1.54 元，当前股价对应 PE 分别为 30/24/19，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

关键假设

- 1、冲泡奶茶升级换代后增速回升，疫情影响下增速前低后高；
- 2、双拼系列低基数高增长；
- 3、果汁茶未来三年持续放量。

我们与市场的观点的差异

1、当前市场对果汁茶预期悲观，特别是疫情影响下公司一季度收入和利润均出现下滑，打乱果汁茶铺货节奏，但我们认为公司积极调整股权激励对公司收入及果汁茶增长目标，本身反映的是一种务实态度；公司只需在二三季度紧抓目标消费群体，同时吸取去年三季度果汁茶经营出现的失误，今年仍有望超额完成目标。

2、市场对冲泡奶茶预期比较低，认为冲泡奶茶增速放缓是趋势，但我们认为目前全国尚有一半左右的县级市及乡镇还未覆盖，冲泡奶茶后续仍有增长空间。目前公司省外扩张采用成都模式、渠道下沉采用安徽模式，一切有序展开。此外，公司去年八月推出的中高端冲泡产品-双拼系列，市场反应良好，未来可期。

股价上涨的催化因素

果汁茶增长超预期；新品反映超市场预期；旺季销售超预期。

投资风险

食品安全事故；果汁茶增长不及预期；旺季销售不及预期。

目 录

1、公司概况：杯装奶茶开创者，切入即饮奶茶板块.....	6
1.1、回溯过去：十五年风雨兼程，布局四大生产基地.....	6
1.2、聚焦当下：切入即饮奶茶，季节性波动改善明显.....	7
2、行业现状：行业规模较大，杯装奶茶格局已定.....	9
2.1、行业规模较大，三分天下格局	9
2.2、杯装奶茶格局已定，即饮奶茶潜力大	12
3、核心竞争力：冲泡即饮双管齐下，线上线下齐头并进.....	13
3.1、品牌端：定位“奶茶专家”，三大品牌定位清晰.....	13
3.2、产品端：升级冲泡奶茶产品，打造果汁茶等爆款.....	16
3.2.1、冲泡产品升级换代，推出新品双拼系列	16
3.2.2、即饮奶茶成动力引擎，果汁茶已成10亿大单品	20
3.2.3、测算果汁茶产能，进行敏感性分析	26
3.3、渠道端：线下区域扩张及渠道下沉并举，线上多路径提升品牌形象.....	27
3.3.1、线下扩张和下沉并举，经销商联合生意计划持续推进	27
3.3.2、线上占比稳步提升，创新营销提升品牌形象	29
4、未来看点：果汁茶望成大单品，产品矩阵持续完善.....	30
4.1、果汁茶望成大单品，毛利率达30%以上	30
4.2、新品不断推陈出新，产品矩阵持续完善	31
4.3、股权激励促发展，可转债落地扩产能	32
4.3.1、股权激励激发员工积极性，疫情短期扰动不改长期趋势	32
4.3.2、可转债落地扩产能，无忧即饮体系产能	34
5、盈利预测及投资建议.....	34
5.1、盈利预测	34
5.2、估值水平	35
5.3、投资建议	36
6、风险提示	36
附：财务预测摘要	37

图表目录

图 1：十五年风雨兼程，四大生产基地分布在湖州、广东、天津及四川地区	6
图 2：公司目前近40亿规模，7年CAGR为11%	6
图 3：公司目前归母净利润近3.5亿，7年CAGR为11%	6
图 4：公司产品主要分成冲泡体系、即饮体系两大类	7
图 5：公司推出高端即饮奶茶-兰芳园	8
图 6：果汁茶目前有五种口味产品，桃桃红柚最受欢迎	8
图 7：公司季度营收波动较大，一四季度是冲泡旺季	8
图 8：季度营收波动下，部分刚性费用支出致业绩波动	8
图 9：果汁茶放量带来占比持续提升	9
图 10：即饮奶茶（含果汁茶）占比已提升至25%以上	9
图 11：冲泡杯装奶茶代表-香飘飘	10
图 12：液体瓶装奶茶代表-午后奶茶	10
图 13：经过测算，中国茶饮行业和奶茶行业规模分别为4000亿、1000亿左右	11

图 14: 街头奶茶、新中式茶饮及鲜果奶和鲜果茶三分天下格局	12
图 15: 2016Q3-2018Q3 中国现调奶茶店数量 (万家) 及 yoy (%)	12
图 16: 目前冲泡奶茶规模超 40 亿	12
图 17: 冲泡奶茶行业香飘飘一家独大, 市占率超 60%	12
图 18: 近五年香飘飘冲泡奶茶持续收割竞品份额	13
图 19: 即饮奶茶领域, 统一奶茶目前市占率超 70%	13
图 20: 公司愿景是成为全球最好的饮料品牌	14
图 21: 冲泡产品继续围绕“够有料, 更享受”定位	14
图 22: 香飘飘过去情感诉求更多是强调规模优势	14
图 23: 香飘飘现在情感诉求更多是强调产品功效	14
图 24: 果汁茶围绕“新派茶饮, 新一代的选择”品牌定位	16
图 25: 兰芳园围绕“港式奶茶始祖”定位, 以“67 年经典, 提神更美味”作为品牌传播主题	16
图 26: 塔基产品是冲泡系列, 塔尖产品是兰芳园	16
图 27: 公司产品矩阵逐步清晰, 不断完善中	16
图 28: 近五年公司冲泡产品保持稳中有增态势	17
图 29: 经典系列是最先推出产品, 目前占比超 60%	17
图 30: 经典系列旧包装出现老化、审美疲劳等问题	17
图 31: 经典系列新包装呈现时尚、有内涵	17
图 32: 好料系列旧包装出现老化、审美疲劳等问题	18
图 33: 好料系列新包装呈现时尚、有内涵	18
图 34: 公司推出新品白桃味、草莓味奶茶	18
图 35: 双拼系列三种口味, 其中黑糖双拼最受欢迎	18
图 36: 公司推出电商定制产品-芝士乌龙奶盖茶	19
图 37: 芝士乌龙奶盖茶分二步制作, 全程五分钟完成	19
图 38: 公司面对 00 后消费群体的新品“榛爱粉”、“椰仙生”	19
图 39: 公司跨界新品“坚果水果溶豆麦片”和“酸奶坚果水果麦片”	19
图 40: 邀请王俊凯作香飘飘代言人, 加强目标群体对产品的黏性	20
图 41: 2019 年 8 月新品发布会后, 公司百度指数提升很快	20
图 42: 液体奶茶 (牛乳茶和兰芳园) 目前凭借自然增长, 营收 1 亿多	21
图 43: 由于公司重点推广果汁茶, 液体奶茶占比持续下降	21
图 44: 果汁茶从 2018 年推出, 累计营收超 10 亿, 已成 10 亿级大单品	22
图 45: 2019Q3 以来果汁茶销量不理想, 公司已改进措施	22
图 46: 果汁茶第四种口味-港式柠檬茶	23
图 47: 果汁茶第五种口味-樱桃莓莓	23
图 48: 公司推出各类限定款饮品, 联动其他品牌进行市场推广	23
图 49: 果汁茶最先出来的三种经典口味	24
图 50: 2019 年 5 月推出的轻奶茶	24
图 51: 消费者消费茶饮单品价格集中在 15-24 元	24
图 52: 果汁茶相比现调茶饮, 具有性价比高优势	24
图 53: 果汁茶保质期一年, 超 10% 的果汁含量	25
图 54: 果汁茶相比竞品, 具有性价比优势	25
图 55: 公司选择邓伦作为果汁茶代言人, 契合目标受众	26
图 56: 公司四大生产基地, 为果汁茶产能保驾护航	26
图 57: 近三年专营经销商数量 (个) 及占比 (%) 稳步提升	28
图 58: 未来三年公司加快空白区域的覆盖, 终端数量有望超 100 万家,	28

图 59: 公司在新零售领域取得不错成绩	29
图 60: 李佳琦直播带货兰芳园樱花鸳鸯奶茶	29
图 61: 线上低基数高增长, 目前营收超 1 亿	30
图 62: 香飘飘天猫旗帜店呈现出青春活力	30
图 63: 2019 年统一阿萨姆奶茶销售额 45 亿左右	31
图 64: 阿萨姆奶茶分不同规格	31
图 65: 未来果汁茶毛利率将超 30%	31
图 66: 未来果汁茶有望成为 20 亿大单品	31
图 67: “冲泡” + “即饮” 双轮驱动持续进行	32
图 68: 目前三大品牌持续推进中	32
图 69: 预计公司研发费用将持续提升	32
图 70: 不断推出新品是公司既定发展的方针	32
 表 1: 公司产品主要分冲泡类和即饮类	7
表 2: 中国奶茶行业发展经历四个阶段	9
表 3: 国内奶茶形态主要分成五种	10
表 4: 测算新式茶饮行业规模方法一览	10
表 5: 主要新中式茶饮品牌均获得融资	11
表 6: 国内冲泡奶茶香飘飘一家独大, 市占率超 60%	13
表 7: 三大品牌定位清晰, 冲泡和即饮双轮驱动	15
表 8: 2020E-2022E 果汁茶产量 (万箱)、销售额 (亿) 一览	27
表 9: 2020E-2022E 果汁茶敏感性分析一览	27
表 10: 截止 2019 年 12 月初, 公司销售人员数量同比增加 835 名	28
表 11: 2020E-2022E 果汁茶产量 (万箱)、销售额 (亿) 一览	29
表 12: 近些年公司广告投放比较精准, 取得不错效果	30
表 13: 公司股权激励涉及主要高管, 合计 66 名对象	32
表 14: 2018A-2021E 股权激励目标 (营收和归母净利润各占解锁目标 50%) 一览	33
表 15: 募资 8.6 亿资金涉及天津和成都两个生产基地	34
表 16: 可转债项目完成后液体奶茶产能将达 83.28 万吨	34
表 17: 2020E-2022E 香飘飘分产品预测表	35
表 18: 可比公司估值	35

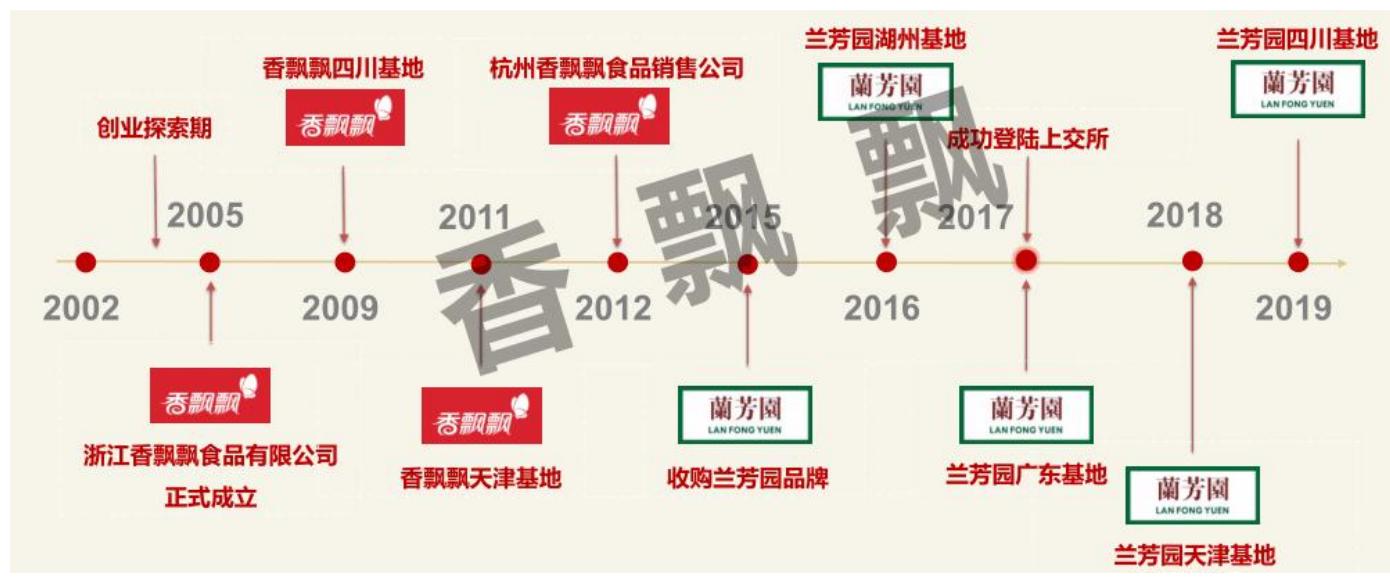
1、公司概况：杯装奶茶开创者，切入即饮奶茶板块

1.1、回溯过去：十五年风雨兼程，布局四大生产基地

成立于 2005 年 8 月的香飘飘，总部位于浙江湖州，2017 年 11 月 30 日上交所上市，是 A 股奶茶第一股。公司起步于冲泡奶茶，是中国杯装奶茶开创者。经过十五年的奋斗，目前已是冲泡奶茶的领头羊，市占率超 60%。

公司四大生产基地分别位于浙江省湖州市（固体+液体）、四川省成都市（固体+液体在建）、天津市（固体+液体）以及广东省江门市（液体），为后续即饮奶茶全国化布局提供产能保障。

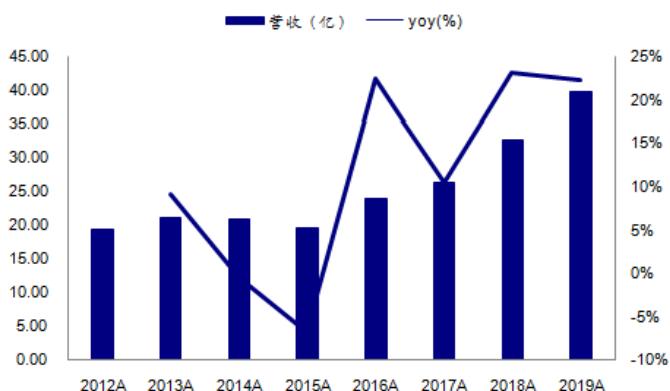
图1：十五年风雨兼程，四大生产基地分布在湖州、广东、天津及四川地区



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

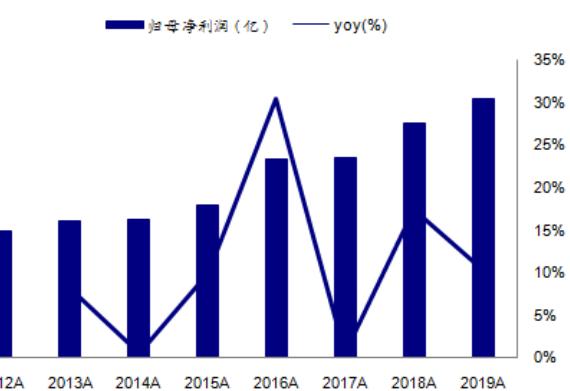
公司营收从 2012 年 19.24 亿增至 2019 年 39.78 亿，7 年 CAGR 为 10.93%；归母净利润从 2012 年 1.70 亿增至 2019 年 3.47 亿，7 年 CAGR 为 10.73%。受疫情影响，公司 2020Q1 营收 4.30 亿 (-49%)，归母净利润-0.86 亿 (-265%)。

图2：公司目前近 40 亿规模，7 年 CAGR 为 11%



资料来源：wind，新时代证券研究所

图3：公司目前归母净利润近 3.5 亿，7 年 CAGR 为 11%



资料来源：wind，新时代证券研究所

1.2、聚焦当下：切入即饮奶茶，季节性波动改善明显

目前公司产品主要包括经典系列、美味系列、双拼系列(2019年下半年推出)、即饮系列(含果汁茶)等。其中冲泡产品包括经典系列、美味系列、双拼系列，即饮产品包括牛乳茶、兰芳园、果汁茶、轻奶茶。此外，公司还有一些差异化产品如谷物麦片产品Joyko、榛爱粉、椰仙生、芝士乌龙奶盖茶等，满足目标群体差异化需求。

表1：公司产品主要分冲泡类和即饮类

公司产品	具体分类	代表产品	终端价
冲泡类	经典系列	原味奶茶	3.5-5元/杯
	美味系列	红豆奶茶	5-5.5元/杯
	双拼系列	黑糖双拼等	6-7元/杯
即饮类	牛乳茶	MECO 牛乳茶	8-9元/杯
	兰芳园	鸳鸯奶茶	10-12元/杯
	果汁茶(五种口味)	桃桃红柚	5.5-6元/杯
	轻奶茶(三种口味)	抹茶拿铁	6-7元/杯
其他	谷物麦片产品Joyko(坚果水果麦片)		106元/份
	榛爱粉、椰仙生(针对00后消费群体)		5元/杯
	芝士乌龙奶盖茶		15元/杯

资料来源：京东商城，天猫商城，新时代证券研究所

图4：公司产品主要分成冲泡体系、即饮体系两大类



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

2017年以前公司产品只有冲泡系列，而冲泡系列产品一四季度是销售旺季，季节性波动比较明显。在这样的背景下，公司经过市场调研和研判，决定切入即饮

奶茶并于当年4月推出即饮奶茶牛乳茶和兰芳园。

图5：公司推出高端即饮奶茶-兰芳园



资料来源：京东商城，新时代证券研究所

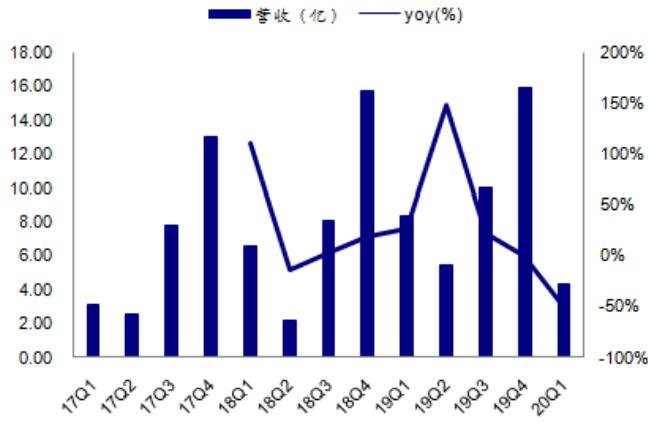
图6：果汁茶目前有五种口味产品，桃桃红柚最受欢迎



资料来源：京东商城，新时代证券研究所

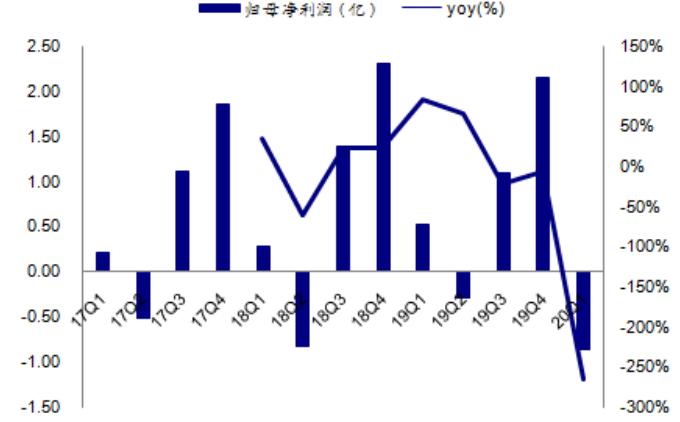
为进一步丰富产品线，公司随后于2018年7月推出新品果汁茶，果汁茶一经推出，广受市场好评，2018年实现超2亿营收。进入2019年，果汁茶持续放量，全年实现8.68亿营收，超额完成公司2019年7亿目标。

图7：公司季度营收波动较大，一四季度是冲泡旺季



资料来源：wind，新时代证券研究所

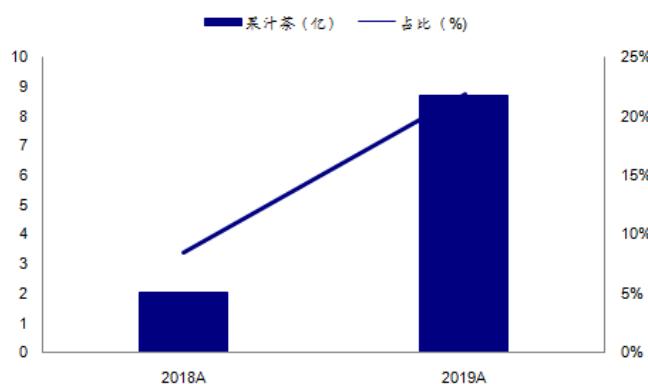
图8：季度营收波动下，部分刚性费用支出致业绩波动



资料来源：wind，新时代证券研究所

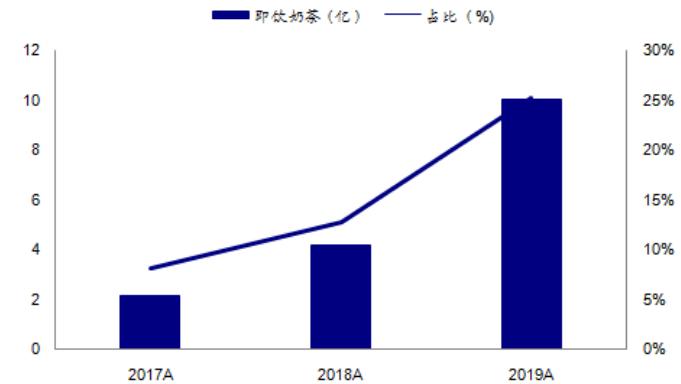
随着即饮奶茶(含果汁茶)的持续放量，其占比从2017年的8.22%提升至2019年25.26%；果汁茶营收从2018年2.01亿增至2019年8.68亿，占比从2018年8.44%提升至2019年21.82%。我们认为随着即饮奶茶特别是果汁茶占比的持续提升，公司季节性波动改善将越来越明显。

图9：果汁茶放量带来占比持续提升



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图10: 即饮奶茶(含果汁茶)占比已提升至25%以上



资料来源: wind, 新时代证券研究所

2、行业现状：行业规模较大，杯装奶茶格局已定

2.1、行业规模较大，三分天下格局

自 20 世纪 90 年代以来，以港式奶茶和台式奶茶为代表的新式奶茶开始逐渐将连锁销售网络拓展到全国，中国的奶茶行业不断发展壮大，目前已获得大批忠实的女性受众，成为在逛街、休闲娱乐时的首选。据前瞻产业研究院显示，中国奶茶行业经历冲粉奶茶(2000A-2003A)、桶装奶茶(2004A-2006A)、手摇茶(2007A-2009A)和现萃茶(2010A-至今)四个阶段的演变。

表2：中国奶茶行业发展经历四个阶段

主要阶段	时间	具体内容	特点
冲粉奶茶	2000A-2003A	早期以果味粉为主，以路边摊为主，用热水直接勾兑。	出品快，品质差、价格便宜
桶装奶茶	2004A-2006A	桶装茶取代果味粉进入鼎盛时期，出现奶精。	出品快、品质提升、价格提升
手摇奶茶	2007A-2009A	手摇奶茶对冲粉奶茶和桶装奶茶形成冲击。	以高倍原汁水果浓浆、国产奶精、风味糖浆、二砂糖、果糖及进口台湾食材为主
现萃茶	2010A-至今	现萃茶主要以贡茶和喜茶为主，目前还有奈雪的茶等。	配料以芝士奶盖为主

资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

在奶茶第二阶段，奶茶工业标准化生产也起步。由于珍珠奶茶中的珍珠的主要成分是淀粉，不易保存，香飘飘率先使用椰果替代淀粉，于 2005 年开创冲泡杯装奶茶之先河；随后喜之郎旗下优乐美及浙江大好食品旗下香约等杯装奶茶投放市场，市场导入和消费者培育逐渐完成。接着麒麟控股株式会社于 2007 年推出午后红茶（后更名为午后奶茶），以瓶装奶茶形态率先上市，同年娃哈哈的哟哟奶茶也上市。统一于 2009 年推出阿萨姆奶茶，后来者居上，成为液体瓶装奶茶的领导者。随后，各大巨头陆续进入瓶装奶茶市场，瓶装奶茶市场逐步扩大，目前主要包括统一、康师傅、娃哈哈、麒麟及三得利等等。2017 年 4 月，香飘飘推出杯装液体奶茶—牛乳茶和兰芳园，切入液体奶茶行业。2018 年 7 月，香飘飘推出杯装即饮果汁茶，切入即饮茶行业。

图11：冲泡杯装奶茶代表-香飘飘



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图12：液体瓶装奶茶代表-午后奶茶



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

目前国内奶茶主要形态有液态瓶装奶茶、液态杯装奶茶、冲泡杯装奶茶、冲泡盒装奶茶以及门店现调奶茶等。其中规模最大的是门店现调奶茶，也是目前市场的主流。

表3：国内奶茶形态主要分成五种

主要形态	主要代表	主要形态	主要代表
液态瓶装奶茶	统一阿萨姆奶茶、麒麟午后奶茶等	冲泡杯装奶茶	香飘飘经典系和好料系、优乐美等
液态杯装奶茶	MECO 牛乳茶、兰芳园等	冲泡盒装奶茶	立顿奶茶等
门店现调奶茶	奈雪的茶、喜茶、一点点、茶颜悦色等	-	-

资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

根据新式茶饮白皮书数据显示，中国茶饮行业规模=新式茶饮门店销售额+传统茶叶销售额，其中 2018 年传统茶叶销售额 2600 多亿，新式茶饮销售额近 1000 亿，因此我们认为目前中国茶饮行业规模 3600-4000 亿。

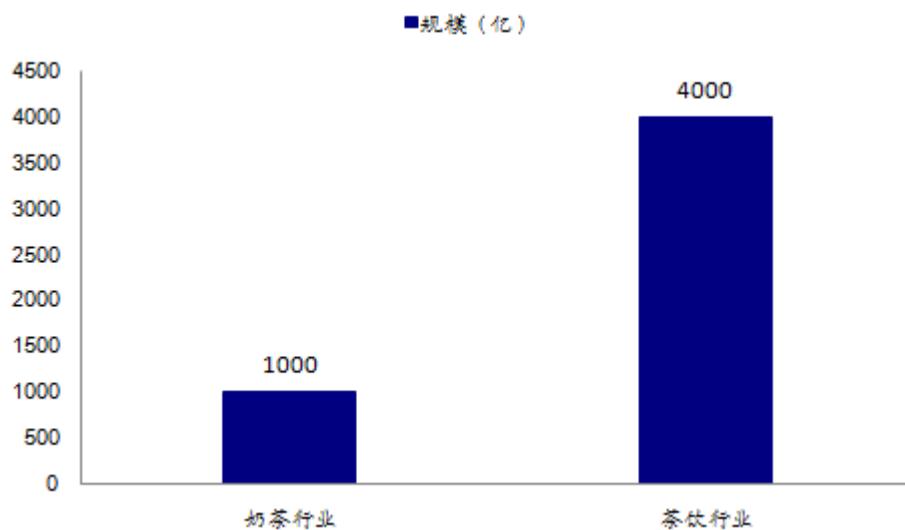
表4：测算新式茶饮行业规模方法一览

分项	人口（亿）	城镇化率（%）	15-45 岁占比（%）	年均购买杯数	杯均价（元）	市场空间（亿）
具体内容	13.95	57.35	56.71	14.3	15.2	986

资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

由于暂时没有权威的数据显示新式茶饮销售额中现调奶茶占比情况，因此我们假设新式茶饮规模等于现调奶茶规模。由于中国奶茶行业规模=现调奶茶规模+冲泡奶茶规模+即饮奶茶规模。前瞻产业研究院数据显示，对中国 25 个城市 15 岁到 45 岁消费者的采样统计，经过测算现调奶茶行业规模为 986 亿元。而 2018 年冲泡奶茶规模 42 亿、即饮奶茶规模 49.5 亿，因此我们认为目前中国奶茶行业整体规模超 1000 亿。

图13： 经过测算，中国茶饮行业和奶茶行业规模分别为 4000 亿、1000 亿左右



资料来源：新式茶饮白皮书，新时代证券研究所

此外，奶茶行业资本竞相追逐，一批新中式茶饮品牌纷纷崛起，行业竞争激烈。例如因味茶门店 2016 年获刘强东 5 亿投资，teasoon 门店 2017 年获源星资本及东方富海 800 万投资，奈雪的茶累计获天图资本超 3 亿投资，喜茶累计获资本方 5 亿投资等。

表5： 主要新中式茶饮品牌均获得融资

品牌	时间	融资轮次	融资金	投资方	销售模式	门店数
喜茶	2016 年	A 轮	1 亿	IDG 资本及天使投资人何伯权	线上+直营	300+家（截止 2019 年 12 月）
	2018 年	B 轮	4 亿	龙珠资本		
奈雪的茶	2016 年	A 轮	数亿	天图资本	线上+直营	300+家（截止 2019 年 12 月）
	2018 年	A+轮	3 亿			
煮叶	2018 年	Pre-A 轮	数千万	达晨创投	直营	10 家（截止 2019 年 7 月）
	2019 年	A 轮	数千万			
因味茶	2016 年	A 轮	5 亿	刘强东	京东+直营	13 家（截止 2016 年 10 月）
关茶	2017 年	Pre-A 轮	数千万	峰瑞资本	线上+直营	6 家（截止 2018 年 8 月）
煮茶	2018 年	Pre-A 轮	1000 万	龙锡资本	线上+直营	2 家（截止 2019 年 10 月）
肆伍客	2018 年	Pre-A 轮	近千万	九宜城领投	直营	1 家（截止 2018 年 5 月）
1314 茶	2018 年	A 轮	2000 万	杰慧资本	直营	600+家（截止 2019 年 12 月）
Teasoon	2017 年	Pre-A 轮	800 万	源星资本领投、东方富海跟投	直营等	10 家（截止 2018 年底）
乐乐茶	2019 年	Pre-A 轮	数亿	祥峰投资领投、普思资本等跟投	直营+外卖	30+家（截止 2019 年 4 月）

资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

目前，中国的奶茶行业形成街头奶茶、新中式茶饮、鲜果奶和鲜果茶三分天下

的格局。其中街头奶茶以 coco、一点点为代表，新中式奶茶以奈雪的茶、喜茶为代表，鲜果奶和鲜果茶以波茶、茶桔便为代表。根据美团点评数据显示：截止到 2018Q3，全国现调茶饮门店数量达到 41 万家，同增 78%，而实际到 2018 年底全国现调茶饮门店数量在 45 万家左右。新增门店主要来自消费者对常规饮料的替代和消费群体对“健康茶饮”的需求。

图14：街头奶茶、新中式茶饮及鲜果奶和鲜果茶三分天下格局



资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

图15：2016Q3-2018Q3 中国现调奶茶店数量（万家）及 yoy (%)

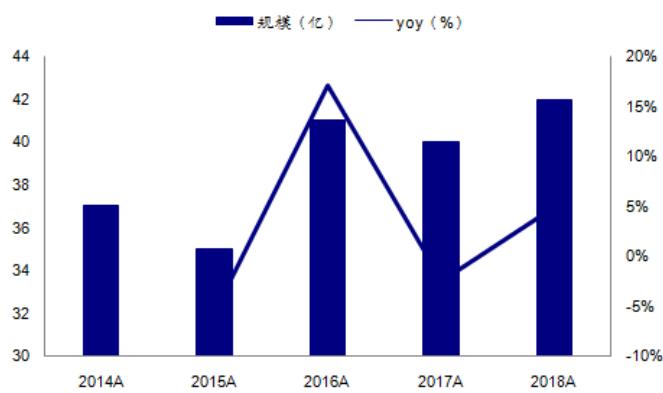


资料来源：前瞻产业研究院，华经网，新时代证券研究所

2.2、杯装奶茶格局已定，即饮奶茶潜力大

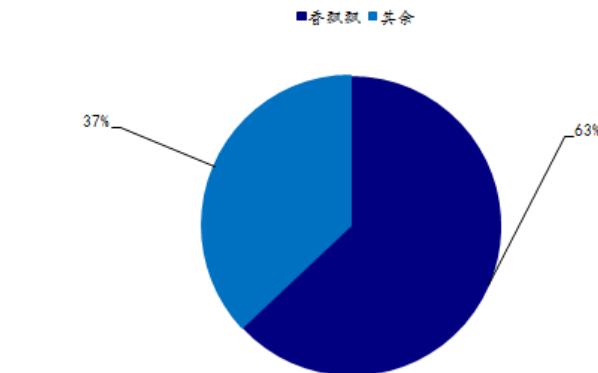
据华经网数据显示，当前冲泡类奶茶步入成熟期，其规模从 2014 年 37 亿增至 2018 年 42 亿，4 年 CAGR 为 3.22%。目前冲泡奶茶行业进入寡头垄断格局，香飘飘一家独大，市占率超 60%。

图16：目前冲泡奶茶规模超 40 亿



资料来源：wind，公司公告，新时代证券研究所

图17：冲泡奶茶行业香飘飘一家独大，市占率超 60%



资料来源：wind，公司公告，新时代证券研究所

冲泡奶茶领域，主要参与者有“香飘飘”、“优乐美”、“香约”、“立顿”。其中杯装奶茶以“香飘飘”、“优乐美”、“香约”为主；盒袋装奶茶则以“优乐美”、“香约”、“立顿”为主。目前冲泡奶茶竞争格局已定，香飘飘市占率超 63%位居第一，远超竞品。

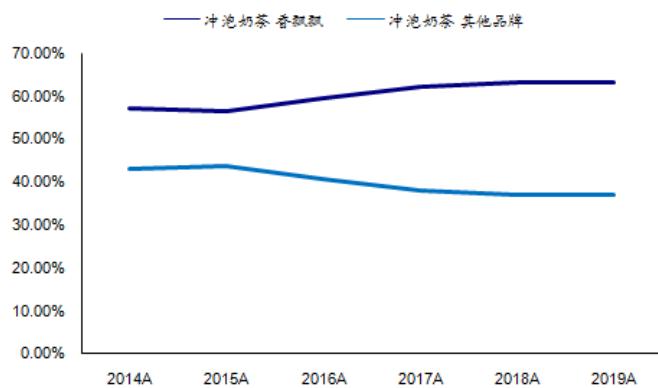
表6：国内冲泡奶茶香飘飘一家独大，市占率超60%

冲泡奶茶品牌	香飘飘	优乐美	立顿	相约
基本定位	领先者	挑战者	追随者	补缺者
优势	行业领导者，差异化包装，全国化渠道、优质品牌形象	时尚定位，情感诉求，喜之郎销售渠道	公司实力强大，附属产品和替代产品多，盒装产品补充	价格优势，冰奶茶创新
劣势	缺乏革命性创新产品，但目前已有果汁茶	口味、包装缺乏特色	精力分散，缺乏核心优势、市场支持力度不足	定位不清晰，销售规模不大

资料来源：前瞻产业研究院，中商产业研究院，新时代证券研究所

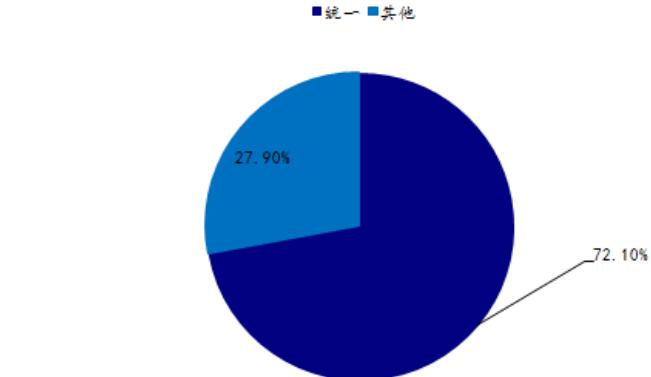
即饮奶茶领域，目前瓶装奶茶和杯装奶茶处于共存局面。其中瓶装奶茶统一一家独大，其市占率超70%。杯装奶茶以香飘飘的牛乳茶和兰芳园为代表，目前杯装奶茶处于起步阶段。当前即饮奶茶领域潜力比较大，主要企业如香飘飘、相约、统一等都进军即饮奶茶领域，我们认为这利于做大做强即饮奶茶市场，未来杯装奶茶取代瓶装奶茶是趋势。

图18：近五年香飘飘冲泡奶茶持续收割竞品份额



资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

图19：即饮奶茶领域，统一奶茶目前市占率超70%



资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

3、核心竞争力：冲泡即饮双管齐下，线上线下齐头并进

3.1、品牌端：定位“奶茶专家”，三大品牌定位清晰

公司冲泡奶茶起家，经过十五年的发展，目前已成冲泡奶茶领头羊，是冲泡奶茶的代名词。成立初期，由于竞品加入致竞争激烈，公司情感诉求更多是强调自己的规模优势，因此宣传语为“香飘飘奶茶一年卖出三亿多杯，能环绕地球一圈”升级为“卖出X多杯，能环绕地球X圈”，重点强调公司产品畅销程度。

图20：公司愿景是成为全球最好的饮料品牌



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图21：冲泡产品继续围绕“够有料，更享受”定位

- 01** 品牌层面，继续围绕“够有料，更享受”品牌定位
- 02** 产品层面，继续强化健康，品质感，推进产品品类创新，以奶茶为圆心并向泛冲泡化品类发展，拓广产品线
- 03** 渠道层面，继续推进并优化经销商联合生意计划实施
- 04** 传播层面，围绕年轻化、场景化、主流热销展开
- 05** 推广层面，线上+线下连同区域推广持续复制小型落地

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

随着公司市占率超 50%，公司冲泡奶茶地位日益稳固后，公司情感诉求更多转向产品功效，同时强调应用场景（办公室和晚上家里）和适宜人群（白领及回到家的消费者），此时的宣传语为“小饿小困时间到，就喝香飘飘”。针对冲泡产品，公司围绕“够有料，更享受”品牌定位，围绕年轻化、场景化、主流热销展开，产品上继续强化健康、品质感，推进产品品类创新，以奶茶为圆心并向泛冲泡化品类发展，拓广产品线。

图22：香飘飘过去情感诉求更多是强调规模优势



资料来源：搜狐网，新时代证券研究所

图23：香飘飘现在情感诉求更多是强调产品功效



资料来源：搜狐网，新时代证券研究所

2017 年 4 月起，公司试水液体奶茶产品牛乳茶和兰芳园，虽定价过高加上当前消费升级尚未达到该价格带，该产品目前处于自然增长状态。针对兰芳园，公司围绕“港式奶茶始祖”定位，以“67 年经典，提神更美味”作为品牌传播主题，围绕提神更美味广告传播，重点聚焦 40 城市，优化销售团队，重点聚焦核心优势门店，落地重点经销商联合生意计划；聚焦移动端日常种草，限定款、话题款则大胆采用电商玩法，制造品牌热度，打造公关话题，争取品牌信任状。此外，公司聚焦重点渠道进行生动化陈列，展开免品推广等品牌推广活动。产品层面，聚焦鸳鸯

奶茶，抢占咖啡市场；丝袜奶茶、牛乳茶则聚焦健康化，同时优化产品；积极打造限定款、话题款产品及电商专供产品。

表7：三大品牌定位清晰，冲泡和即饮双轮驱动

三大品牌	香飘飘	MECO (即果汁茶)	兰芳园
品牌方面	“够有料，更享受”	“新派茶饮，新一代的选择”	围绕“港式奶茶始祖”定位，以“67年经典，提神更美味”作为品牌传播主题
产品方面	强化健康、品质感，推进品类创新，以奶茶为圆心并向泛冲泡化品类发展，拓广产品线	完善产品结构，紧跟新消费趋势	聚焦鸳鸯奶茶，抢占咖啡市场；丝袜奶茶、牛乳茶则聚焦健康化，同时优化产品；积极打造限定款、话题款产品及电商专供产品
渠道方面	继续推进并优化经销商联合生意计划	制定各个产品系列销售平台，区域和渠道策略，实现渠道下沉	聚焦40城市，优化销售团队；重点聚焦核心优势门店，落地重点经销商联合生意计划
传播方面	围绕年轻化、场景化、主流热销展开线上+线下连同区域推广持续复制小型落地	维持传统媒体声量，并借势代言人联动线上+线下	围绕提神更美味广告传播；重点投放核心渠道；聚焦移动端日常种草；限定款、话题款则采用电商玩法，制造品牌热度；打造公关话题，争取品牌信任状
推广方面	通过常规原点人群推广和主题落地推广与空中形成传播闭环	聚焦重点渠道进行生动化陈列，展开免品推广等品牌推广活动	聚焦重点渠道进行生动化陈列，展开免品推广等品牌推广活动

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

2018年7月推出的果汁茶，是公司在即饮体系的一次重大尝试，果汁茶上市以来受到目标消费群体的欢迎。针对果汁茶，公司继续强化“新派茶饮，新一代的选择”品牌定位，维持传统媒体声量，并借势代言人联动线上+线下，通过常规原点人群推广和主题落地推广活动与空中形成传播闭环。此外，公司继续完善果汁茶产品结构，紧跟新消费趋势，渠道上制定各个产品系列销售平台，区域和渠道策略，实现渠道下沉。

图24：果汁茶围绕“新派茶饮，新一代的选择”品牌定位

- 01 品牌层面，继续强化“新派茶饮，新一代的选择”品牌定位
- 02 产品层面，继续完善产品结构，紧跟新消费趋势
- 03 渠道层面制定各个产品系列销售平台，区域和渠道策略，实现渠道下沉
- 04 传播层面，维持传统媒体声量，并借势代言人联动线上+线下
- 05 推广层面，通过常规原点人群推广和主题落地推广活动与空中形成传播闭环

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图25：兰芳园围绕“港式奶茶始祖”定位，以“67年经典，提神更美味”作为品牌传播主题

- 01 围绕“港式奶茶始祖”定位，以“67年经典，提神更美味”作为品牌传播主题
- 02 产品层面，聚焦鸳鸯奶茶，抢占咖啡市场；丝袜奶茶、牛乳茶则聚焦健康化，同时优化产品；积极打造限定款、话题款产品及电商专供产品
- 03 渠道层面，聚焦40城市，优化销售团队；重点聚焦核心优势门店，落地重点经销商联合生意计划
- 04 传播层面，围绕提神更美味广告传播；重点投放核心渠道；聚焦移动端日常种草；限定款、话题款则大胆采用电商玩法，制造品牌热度；打造公关话题，争取品牌信任度
- 05 推广层面，聚焦重点渠道进行生动化陈列，展开免品推广等品牌推广活动

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

3.2、产品端：升级冲泡奶茶产品，打造果汁茶等爆款

目前公司初步形成冲泡奶茶系列（经典系列、美味系列、双拼系列）、果汁茶（2018年推出，五种口味，定位新一代茶饮）、轻奶茶（2019年推出，三种口味）、液体奶茶（2017年推出，分为 MECO 牛乳茶、兰芳园系列）产品矩阵。随着公司新品的不断推出，产品矩阵也在持续不断的完善中。

图26：塔基产品是冲泡系列，塔尖产品是兰芳园



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图27：公司产品矩阵逐步清晰，不断完善中

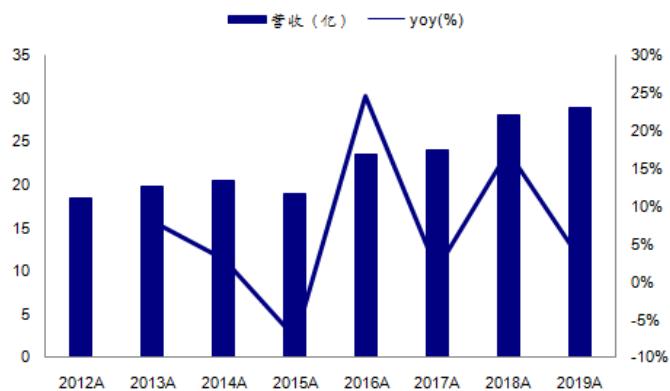


资料来源：公司年报，新时代证券研究所

3.2.1、冲泡产品升级换代，推出新品双拼系列

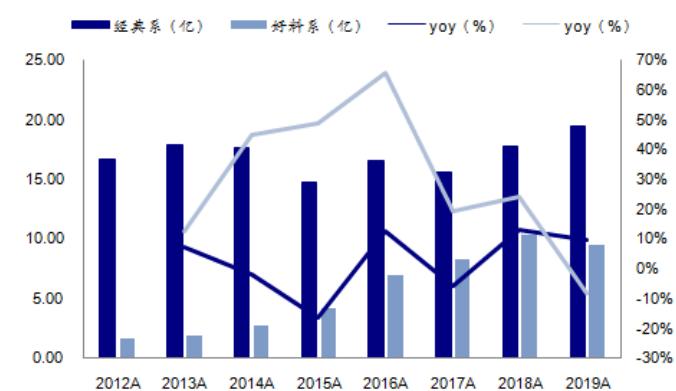
杯装奶茶营收从2012年18.38亿增至2019年28.95亿，7年CAGR为6.71%，其占比从2012年95.53%下降至2019年72.78%。冲泡杯装奶茶包括经典系和好料系，其中经典系列是公司最早推出的产品，占杯装奶茶比重超60%。

图28：近五年公司冲泡产品保持稳中有增态势



资料来源：wind, 公司年报, 新时代证券研究所

图29：经典系列是最先推出产品，目前占比超 60%



资料来源：wind, 公司年报, 新时代证券研究所

冲泡产品自 2005 年推出，已出现产品老化、消费者审美疲劳等问题。公司自 2019 年二季度以来，启动对经典系列和好料系列的产品更新换代。经典系列杯装变成瘦高杯，内外包装设计上都选择文艺气息满满的插画风，看着更为年轻时尚有内涵。

图30：经典系列旧包装出现老化、审美疲劳等问题



资料来源：wind, 公司年报, 新时代证券研究所

图31：经典系列新包装呈现时尚、有内涵



资料来源：wind, 公司年报, 新时代证券研究所

而好料系列包装和口味都有升级：包装方面，设计简约时尚大方，亮黑色的杯盖和吸管也较之前更为品味高阶；口味方面，聚焦 5 款（红豆、蓝莓、抹茶青豆、芝士 Q 麦、芒果布丁）口碑热销产品，精选新西兰奶源和印度茶粉，严选东北红豆、加拿大进口野生蓝莓、多道工艺研磨的日式风味抹茶、进口芝士等原料，通过这些“国际化”十足的原料搭配，酝酿出最独特美味的口感。

图32：好料系列旧包装出现老化、审美疲劳等问题



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

图33：好料系列新包装呈现时尚、有内涵



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

新品方面，公司自2014年起不断推新品，相继推出红豆、蓝莓、芒果布丁等耳熟能详产品。2019年8月新品发布会上，经典系列推出白桃味奶茶和草莓味奶茶，好料系列推出太妃双拼、黑糖双拼、抹茶双拼3种产品。经过深入的市场调研，公司发现近几年珍珠奶茶一直是奶茶销量榜前三名，因此推出这三种口味。

图34：公司推出新品白桃味、草莓味奶茶



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图35：双拼系列三种口味，其中黑糖双拼最受欢迎



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

2020年4月上旬，公司推出电商定制新品芝士乌龙奶盖茶。该产品操作简单快捷且充满趣味，只需两步，花费5分钟就能享受到一杯奶盖绵密、口感清香的现作奶盖茶。我们认为公司通过该产品，拉近与目标人群的距离，通过手工制作奶盖茶，加深对公司认知，利于提升目标消费群体忠诚度。该产品定价15元/杯，相比奈雪的茶、喜茶均价25元/杯，具有较强的性价比。

图36：公司推出电商定制产品-芝士乌龙奶盖茶



资料来源：搜狐网，新时代证券研究所

图37：芝士乌龙奶盖茶分二步制作，全程五分钟完成



资料来源：搜狐网，新时代证券研究所

此外，公司还推出面向00后的线上产品“榛爱粉”和“椰仙生”，提前培育消费群体，更显年轻化。坚果领域，公司跨界推出水果麦片“坚果水果溶豆麦片”和“酸奶坚果水果麦片”。2019年双十一和双十二搞优惠活动，领券买两件立减十元活动。

图38：公司面对00后消费群体的新品“榛爱粉”、“椰仙生”



资料来源：天猫商城，新时代证券研究所

图39：公司跨界新品“坚果水果溶豆麦片”和“酸奶坚果水果麦片”



资料来源：天猫商城，新时代证券研究所

为提升目标群体对公司产品黏性，邀请王俊凯作为香飘飘代言人。选择王俊凯作为代言人，们认为主要基于以下几点诉求：第一，王俊凯（1999年生）在微博上粉丝7371万，在所有明星中属于领先水平，流量大。粉丝年龄大部分集中在15-25岁年龄层，是香飘飘目标消费群体，产品与粉丝群体匹配度高，通过偶像效应能有效转化为销售，能为香飘飘提升知名度和走量效应；第二，王俊凯自身是兼具才华及社会责任的“有料”青年，这与其代言好料系列产品基本吻合；第三，王俊凯代言能够提升让香飘飘品牌年轻化。前任代言人钟汉良（1974年）年纪偏大，个人气质偏沉稳，与公司青春时尚定位不太匹配，导致整个香飘飘冲泡系列形象偏老，

与年轻人距离较远。王俊凯代言能够有效与消费群体建立一个更有沟通语言的桥梁，实现品牌年轻化。

图40：邀请王俊凯作香飘飘代言人，加强目标群体对产品的黏性



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图41：2019年8月新品发布会后，公司百度指数提升很快

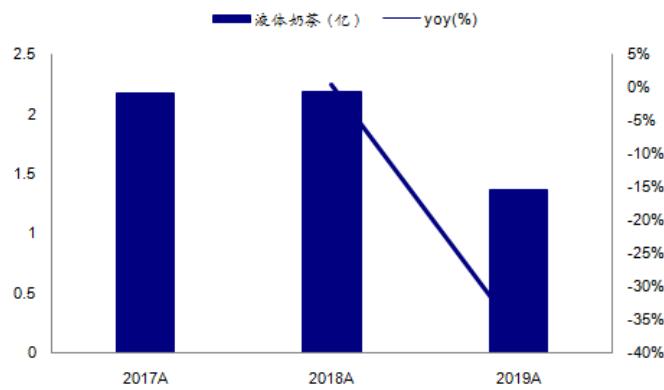


资料来源：百度指数，新时代证券研究所

3.2.2、即饮奶茶成动力引擎，果汁茶已成10亿大单品

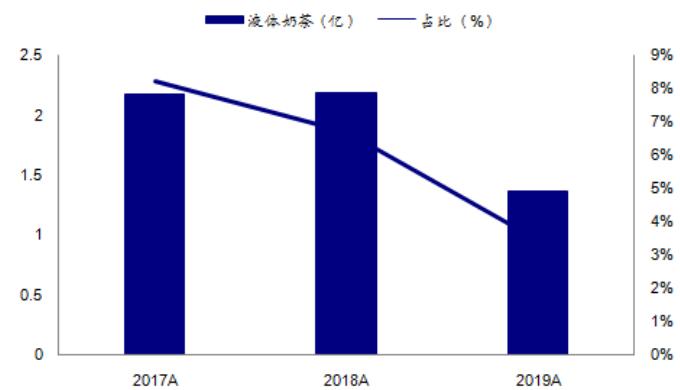
公司于2017年4月推出杯装液体奶茶，包括MECO牛乳茶和兰芳园。其中MECO牛乳茶定价在8-10元，兰芳园定价在10-12元。由于定价过高加上当前消费升级尚未达到该价格带，公司即饮奶茶销量不佳，其营收从2017年的2.17亿微增至2018年的2.18亿，下降至2019年1.37亿，主因公司2019年重点推广果汁茶、液体奶茶自然增长等所致。

图42: 液体奶茶（牛乳茶和兰芳园）目前凭借自然增长，营收1亿多



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

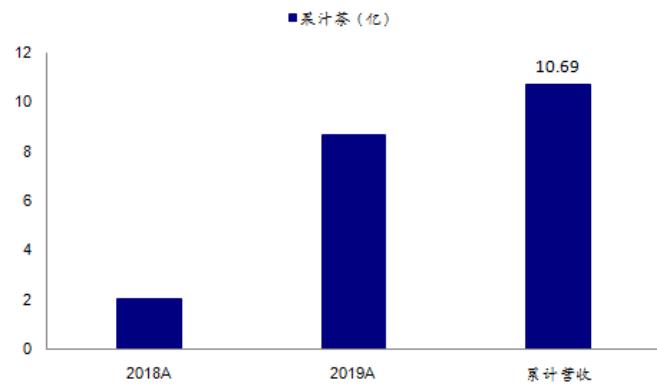
图43: 由于公司重点推广果汁茶，液体奶茶占比持续下降



资料来源：百度指数，新时代证券研究所

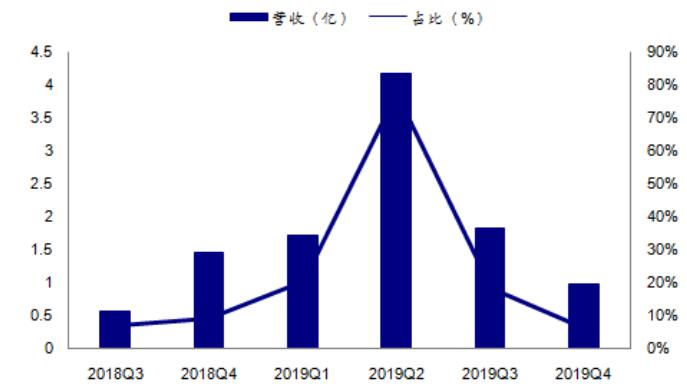
在此基础上，公司于2018年7月推出不含奶的即饮茶——果汁茶，果汁茶定价5.5-6元，定价适中外加三种差异化口味（金桔柠檬、桃桃红柚、泰式青柠），一经推出就受到消费者青睐，2018Q3 营收达5600万，2018年营收超2亿，2019H1 营收达5.88亿，2019Q3 营收1.83亿(+226.79%)，2019Q4 营收0.97亿(-33.10%)。我们认为19Q3以来果汁茶低于预期主要有以下原因：第一，三季度进入暑假，主要目标人群学生放假带来需求端减少；第二，终端冰冻化陈列效果不理想，目前公司已对终端陈列做出安排，加之疫情影响2020Q1果汁茶铺货节奏；第三，三季度以来公司重心向冲泡奶茶转移，为2019Q4乃至2020年春节积极备战。

图44： 果汁茶从 2018 年推出，累计营收超 10 亿，已成 10 亿级大单品



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

图45： 2019Q3 以来果汁茶销量不理想，公司已改进措施



资料来源：百度指数，新时代证券研究所

果汁茶 2019 年全年营收 8.68 亿，累计营收为 10.69 亿，果汁茶已成 10 亿大单品。果汁茶夏天热销，冲泡奶茶冬天热卖，这两者形成互补，公司产能也充分得到利用，利于平滑公司的业绩波动。此外，公司为不断丰富果汁茶口味，于 2019 年 9 月底推出第四种口味—港式柠檬茶果汁茶，2020 年 4 月中旬推出第五种口味-樱桃莓莓果汁茶。

图46：果汁茶第四种口味-港式柠檬茶



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图47：果汁茶第五种口味-樱桃莓莓



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图48：公司推出各类限定款饮品，联动其他品牌进行市场推广

推出各类限定款饮品
联动其他品牌进行市场推广

圣诞节十二星座限定款



《王者荣耀》游戏联名限定款



双十一活动限定款



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

此外，2019年5月公司推出新品轻奶茶，它有三种差异化口味（白桃乌龙、抹茶拿铁、太妃奶红）。该产品在保持原有奶茶的口味上，尽可能的降低热量，定价6元，我们认为此举不仅仅是延续果汁茶生命周期，同时也有效补充液体奶茶产品矩阵。

图49：果汁茶最先出来的三种经典口味



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图50：2019年5月推出的轻奶茶

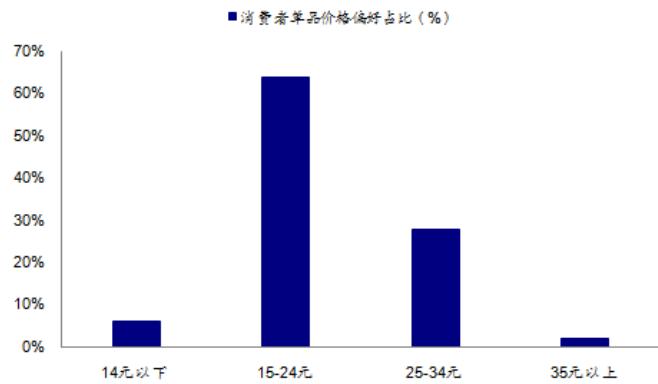


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

果汁茶能够畅销，我们认为主要有以下原因：

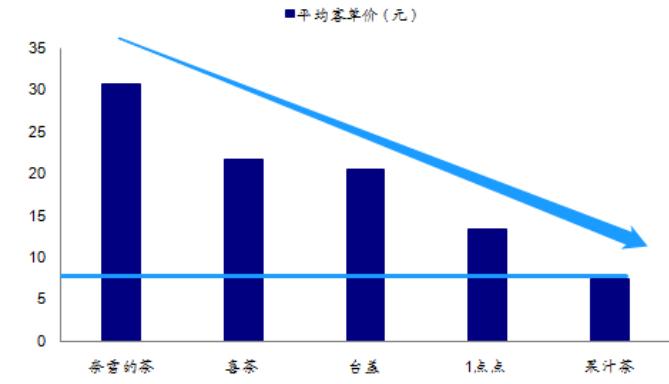
第一，果汁茶相比新式茶饮，性价比高。根据艾媒咨询数据显示，2018年中国网红奶茶平均客单价出现分化，奈雪的茶平均客单价为30.7元，成为奶茶中的“贵族”；而一点点的平均客单价与奈雪的茶有较大差距，达13.5元。而果汁茶的终端零售价一般为6-7.5元，远远低于新式茶饮且品质较好，受到目标群体喜爱。

图51：消费者消费茶饮单品价格集中在15-24元



资料来源：新式茶饮白皮书，新时代证券研究所

图52：果汁茶相比现调茶饮，具有性价比高优势



资料来源：艾媒咨询，新时代证券研究所

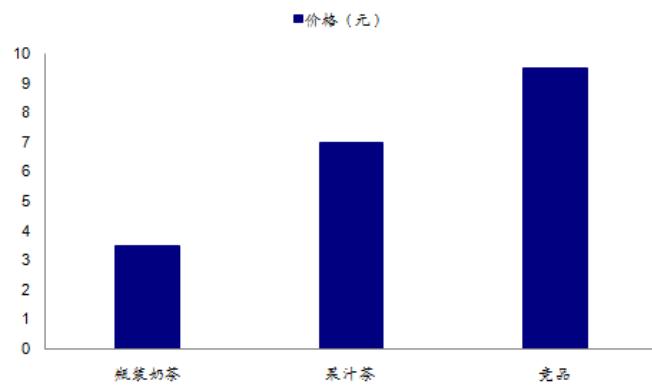
第二，享消费升级红利，杯装奶茶相比瓶装奶茶更具差异化优势。即饮杯装奶茶以香飘飘的果汁茶、牛乳茶和兰芳园为代表。相比瓶装奶茶和竞品，果汁茶有以下几点优势：1) 从包装角度来看，杯装比瓶装更新颖，更年轻化。2) 从健康角度来看，杯装包装不透明，更具有技术含量，在阳光照射下可以防紫外线，而瓶装包装不具备这一点。3) 从内容物角度来看，果汁茶拥有10%的果汁+茶叶萃取，可以常温保存且无防腐剂，保质期可达一年；而竞品统一茶瞬鲜，虽然杯装、外形相近但实际不同，但是保质期短（28天）且必须低温保存。4) 果汁茶价格适中。其售价通常在6-7.5元，高于瓶装奶茶3-4元，但低于竞品9-10元。

图53: 果汁茶保质期一年, 超 10%的果汁含量



资料来源: 天猫商城, 新时代证券研究所

图54: 果汁茶相比竞品, 具有性价比优势



资料来源: 艾媒咨询, 新时代证券研究所

第三, 邀请邓伦做果汁茶代言人。我们认为公司选择邓伦做代言人有以下三点考虑: 1、双方颜值担当, 邓伦 2019 年 3 月被评选为 LikeTCCAsia 亚太区最帅 100 张面孔第 12 位、中国区最帅 100 张面孔第 5 位; 而果汁茶杯子有特殊工艺, 特殊生产线, 包装精美, 选用粉色、橙色和绿色, 容易吸引消费者眼球, 是即饮茶中“白富美”。第二, 双方实力相当, 邓伦是少有的“流量+实力”兼备的新生代演员, 也是当红小鲜肉; 而果汁茶是新崛起新贵。第三, 果汁茶广告词是“真茶真果汁”, 定位为“新一代茶饮”, 以纯正果汁+现萃茶底制成, 主打零添加, 里面果汁含量超过 10%, 用的茶都是真茶 (优质茶叶新鲜萃取, 拒绝使用茶粉勾兑), 是一款强调果汁和茶的营养与健康的产品; 而邓伦本人工作非常认真、认真演戏, 对粉丝真情付出和奉献, 两者比较匹配。

图55：公司选择邓伦作为果汁茶代言人，契合目标受众



资料来源：搜狐网，新时代证券研究所

3.2.3、测算果汁茶产能，进行敏感性分析

果汁茶目前已建成生产线有 6 条，其中浙江湖州有 3 条，广东江门 2 条，天津 1 条（已于 2019Q3 初投产，目前已达产）。此外，成都一期在建 2 条（预计 2020Q4 投产，总规划建立 5 条生产线），届时公司将有 8 条生产线。

图56：公司四大生产基地，为果汁茶产能保驾护航



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

我们假设湖州每条线每个月生产 80 万箱，江门每条线每个月生产 80 万箱，天津每条线每个月生产 80 万箱，假设成都每条线 2020Q4 每个月均生产 40 万箱，2021Q1 每条线每个月生产 50 万箱，2021Q2 假设每条线每个月生产 60 万箱，2021Q3 假设每条线每个月生产 70 万箱，2021Q4 以后每条线每个月生产 80 万箱。

表8：2020E-2022E 果汁茶产量（万箱）、销售额（亿）一览

年度	2019A	2020Q1	2020Q2+Q3+Q4	2020E	2021E	2022E
产量（万箱）	2087	206	4560	4766	7320	7680
销售额（亿）	9.81	0.97	21.43	22.40	34.40	36.10
营收（亿）	8.68	0.86	18.97	19.82	30.45	31.94

资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

注：产销量是根据公司财报等推算，存在误差，仅供参考

由于公司是以销定产，也就是说接到订单后进行生产，产能是否满产取决于需求端是否旺盛。此外，进入每年的三季度后，公司传统冲泡奶茶进入销售旺季，公司重心将转移至冲泡奶茶，三四季度果汁茶进入销售淡季。因此，上述是我们的理想情况，我们测算一下果汁茶整体产能利用率 50%-70%情况下果汁茶的产量及销售额情况。

表9：2020E-2022E 果汁茶敏感性分析一览

产能利用率	50%	55%	60%	65%	70%
2020E 产量(万箱)	2383	2621	2860	3098	3336
2020E 销售额(亿)	11.20	12.32	13.44	14.56	15.68
2020E 营收(亿)	9.91	10.90	11.89	12.89	13.88
2021E 产量(万箱)	3660	4026	4392	4758	5124
2021E 销售额(亿)	17.20	18.92	20.64	22.36	24.08
2021E 营收(亿)	15.22	16.75	18.27	19.79	21.31
2022E 产量(万箱)	3840	4224	4608	4992	5376
2022E 销售额(亿)	18.05	19.85	21.66	23.46	25.27
2022E 营收(亿)	15.97	17.57	19.17	20.76	22.36

资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

3.3、渠道端：线下扩张及下沉并举，线上多路径提升品牌形象

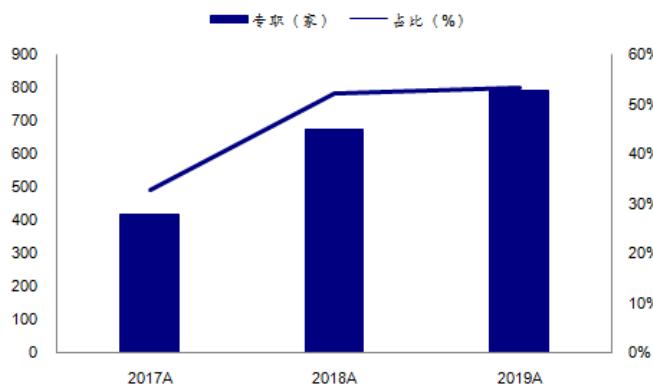
截止 2019 年底，公司在全国共有 1481 个经销商，销售人员 2225 名，终端数量超 80 万个。目前全国共有 2854 个县级行政区划单位(其中 851 个市辖区、370 个县级市、1461 个县、117 自治县、49 个旗、3 个自治旗、2 个特区、1 个林区)，香飘飘产品覆盖率仅超 50%，仍有大量区域未覆盖。公司计划未来 3-5 年进行全覆盖。

3.3.1、线下扩张和下沉并举，经销商联合生意计划持续推进

目前全国的县级市场公司只覆盖 50% 左右，未来还有很大提升空间。在这样的背景下，公司于 2017 年局部尝试经销商一体化联合生意计划，2018 年扩展到更多经销商，2019 年已取到良好效果，帮助经销商一起加大加快覆盖空白区域。目前公司拥有终端超 80 万个，未来终端数量有望超 100 万家。在公司优势区域长三角

一带，个别县级市已出现渠道下沉至乡镇的情况。

图57：近三年专营经销商数量（个）及占比（%）稳步提升



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

图58：未来三年公司加快空白区域的覆盖，终端数量有望超 100 万家，



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

渠道方面，公司制定两大策略：第一，省外扩张采用成都模式；公司近几年在成都地区深耕细作，取得良好效果，目前成都地区实现超 1 亿销售额。在成都地区公司以终端门店服务及覆盖为目标，搭建完善经销商、分销商服务体系，根据不同门店类型、不同区域选择不同经销商或服务商模式，对终端维护、数量突破等实现精耕细作。2019 年，公司将成都模式推广至湖北武汉以及湖南长沙地区，通过部分经销商进行推广。目前成都模式推广顺利进行中，在渠道铺货率、渠道铺市率、经销商销售目标完成情况、经销商获利能力等方面都取得良好效果。未来，公司将以省会城市及重点城市（2020 年确立 19 个城市）为目标推广成都模式，公司已成立独立项目组来负责推广执行成都模式。第二，渠道下沉主推安徽模式；该模式核心即为挖掘县城中整箱销售和礼品销售机会。公司在安徽地区（如阜阳等）业绩突破 1 亿。

表10：截止 2019 年 12 月初，公司销售人员数量同比增加 835 名

类别	2019 年 12 月	2018 年 12 月	yyo%
城市经理	149	148	1%
客户经理	877	619	42%
公司业代	1033	527	96%
香飘飘专职业代	1550	1480	5%
合计	3609	2774	30%

资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

此外，公司推动三专化（专职、专营及专项奖励），鼓励经销商从专职向专营转变。截止 2019 年底，公司共有 1481 家经销商，其中专职 790 家。与此同时，公司销售人员亦有增加。截止 2019 年 12 月初，公司共有 3609 名销售人员（含经销商专职业务代表 1550 名），其中城市经理 149 名，客户经理 877 名，公司业务代表 1033 名。

目前公司优势县区一年销售额超 3000 万，这为后续公司扩大县级覆盖面提供想象空间。2019 年年底，公司制定千县计划，在很多县级市通过专项专家总会战活动，招聘并签约很多终端人员。春节后由于武汉封城导致公司缺乏该地区完整的数据追踪，但春节前的渠道下沉数据良好，因此目前公司继续推广安徽模式。目前全国还有 1400 个县尚未覆盖的，我们假设公司未来完全布局后，未来每年每个县冲泡奶茶销售额为 100 万-300 万，那么冲泡类奶茶敏感性分析如下：

表11：2020E-2022E 果汁茶产量（万箱）、销售额（亿）一览

县年销售额（万）	100	150	200	250	300
1400 个县销售额（亿）	14	21	28	35	42

资料来源：新时代证券研究所

3.3.2、线上占比稳步提升，创新营销提升品牌形象

目前公司已成立新零售事业部及兰芳园事业部，线下也有 200-300 个经销商在线上平台销售公司产品。公司在线上渠道如京东、1 号店、天猫都有开设自营店，而经销商线上门店大多在淘宝。

此外，公司使用网红直播、微博、抖音、小红书、QQ 音乐等新渠道进行广告宣传，我们认为这符合碎片化时代宣传需要，能够最大限度的触及目标消费群体。加上公司三大品牌定位清晰，冲泡产品和果汁茶都有不同代言人，我们认为这利于增加目标消费群体的黏性和忠诚度。

图59：公司在新零售领域取得不错成绩



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

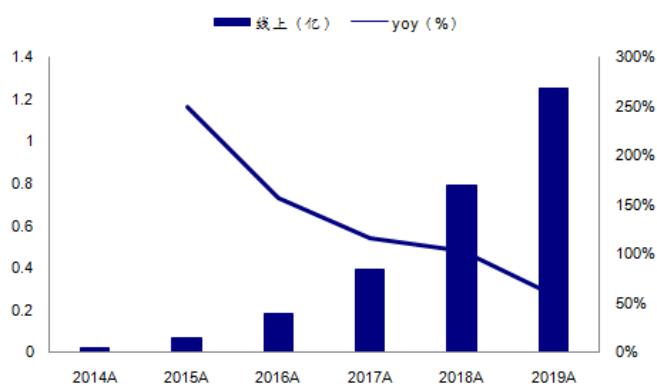
图60：李佳琦直播带货兰芳园樱花鸳鸯奶茶



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

公司线上营收从 2014 年的 0.02 亿增至 2019 年 1.25 亿，5 年 CAGR 为 128.65%，占比从 2014 年 0.1% 提升至 2019 年 3.14%。随着公司对线上渠道重视和投入，我们认为公司整体产品活力四射，品牌呈现出年轻化态势。

图61：线上低基数高增长，目前营收超1亿



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

图62：香飘飘天猫旗舰店呈现出青春活力形象



资料来源：天猫商城，新时代证券研究所

表12：近些年公司广告投放比较精准，取得不错效果

广告类型	投放情况	预期效果
网络电视	与手游《王者荣耀》合作 在《极限挑战》、《这就是街舞2》等在内的3部以上综艺节目投放广告	利用网络受众较广优势，有效提升果汁茶知名度及普及度
电视广告	在5部左右电视平台大剧或综艺节目中投放广告	利用电视广告的强制性特点，提升MECO品牌穿透力及到达率
明星代言	与热门明星如王俊凯、邓伦签订代言	利用明星背书效应，提升香飘飘整体品牌形象

资料来源：wind，公司公告，新时代证券研究所

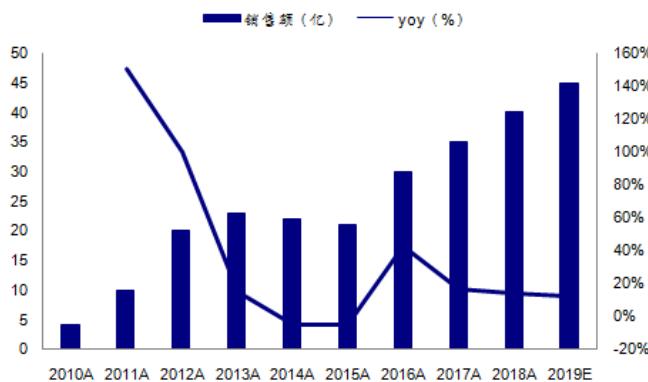
4、未来看点：果汁茶望成大单品，产品矩阵持续完善

4.1、果汁茶望成大单品，毛利率达30%以上

前文我们已阐述果汁茶累计营收超10亿，2019年取得8.68亿的良好业绩，远超公司2019年7亿营收目标。

那么果汁茶能否成为大单品呢，快消品成为爆款是否具有先例呢？我们可以借鉴一下统一旗下阿萨姆奶茶的崛起之路。阿萨姆奶茶是统一于2009年9月推向市场的，以PET瓶为产品包装提升奶茶饮用的便利性，拓展奶茶产品的消费场景，凭借不需要冲调、开盖即饮、丝滑香醇的口感火遍全国。其销售额从2010年的4亿快速增长至2013年的23亿，迅速成为品类领导者。从2011年起，公司集中精力将阿萨姆奶茶逐步从沿海城市及北上等大城市向内陆各中小城市进行扩散，各种终端进行铺货，当年销售额即实现超10亿。据食品招商网报道，阿萨姆奶茶2016年销售额超过30亿，当下以近50亿销售额稳居奶茶品类之首。当前高端瓶装奶茶处于起步阶段，未来市场空间有望进一步打开，阿萨姆有可能成为饮料行业下一个50亿级大单品。目前阿萨姆奶茶有三种口味：原味、煎茶奶绿、岩盐芝士。

图63：2019年统一阿萨姆奶茶销售额45亿左右



资料来源：食品招商网，新时代证券研究所

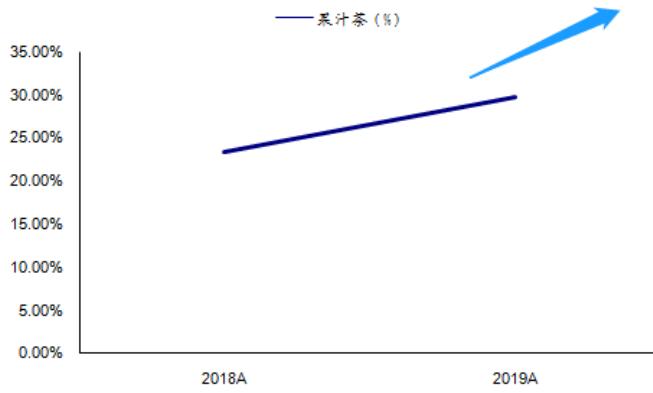
图64：阿萨姆奶茶分不同规格



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

目前果汁茶毛利率不到30%，我们认为随着果汁茶持续放量，未来有望达20亿，毛利率将达30%以上。

图65：未来果汁茶毛利率将超30%



资料来源：新时代证券研究所

图66：未来果汁茶有望成为20亿大单品



资料来源：新时代证券研究所

4.2、新品不断推陈出新，产品矩阵持续完善

自2017年4月公司切入即饮奶茶以来，公司产品不断推陈出新。从推新品果汁茶，口味由最初的三种口味变成现在的五种口味，未来仍有望新增其他口味。从经典型和好料系升级换代到冲泡系列新增双拼系列，未来冲泡系列仍将有新品推出。从最初推杯装兰芳园到刚推出不久的芝士乌龙奶盖茶，从推出三种口味的轻奶茶到跨界推出水果麦片及针对00后的榛爱粉和椰仙生等等，我们发现公司研发能力和创新能力持续提升，公司对市场及目标消费群体需求变化的敏锐度比较高。

图67：“冲泡”+“即饮”双轮驱动持续进行

——2020年，继续坚持冲泡+即饮的“双轮驱动”战略



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

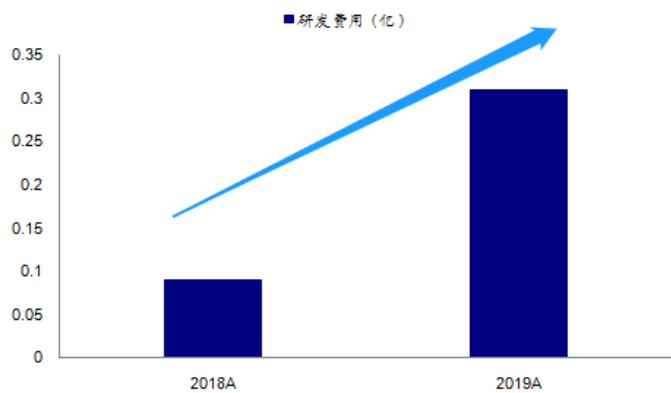
图68：目前三大品牌持续推进中



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

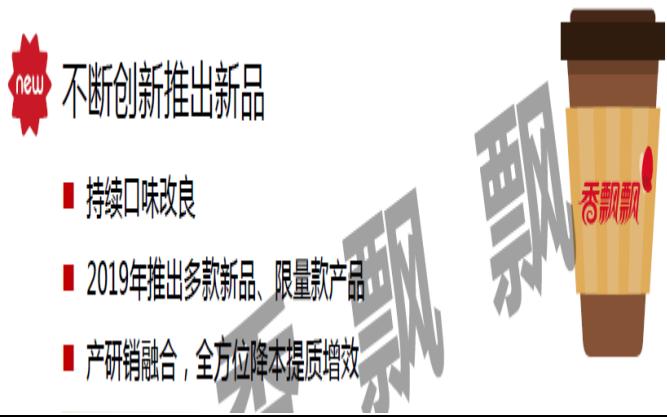
当前公司继续坚持冲泡+即饮的“双轮驱动”战略，坚持冲泡+即饮、线上+线下、奶茶+饮料、国内+国外、深耕细作+渠道下沉等方针，产品持续创新优化。

图69：预计公司研发费用将持续提升



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

图70：不断推出新品是公司既定发展的方针



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

4.3、股权激励促发展，可转债落地扩产能

4.3.1、股权激励激发员工积极性，疫情短期扰动不改长期趋势

公司是民营企业，董事长蒋建琪家族持股超70%，未实施股权激励计划以前只有极少部分员工持股。为激发公司员工干劲，公司于2018年11月9日以7.85元/股授予公司66名员工共1934万股。其中公司副总蔡建峰先生授予319万股，董秘勾振海先生授予50万股，财务总监邹勇坚先生授予50万股，其余63名员工（包括核心管理人员、核心技术人员等）授予1515万股。我们认为实施限制性股票激励计划有利于绑定公司核心管理人员利益，提高中高管理层工作积极性。

表13：公司股权激励涉及主要高管，合计66名对象

授予对象	职务	授权限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占股本总额的比例（%）
蔡建峰	副总、董事	319	16.49%	0.80%
勾振海	董秘、副总、董事	50	2.59%	0.12%
邹勇坚	财务总监	50	2.59%	0.12%
其他 63 名员工	-	1515	78.34%	3.79%
合计		1934	100%	4.84%

资料来源：wind，公司公告，新时代证券研究所

该股权激励计划对营收的目标分别不低于 2018 年 31.68 亿、2019 年 39.60 亿、2020 年 47.52 亿、2021 年 56.76 亿；对归母净利润的目标（摊销股权激励费用后）分别不低于 2018 年 2.84 亿、2019 年 3.02 亿、2020 年 4.3 亿、2021 年 5.52 亿。根据已公布的 2019 年年报，公司顺利完成目标考核。

表14：2018A-2021E 股权激励目标（营收和归母净利润各占解锁目标 50%）一览

分类	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
营收（亿）	26.40	31.68	39.60	47.52	56.76
以 2017 年为基数（%）		20%	50%	80%	115%
yyo（%）	10.49%	20%	25%	20%	19.4%
归母净利润（亿）	2.68	2.95	3.62	4.67	5.74
以 2017 年为基数（%）		10%	35%	75%	115%
yyo（%）	0.63%	6.0%	6.3%	42.4%	28.4%

资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

注：归母净利润目标已摊销股权激励费用

进入 2020 年 1 月，因突发疫情致公司春节后续生产出货未达预期，学校开学时间一再延期导致即饮产品渠道铺货及动销较少，打扰公司果汁茶铺货节奏。针对疫情，公司积极采取措施补救如下：第一，加大线上促销力度，2020Q1 电商销售业绩同增 13%；第二，针对春节送礼市场的定制化产品，及时转为常规产品销售，并配套制订经销商激励措施，有效减少亏损；第三，积极推动复工复产，实现销售复苏。在获得当地政府获准复工后，组织跨省复工包车，帮助外地员工安全复工；在复工复产方面，目前公司湖州、成都、天津、广东各地工厂平均复工率已达 97% 以上，产能已基本恢复到疫前状态。在销售复苏方面，全国地区销售渠道均已恢复正常。

公司针对疫情已积极调整股权激励目标，2020 年营收目标调整为 44 亿，归母净利润目前暂未调整，但我们认为后续存在调整空间。

4.3.2、可转债落地扩产能，无忧即饮体系产能

公司于2019年7月发布可转债公告，拟募集总额不超过8.6亿元，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与天津年产11.2万吨无菌灌装液体奶茶项目。2019年10月18日，公司可转债获证监会审核通过，为公司将来发展奠定良好基础。我们预计公司2020H2有望实施。

表15：募资8.6亿资金涉及天津和成都两个生产基地

项目名称	项目投入（万元）	拟投入募集资金（万元）	已投入资金（万元）
成都年产28万吨无菌灌装液体奶茶项目	78752	69626	0
天津年产11.2万吨无菌灌装液体奶茶项目	30476	16374	8755
合计	10928	86000	8755

资料来源：wind，公司公告，新时代证券研究所

目前天津生产基地已达产，预计成都生产线将于2020Q4投产。随着可转债项目的落地，液体奶茶产能有保障，为后续果汁茶放量的产能奠定基础。

表16：可转债项目完成后液体奶茶产能将达83.28万吨

序号	项目	产能（万吨）
1、	湖州工厂液体奶茶业务	16.92
2、	IPO 液体奶茶项目 100%达产	27.16
3、	本次可转债项目 100%达产	39.20
4、	其中成都募投项目 100%达产	28
5、	天津募投项目 100%达产	11.2
合计		83.28

资料来源：wind，公司公告，新时代证券研究所

5、盈利预测及投资建议

5.1、盈利预测

公司业务主要分成五块(椰果系列、美味系列、双拼系列、液体奶茶、果汁茶)，我们预计公司2020-2022年公司营收增速分别为13.2%、15.8%、17.8%，归母净利润增速分别为16.1%、27.8%、25.0%，对公司假设如下：

- (1) 冲泡奶茶升级换代后增速回升，疫情影响下增速前低后高；
- (2) 双拼系列低基数高增长；
- (3) 果汁茶未来三年持续放量。

表17：2020E-2022E 香飘飘分产品预测表

单位: 百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经典系列						
营收	1563.57	1772.00	1946.96	2141.66	2398.66	2710.49
增速	-5.78%	13.33%	9.87%	10.00%	12.00%	13.00%
美味系列						
营收	829.38	1032.33	949.28	1053.70	1190.69	1357.38
增速	19.42%	24.47%	-8.04%	11.00%	13.00%	14.00%
双拼系列						
营收			39.54	43.49	50.01	60.01
增速				10.00%	15.00%	20.00%
液体奶茶						
营收	217.24	218.43	136.88	180.68	225.86	271.03
增速		0.55%	-37.33%	32.00%	25.00%	20.00%
果汁茶						
营收		200.71	867.92	1041.50	1301.88	1692.44
增速		32.79%	332.43%	20.00%	25.00%	30.00%
合计						
总营收	2,640.38	3,251.09	3,978.00	4,502.19	5,212.42	6,141.36
增速	10.49%	23.13%	22.36%	13.18%	15.78%	17.82%

资料来源：wind, 新时代证券研究所预测

5.2、估值水平

由于公司是饮料为主的企业，我们选择同属于饮料类的伊利股份、蒙牛乳业作比较。经过测算，可比公司 2020 年 PE 平均为 29.12 倍。由于公司处于成长期，我们认为公司估值应该享受溢价，给予 2020 年估值 32-35 倍比较合适。

表18：可比公司估值

公司	总市值(亿)	股价(元) 2020 年 05 月 14 日	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
伊利股份	1736	28.48	0.9	1.04	1.22	31.64	27.38	23.34
蒙牛乳业	1110	28.20	1.06	1.31	1.63	26.60	21.53	17.30
平均			0.98	1.18	1.43	29.12	24.46	20.32
香飘飘	121	29.05	0.96	1.23	1.54	30.26	23.62	18.86

资料来源：Wind, 新时代证券研究所

5.3、投资建议

我们看好公司产品不断推陈出新及果汁茶持续放量，给予 2020-2022 年 EPS 分别为 0.96/1.23/1.54 元，当前股价对应 PE 分别为 30/24/19，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

6、风险提示

食品安全事故；果汁茶增长不及预期；旺季销售不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1949	2098	1742	1995	2621	营业收入	3251	3978	4502	5212	6141
现金	1183	1243	1015	1141	1687	营业成本	1938	2339	2624	2986	3477
应收票据及应收账款合计	48	45	84	61	106	营业税金及附加	27	36	41	47	57
其他应收款	8	30	19	36	29	营业费用	800	967	1108	1261	1480
预付款项	95	115	139	146	195	管理费用	130	214	234	266	307
存货	153	166	192	215	259	研发费用	9	31	22	28	35
其他流动资产	462	498	293	396	345	财务费用	-10	-3	1	11	10
非流动资产	1391	1818	1887	2003	2171	资产减值损失	-1	-7	0	0	0
长期投资	0	0	1	1	2	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
固定资产	828	1198	1258	1351	1493	其他收益	31	38	18	23	28
无形资产	194	206	238	270	292	投资净收益	13	16	9	10	12
其他非流动资产	368	414	389	380	384	营业利润	402	440	500	645	816
资产总计	3340	3916	3628	3998	4792	营业外收入	1	2	14	11	7
流动负债	1081	1306	718	646	874	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	402	442	513	656	823
应付票据及应付账款合计	392	775	0	0	0	所得税	88	94	110	141	179
其他流动负债	688	531	718	646	874	净利润	315	347	403	515	644
非流动负债	44	76	78	82	86	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	2	6	10	归属母公司净利润	315	347	403	515	644
其他非流动负债	44	76	76	76	76	EBITDA	435	518	590	751	922
负债合计	1125	1381	796	727	960	EPS(元)	0.75	0.83	0.96	1.23	1.54
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	419	419	419	419	419	成长能力					
资本公积	613	685	685	685	685	营业收入(%)	23.1	22.4	13.2	15.8	17.8
留存收益	1334	1577	1864	2225	2679	营业利润(%)	26.8	9.5	13.5	29.2	26.4
归属母公司股东权益	2215	2534	2833	3270	3832	归属于母公司净利润(%)	17.5	10.4	16.1	27.8	25.0
负债和股东权益	3340	3916	3628	3998	4792	盈利能力					
						毛利率(%)	40.4	41.2	41.7	42.7	43.4
						净利率(%)	9.7	8.7	9.0	9.9	10.5
						ROE(%)	14.2	13.7	14.2	15.8	16.8
						ROIC(%)	28.1	38.2	24.1	27.5	33.0
现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
经营活动现金流	613	720	-158	546	880	资产负债率(%)	33.7	35.3	21.9	18.2	20.0
净利润	315	347	403	515	644	净负债比率(%)	-51.5	-46.7	-33.6	-32.8	-42.1
折旧摊销	68	114	111	127	142	流动比率	1.8	1.6	2.4	3.1	3.0
财务费用	-10	-3	1	11	10	速动比率	1.1	1.3	1.8	2.4	2.4
投资损失	-13	-16	-9	-10	-12	营运能力					
营运资金变动	231	197	-665	-98	96	应收账款周转率	1.1	1.3	1.8	2.4	2.4
其他经营现金流	23	80	0	0	0	应付账款周转率	50.2	85.8	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	-764	-638	34	-336	-247	总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.4	1.4
资本支出	486	532	68	116	168	应收账款周转率	50.2	85.8	0.0	0.0	0.0
长期投资	-282	-6	-0	-0	-0	应付账款周转率	5.0	4.0	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	-560	-113	101	-221	-80	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-14	-137	-103	-83	-87	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.83	0.96	1.23	1.54
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	2.28	-0.38	1.31	2.10
长期借款	-110	0	2	4	4	每股净资产(最新摊薄)	5.30	6.06	6.77	7.82	9.16
普通股增加	19	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	145	72	0	0	0	P/E	38.6	35.0	30.1	23.6	18.9
其他筹资现金流	-68	-208	-105	-87	-90	P/B	5.5	4.8	4.3	3.7	3.2
现金净增加额	-165	-54	-228	126	546	EV/EBITDA	25.4	20.4	18.7	14.4	11.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017年9月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京 郝颖 销售总监

固话: 010-69004649
邮箱: haoying1@xsdzq.cn

上海 吕莜琪 销售总监

固话: 021-68865595 转 258
邮箱: lvyouqi@xsdzq.cn

广深 吴林蔓 销售总监

固话: 0755-82291898
邮箱: wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京: 北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编: 100086

上海: 上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编: 200120

广深: 深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编: 518046

公司网址: <http://www.xsdzq.cn/>