

香飘飘 (603711.SH)

冲泡奶茶龙头盈利恢复，即饮业务有望起量

买入

核心观点

公司介绍：冲泡奶茶绝对龙头，双轮驱动战略布局即饮。香飘飘于2005年成立，开创杯装冲泡奶茶品类，于2008年销售额突破10亿元，成为冲泡奶茶龙头。公司于2017年登陆上交所成为“中国奶茶第一股”，同时通过旗下的Meco和兰芳园两大品牌推出果汁茶和液体奶茶，开启“双轮驱动”战略布局即饮。

行业分析：柠檬茶有望成为23年饮料赛道的大爆品。即饮柠檬茶行业规模约为100-150亿（出厂口径），好赛道决定好机会。Z世代的消费偏好，往往预示着未来的成长潜力，柠檬茶深受年轻群体喜爱，未来潜力巨大。我们认为柠檬茶持续增长的底层逻辑是，国内饮食结构中，肉类消费量持续增长，涩味饮料需求端提升具备长期逻辑。对标22年的电解质水，柠檬茶赛道看似格局固化，实则新锐品牌力量涌动，有望成为23年饮料的大爆品。

边际变化：基本盘冲泡业务盈利恢复，即饮新品孕育第二增长曲线。1) **冲泡利润修复：**疫情复苏带来收入恢复，22年初提价兑现，核心原材料植脂末、包材价格已有显著回落。2) **即饮新品放量：**2023年是公司即饮新品的绝对大年，新品数量相当于2016-2020年共五年新品数量的总和；切换赛道，柠檬茶有望成为23年饮料赛道的大爆品，瓶装奶茶亦为好赛道，好赛道决定好机会；切换包装形态，瓶装摆脱高价包材束缚，进入主流价格带；前期蓄力周期拉长，更符合饮料成长周期的一般规律，根据市场反馈灵活迭代；独立组建即饮团队，公司管理层对饮料的认知愈发清晰，组织架构的掣肘有望转化为助力。

盈利预测与估值：我们预计公司22-24年总营收30.73/39.03/47.23亿元，同比-11.35%/+27.00%/+21.04%，归母净利润分别为2.08/2.15/3.62亿元，同比-6.53%/+3.46%/+68.17%，EPS分别为0.50/0.52/0.87元。考虑到疫情放开、提价兑现、原材料价格回落，公司基本盘冲泡业务的收入、利润有望逐步恢复到疫情前水平；此外，23年是公司即饮新品的绝对大年，新品数量多、潜力大，在瓶装新品的驱动之下，我们认为公司即饮业务有望以更加良性的节奏实现逐步放量，推动未来即饮业务收入高速增长，此外，即饮放量的规模效应也将带来毛利率改善。结合相对估值法和绝对估值法，我们给予公司目标市值区间为90.5-108.6亿元，对应股价为22.1-26.5元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：冲泡业务盈利恢复不及预期；即饮新品推广不及预期；行业竞争加剧。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,761	3,466	3,073	3,903	4,723
(+/-%)	-5.5%	-7.8%	-11.3%	27.0%	21.0%
净利润(百万元)	358	223	208	215	362
(+/-%)	3.2%	-37.9%	-6.6%	3.5%	68.4%
每股收益(元)	0.86	0.54	0.50	0.52	0.87
EBIT Margin	10.0%	4.1%	4.3%	3.6%	6.9%
净资产收益率(ROE)	12.6%	7.5%	6.7%	6.7%	10.7%
市盈率(PE)	23.9	38.2	40.9	39.6	23.5
EV/EBITDA	20.6	36.5	33.8	31.4	20.2
市净率(PB)	3.02	2.86	2.76	2.67	2.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

食品饮料·饮料乳品

证券分析师：陈青青

联系人：刘显荣

0755-22940855

0755-81983057

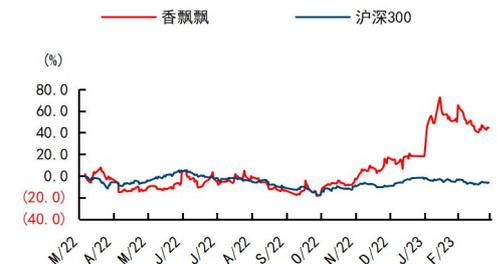
chenqingq@guosen.com.cn liuxianrong@guosen.com.cn

S0980520110001

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	22.10 - 26.50元
收盘价	18.61元
总市值/流通市值	7644/7644百万元
52周最高价/最低价	23.00/10.23元
近3个月日均成交额	69.01百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

行业分析：柠檬茶有望成为 23 年饮料赛道的大爆品	5
冲泡奶茶：行业规模不足百亿，增速趋缓，香飘飘一家独大	5
即饮茶：千亿赛道，水大鱼多，重视品类迭代机会	5
柠檬茶：高景气赛道，有望成为 23 年爆品	6
瓶装奶茶：50 亿大单品阿萨姆，14 年持续增长，驱动赛道扩容	11
公司基本面：双轮驱动战略清晰，新品大年动力强劲	12
历史沿革：冲泡奶茶龙头 2017 年开启“双轮驱动”战略	12
品牌：即饮品牌 Meco、兰芳园，用于布局果汁茶和港式茶饮	13
经营周期：2022 年是大周期的业绩洼地，即饮与冲泡季节互补	13
渠道：华东占比接近一半，经销占比 90%	14
经营效率：冲泡龙头修炼出的强内功	15
产能复盘：16-19 年合计投资超 20 亿元兴建 42 万吨即饮产能	16
产能利用率：冲泡产能利用率 80%，即饮产能利用率尚待提升	16
边际变化：多重因素催化，底部向上、弹性可期	17
冲泡利润修复：收入恢复，提价兑现，原材料价格回落	17
2023 年是公司即饮新品的绝对大年	20
切换赛道和包装形态，打开空间	20
前期蓄力周期拉长，独立组建即饮团队	22
冰冻化提升单点卖力，主动打造样板市场	23
兰芳园具备港式基因，借力联名，香飘飘先破后立	24
财务分析	25
盈利预测	27
假设前提	27
未来三年业绩预测	29
盈利预测的敏感性分析	29
估值与投资建议	30
相对估值：对应目标市值区间 90.5-108.6 亿元	30
绝对估值：对应目标市值区间 96.4-99.5 亿元	31
投资建议：首次覆盖给予“买入”评级	32
风险提示	33
财务预测与估值	34

图表目录

图 1: 2014-2018 年中国冲泡奶茶市场规模	5
图 2: 香飘飘冲泡奶茶龙头地位稳固	5
图 3: 2015-2025 年中国即饮茶市场规模	6
图 4: 2020 年中国即饮茶竞争格局	6
图 5: 即饮茶正向健康、天然成分及功能性方向演变	6
图 6: 2019-2022.05 中国现制柠檬茶专门店数量	7
图 7: 2020 年天猫及京东即饮茶分品类销售表现	7
图 8: 柠檬茶景气度抬升的底层逻辑	8
图 9: 国内人均粮食、食用油、肉、禽、奶消费量 (单位: 千克)	9
图 10: 2016-2021 年功能饮料市场规模	9
图 11: 柠檬茶包装规格分布	10
图 12: 2014-2021 年统一阿萨姆奶茶营收及增速、市占率	11
图 13: 2016-2021 年瓶装奶茶市场规模及增速	11
图 14: 冲泡奶茶龙头 2017 年开启“双轮驱动”战略	12
图 15: 即饮品牌 Meco、兰芳园, 用于布局果汁茶和港式茶饮	13
图 16: 公司 2015-2022H1 营业收入和归母净利润	14
图 17: 公司 2018-2021 年冲泡业务各季度营业收入占比	14
图 18: 公司 2018-2021 年即饮业务各季度营业收入占比	14
图 19: 公司 2021 年不同地区销售收入占比	15
图 20: 公司 2021 年不同地区经销商数量占比	15
图 21: 公司 2021 年各销售模式收入占比	15
图 22: 公司 2017-2022H1 经销商数量	15
图 23: 公司 2017-2021 年产能利用率	17
图 24: 2018-2022 年冲泡业务分季度收入 (亿元)	18
图 25: 公司 2018-2021 年即饮类和冲泡类成本拆分	19
图 26: 2018-2023 年棕榈油价格走势 (元/吨)	19
图 27: 2018-2023 年华东市场 PET 价格走势 (元/吨)	19
图 28: 2018-2023 年白卡纸价格走势 (元/吨)	20
图 29: 2018-2023 年瓦楞纸价格走势 (元/吨)	20
图 30: 香飘飘 2016-2022 年新品	20
图 31: 柠檬茶价格带分布	21
图 32: 冲泡即饮渠道差异之一——场景	22
图 33: 冲泡即饮渠道差异之一——陈列	22
图 34: 前期测试期间灵活迭代	23
图 35: 香飘飘单点卖力提升——冰冻化策略	23
图 36: 香飘飘自身品牌先破后立的思考	25
图 37: 公司总营收情况	25

图 38: 公司净利润情况	25
图 39: 冲泡类、即饮类业务收入及增速	26
图 40: 冲泡类、即饮类业务毛利率	26
图 41: 公司利润率情况	26
图 42: 公司费用率情况	26
图 43: 公司营业收入按渠道拆分	27
图 44: 公司营业收入按区域拆分	27
图 45: 冲泡、即饮业务收入及增速	27
图 46: 香飘飘 PE_TTM-Band 图	30
表 1: 2021-2022 年现制柠檬茶饮品牌融资情况	7
表 2: 2022 年柠檬茶新品	8
表 3: 电解质水市场规模约为 200-300e (终端零售口径)	9
表 4: 柠檬茶口味分布	10
表 5: 香飘飘及可比公司营运能力	15
表 6: 香飘飘冲泡产能梳理	16
表 7: 香飘即饮产能梳理	16
表 8: 公司 2021 年各工厂产能	17
表 9: 2014-2022 年冲泡类产品出厂价和杯均成本	18
表 10: 大厂纷纷折戟杯装即饮茶	21
表 11: PET 瓶成本远低于高阻隔即饮奶茶杯	21
表 12: 即饮柠檬茶品牌大多不具备港式基因	24
表 13: 香飘飘联名合作梳理	24
表 14: 香飘飘业务拆分及预测	28
表 15: 香飘飘盈利预测结果核心指标展示表	28
表 16: 香飘飘未来三年盈利预测表	29
表 17: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	30
表 18: 可比公司估值表	31
表 19: 绝对估值法主要假设	31
表 20: 公司盈利预测假设条件表	32
表 21: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析表	32

行业分析：柠檬茶有望成为 23 年饮料赛道的大爆品

冲泡奶茶：行业规模不足百亿，增速趋缓，香飘飘一家独大

2018 年冲泡奶茶行业规模约 42 亿，增速趋缓。根据香飘飘官网，冲泡奶茶最早兴起于 2005 年，由香飘飘始创，2008 年香飘飘销售额即突破 10 亿元。行业规模来看，2018 年冲泡奶茶行业规模约 42 亿，2014-2018 年 CAGR 约为 3.2%，增速趋缓。

冲泡奶茶行业格局固化，香飘飘一家独大。根据香飘飘公告，2012-2021 年公司连续 10 年杯装冲泡奶茶市场份额保持第一。根据尼尔森，2017 年起，香飘飘市占率超 60%，在冲泡奶茶行业一家独大。

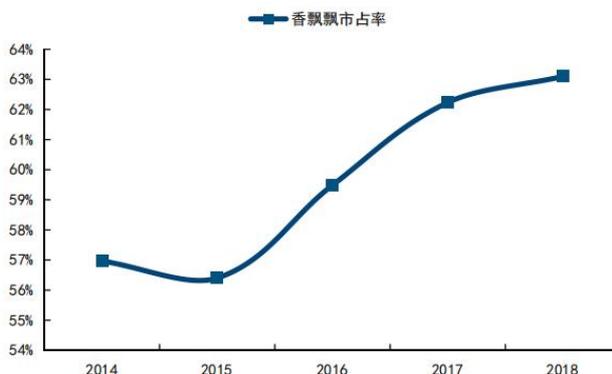
冲泡奶茶起步阶段，香飘飘凭借先发优势、专注冲泡业务、广告抢占心智，与对手拉开差距。复盘香飘飘冲泡奶茶的竞争历程，初期主要对手为优乐美和香约（分别是喜之郎和大大好旗下品牌），喜之郎主业为果冻，未能充分聚焦冲泡竞争，香约主打低价，定位偏差，而香飘飘凭借先发优势、专注冲泡业务、广告抢占心智，与对手拉开差距。

图1：2014-2018 年中国冲泡奶茶市场规模



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：香飘飘冲泡奶茶龙头地位稳固



资料来源：尼尔森，国信证券经济研究所整理

即饮茶：千亿赛道，水大鱼多，重视品类迭代机会

国内即饮茶 2020 年市场规模达 1200 亿元，2020-2025 年 CAGR 预计为 7.0%。自 2016 年，我国即饮茶市场规模即突破千亿，2015-2020 年 CAGR 为 4.9%，未来五年有望提速。

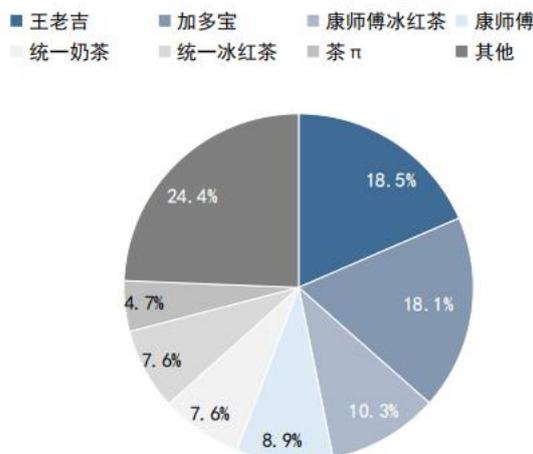
即饮茶赛道水大鱼多，重视品类迭代机会。即饮茶市场参与者众多，头部集中度并不高，虽然我们看到很多老品牌，比如康师傅、统一等，已经深耕这个赛道多年，但大的品类更迭机会仍然存在，并为即饮茶这个相对成熟的赛道，孕育着新的品牌力量。随着消费者健康意识的提升，即饮茶中长期的发展方向，在向健康、天然成分和功能性方向演变，比如元气森林零蔗糖标签的爆火，以及 2022 年最大的爆品电解制水，分别是健康和功能化这两大品类迭代的黑马。

图3：2015–2025 年中国即饮茶市场规模



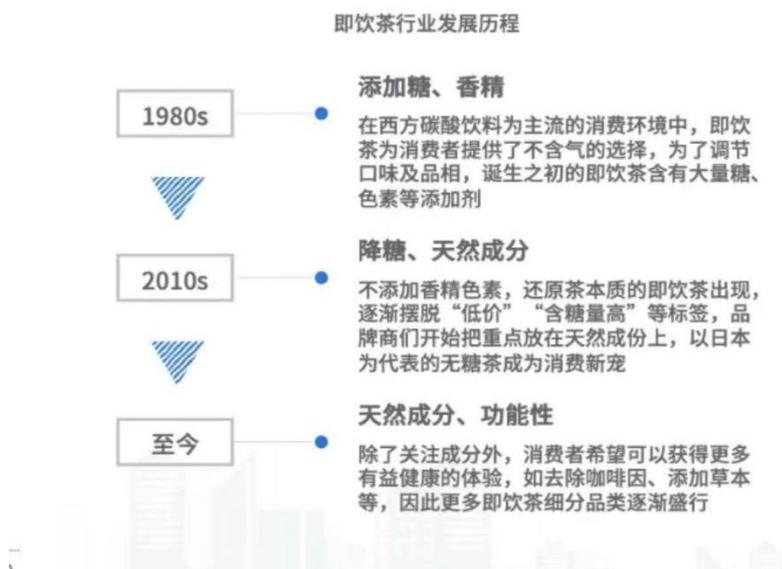
资料来源：Frost&Sullivan，国信证券经济研究所整理

图4：2020 年中国即饮茶竞争格局



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图5：即饮茶正向健康、天然成分及功能性方向演变



资料来源：易观分析，国信证券经济研究所整理

柠檬茶：高景气赛道，有望成为 23 年爆品

百亿赛道，景气度高，好赛道决定好机会

即饮柠檬茶行业规模约为 100–150 亿（出厂口径），好赛道决定好机会。1) 即饮柠檬茶：我们用维他柠檬茶的收入体量和市占率倒算。根据元气资本，2020 年维他柠檬茶在中国（除港澳台地区）收入体量约为 30 亿元人民币，我们估计维他柠檬茶市占率在 20–30%，那么出厂口径下，2020 年即饮柠檬茶行业规模约为 100–150 亿元。2) 现制柠檬茶：根据易观分析，2020 年全国柠檬茶门店共卖出约 2.8 亿杯柠檬茶，按杯单价 13–15 元估算，仅考虑现制柠檬茶门店的市场规模，

2020 年约 35-45 亿元，按门店数量增长趋势，2021 年柠檬茶门店市场规模约在百亿元。

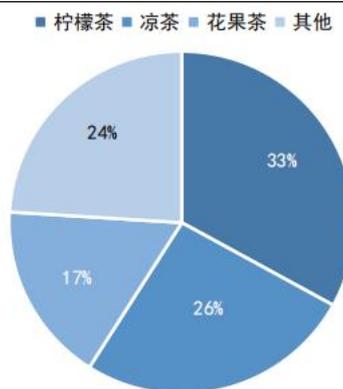
柠檬茶大单品仍具备较高成长性，且未来潜力巨大。1) **成长性高**：根据美团美食联合咖门发布的《2022 茶饮品类报告》，2021 年柠檬茶产品销量及销售额增长迅猛，同比增长一度达到 400% 上下。2022 年，柠檬茶销量增速虽然放缓，但同比增长不低于 130%，仍处于较强的发展势头。2) **潜力大**：Z 世代的消费偏好，往往预示着未来的成长潜力。根据 36 氪，柠檬茶是 2020 年天猫、京东渠道即饮茶市场的第一大单品，柠檬茶深受年轻群体喜爱，未来潜力巨大。

图6：2019-2022.05 中国现制柠檬茶专门店数量



资料来源：红餐品牌研究院，NCBD，国信证券经济研究所整理

图7：2020 年天猫及京东即饮茶分品类销售表现



资料来源：36 氪，百观科技，国信证券经济研究所整理

巨头纷纷入局，柠檬茶受到资本热捧

现制柠檬茶受到资本热捧，21-22 年多家品牌加速融资。2021-2022 年期间多家现制柠檬茶饮品牌参与融资，其中丘大叔柠檬茶和柠季手打柠檬茶历两轮融资，融资规模从数百万到数亿元不等。在这背后，字节跳动、腾讯投资、广发信德、高榕资本等巨头纷纷入局，参与投资现制柠檬茶品牌。

即饮柠檬茶 22 年新品数量众多，茶底、口味多样化。2022 年香飘飘、元气森林等品牌纷纷推出柠檬茶新品，形式以茶底多样化、口味创新为主。茶底可细分为锡兰红茶、鸭屎香单丛、武夷大红袍、茉莉花茶等；新品口味紧跟消费者健康需求，无糖、低糖、减糖多见，兼有小麦草、各类水果等新口味。规格上 350-500ml 仍为主流，而新品价格则主要集中在 5-7 元区间内。

表1：2021-2022 年现制柠檬茶饮品牌融资情况

品牌名称	披露时间	融资轮次	融资金额	投资方
丘大叔柠檬茶	2021 年 1 月	战略融资	超亿元	广发信德、高榕资本
柠季手打柠檬茶	2021 年 7 月	A 轮	数千万元	字节跳动、顺为资本
LINLEE	2021 年 7 月	战略融资	数千万元	三七互娱
丘大叔柠檬茶	2021 年 8 月	Pre-A 轮	超亿元	未披露
柠季手打柠檬茶	2022 年 1 月	A+轮	数亿元	字节跳动、腾讯投资等
五二兰柠檬茶	2022 年 4 月	种子轮	数百万元	能图资本
啊爆柠檬茶	2022 年 8 月	天使轮	千万元	山竹资本

资料来源：红餐大数据，天眼查，国信证券经济研究所整理

表2: 2022 年柠檬茶新品

品牌	香飘飘	元气森林		厚打		旺旺	新锐饮料		奈雪的茶	
产品	兰芳园冻柠茶	“啊打”乌龙柠檬茶	柠檬冰茶	“超可”果粒柠檬茶	爆爽柠檬茶	白桃柠檬茶	神萃柠檬茶	“果子熟了”	多多柠檬茶	鸭屎香柠檬茶
推出时间	2022 年 7 月	2022 年 10 月	2022 年 6 月	2022 年 9 月	2022 年 8 月		2022 年 5 月	2022 年 4 月		2022 年 9 月
茶底	锡兰红茶	鸭屎香单丛+武夷大红袍	锡兰红茶	广西茉莉花茶	黄金焙茶	正山小种	阿萨姆红茶	红茶		鸭屎香单丛
口味	低糖	低糖	无糖、减糖	小麦草味	无糖	低糖白桃味	原味	夏黑葡萄味、荔枝味、青柠味、莓果味、香橙味、凤梨味		低糖
规格	500ml	500ml	450ml	410ml	360ml	360ml	350ml	500ml	250ml	500ml
价格	6.59	5.67	5.06	5.99	已下架	已下架	5.50	6.60	3.50	5.70

资料来源：公司公告，淘宝，京东，国信证券经济研究所整理

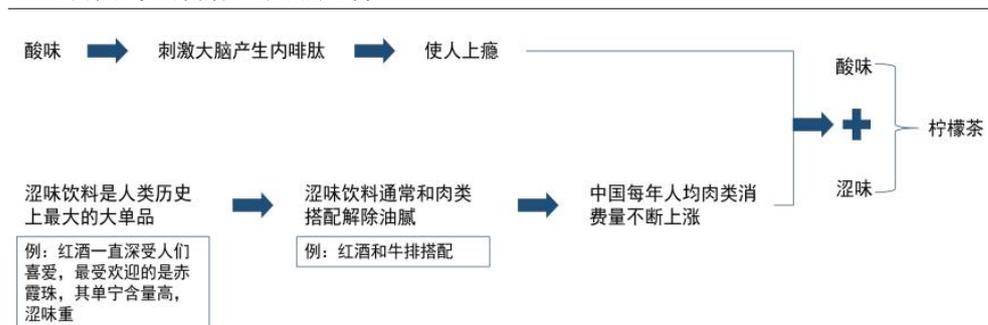
底层逻辑：酸涩口感的饮料是人类发展史上的大单品

1、酸味：具备成瘾性。酸味带来刺激性，宾夕法尼亚大学心理学名誉教授 Paul Rozin 称这种刺激为“良性自虐”，即假装处于危险状态欺骗大脑产生内啡肽从而达到快乐的行为。简单来说，就是利用大脑的“上瘾”机制——让大脑不断受到新鲜事物的刺激，从而产生内啡肽，而这恰恰也是“酸味”让人上瘾的秘密。

2、涩味：顺应国内饮食结构的变化，涩味饮料需求端具备长逻辑。1) 涩味饮料是人类发展史上的大单品，比如红酒最受欢迎的大单品赤霞珠。我们探究涩味饮料受欢迎的底层逻辑，其实在于涩味口感与肉类的搭配，比如西方经典的红酒配牛排。2) 根据国家统计局，2013-2021 年，国内人均肉类、禽类消费量 CAGR 分别在 3.19%、6.92%，增速甚至快于奶类。顺应消费升级大趋势，国内饮食结构中，肉类消费量持续增长，涩味饮料需求端提升具备长期逻辑。

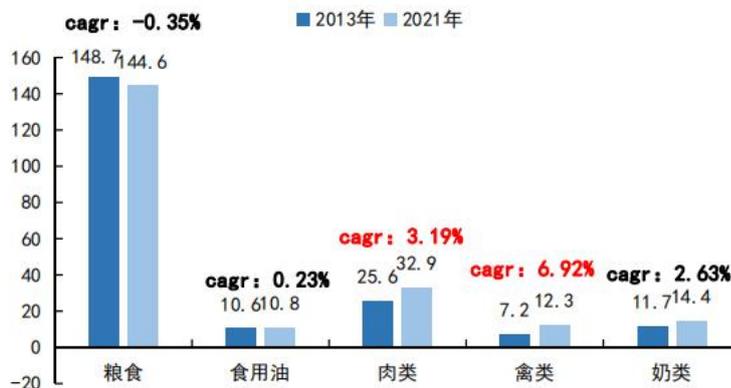
星辰大海的可能性：国内以海底捞为代表的火锅店都偏好供应酸梅汤，其本质是酸甜口感，且制作并不难，后续柠檬茶完全有可能对酸梅汤形成一定替代，进入外卖之外的、更广阔的大餐饮渠道。

图8: 柠檬茶景气度抬升的底层逻辑



资料来源：国信证券经济研究所整理

图9：国内人均粮食、食用油、肉、禽、奶消费量（单位：千克）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

对标 22 年的电解质水，柠檬茶有望成为 23 年爆品

对标 22 年的电解质水，柠檬茶赛道看似格局固化，实则新锐品牌力量涌动，柠檬茶有望成为 23 年饮料的大爆品。母赛道：柠檬茶的母赛道是即饮茶，电解质水的母赛道是功能饮料，都是千亿赛道、水大鱼多。市场规模：即饮柠檬茶 100-150e（出厂口径），电解质水 200-300e（终端零售口径），可比口径下市场规模较为接近。竞争格局：2022 年之前的柠檬茶竞争格局，类似外星人爆红之前的电解质水竞争格局，共同点都是相对固化。2022 年之前，柠檬茶前三大核心玩家是维他（出厂 30e）、康师傅、统一，而外星人爆红前，电解质水前三大核心玩家是尖叫（农夫）（出厂 27e）、宝矿力（日本大冢制药株式会社）（出厂 20e）、佳得乐（百事）（出厂 13e）。催化因素：电解质水的催化是 22 年 12 月染阳高峰，柠檬茶的催化是需求端长期确定性大趋势之下的资本催熟。需求端长逻辑：电解质水的长逻辑是，健康观念提升，对功能饮料的需求提升；柠檬茶的长逻辑是，国内饮食结构中，肉类消费量持续增长，对涩味饮料的需求提升。

图10：2016-2021 年功能饮料市场规模



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

表3：电解质水市场规模约为 200-300e（终端零售口径）

时间	电解质水市场规模（亿元）	测算	来源
2021年	252	已知2021年功能饮料市场规模约为1402.7亿元，假设功能饮料中，电解质水占比18%	华经产业研究院
2022年	293		国际产业网
2023年	208		勤策消费研究

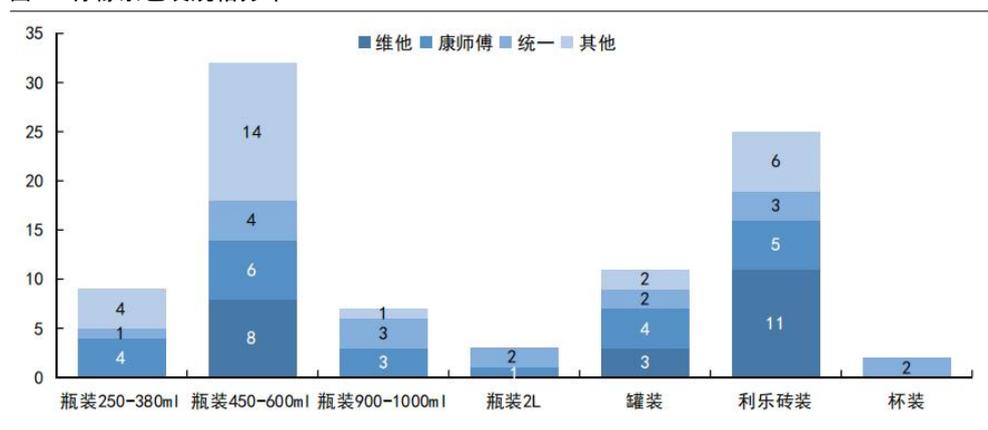
资料来源：勤策消费研究，国际产业网，华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

瓶装500ml、利乐砖是主流规格，低糖、无糖兴起

规格方面，瓶装500ml、利乐砖装柠檬茶占据市场主流。知名品牌如维他、康师傅、统一，旗下柠檬茶包装均以瓶装450-500ml及利乐砖装为主。杯装柠檬茶及大容量瓶装较为少见。

顺应健康意识提升趋势，低糖、无糖柠檬茶兴起。柠檬茶口味创新体现了消费者需求的多样化，维他、康师傅、统一纷纷出品冰爽/劲凉、鸭屎香、青柠、金桔柠檬等新口味。而众多柠檬茶品牌推出的不同口味，主要集中于低糖和无糖两种。低糖、无糖柠檬茶的兴起，侧面反映出，伴随着健康意识提升和抗糖饮食模式普及，消费者在挑选柠檬茶时，对低糖和无糖口味的需求增加。

图11: 柠檬茶包装规格分布



资料来源：公司公告，京东，淘宝，国信证券经济研究所整理

表4: 柠檬茶口味分布

	原味	低糖	无糖	冰爽/劲凉	鸭屎香	青柠味	金桔柠檬	蜜糖/蜂蜜	油柑
维他	√	√	√	√		√		√	
康师傅	√		√	√			√		
统一	√				√	√	√		
三得利	√							√	
喜茶	√	√			√				
奈雪的茶		√			√				
东鹏									√
农夫山泉茶π	√								
可口可乐	√		√	√					

资料来源：公司公告，京东，淘宝，国信证券经济研究所整理

瓶装奶茶：50 亿大单品阿萨姆，14 年持续增长，驱动赛道扩容

阿萨姆：2009 年推出，14 年持续成长为 50 亿大单品。1) **50 亿大单品**：阿萨姆于 2009 年推出，持续增长，2021 年营收约为 55 亿元。2) **成长历程**：09-13 年是快速放量期，CAGR 接近 80%，13 年营收突破 23 亿元；13-17 年重点推进渠道下沉和新品开发；17-21 年，经历疫情冲击，CAGR 仍有 12%。3) **持续增长**：17-21 年，距离阿萨姆推出已接近 10 年，仍保持双位数增长。阿萨姆的持续成长能力，在消费者“喜新厌旧”的饮料赛道，极为罕见。4) **瓶装奶茶绝对龙头**：阿萨姆市占率自 2016 年起保持在 70% 以上，是瓶装奶茶绝对龙头，且凭借自身增长，驱动瓶装奶茶赛道扩容，吸引巨头加入。

瓶装奶茶：2021 年瓶装奶茶市场规模约为 77 亿元，近几年保持双位数增长。我们根据阿萨姆营收和市占率倒推出瓶装奶茶市场规模，行业规模虽然不大，但我们认为亮点在于，在现制茶饮的挤压之下，瓶装奶茶仍能保持双位数增长。

图12：2014-2021 年统一阿萨姆奶茶营收及增速、市占率



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图13：2016-2021 年瓶装奶茶市场规模及增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司基本面：双轮驱动战略清晰，新品大年动力强劲

历史沿革：冲泡奶茶龙头 2017 年开启“双轮驱动”战略

香飘飘于 2005 年成立，开创杯装奶茶品类，于 2008 年销售额突破 10 亿元，成为冲泡奶茶龙头，其后发展可分为四个阶段：

(1) 2008–2012 年，香飘飘冲泡奶茶市场规模迅速扩张，2008 年销售额首破 10 亿。该阶段香飘飘冲泡收入为 10–20 亿元，CAGR 约为 17.77%。

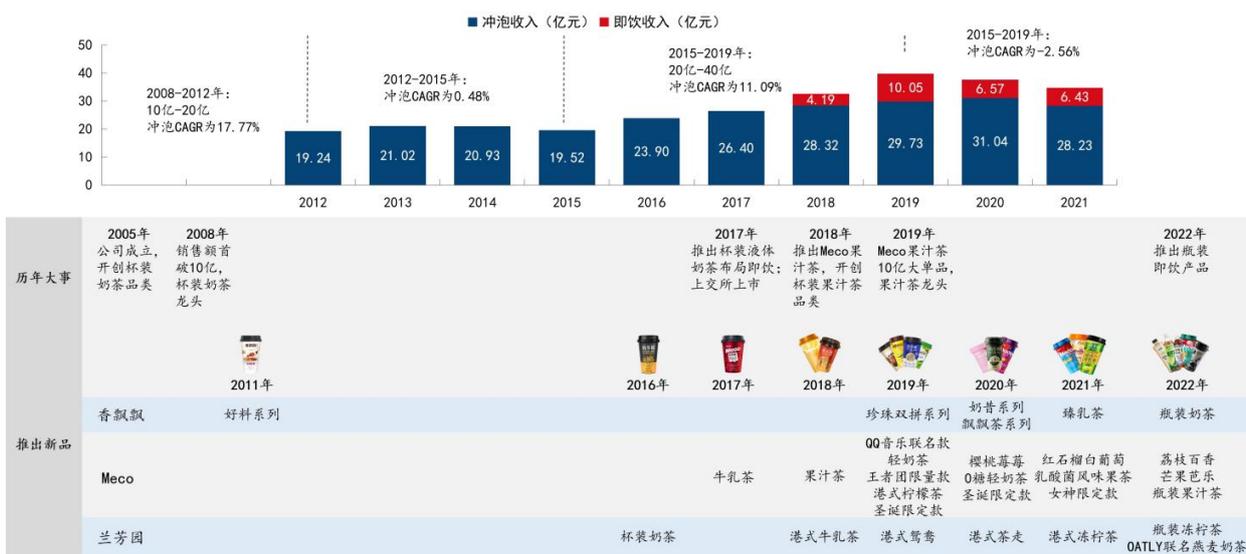
(2) 2012–2015 年，香飘飘冲泡奶茶收入增速减缓，在 20 亿上下波动，CAGR 为 0.48%。

(3) 2015–2019 年，香飘飘冲泡奶茶收入近 30 亿元，CAGR 约为 11.09%，龙头地位逐渐稳固；同时布局即饮茶，即饮收入增速明显。香飘飘于 2017 年登陆上交所成为“中国奶茶第一股”，同时通过旗下的 Meco 和兰芳园两大品牌，开启“双轮驱动”战略。香飘飘于 2017 年以 Meco 品牌推出杯装液体奶茶，布局即饮。2018 年推出兰芳园港式牛乳茶及 Meco 果汁茶，开创杯装果汁茶品类。即饮茶收入增长迅速，2019 年收入破 10 亿元，Meco 果汁茶凭借多种联名、限定款，成为该年 10 亿级大单品，居杯装果汁茶龙头地位。

(4) 2019–2021 年，香飘飘冲泡收入在 30 亿元上下波动，未见大幅降低，但 CAGR 降幅明显，约为-2.56%。期间冲泡奶茶和即饮产品创新不断，相继推出奶昔系列、樱桃莓莓、港式冻柠茶等新品，包装形态仍聚焦杯装。

2022 年公司推出瓶装即饮新品，在维持冲泡奶茶龙头地位的同时，优化升级即饮茶产品，继续开拓即饮茶市场。

图14：冲泡奶茶龙头 2017 年开启“双轮驱动”战略



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

品牌：即饮品牌 Meco、兰芳园，用于布局果汁茶和港式茶饮

品牌矩阵：香飘飘旗下拥有香飘飘、Meco、兰芳园三大品牌。其中冲泡品牌香飘飘凭借多年经营，已稳居冲泡奶茶龙头位置。而为实施“双轮驱动”战略，香飘飘推出即饮品牌 Meco 和兰芳园，用于布局果汁茶和港式茶饮。

冲泡品牌：香飘飘分别于 2005 年推出经典系列、2011 年推出好料系列，并以此成功攻占市场，2019 年收入贡献分别为 49%和 24%。此后也不断推出新口味系列，增强消费者粘性，并于 2022 年推出瓶装即饮新品黑乌龙乳茶。

即饮品牌：通过 Meco、兰芳园分别布局果汁茶、港式茶饮两大即饮板块，分别以还原 19 世纪英国女王下午茶原料配比、与中国香港林氏签订协议购买兰芳园永久独家使用权的方式创立。Meco 在 2017 年推出即饮牛乳茶后，开始集中于各种杯装果汁茶的研发上市，并迅速获得该类市场的主要份额，对香飘飘 2019 年的收入贡献约为 22%。而兰芳园产品则以丝袜奶茶、港式鸳鸯等传统港式茶饮为主，并于 2022 年推出瓶装冻柠茶和 Oatly 联名燕麦奶茶。

营销：香飘飘凭借深入人心的广告口号抢占消费者心智，并将该类手段沿用至旗下三大品牌的营销中；同时紧跟娱乐圈潮流，邀请当年流量大的爆红明星如王俊凯、王一博作为代言人，借以进一步提高品牌知名度，笼络年轻消费者。

图 15: 即饮品牌 Meco、兰芳园，用于布局果汁茶和港式茶饮



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营周期：2022 年是大周期的业绩洼地，即饮与冲泡季节互补

大周期：2022 年是公司经营大周期的业绩洼地。1) 收入端，2020 年疫情前，公

司收入持续提升，2020 年开始，受到疫情冲击、现制茶饮替代等因素的影响，收入持续下滑。2) 利润端，冲泡原材料涨价、即饮业务持续投入，致利润承压。

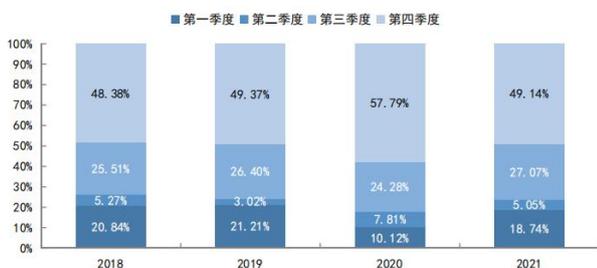
小周期：双轮驱动战略最初是为了平衡冲泡业务的强季节性。1) 冲泡业务四季度占大头（50%左右），二季度仅个位数占比，一、三季度较为均匀。2) 即饮业务二季度占大头（45%左右），四季度占比低（10%左右），一、三季度较为均匀，与冲泡的季节周期形成较好的互补作用。

图16: 公司 2015-2022H1 营业收入和归母净利润



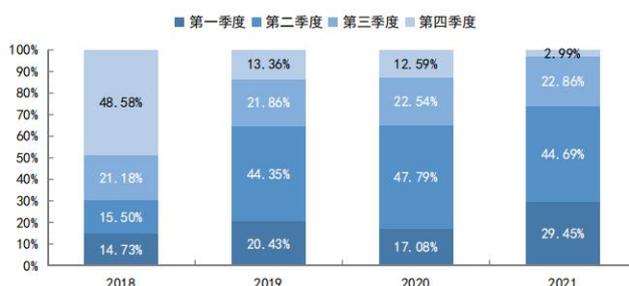
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图17: 公司 2018-2021 年冲泡业务各季度营业收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18: 公司 2018-2021 年即饮业务各季度营业收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

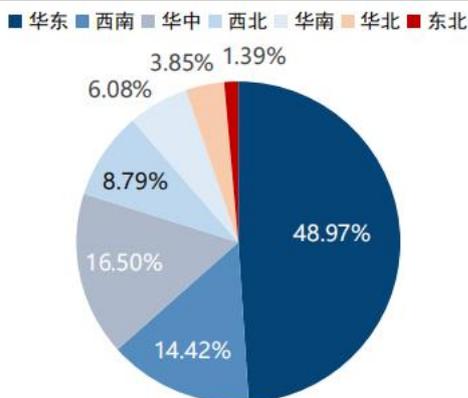
渠道：华东占比接近一半，经销占比 90%

区域：华东地区收入占比接近一半，其次是华中、西南，华北、东北是薄弱区域。2021 年公司收入区域分布来看，华东是公司的核心销售区域，贡献 48.97% 的收入。华中、西南分别是第二、第三大销售区域，占比分别为 16.50%、14.42%。西北、华南占比在高个位数。华北、东北相对薄弱，占比仅低个位数。

经销：经销渠道是公司的核心销售渠道，其次是电商。2021 年各渠道收入占比来看，经销商占比 91.10%，电商占比 8.22%。截至 22H1，公司共有 1197 个经销商，

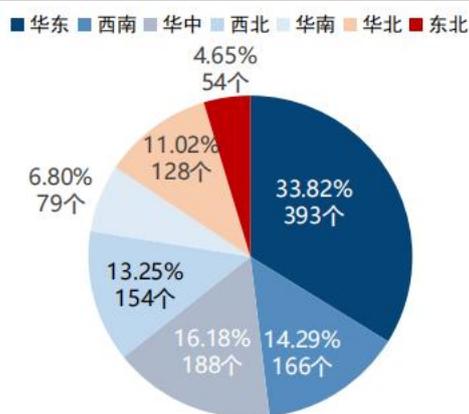
经销商数量自 2019 年至今略有下滑。经销商区域分布来看，华东经销商数量占比低于收入占比，可见华东大商居多，北方区域（西北、华北、东北）小商居多。

图19: 公司 2021 年不同地区销售收入占比



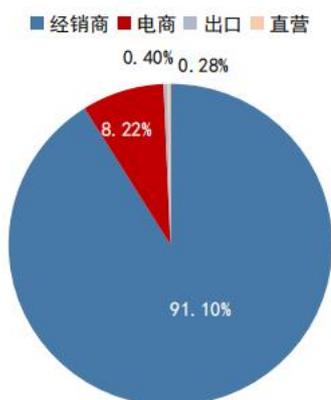
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 公司 2021 年不同地区经销商数量占比



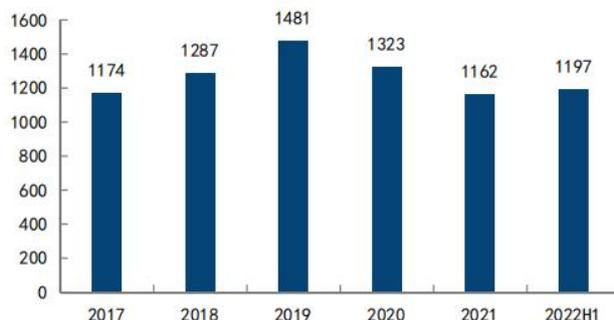
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司 2021 年各销售模式收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 公司 2017-2022H1 经销商数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营效率：冲泡龙头修炼出的强内功

香飘飘：经营效率高，存货周转率领先行业。公司 18-21 年营业周期在 30 天左右，与东鹏不相上下，存货周转率很快、经营效率很高，远高于其他四家可比公司。22 年存货周转天数提升导致营业周期略有延长。公司应收账款周转天数处于行业平均水平。**养元**、**露露**：账款周转极快，但库存周转较慢。**东鹏**、**农夫**：东鹏经营效率领先，农夫基本处于平均水平。**百润**：存货周转率处于平均水平，应收账款周转较慢。

表5: 香飘飘及可比公司营运能力

	香飘飘	养元饮品	承德露露	百润股份	东鹏饮料	农夫山泉
存货周转率	12.93	4.09	4.14	5.17	12.33	5.46

应收账款周转率	83.42	202.24	7398.94	14.27	219.26	71.79
总资产周转率	0.81	0.43	0.69	0.51	1.24	0.98

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

产能复盘：16-19 年合计投资超 20 亿元兴建 42 万吨即饮产能

冲泡产能：湖州、成都、天津三家工厂合计产能近 20 万吨，按 2021 年出厂价，满产相当于 35 亿元产值。上市后新增冲泡产能不多，约 3 万吨。

即饮产能：湖州、江门、天津、成都四家工厂合计产能 42 万吨，按 2021 年出厂价，满产相当于 28 亿元产值。16-19 年合计投资超 20 亿元兴建即饮产能，大部分即饮产能于 19-20 年投产。**根据即饮产能投资金额和产值口径的产能建设情况来看，公司 2017 年“双轮驱动”战略的决心可见一斑。**

表6: 香飘飘冲泡产能梳理

开建时间	项目	设计产能 (万吨)	21 实际产能 (万吨)	投产时间
2017 年以前	湖州固体奶茶厂	7.05 (改造前)		2017 年以前
2017 年以前	成都固体奶茶厂	5.56 (改造前)		2017 年以前
2017 年以前	天津固体奶茶厂	3.22 (改造前)		2017 年以前
2019 年	湖州固体奶茶厂改造	9.31	7.28	2019 年
2019 年	成都固体奶茶厂改造	6.15	4.97	2019 年
2019 年	天津固体奶茶厂改造	3.43	2.71	2019 年
	合计	18.89	14.96	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

表7: 香飘飘即饮产能梳理

开建时间	项目	设计产能 (万吨)	21 年实际产能 (万吨)	计划投资金额 (万元)	投产时间
2016 年	湖州液体奶茶厂一、二线	5.37 (改造前)		26,056.19	2017 年 4 月投产
2017 年	湖州液体奶茶厂三线	3.87 (改造前)		9,594.89	2018 年 7 月投产
2017 年	江门液体奶茶厂	10.78	3.42	52,278.26	2019 年 1 月投产
2017 年	天津液体奶茶厂一线	1.75 (调试中产能)		41,950.40	2019 年 6 月投产
2019 年	湖州液体奶茶厂改造	17.88	4.37		2019 年 1-4 月投产
2019 年	天津液体奶茶厂二线	与一线合并后为 11.02	2.02	30,476.00	2020 年投产
2019 年	成都液体奶茶厂	2.72	0.04	78,752.00	2020 年投产
	合计	42.4	9.85	239,107.74	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

产能利用率：冲泡产能利用率 80%，即饮产能利用率尚待提升

总产能利用率：21 年 40.48%，近几年呈下滑趋势，主要受到即饮产能利用率拖累。

冲泡产能利用率：21 年 79.20%，近几年基本稳定在 80%左右。近几年冲泡实际产能基本稳定在 15-16 万吨，17-19 年冲泡设计产能略有提升，由 2017 年 15.83 万吨，提升至 2019 年 18.89 万吨，后保持平稳。

即饮产能利用率：21 年 23.23%，近几年呈下滑趋势。自 2019 年起，一方面，即饮新建产能快速投产，设计产能大幅提升，由 2018 年 9.24 万吨，提升至 2021

年 42.4 万吨，而另一方面，实际产能自 2019 年冲至 14.78 万吨后，2020-2021 年下滑至 9-10 万吨。设计产能的快速提升以及实际产能的相对疲软，共同导致了即饮产能利用率的下滑。

表8: 公司 2021 年各工厂产能

工厂	设计产能 (万吨)	实际产能 (万吨)	产能利用率
湖州固体奶茶厂	9.31	7.28	78.20%
成都固体奶茶厂	6.15	4.97	80.81%
天津固体奶茶厂	3.43	2.71	79.01%
冲泡总计	18.89	14.96	79.20%
湖州液体奶茶厂	17.88	4.37	24.44%
天津液体奶茶厂	11.02	2.02	18.33%
江门液体奶茶厂	10.78	3.42	31.73%
成都液体奶茶厂	2.72	0.04	1.47%
即饮总计	42.40	9.85	23.22%
合计	61.29	24.81	40.48%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 公司 2017-2021 年产能利用率



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

边际变化：多重因素催化，底部向上、弹性可期

冲泡利润修复：收入恢复，提价兑现，原材料价格回落

疫情复苏带来收入恢复，22年初提价兑现

收入恢复：22年前三季度冲泡受疫情影响较大，同比-32%，22Q4 冲泡收入同比+7.6%，疫情放开后已有显著修复。**看好 23 年冲泡收入恢复带来的利润修复。**

复盘：复盘 14-21 年冲泡产品的出厂价和杯均成本，分为两阶段。1) 14-19 年，经典/好料系列出厂价分别增长 12.1%/24.8%，杯均成本分别增长 10%/25%，这一阶段，出厂价涨幅整体高于成本涨幅，冲泡毛利率提升。2) 19-21 年，冲泡出厂

价-1.8%，而杯均成本+10.8%，受原材料大幅涨价影响，冲泡毛利率显著受损。

提价：公司于22年2月对冲泡进行提价，预计23年出厂价高于21年。成本端，22年冲泡成本持续上涨，23年1-2月棕榈油均价低于21年、PET均价仍高于21年。**综上，预计23年冲泡毛利率相比22年可见显著修复，相比21年预计略有修复。**

图24: 2018-2022年冲泡业务分季度收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表9: 2014-2022年冲泡类产品出厂价和杯均成本

	出厂价（元/杯）					
	经典系列	yoy	好料系列	yoy	冲泡类	yoy
2014年	1.74		2.34			
2015年	1.76	1.15%	2.48	5.98%		
2016年	1.83	3.98%	2.59	4.44%		
2017年Q1-Q3	1.82	-0.55%	2.49	-3.86%		
2018年	1.87	2.82%	2.78	11.53%	2.13	
2019年	1.95	3.96%	2.92	5.17%	2.20	3.24%
2020年					2.24	2.14%
2021年					2.16	-3.86%
2022年	提价2%-8%，2月1日起执行					
	杯均成本（元/杯）					
	经典系列	yoy	好料系列	yoy	冲泡类	yoy
2014年	1.00		1.19			
2015年	1.02	1.51%	1.39	17.10%		
2016年	0.99	-2.59%	1.40	0.51%		
2017年	1.06	6.71%	1.49	6.61%		
2018年	1.08	2.08%	1.57	5.57%	1.22	
2019年	1.10	1.33%	1.49	-4.83%	1.20	-1.60%
2020年					1.33	10.95%
2021年					1.33	-0.34%
2022年	22年棕榈油同比+23.54%，PET同比+20.20%					

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心原材料植脂末、包材价格已有显著回落

杯均成本拆分：1) 2018-2021年香飘飘冲泡产品平均每杯成本增加0.12元，增长率为10%，成本端变化进一步拆分，杯均原材料成本和人工成本分别增长0.01

元/0.03元，制造费用下降0.02元，并且新增杯均运输费用0.09元。2) 2018-2021年香飘飘即饮产品平均每杯成本下降0.13元，下降率为5.7%，成本端变化进一步拆分，杯均原材料成本下降0.41元，制造费用增长0.35元，并且新增杯均运输费用0.13元。

核心原材料:棕榈油价格2018-2023年呈上升趋势，均价增幅为42.69%；2018-2020年棕榈油价格小幅度下降，均价降幅仅为2%；2020-2022年受疫情影响，棕榈油价格大幅度上升，2022年价格达到最高点，均价增幅高达129%；2022年第三季度疫情放开，棕榈油价格开始回落，降幅为27.52%。

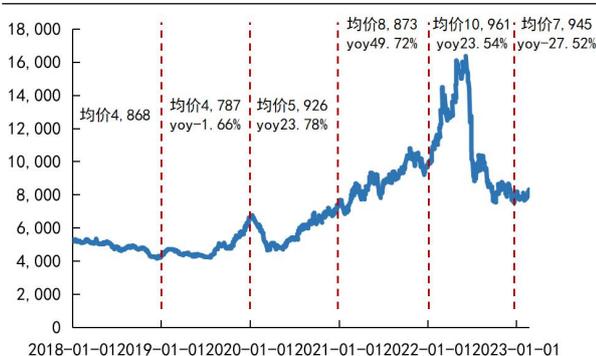
包装材料:1) PET价格2018-2023年整体呈下降趋势，均价降幅为24.20%；2021年PET价格达到最低点，均价降幅为42.69%；2021-2022受到疫情影响，PET价格上升，2022年价格达到最高点，均价增幅为51%；2022年第三季度疫情放开，PET价格开始回落，均价降幅为12.45%。2) 白卡纸价格2018-2023年整体呈小幅度下降走势，均价降幅为10%；2018-2020年白卡纸价格走势平稳；2020-2021年白卡纸价格呈上升走势，2021年价格达到最高点，均价增幅13%；2021-2023年，白卡纸价格开始回落，降幅为20%。3) 瓦楞纸价格2018-2023年整体走势较为平稳，价格仅有小幅度下降，均价降幅为14%。

图25: 公司2018-2021年即饮类和冲泡类成本拆分



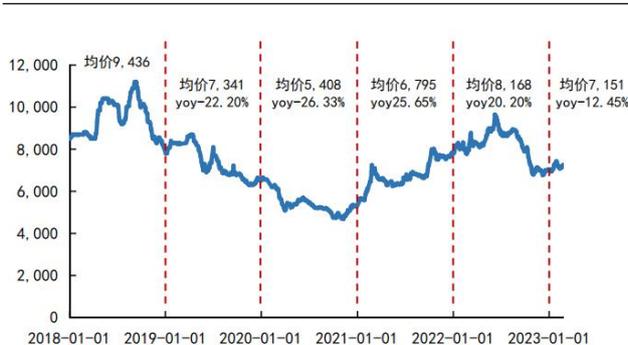
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 2018-2023年棕榈油价格走势(元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 2018-2023年华东市场PET价格走势(元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 2018-2023 年白卡纸价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 2018-2023 年瓦楞纸价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2023 年是公司即饮新品的绝对大年

2023 年是公司即饮新品的绝对大年。新品数量上看, 22 年新品呈井喷式爆发, 新品数量相当于 2016-2020 年共五年新品数量的总和。但 22 年受疫情影响, 新品推广节奏放缓, 23 年所有压制因素消除, 大有可为。

前文我们分析了 23 年新品的两大创新维度, 包装创新和内容物创新。具体每款单品, 都各具差异化和核心卖点, 比如黑乌龙乳茶的“国潮”。

图30: 香飘飘 2016-2022 年新品



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

切换赛道和包装形态, 打开空间

柠檬茶和瓶装奶茶均为好赛道, 好赛道决定好机会。前文我们已深入分析柠檬茶和瓶装奶茶的行业格局, 都是水大鱼多的好赛道, 资本涌入、巨头摩拳擦掌试图进入。而杯装即饮茶, 大厂曾试图进入, 大多以失败告终, 仅 Meco 和统一茶瞬鲜

仍在售，赛道规模和活力较为欠缺，但也从侧面说明 Meco 忠实粉丝铸就的壁垒。此外，近年便利店不乏杯装即饮新锐品牌，杯装生产端壁垒或已被打破。

瓶装摆脱高价包材束缚，进入主流价格带。瓶装包材单价以及各种附加成本均显著低于杯装，导致终端零售价天壤之别。量变引起质变，“非主流价格带到主流价格带”之变，值得重视。

表10: 大厂纷纷折戟杯装即饮茶

品牌	伊利	农夫山泉	统一	娃哈哈	
产品	味可滋果汁茶 (2种口味) 	杯装茶π (3种口味) 	冻冻茶 (3种口味) 	茶瞬鲜 (3种口味) 	桃源茶事 (2种口味) 
推出时间	2020年4月	2020年8月	2020年9月	2018年5月	2019年12月
是否下架	是	是	是	否	是

资料来源:公司公告, 淘宝, 国信证券经济研究所整理

表11: PET瓶成本远低于高阻隔即饮奶茶杯

	PET瓶			高阻隔即饮奶茶杯		
	广东文塑实业有限公司	山东柏泉包装有限公司	滨州市隆程包装有限公司	高阻隔杯	防漏杯盖	吸管
价格(元/只)	0.57	0.45	0.51	0.75	0.21	0.08
	均价 0.51			合计 1.04		
运输成本	低			高		
灌装成本	低			高		
运输损坏率	低			高		
终端售价	70元/12瓶(单价5.83元/500ml)			70元/8杯(单价8.75元/400ml)		

资料来源:公司公告, 阿里巴巴, 国信证券经济研究所整理

图31: 柠檬茶价格带分布



资料来源：公司公告，京东，淘宝，国信证券经济研究所整理

前期蓄力周期拉长，独立组建即饮团队

前期蓄力周期拉长：更符合饮料成长周期的一般规律，根据市场反馈灵活迭代。前文我们复盘 Meco，得到的核心结论是，对于饮料而言，陡峭的成长曲线和持久的生命周期往往难以兼得。2019 年 Meco 一经推出，立马集中力量进行全国铺货，而 2023 年的两大核心瓶装大单品冻柠茶和黑乌龙乳茶，都经历了不低于一年的蓄力周期，冻柠茶先是在 2021 年就推出杯装，2022 年又推出瓶装，持续进行渠道测试，黑乌龙乳茶则是在前期测试过程中，根据市场反馈灵活迭代，更换外包装、推出新口味。

独立组建即饮团队：公司管理层对饮料的认知愈发清晰，组织架构的掣肘有望转化为助力。1) **底层假设之误，导致组织架构形成掣肘。**2017 年涉足即饮初期，所谓“双轮驱动”，公司认为冲泡+即饮两个轮子可以跑得更快，一方面，二季度冲泡淡季刚好是即饮旺季，不论是内部销售，还是外部经销商，都可以在原本的业务淡季运作即饮、增加收入，另一方面，公司希望即饮对冲泡的渠道力进行反哺，最终形成 1+1>2 的合力。但公司忽略了这一逻辑成立的底层假设——冲泡和即饮的渠道结构高度相似、运作方式高度协同。2) **计划落空，反思独立组建即饮团队的必要性。**a) **差异：**①**渠道结构**，原点渠道（学校、便利店）即饮多、冲泡少，批零渠道冲泡多、即饮少；②**场景**，冲泡春节礼盒收入贡献较大，即饮不适用于送礼场景；③**陈列**，冲泡在 KA 一般陈列于豆奶粉等冲调类食品区，而即饮在旺季需要抢占冰冻化资源。b) **冲突：**①**时间**，即饮需要渠道精耕，一般在旺季前（Q1）紧锣密鼓进行渠道准备，而冲泡 Q1 忙于春节礼盒，导致时间冲突，内部销售和经销商都优先运作冲泡，无暇顾及即饮；②**动力**，冲泡渠道较为粗放，渠道运营性价比更高，与之对比，即饮精耕难免有些吃力不讨好，导致内部团队缺乏动力。

图32：冲泡即饮渠道差异之一——场景



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图33：冲泡即饮渠道差异之一——陈列



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图34：前期测试期间灵活迭代



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

冰冻化提升单点卖力，主动打造样板市场

单点卖力提升：冰冻化策略。1) why? 按农夫 2020 年单点卖力进行保守推算，香飘飘现有的 30 多万家即饮终端网点可以贡献 30 亿以上的年收入。其实这个推算方式相对保守，前文我们提到香飘飘周转远快于农夫、且单价高于农夫，单点卖力理应高于农夫。因此，香飘飘渠道的核心痛点并非开拓终端网点，而是提升单点卖力。2) how? 冰冻化策略，投放自有冰箱、付费购买冰冻陈列位。

拓市打法：从被动压货到主动打造样板市场，与蒙牛初期“一线插旗二线飘”异曲同工。公司的拓市打法相比于 2019 年也发生了很大变化，由 2019 年被动压货到现阶段主动创造样板市场，表面上看是优化了经销商合作模式，深层是拓市打法的转变。这不禁让我们想起牛根生早期运作蒙牛，“一线插旗二线飘”的思路。
1) **消费者心智层面：**一二线城市是消费的市场领袖，蒙牛的打法是，先得到主流消费群认同，当高线城市的消费者都在喝蒙牛，低线城市的消费者也会跟随。方法论提炼，集中优势兵力先攻核心城市可取事半功倍之效。
2) **经销商信心层面：**产品在一二线城市畅销了，渠道下沉的招商铺货还会难吗？从高到低的梯度推移，必有猛虎下山、势如破竹之势。

图35：香飘飘单点卖力提升——冰冻化策略



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

兰芳园具备港式基因，借力联名，香飘飘先破后立

兰芳园具备港式基因，品牌调性与柠檬茶契合度高。

联名合作，借力品牌。香飘飘作为饮料老牌企业，知名度和同业资源等深层禀赋，可能被市场忽视。

香飘飘自身品牌先破后立的思考。公司探索即饮赛道初期，致力于打造新的品牌矩阵，香飘飘原有品牌势能难以对新业务进行赋能。23年新品黑乌龙乳茶，我们惊喜的看到，延用了香飘飘老品牌，体现出公司对香飘飘老品牌先破后立的思考。更深层次，也为公司长期的战略定位提出了一个新的可能性，终局来看，从冲泡龙头到饮料黑马之变，可以期待。

表12：即饮柠檬茶品牌大多不具备港式基因

公司	香飘飘	康师傅		统一			奈雪
品牌	兰芳园	冰红茶	茶参厅	冰红茶	茶瞬鲜	小茗同学	奈雪
起源中国香港	是	否	否	否	否	否	否
公司	维他奶	农夫山泉	东鹏	三得利	可口可乐		喜茶
品牌	维他柠檬茶	茶π	由柑柠檬茶		阳光	雪菲力	喜茶
起源中国香港	是	否	否	否	是	否	否

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表13：香飘飘联名合作梳理

合作公司	厦门金达威集团股份有限公司	欧力（上海）饮料有限公司		
合作产品	LEAM BODY 运动高蛋白饮料	燕麦植物基饮料产品		
合作开始时间	2021年10月28日	2022年10月16日		
经营/合作期限	50年	20年		
合作模式	生产	成立生产合资公司金飘飘（上海）食品科技有限公司，香飘飘持有51%股权	开发	产品研发由项目公司（尚未成立）负责，双方共同参与，最终产品由双方共同确认一致推向市场
	销售	成立销售合资公司金达威（上海）营养食品有限公司，香飘飘持有51%股权	生产	香飘飘负责产品生产，欧力负责提供 OATLY 植物奶原料
	知识产权	金达威将“LEAN BODY”国内商标所有权1元转让予合资公司	销售	由项目公司（尚未成立）负责，香飘飘拟持股40%
	知识产权		知识产权	双方将“兰芳园”“OATLY INSIDE”商标许可给项目公司使用

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图36: 香飘飘自身品牌先破后立的思考

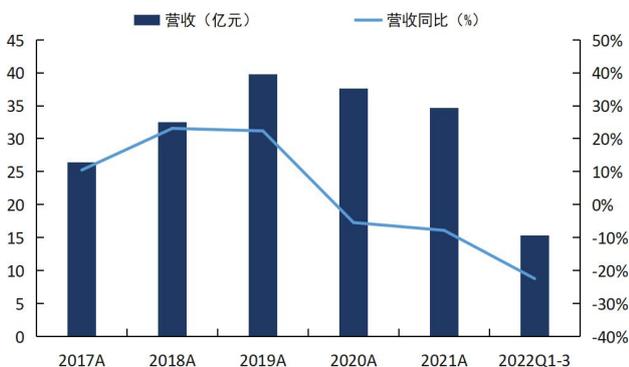


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务分析

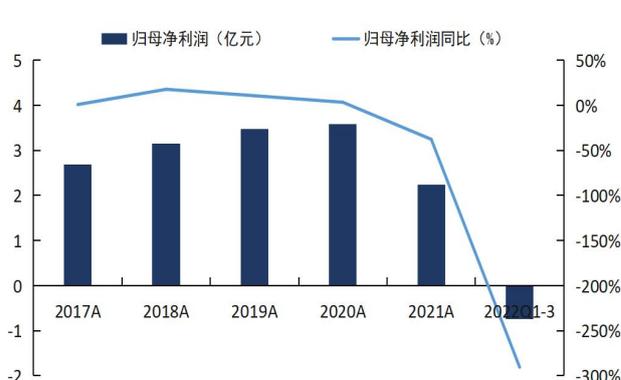
疫情影响收入承压, 原材料涨价导致盈利下滑。公司 2019-2021 年营业收入 39.78/37.61/34.66 亿元, 同比增速 22.36%/-5.46%/-7.83%, 净利润 3.47/3.58/2.23 亿元, 同比增速 10.39%/3.15%/-37.90%。2020 年开始, 受到疫情冲击、原材料涨价等因素影响, 公司业绩承压, 利润下滑更为显著。

图37: 公司总营收情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 公司净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

冲泡类收入回落，即饮类收入稳中有升，毛利率先升后降。1) 收入端，2017-2020年，冲泡类营业收入稳定上升，三年 CAGR 为 8.6%，2020 年达 30.67 亿元。2021-2022 年，受疫情影响，冲泡业务收入承压。2017-2019 年，即饮类业务发展迅速，营业收入由 2017 年 2.17 亿元增至 2019 年 10.05 亿元，2020 年公司即饮收入下滑至 6.57 亿元，一方面，外部环境受疫情影响，另一方面，网红饮料单品热度下滑。22 年前三季度即饮收入已有修复，同比增长 1.63%。2) 利润端，2020 年之前，冲泡类和即饮类毛利率持续上升，2017-2020 年分别增加 3.49pct/2.78pct。2019-2021 年，受到疫情冲击、冲泡原材料涨价、即饮业务持续投入等影响，致冲泡类和即饮类毛利率承压，分别下降 6.89pct/14.16pct，若还原运费相关会计准则变化的影响，2021 年冲泡、即饮毛利率分别为 43.38%/18.86%，相比 2019 年下滑 1.95pct/12.0pct。

图39：冲泡类、即饮类业务收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

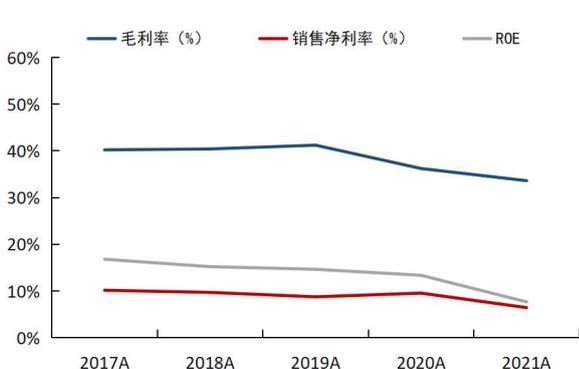
图40：冲泡类、即饮类业务毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

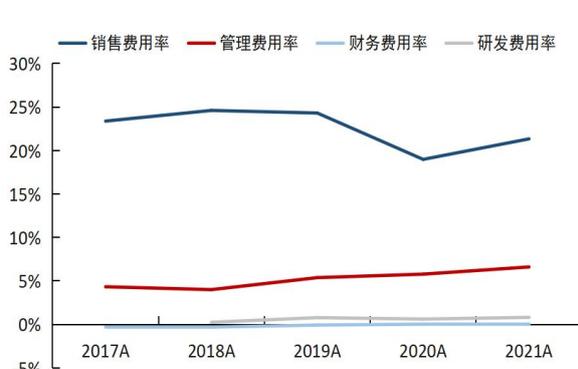
2020 年销售费用率和毛利率的显著变化因会计准则影响，近两年成本承压、净利率有所下滑。2017-2019 年，公司销售费用率有所增长，2020 年表观销售费用率显著下滑，还原运费相关会计准则变化的影响，2021 年公司销售费用率为 26.06%，相比 2019 年增长 1.75pct。净利率方面，2017-2020 年公司净利率基本保持 10% 左右上下浮动，2021 年净利率下滑至 6.42%，主要因为原材料持续涨价导致成本承压。

图41：公司利润率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图42：公司费用率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

华东地区贡献收入最高，其次是西南、华中，华北、东北是薄弱区域。2017-2022年公司收入按区域拆分来看，华东是公司的核心销售区域，收入占比将近一半，2022年前三季度贡献5.69亿元的收入，占比高达37.91%。西南、华中分别是第二、第三大销售区域，收入分别为2.23亿元/2.12亿元，占比分别为14.86%、14.12%。西北、华北占比在高个位数。华北、东北相对薄弱，占比仅低个位数。

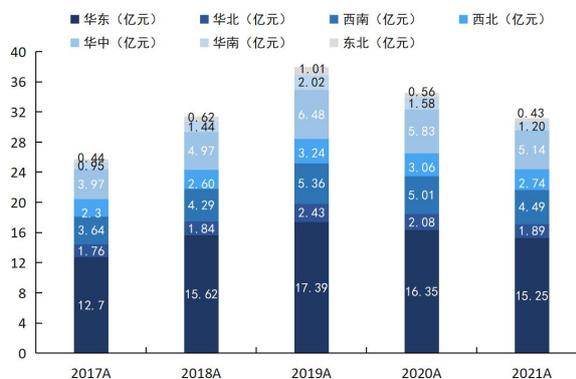
经销渠道是公司的核心销售渠道，其次是电商。2017-2022年公司收入按渠道拆分来看，经销商渠道收入几乎接近总收入，2022年前三季度贡献13.21亿元收入，占比88.01%。其次是电商渠道，2022年前三季度收入为1.01亿元，占比10.73%。直营和出口销售渠道薄弱，贡献收入仅占个位数。

图43: 公司营业收入按渠道拆分



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图44: 公司营业收入按区域拆分



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 22年受疫情影响，公司经营触底，后续冲泡业务收入有望恢复。
- 公司于22年初对冲泡产品进行提价，23年我们基于冲泡业务全年的原材料价格同1-2月保持持平或略有回落的判断，预计冲泡业务毛利率改善。
- 23年是公司即饮新品大年，PET包装的冻柠茶、黑乌龙乳茶等新品有望放量，推动23-24年即饮收入高速增长，此外，即饮放量的规模效应带来毛利率改善。

综上，参考表14的核心假设，我们预计公司22-24年总营收30.73/39.03/47.23亿元，同比-11.35%/+27.00%/+21.04%，毛利率分别为34.19%/35.06%/35.36%。

图45: 冲泡、即饮业务收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

表14: 香飘飘业务拆分及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (亿元)	37.61	34.66	30.73	39.03	47.23
同比	-5.46%	-7.83%	-11.35%	27.00%	21.04%
成本 (亿元)	23.99	23.02	20.22	25.34	30.53
同比	2.58%	-4.07%	-12.15%	25.33%	20.48%
毛利 (亿元)	13.62	11.65	10.51	13.68	16.70
yoy	-16.93%	-14.47%	-9.77%	30.21%	22.07%
毛利率	36.20%	33.60%	34.19%	35.06%	35.36%
其中:					
合计: 冲泡类 (亿元)	30.67	27.76	24.30	28.22	31.36
同比	4.48%	-9.49%	-12.47%	16.15%	11.10%
毛利率	40.61%	38.44%	39.55%	41.57%	42.15%
毛利 (亿元)	12.46	10.67	9.61	11.73	13.22
产量 (万标箱)	4,583.93	4,267.65			
销量 (万标箱)	4,559.09	4,292.16	3,519.57	4,047.51	4,452.26
同比	2.29%	-5.85%	-18.00%	15.00%	10.00%
产销率	99.46%	100.57%			
单价 (元/杯)	2.24	2.16	2.30	2.32	2.35
同比	2.14%	-3.86%	6.75%	1.00%	1.00%
合计: 即饮类 (亿元)	6.57	6.43	6.43	10.80	15.88
同比	-34.62%	-2.13%	0.00%	68.00%	47.00%
毛利率	18.35%	16.69%	13.94%	18.04%	21.94%
产量 (万标箱)	1,530.19	1,650.87			
销量 (万标箱)	1,541.41	1,655.47	1,655.47	2,648.75	3,708.25
同比	-36.34%	7.40%	0.00%	60.00%	40.00%
产销率	100.73%	100.28%			
单价 (元/杯)	2.84	2.59	2.59	2.72	2.85
同比	2.70%	-8.87%	0.00%	5.00%	5.00%
其他 (亿元)	0.37	0.47	0	0	0
同比	-1.71%	28.69%			
毛利率	-12.89%	-20.88%			

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

表15: 香飘飘盈利预测结果核心指标展示表

单位: 百万人民币	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	2640	3251	3978	3761	3466	3073	3903	4723
	yoy	23.13%	22.36%	-5.46%	-7.83%	-11.35%	27.00%	21.04%
成本	1579	1938	2339	2399	2302	2022	2534	3053
毛利	1061	1313	1639	1362	1165	1051	1368	1670
	yoy	23.70%	24.82%	-16.93%	-14.47%	-9.77%	30.21%	22.07%
	毛利率	40.20%	40.39%	41.20%	36.20%	33.60%	34.19%	35.36%
销售费用	617	800	967	714	740	605	892	988
	销售费用率	23.38%	24.61%	24.31%	18.98%	21.34%	19.67%	20.92%
管理费用	114	130	214	218	229	260	272	285
	管理费用率	4.33%	4.00%	5.38%	5.78%	6.61%	6.97%	6.02%
营业利润	317	402	440	466	227	247	253	428
	yoy	26.85%	9.48%	5.85%	-51.25%	8.89%	2.19%	69.25%
利润总额	345	402	442	455	273	260	269	453
	yoy	16.56%	9.72%	3.13%	-39.99%	-4.99%	3.49%	68.40%
所得税费用	78	88	94	97	51	52	54	91
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
归母净利润	268	315	347	358	223	208	215	362
	yoy	17.53%	10.39%	3.15%	-37.90%	-6.62%	3.49%	68.40%
	净利率	10.14%	9.68%	8.73%	9.53%	6.42%	5.51%	7.67%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

未来三年业绩预测

表16: 香飘飘未来三年盈利预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3761	3466	3073	3903	4723
营业成本 (百万元)	2399	2302	2022	2534	3053
销售费用 (百万元)	714	740	605	892	988
管理费用 (百万元)	218	229	260	272	285
研发费用 (百万元)	23	28	30	32	35
财务费用 (百万元)	1	3	(1)	(6)	(10)
营业利润 (百万元)	466	227	247	253	428
利润总额 (百万元)	455	273	260	269	453
归母净利润 (百万元)	358	223	208	215	362
归母净利润增速	3.15%	-37.71%	-6.73%	3.37%	68.37%
EPS (元)	0.86	0.54	0.50	0.52	0.87
ROE	12.63%	7.47%	7%	7%	11%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

按上述假设条件, 我们得到公司 22-24 年总营收 30.73/39.03/47.23 亿元, 同比 -11.35%/+27.00%/+21.04%, 归母净利分别为 2.08/2.15/3.62 亿元, 同比 -6.53%/+3.46%/+68.17%, EPS 分别为 0.50/0.52/0.87 元。

盈利预测的敏感性分析

乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 10%。

表17: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入（百万元）	3761	3466	3034	3934	4845
（+/-%）	-5%	-8%	-12%	30%	23%
净利润（百万元）	358	223	449	534	752
（+/-%）	3%	-38%	101%	19%	41%
每股收益（元）	0.86	0.54	1.08	1.29	1.81
中性预测					
营业收入（百万元）	3761	3466	3073	3903	4723
（+/-%）	-5%	-8%	-11%	27%	21%
净利润（百万元）	358	223	208	215	362
（+/-%）	3%	-38%	-7%	3%	68%
每股收益（元）	0.86	0.54	0.50	0.52	0.87
悲观预测					
营业收入（百万元）	3761	3466	3112	3868	4601
（+/-%）	-5%	-8%	-10%	24%	19%
净利润（百万元）	358	223	(28)	(85)	6
（+/-%）	3%	-38%	-87%	204%	-93%
每股收益（元）	0.86	0.54	-0.07	-0.20	0.01

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

相对估值：对应目标市值区间 90.5-108.6 亿元

纵向：当前估值处于过去 5 年公司历史 PE 的 70%分位数左右，公司历史估值中枢为 32X。我们复盘到上一轮新品放量，时间对应到 2019 年，当前 PE 基本已修复至当时的高位，后续股价上涨的动力主要来自于 EPS 兑现。

横向：对比可比公司，东鹏饮料、百润股份 2024 年 PE 分别为 34.58/45.94X，考虑到公司冲泡业务利润修复，以及瓶装即饮新品放量带来的业绩弹性，给予公司 2024 年 25-30 倍 PE，对应市值 90.5-108.6 亿元，对应股价 22.1-26.5 元/股。

图46: 香飘飘 PE_TTM-Band 图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表18：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2023/3/22	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 21A	投资建议
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
603711.SH	香飘飘	18.37	75	0.5	0.5	0.5	0.9	30.6	40.9	39.6	23.5	7.5	买入
605499.SH	东鹏饮料	190.55	762	2.98	3.6	4.6	5.76	60.97	49.35	43.42	35.48	28.15	未评级
002568.SZ	百润股份	38.34	403	0.89	0.45	0.68	0.88	67.35	89.71	59.14	45.94	17.57	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

绝对估值：对应目标市值区间 96.4-99.5 亿元

我们将公司分为可预测期（2022-24 年）、过渡期（2025-31 年）和永续期（2032 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法反映公司的长期成长价值。

1) 可预测期（2022-2024 年）：营收、归母净利润假设见前文盈利预测。

2) 过渡期（2025-2031 年）：假设公司 2025-2031 年营收增速逐年收窄，至 2031 年收缩至 10%。

3) 永续期（2032 年起）：我们预测 FCFF 永续增长率为 2.0%。

无杠杆 beta 系数我们根据行业理解给予 1.05X；无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.72%，股票风险溢价率取 6.00%；债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 5.3%；由此计算出 WACC 为 9.05%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司股价的合理价值区间为 23.53-24.29 元/股，对应市值 96.4-99.5 亿元。

表19：绝对估值法主要假设

指标	合理值	指标	合理值
无杠杆 Beta	1.05	Kd	5.30%
无风险利率	2.72%	T	20.00%
股票风险溢价	6.00%	Ka	9.02%

公司股价 (元)	20.5	有杠杆 Beta	1.17
发行在外股数 (百万)	415	Ke	9.73%
股票市值 (E, 百万元)	8510	E/(D+E)	87.64%
债务总额 (D, 百万元)	1200	D/(D+E)	12.36%
WACC	9.05%	永续增长率	2.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所假设

表20: 公司盈利预测假设条件表

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率	22.4%	-5.5%	-7.8%	-11.4%	27.0%	21.0%	21.0%	19.0%	17.0%	15.0%	13.0%	11.0%	10.0%
营业成本/营业收入	58.8%	63.8%	66.4%	65.8%	64.9%	64.6%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%
管理费用/营业收入	5.3%	5.7%	6.5%	8.2%	6.8%	5.9%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
销售费用/销售收入	24.3%	19.0%	21.3%	19.7%	22.9%	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
所得税税率	21.3%	21.3%	18.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股利分配比率	34.5%	34.2%	76.5%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

表21: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析表

23.91		折现率变化值 (%)				
		8.7%	8.9%	9.05%	9.3%	9.5%
永续增长率变化值 (%)	2.6%	27.82	26.68	25.61	24.61	23.67
	2.4%	27.11	26.03	25.01	24.05	23.15
	2.2%	26.45	25.41	24.44	23.53	22.66
	2.0%	25.82	24.84	23.91	23.03	22.20
	1.8%	25.24	24.29	23.40	22.56	21.76
	1.6%	24.69	23.78	22.92	22.11	21.34
	1.4%	24.16	23.29	22.47	21.69	20.95

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 22-24 年总营收 30.73/39.03/47.23 亿元, 同比 -11.35%/+27.00%/+21.04%, 归母净利分别为 2.08/2.15/3.62 亿元, 同比 -6.53%/+3.46%/+68.17%, EPS 分别为 0.50/0.52/0.87 元。考虑到疫情放开、提价兑现、原材料价格回落, 公司基本盘冲泡业务的收入、利润有望逐步恢复到疫情前水平; 此外, 23 年是公司即饮新品的绝对大年, 新品数量多、潜力大, 在瓶装新品的驱动之下, 我们认为公司即饮业务有望以更加良性的节奏实现逐步放量, 推动未来即饮业务收入高速增长, 此外, 即饮放量的规模效应也将带来毛利率改善。结合相对估值法和绝对估值法, 我们给予公司目标市值区间为 90.5-108.6 亿元, 对应股价为 22.1-26.5 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.72%、风险溢价 6%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2023 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、冲泡业务盈利恢复不及预期。目前我们基于冲泡业务原材料价格回落的观察，预计公司冲泡业务盈利能力逐步恢复，若后续原材料价格大幅波动，可能导致公司利润恢复不及预期。
- 2、即饮新品推广不及预期。即饮市场的开拓取决于公司新品的铺货和动销情况，若未来即饮新品推广不及预期，或造成双轮驱动战略失败，公司收入及利润增速将会受到影响。

经营风险

- 1、食品安全风险。原材料质量直接关系到产品的质量，若原材料质量安全出现问题，则会导致公司产品质量不合格的风险。
- 2、公司推进渠道扩张及品牌建设时费用支出超出预期的风险。产品、品牌推广时会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

市场风险

- 1、疫情反复。新冠疫情如二次蔓延或者无法得到有效控制，可能导致公司物流、运输受阻，此外，饮料行业与经济环境相关性较大，如果经济下行，消费放缓，饮料行业也将承压。
- 2、行业竞争加剧。相较于饮料龙头，公司品牌、渠道力仍然偏弱，未来巨头大规模进入可能加剧竞争，导致公司产品毛利率、净利率下降或渠道扩张不及预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1394	2163	2293	2288	2532	营业收入	3761	3466	3073	3903	4723
应收款项	49	52	46	58	71	营业成本	2399	2302	2022	2534	3053
存货净额	154	157	134	170	207	营业税金及附加	29	26	25	31	38
其他流动资产	228	248	220	280	338	销售费用	714	740	605	892	988
流动资产合计	2684	2866	2940	3067	3447	管理费用	218	229	260	272	285
固定资产	1612	1758	1789	1821	1859	研发费用	23	28	30	32	35
无形资产及其他	200	197	199	201	203	财务费用	1	3	(1)	(6)	(10)
投资性房地产	242	188	188	188	188	投资收益	19	26	21	21	21
长期股权投资	0	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	7	(6)	3	1	0
资产总计	4738	5011	5117	5280	5699	其他收入	63	69	91	84	73
短期借款及交易性金融负债	798	1224	1200	1074	1166	营业利润	466	227	247	253	428
应付款项	383	346	411	488	554	营业外净收支	(10)	46	12	16	25
其他流动负债	638	375	328	425	499	利润总额	455	273	260	269	453
流动负债合计	1819	1944	1939	1987	2219	所得税费用	97	51	52	54	91
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	80	88	95	102	109	归属于母公司净利润	358	223	208	215	362
长期负债合计	80	88	95	102	109	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1899	2032	2034	2089	2327	净利润	358	223	208	215	362
少数股东权益	0	2	2	2	2	资产减值准备	(8)	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	2838	2977	3081	3189	3370	折旧摊销	130	147	180	196	212
负债和股东权益总计	4738	5011	5117	5280	5699	公允价值变动损失	(7)	6	(3)	(1)	0
						财务费用	1	3	(1)	(6)	(10)
						营运资本变动	(311)	(265)	82	73	39
						其它	8	0	(0)	(0)	(0)
						经营活动现金流	171	111	467	483	613
						资本开支	0	(282)	(210)	(230)	(252)
						其它投资现金流	(449)	612	0	(25)	(27)
						投资活动现金流	(449)	328	(210)	(255)	(279)
						权益性融资	(1)	2	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(122)	(170)	(104)	(108)	(181)
						其它融资现金流	676	669	(24)	(126)	92
						融资活动现金流	430	331	(128)	(234)	(89)
						现金净变动	152	769	130	(5)	245
						货币资金的期初余额	1243	1394	2163	2293	2288
						货币资金的期末余额	1394	2163	2293	2288	2532
						企业自由现金流	0	(285)	158	152	258
						权益自由现金流	0	383	135	31	358

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032