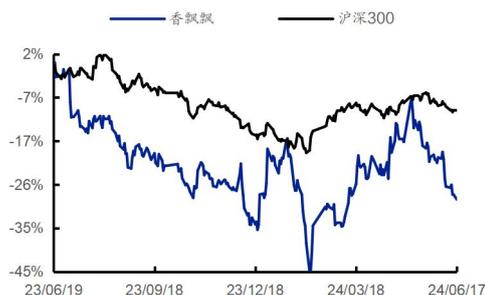


研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

冲泡龙头改革再起，即饮业务蓄势待发

——香飘飘（603711）公司深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
香飘飘	-14.1%	-1.7%	-29.7%
沪深300	-3.9%	-0.9%	-10.8%

市场数据

当前价格(元)	14.84
52周价格区间(元)	10.42-21.49
总市值(百万)	6,095.47
流通市值(百万)	6,095.47
总股本(万股)	41,074.58
流通股本(万股)	41,074.58
日均成交额(百万)	28.53
近一月换手(%)	0.53

相关报告

《香飘飘（603711）2023年年报及2024年一季度报点评：冲泡即饮双轮驱动，盈利能力持续改善(增持)*饮料乳品*刘浩铭，秦一方》——2024-04-19
 《香飘飘（603711）2023年三季度报点评：收入符合预期，期待四季度冲泡旺季表现(增持)*饮料乳品*薛玉虎，刘浩铭》——2023-10-21
 《香飘飘（603711）2023年半年报点评：冲泡淡季逆势高增，即饮持续发力(增持)*饮料乳品*薛玉虎，刘浩铭》——2023-08-20
 《香飘飘（603711）2022年报及2023一季报点

投资要点：

- **杯装奶茶开创者，冲泡+即饮双轮驱动雏形已现。**2005年公司开创性推出固体奶茶，凭借先发优势、较为激进的广告营销策略和渠道的精耕细作，从2006-2010年，实现了销售额从5亿元到20亿元的飞速增长，2012年以超过50%的市占率奠定冲泡奶茶龙头的行业地位。随着冲泡行业逐步走向成熟，公司着力于发展第二增长曲线饮料业务，2018年创新性地推出杯装Meco果汁茶，推出第二年即跻身10亿元量级大单品。在疫情冲击下，部分即饮消费场景遭受打击，叠加公司即饮业务缺乏经验，Meco果汁茶在销售达到近10亿元峰值以后出现下滑。2023年，伴随着疫情防控政策的调整，饮料消费场景实现恢复，公司成立即饮销售中心，独立于冲泡板块，招募专职即饮经销商，提升重点网点覆盖率，推进冰冻化陈列建设。目前即饮业务的调整和恢复已初见成效，2023年即饮收入同比增长41.2%，收入占比已达约25%，冲泡+即饮双轮驱动雏形已现。
- **冲泡现金奶牛业务，格局优，盈利能力强，为第二增长曲线持续“造血”。**国内冲泡奶茶经过多年优胜劣汰的市场选择，竞争格局已基本稳定，据尼尔森数据，2017年起公司市占率超60%，稳居第一。2017-2023年，公司冲泡业务基本维持在40%左右的高毛利率水平，是公司核心的利润来源，我们预计近年来随着棕榈油、大包粉成本的下行，叠加公司对相对成熟的冲泡业务广告投入的减少，冲泡业务盈利能力持续改善。我们认为未来冲泡业务仍有看点，**1) 产品创新**：公司重视产品创新，2023年推出“如鲜”和“鲜咖主义”，对泛冲泡领域进行进一步探索；**2) 区域深耕**：2023年公司华东市场营收占比仍高达44.26%，西北、华北、华南、市场占比仅为8%/5%/4%，当前冲泡业务区域分布不均，在渠道端仍有进一步挖掘的潜力。
- **即饮业务第二增长曲线持续培育，盈利改善可期。**公司重点培育的两大单品均有较强的看点：**1) 果茶**：公司是杯装果汁茶的开创者，果汁含量≥25%，达到国标的5倍，独创的杯型包装使得消费者联想现调饮品，又相较于杯装果茶更有性价比，公司当前以学生群体为重点进行营销，网点主要分布在学校及周边，高峰时期果茶曾达到过近9亿元的销售额，我们认为果茶产品经过几年的培育已经有稳定的消费群体，未来仍有在人群、场景破圈的潜力；**2) 冻柠茶**：即饮柠檬茶发展多年，诞生多个大单品。近年来现制柠檬茶饮店蓬

评：疫情扰动下实现开门红，股权激励激发增长动能（增持）*饮料乳品*薛玉虎，刘浩铭》——
2023-04-21

勃发展，由广东省辐射全国，促进了冻柠茶这一品类的消费者教育。公司 2022 年推出“兰芳园冻柠茶”，卡位冻柠茶这一快速发展的赛道，2023 年公司在原点网点进行重点推广，销售表现优秀。未来随着网点的扩展，有成为下一个大单品的潜质。经我们测算，即饮业务收入达到 16~18 亿元左右的体量即可实现盈利，2023 年公司即饮业务实现 9.01 亿元的收入，同比+41.16%，我们预计 2024/2025 年公司即饮业务伴随着渠道的拓展，仍有望实现较高的增长，盈利改善时点渐行渐近。

- **股权激励激发内部经营活力，人事调整后未来改革可期。**2023 年公司再次启动股权激励，激发内部经营活力，2023 年顺利达成目标。人事调整上，2023 年 12 月，公司聘任杨冬云先生为公司总经理，并通过股权的方式充分绑定职业经理人，相较于此前人事调整多为销售负责人的更换，本次人事调整的权责范围提升到总经理级别，体现公司及新管理层较大的改革决心。展望后续，公司冲泡业务盈利能力强，为公司提供稳定现金流，即饮业务当前仍处于投入状态，经过一年的打磨，当前即饮渠道的打法已经相比过去有所进步，未来在较强的改革预期下，即饮业务有望进一步理顺，随着即饮业务费放量，公司未来弹性可期。
- **盈利预测和投资评级：**公司冲泡基本盘稳固，第二增长曲线即饮板块已经起势，双轮驱动雏形已现，公司重视激励，未来改革预期强烈。我们调整对公司的盈利预测，预计 2024-2026 年公司的营业收入分别为 42.49/47.22/52.16 亿元，同比+17%/+11%/+10%；预计归母净利润分别为 3.58/4.61/5.26 亿元，同比+28%/+29%/+14%；预计 EPS 分别为 0.87/1.12/1.28 元，对应 PE 分别为 17/13/12x。考虑到公司即饮业务持续放量，该业务盈利拐点可期，我们将公司上调至“买入”评级。
- **风险提示：**1) 新品推广不及预期；2) 冲泡业务恢复不及预期；3) 原材料价格超预期上行；4) 行业竞争加剧；5) 食品安全问题等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3625	4249	4722	5216
增长率(%)	16	17	11	10
归母净利润（百万元）	280	358	461	526
增长率(%)	31	28	29	14
摊薄每股收益（元）	0.68	0.87	1.12	1.28
ROE(%)	8	10	12	13
P/E	25.21	17.01	13.22	11.60
P/B	2.10	1.73	1.62	1.52
P/S	1.94	1.43	1.29	1.17
EV/EBITDA	11.88	7.29	5.67	4.77

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 香飘飘：冲泡奶茶龙头，发力即饮，征程再起.....	6
1.1、 公司发展历程：杯装奶茶开创者，“冲泡+即饮”双轮驱动雏形已现.....	6
1.2、 产品端：冲泡重视产品升级，即饮重点培育大单品.....	7
1.3、 业绩端：冲泡贡献稳定盈利，即饮拖累业绩表现.....	9
1.4、 股权结构：股权集中，重视激励.....	12
2、 冲泡：稳健的现金奶牛业务.....	15
2.1、 冲泡市占率领先，重视产品创新.....	15
2.2、 冲泡业务季节性明显.....	17
2.3、 提价叠加成本下行，公司冲泡业务盈利能力较优.....	18
3、 即饮：第二增长曲线雏形已现.....	19
3.1、 Meco：杯装果汁茶的开创者，品质卓越，具备爆款潜力.....	19
3.2、 冻柠茶：把握柠檬茶蓝海赛道，积极创新.....	25
4、 市场核心关注的问题.....	30
4.1、 冲泡奶茶是否还有发展空间？.....	30
4.2、 即饮业务何时可以盈利？.....	34
5、 盈利预测与评级.....	38
6、 风险提示.....	39

图表目录

图 1: 公司发展历程	7
图 2: 公司旗下品牌及推新节奏	8
图 3: 公司产品矩阵及代表性新品	9
图 4: 2015-2024Q1 公司收入及增速	10
图 5: 2015-2024Q1 公司归母净利润及增速	10
图 6: 2017-2024Q1 公司各季度归母净利润 (亿元)	10
图 7: 2015-2023 年公司毛利率及净利率 (%)	11
图 8: 2018-2023 年公司各品类毛利率及制造费用	11
图 9: 2018-2023 年香飘飘与同行业公司销售费用率 (%)	11
图 10: 2018-2023 年香飘飘与同行业公司研发费用率 (%)	11
图 11: 2018-2023 年香飘飘与同行业公司存货周转率 (次)	12
图 12: 公司股权结构集中, 家族企业特征显著 (截至 2024 年一季度)	12
图 13: 公司杯装冲泡奶茶市场占有率 (%)	15
图 14: 欧睿国际发布的香飘飘市场地位声明	15
图 15: 2020Q1-2024Q1 公司营收构成 (按产品)	17
图 16: 2017-2023 年各季度营收占全年营收比重	17
图 17: 2017-2023 年公司冲泡业务收入及增速	17
图 18: 2017-2023 年公司毛利率情况	17
图 19: 2017-2023 年公司冲泡类产品吨价及增速	18
图 20: 2021Q1-24Q1 年公司冲泡业务收入及增速	18
图 21: 2020 年至今棕榈油与脱脂奶粉价格走势	19
图 22: 即饮茶疫后逐步恢复	20
图 23: 即饮茶在线下饮料行业中占比最高 (2023 年)	20
图 24: 即饮茶价格中枢不断上移	20
图 25: 现今即饮茶在工艺和原料上不断升级	20
图 26: 消费者更加注重茶饮的“功能”和“快乐”属性	21
图 27: 现制茶饮的头部品牌纷纷加码即饮茶 (瓶装饮料)	21
图 28: Meco 品牌自 2017 年成立以来, 不断丰富产品矩阵, 紧贴消费者需求	22
图 29: 喜茶和奈雪的茶门店数 (家)	23
图 30: 蜜雪冰城门店数 (家)	23
图 31: 中国现制饮品零售额中, 平价饮料增速较快 (亿元)	24
图 32: 香飘飘即饮类产品收入及其增速	25
图 33: 代表性饮料公司网点数量 (万家)	25
图 34: 即饮茶头部企业营收情况 (2023 年)	26
图 35: 柠檬茶专门店数量快速增长 (家)	27
图 36: 头部柠檬专门店 (截至 2024 年 5 月)	27
图 37: 维他柠檬茶的多巴胺营销	27
图 38: 消费者对柠檬茶优势的认知	27
图 39: 兰芳园品牌始于 1952 年	28
图 40: 兰芳园冻柠茶官方宣传物料	28
图 41: 各品牌纷纷加码柠檬茶, 不断升级迭代	29
图 42: 2014-2023 年公司经销商数量及增速	30
图 43: 2017 年公司营收构成	30
图 44: 2023 年公司营收构成	30

图 45: 公司下沉市场超市布局	31
图 46: 公司品牌宣传广告	32
图 47: “香飘飘×泸州老窖”联名款“桃醉双拼”	32
图 48: “香飘飘×盗墓笔记”联名 IP 奶茶	32
图 49: 2023 年春节分城市级别消费份额及增长	33
图 50: 2023 年份城市级别春节季节性指数	33
图 51: 2023 年春节期间北上广等发达地区春节销售遇冷, 中西部地区销售增长领先	33
图 52: 回流群体收入水平相对更高 (2022H1)	34
图 53: 2017-2023 年公司各品类生产量	35
图 54: 2017-2023 年公司各品类销量	35
图 55: 2017-2023 年公司产能变化	35
图 56: 2017-2023 年公司产能利用率变化	35
图 57: 2017-2023 年公司固定资产及对应折旧摊销 (亿元)	36
表 1: 公司 2023 年股权激励对象	13
表 2: 公司 2023 年股权激励业绩考核目标	13
表 3: 公司管理层履历	14
表 4: 公司管理层近年来动态调整, 当前团队稳固启新程	14
表 5: 公司与竞品冲泡类产品对比	16
表 6: 公司冲泡类、泛冲泡类产品迭代梳理	16
表 7: 公司冲泡类产品历史平均出厂价及终端零售指导价	18
表 8: 现制茶饮门店与 Meco 果汁茶对比	23
表 9: 与现制茶相比, 即饮茶有价格低、便利程度高、存储时间长的特点, 两者消费场景有许多非重叠部分	29
表 10: 公司产能梳理	34
表 11: 2018-2023 年即饮类、冲泡类各项成本占收入比重	37
表 12: 2018-2023 年公司各项费用占收入比重	37
表 13: 即饮类盈亏平衡收入测算, 盈亏平衡收入区间约为 16-18 亿元	37
表 14: 公司业务分拆	38

1、香飘飘：冲泡奶茶龙头，发力即饮，征程再起

1.1、公司发展历程：杯装奶茶开创者，“冲泡+即饮”

双轮驱动雏形已现

公司创办于 2005 年，是我国杯装奶茶的开创者，公司的成长伴随着固体奶茶的行业的蓬勃发展，凭借先发优势，较为激进的广告策略，强势的渠道网络在竞争中脱颖而出，自 2012 年起公司在固体奶茶细分市场市占率第一，占比最高超 60%。随着冲泡奶茶市场的稳定，公司积极寻找第二增长曲线，2017 年公司以 Meco 和兰芳园两大品牌切入即饮赛道，Meco 果汁茶上市后迅速起量，2019 年跻身 10 亿元量级大单品。2021 年起公司加速产品创新，围绕产品健康化、年轻化、新口味等多个维度丰富产品线。2023 年，公司在即饮产品端更加聚焦，并单独建立即饮销售团队，区隔冲泡业务，助力即饮业务提质增量。目前“冲泡+即饮”双轮驱动雏形已现，公司再次步入良性发展通道。

回望过去，公司发展历程主要可分为以下五个阶段：

1) 2005-2012 年：从行业新秀到冲泡龙头。2005 年公司开创性推出固体奶茶，不仅补足了当时现调奶茶的供应缺口，而且打破了消费场景限制，让“随时随地”饮用奶茶成为现实。冲泡奶茶随之迎来了一次成长高峰，优乐美、香约等品牌涌入赛道。香飘飘凭借其先发优势和较为激进的广告营销策略，强化冲泡奶茶开创者和领导者的地位，“香飘飘奶茶一年卖出 X 亿多杯，杯子连起来可绕地球 X 圈”的广告语深入人心。从 2006-2010 年，香飘飘实现了销售额从 5 亿元到 20 亿元的飞速增长，在冲泡奶茶激烈的市场竞争中逐步脱颖而出。2012 年，公司以超过 50% 的市占率奠定冲泡奶茶龙头的行业地位。

2) 2013-2015 年：冲泡放缓，寻找转机。在这期间，一方面冲泡奶茶竞争格局基本稳定，随着市场出清，行业由快速发展转向降温阶段；另一方面，以喜茶、奈雪的茶、蜜雪冰城等为代表的新式茶饮崛起，固体奶茶的地位受到挑战，公司收入端出现短暂下滑。

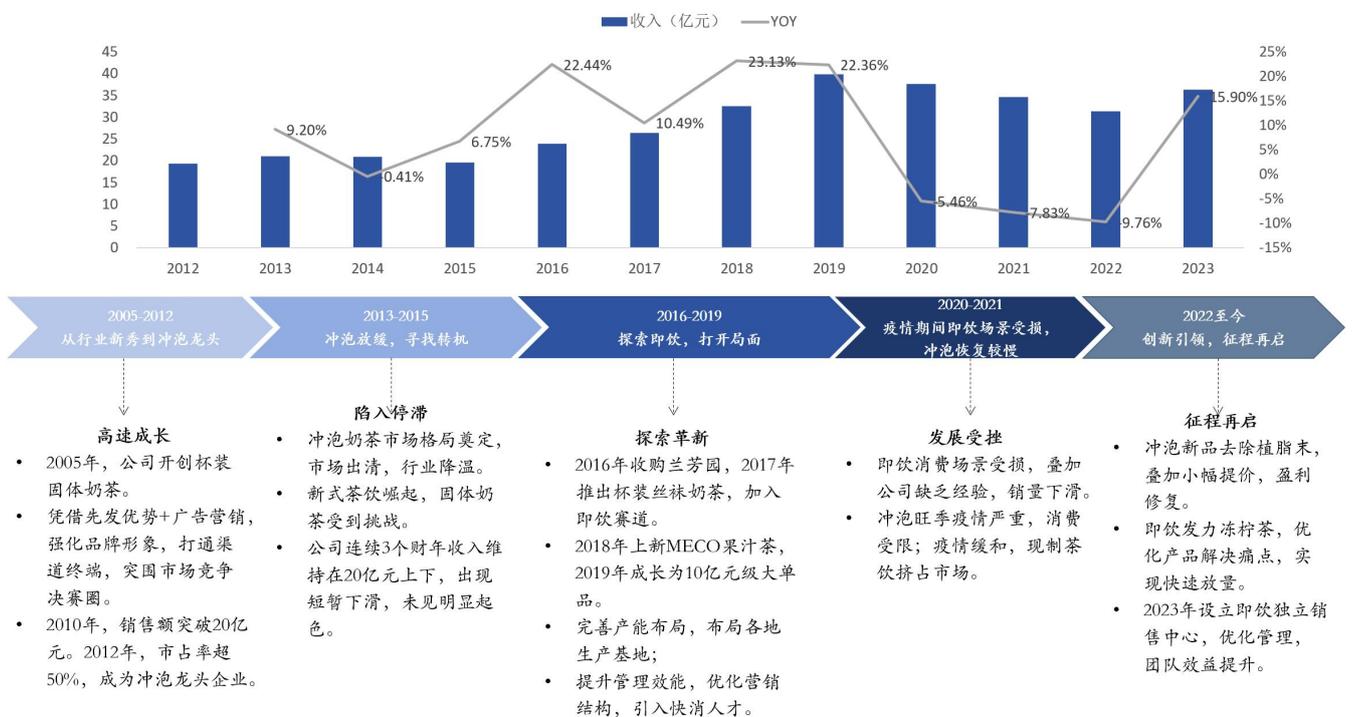
3) 2016-2019 年，探索即饮，打开局面。面对冲泡业务增速放缓，同时为解决公司产品淡旺季销售差别过大的问题，公司布局即饮业务，2016 年收购港饮老字号品牌兰芳园。2017 年，公司推出兰芳园杯装丝袜奶茶等新产品；2018 年，公司创新性地推出杯装 Meco 果汁茶，进一步丰富即饮产品矩阵。从产能端看，公司兰芳园浙江、天津、广东、四川基地先后建成，满足动态产销需求。此外，公司重构营销体系，积极引入外部高级快消人才，优化营销队伍，不断提高管理效能。2019 年 MECO 果汁茶推出第二年即跻身 10 亿元量级大单品，即饮果汁茶成为公司的另一个重要增长点。

4) 2020-2021 年：疫情期间即饮、冲泡场景受损，公司进入调整期。在疫情冲击下，部分即饮消费场景遭受打击，叠加公司即饮业务缺乏经验，Meco 果汁茶在销售达到近 10 亿元峰值以后出现下滑。冲泡方面，冬季疫情反复，与冲泡类

销售旺季重合，同时疫情对春节礼赠场景亦造成影响，导致冲泡业务收入出现下滑，公司业务陷入调整期。

5) 2022年至今：创新引领，征程再启。2022年初，面对成本压力，公司针对冲泡产品小幅提价。即饮方面，公司看准柠檬茶赛道，针对消费痛点优化产品配方，推出零蔗糖版兰芳园冻柠茶，冻柠茶推出后在重点城市验证反应积极，伴随着进一步铺市和下沉，展现出较强的发展潜力。渠道上，2023年公司成立即饮销售中心，独立于冲泡板块，招募专职即饮经销商，重点提升大学附近网点及商超便利店的覆盖率，推进冰冻化陈列建设。目前即饮业务的调整和恢复已初见成效，2023年公司即饮业务营收同比+41.2%，呈现良好发展势头。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，iFind，中国新闻周刊，创业家，国海证券研究所

1.2、产品端：冲泡重视产品升级，即饮重点培育大单品

冲泡方面，“经典杯”为公司奠定高市占率基础，通过产品结构升级和泛冲泡领域的拓展提升价值感。传统经典品牌“香飘飘”以其强大的品牌优势，2012年至2023年连续12年在杯装冲泡奶茶市场份额保持第一。其传统“经典系”价格低至2.5-3.5元/杯（淘宝网价格截至2024年6月12日，下同），较低的价格带使得其充分适配下沉市场的需求。在“经典系”的基础上，公司持续扩充产品矩阵，不断进行结构升级，2011年推出的“好料系”，均价4-5元/杯，增配芋圆、红豆等丰富优质小料，提升奶茶口感层次。2019年公司“双拼系”上

线，小料全线升级，均价进一步抬升至 7-8 元/杯。2022 年，公司接连推出去植脂末的新品“芝芝牛乳茶”和“珍珠牛乳茶”，积极向健康化方向转型。除了奶茶品类外，公司持续在泛冲泡领域进行探索，2023 年推出“鲜咖主义”、“如鲜”和“CC 柠檬液”等产品，首次将手作拿铁咖啡和柠檬液作为新的产品门类纳入业务，增加业务广度，拓宽冲泡赛道。

即饮方面，首创杯装果汁茶，发力兰芳园冻柠茶，积极培育大单品。公司即饮类产品主要包括 MECO 及兰芳园两大品牌：

1) MECO 聚焦果汁茶的口味创新，具备“布局早”、“知名度高”、“品质优”等特质。在产品配方上，兰芳园将果汁含量从前期的 $\geq 10\%$ 上调至 $\geq 25\%$ ，达到国标的 5 倍，成为彼时行业上限。“MECO”以其高品质、年轻化的特质迅速成为新晋知名品牌，定价区间在 5-6 元/杯左右，主要客户群体为学生，公司通过形象代言，节日限定，口味创新等方式进行营销。

2) 紧贴 Z 时代新茶饮消费趋势，聚焦冻柠茶和牛乳茶两大赛道，挖掘港式茶饮发展潜力。（1）港式冻柠茶：公司针对产品痛点积极优化配方，用蜂蜜取代蔗糖，解决了茶的涩味；采用低糖配方，满足消费者健康化诉求，以青柠原汁搭配锡兰红茶实现 0 蔗糖 0 脂肪，清新酸涩的口味更符合年轻人偏好。据新经销数据显示，2023H1 兰芳园冻柠茶销量同比增长 547.09%，线上渠道同比增长 235%，抖音渠道占比约 30%，累计复购率维持高位。（2）牛乳茶：公司于 2023 年 10 月换新牛乳茶新中式包装，推出大红袍牛乳茶，以“中国茶底，低糖更香”为宣传点，紧跟国潮新风尚。公司后续有望继续发力牛乳茶品类，提升产品竞争力。

图 2：公司旗下品牌及推新节奏

名称	品牌定位	价格区间	品牌代言	推新节奏
	冲泡奶茶龙头品牌，杯装奶茶领导者。	好料系：4-5元/杯 经典系：2.5-3.5元/杯 椰乳茶系：5-7元/杯 牛乳茶系：5-6元/杯 CC柠檬液：29.9元/盒	2015年钟汉良 2019年王俊凯 2021年王一博	<ul style="list-style-type: none"> 2011年：好料系上市 2019年：珍珠双拼奶茶上市 2020年：香飘飘奶昔系列、飘飘茶系列上市 2023年：CC柠檬液、鲜咖主义、如鲜上市
	新派茶饮领导者，以即饮杯装牛乳茶、果汁茶为主要产品	牛乳茶：6-7元/杯 果汁茶：4.9-6元/杯	2017年陈伟霆 2019年邓伦 2021年朱正廷	<ul style="list-style-type: none"> 2017年：牛乳茶上线 2018年：果汁茶上市 2019年：轻奶茶、港式柠檬茶上市 2020年：0糖轻奶茶上市 2021年：果汁茶系列口味升级、推新口味桃花女儿红、红石榴白葡萄 2022年：果汁茶新口味荔枝百香、芒果芭乐上市
	港式奶茶始祖，享誉香港半个多世纪。即饮杯装港式奶茶为主要产品。	丝袜奶茶：8-10元/杯 港式鸳鸯：7.5-10元/杯 冻柠茶：4-5元/杯 燕麦奶·茶：6-7元/杯	2021年王霏霏	<ul style="list-style-type: none"> 2016年：兰芳园杯装丝袜奶茶上线 2018年：杯装港式牛乳茶上市 2019年：杯装港式鸳鸯上市 2020年：杯装港式茶走上市 2021年：杯装港式冻柠茶上市 2022年：瓶装冻柠茶上市 2023年：威柠七上市 2022年：兰芳园X OATLY联名燕麦奶茶上市，切入植物基新赛道

资料来源：公司官网，淘宝，快消品营销前沿，FoodTalks，中国日报中文网，国海证券研究所；价格截至 2024 年 6 月 12 日

图 3：公司产品矩阵及代表性新品



资料来源：公司官网，公司公告，国海证券研究所

1.3、业绩端：冲泡贡献稳定盈利，即饮拖累业绩表现

即饮业务的波动导致公司近年来收入利润波动较大。在经历了2013-2015的增长滞缓期后，公司自2016年收购兰芳园探索即饮领域，业绩重启增长。2017、2018年先后推出一系列即饮新品，果汁茶推出次年便成为10亿元级大单品，带动公司2019年实现39.78亿元的营业收入，3.47亿元的归母净利润。2020年在疫情影响下，线下消费场景受损，公司即饮类收入下滑34.6%至6.57亿元，受原材料成本上升、即饮新产能不断投产但产能利用率不足的影响，公司扣非归母净利润呈现负增长。2023年疫情防控措施优化，随着消费场景修复，公司结合茶饮新趋势加速推新，收入重回快速增长通道，2023年公司实现营业收入36.25亿元，同比增长15.90%；实现归母净利润2.80亿元，利润增速回正，同

比+31.04%。2024 年一季度公司实现营业收入 7.25 亿元，延续增长趋势；实现归母净利润 0.25 亿元，同比+331.26%。

图 4：2015-2024Q1 公司收入及增速

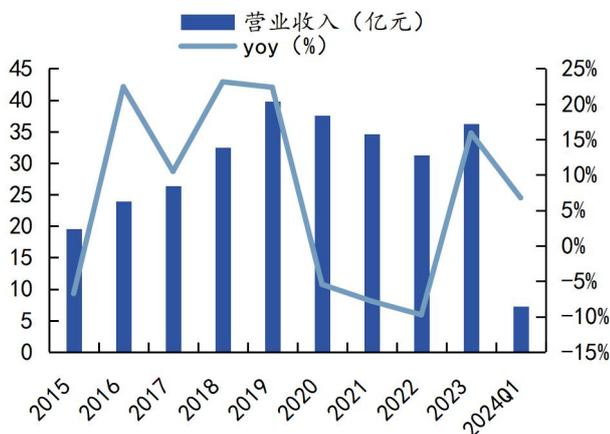
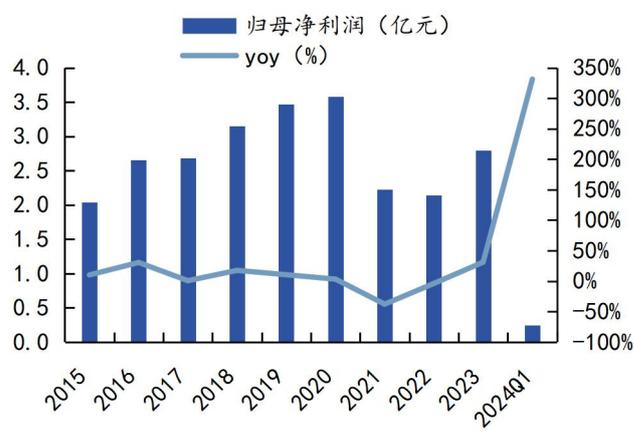


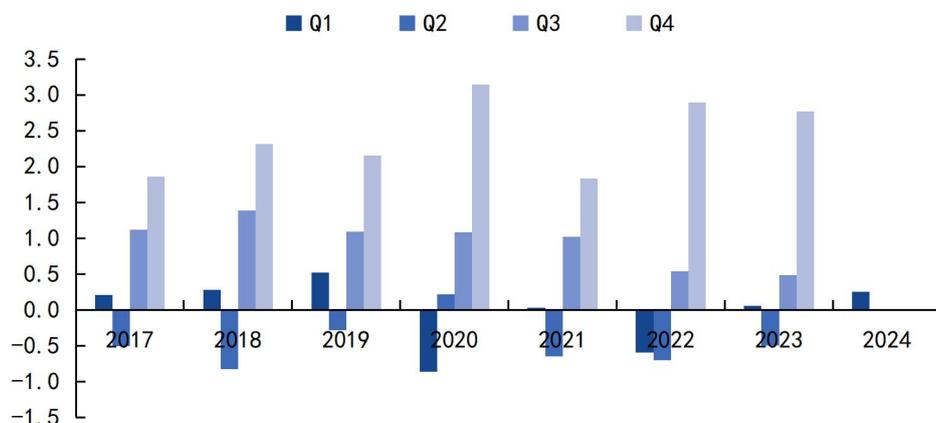
图 5：2015-2024Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：2017-2024Q1 公司各季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

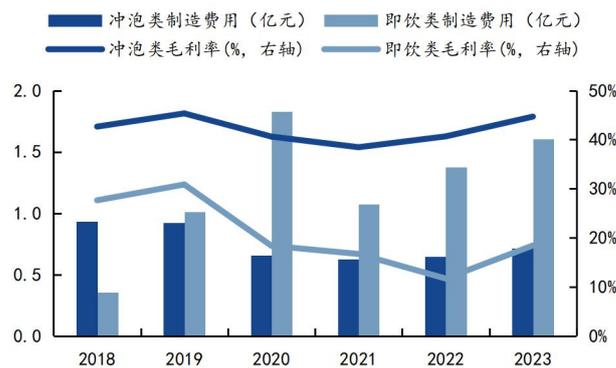
即饮产能爬坡期拖累盈利表现，2023 年修复显著。公司冲泡业务毛利率较高，基本稳定在 40%以上，整体毛利率受即饮业务影响较大，2018-2019 年产品快速放量期间即饮产品毛利率达 30%左右，随后销量下滑，规模效应下降，叠加江门、天津、成都工厂即饮产能集中投产抬升制造费用，毛利率显著回落，对整体盈利能力造成拖累。2023 年公司即饮类收入同比+41.2%，伴随产品持续放量，产能利用率提升，2023 年公司毛利率同比+3.73pct 至 37.53%，归母净利率同比+0.89pct 至 7.73%，盈利能力提升。

图 7：2015-2023 年公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，国海证券研究所

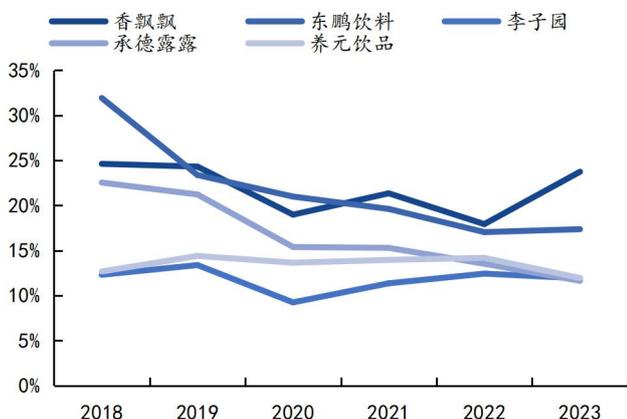
图 8：2018-2023 年公司各品类毛利率及制造费用



资料来源：Wind，国海证券研究所

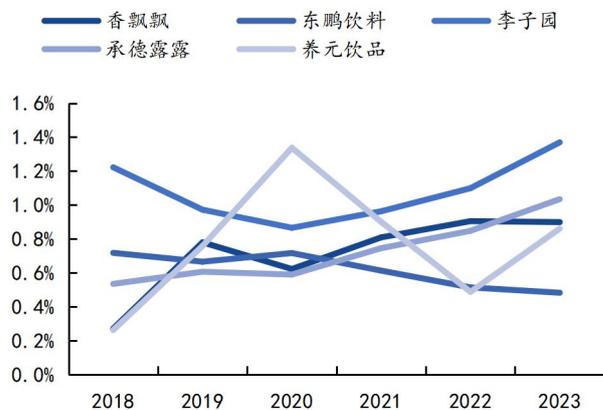
公司营销端高举高打，重视产品研发。费用投放方面，公司一直坚持高举高打的营销思路，销售费用率位于行业较高水平，历史上公司曾凭借“香飘飘奶茶，一年卖出 X 亿杯，连起来可绕地球 X 圈”的广告语成为消费品行业经典，回顾 2018-2023 年，公司全年销售费用率、研发费用率处于可比公司中较高水平。

图 9：2018-2023 年香飘飘与同行业公司销售费用率 (%)



资料来源：Wind，国海证券研究所

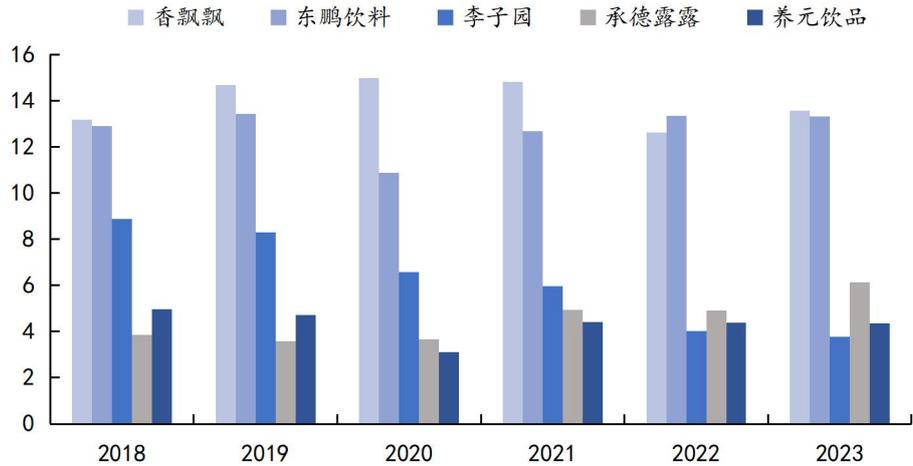
图 10：2018-2023 年香飘飘与同行业公司研发费用率 (%)



资料来源：Wind，国海证券研究所

存货周转良性，经营效率领跑行业。公司通过精细化管理与渠道精耕，2018-2023 年存货周转率分别为 13.19/14.67/14.99/14.82/12.62/13.58 次，在大部分年份都显著高于同行业可比公司，经营效率优势显著。

图 11: 2018-2023 年香飘飘与同行业公司存货周转率 (次)

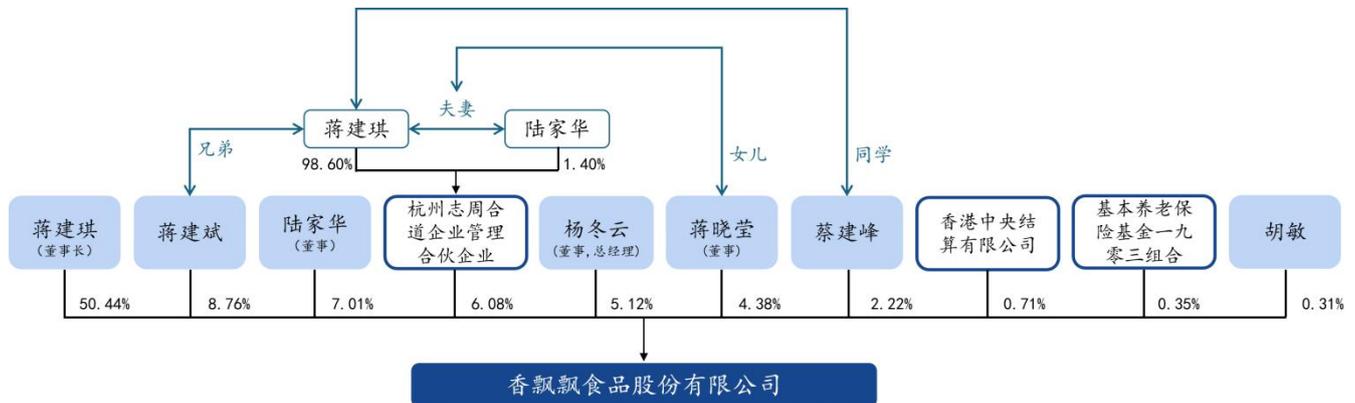


资料来源: Wind, 国海证券研究所

1.4、股权结构: 股权集中, 重视激励

家族企业, 股权结构集中。截至 2024 年一季度, 公司实际控制人蒋建琪持有公司 56.43% 股权 (直接持有 50.44%, 通过杭州志周合道间接持股 5.99%)。前十大股东持股比例达 85.38%, 其中蒋建琪与蒋建斌为兄弟关系, 与陆家华为夫妻关系, 与蒋晓莹为父女关系, 与蔡建峰为同学关系, 家族企业特征显著。新任总经理杨冬云持股比例为 5.12%, 成为第五大股东。公司拥有 16 家全资控股子公司, 分别负责各类产品的生产、营销、运输等工作, 组织架构清晰。其中, 公司于 2016 年收购兰芳园食品有限公司并实现 100% 控股, 2021 年 12 月成立控股子公司达天下供应链管理公司, 进军供应链物流领域。

图 12: 公司股权结构集中, 家族企业特征显著 (截至 2024 年一季度)



资料来源: 公司公告, Wind, 国海证券研究所

激励目标合理稳健，激发内部经营活力。2018年底公司发布股权激励方案，计划向包括副总经理、董事会秘书、财务总监在内的69名核心管理及核心技术(业务)人员授予限制性股票数量1967万份，约占本激励计划公告日公司股本总额的4.92%。由于受到疫情影响，公司结合实际情况于2020年下调第三、四个解锁业绩目标：以2017年为基准，2018/2019/2020/2021年收入增长率不低于20%/50%/40%/65%。受制于各地疫情反复，对消费行业和公司业务冲击较大，2021年股权激励目标未能达成。2023年公司再次启动股权激励，计划向目标对象授予股票期权数量1342万份，约占激励计划首次授予日公司股本总额的3.27%，解锁业绩目标为以2022年为基准，2023/2024/2025年收入增长率不低于15%/35%/50%，对应当年同比增速分别为15%/17.4%/11.1%。我们认为公司股权激励目标合理稳健，有助于激发内部经营活力，助力业绩增长。

表 1：公司 2023 年股权激励对象

姓名	职务	获授的股票期权(万份)	占授予股票期权总量的比例	占目前总股本的比例
杨静	董事、副总经理	105	7.82%	0.26%
邹勇坚	董事、董事会秘书	60	4.47%	0.15%
李超楠	财务总监	45	3.35%	0.11%
核心管理人员及核心技术人员(35)人		866	64.53%	2.11%
预留部分		266	19.82%	0.65%
合计		1342	100%	3.27%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

备注：截至2023年股票期权激励计划首次授予日

表 2：公司 2023 年股权激励业绩考核目标

考核时间	业绩考核目标	
	收入增速(以2022年收入为基准)	收入(亿元)
2023年	15%	36
2024年	35%	42.2
2025年	50%	46.9

资料来源：公司公告，国海证券研究所

行业多年，经验丰富。公司核心管理人员均有10年以上食品饮料行业从业经历，具有丰富的行业经验与专业素养。董事长蒋建琪先生及副董事长蒋建斌先生作为公司核心创始班底，对快消行业及品牌建设具有深刻理解。

当前核心团队兼具公司元老与履历亮眼的行业骨干，为新一轮增长保驾护航。公司在进行业务探索与转型期间对管理层持续动态调整，上市以来，副总经理等职位变动较为频繁。为提升管理效能，打造优秀、稳健的管理团队，2023年12月，公司聘任杨冬云先生为公司总经理，公司实际控制人蒋建琪先生辞去总经理职位，同时向杨冬云先生转让5%股份，根据协议，杨冬云先生需在协议签署后1个月内向转让方支付2,500万元股份转让款，剩余股份转让款的支付期限由转让方和受让方协商确定，原则上受让方应在本协议签署生效后三年内支付完毕。杨冬云先生曾任职于宝洁、黛安芬、白象集团等多家快消品龙头企业，经验丰富，业绩显著，我们预计本次人事调整为公司进一步注入了强势发展动力。

表 3: 公司管理层履历

姓名	年龄	职务	履历
蒋建琪	60	董事长	1999 年 12 月创立老顽童食品；2007 年 3 月创立永辉食品；2005 年 8 月创立香飘飘有限；2005 年 8 月至 2013 年 1 月任执行董事兼经理；2013 年 2 月至 2013 年 6 月任香飘飘有限董事长兼总经理。2013 年 6 月至今任香飘飘食品董事长，政协第七届湖州市委员会委员。
陆家华	61	董事	2009 年 3 月 2011 年 11 月任蜜谷甜品执行董事、经理；2010 年 10 月至 2011 年 11 月任老顽童食品执行董事、经理；2010 年 12 月至今任嘉辉置业监事；2013 年 2 月至 2013 年 6 月任香飘飘有限董事。2013 年 6 月至今任香飘飘食品董事。
蒋晓莹	32	董事	曾任职于杭州全都来了网络科技有限公司联合创始人兼副董事长；2016 年 5 月担任香飘飘食品互联网创新中心总经理；2019 年 5 月担任公司互联网事业部总经理；2022 年 3 月担任公司品牌创新中心总经理。2020 年 5 月至今任香飘飘食品董事。
杨冬云	54	总经理 董事	曾任广州宝洁公司项目经理、大区域经理、品类总监；黛安芬中国区副总经理、总经理；易达集团亚太区副总裁并兼中国区总经理、日本区总裁；速 8 酒店高级副总裁；白象食品集团执行总裁/副总裁、董事，健康元药业集团股份有限公司总裁。2023 年 12 月至今担任香飘飘总经理。
邹勇坚	50	董事会秘书 财务总监 董事	曾任职于国美电器审计主管、农夫山泉华北区财务经理、顾家家居财务副总监；2012 年 9 月至 2018 年 4 月担任香飘飘财务中心副总监；2018 年 4 月至 2021 年 4 月担任香飘飘财务总监。2019 年 4 月至今担任香飘飘食品董事，2020 年 5 月至今担任香飘飘食品董事会秘书，2024 年 4 月至今担任香飘飘财务总监。
杨静	41	副总经理 董事	曾任太湖雷迪森集团培训经理、总经理助理；2011 年 9 月至 2018 年 3 月担任香飘飘食品总经理助理兼总经办主任；2018 年 3 月至今担任人资行政中心总监。2020 年 5 月至今任香飘飘食品人资行政中心总经理，2020 年 5 月至今任香飘飘食品董事，2023 年 7 月至今担任香飘飘副总经理。

资料来源：Wind，国海证券研究所，数据时间截至 2024 年 6 月 16 日

表 4: 公司管理层近年来动态调整，当前团队稳固启新程

职务	姓名	时间	履历
总经理	蒋建琪	2023.12.21 (辞职)	2013 年 6 月至今任香飘飘食品董事长。
	杨冬云	2023.12.21 (聘任)	2023 年 12 月至今任香飘飘总经理。
副总经理	夏楠	2018.6.26 (聘任)	曾任加多宝集团人力资源与行政管理中心总经理、党委副书记、工会主席，中国粮油控股有限公司人力资源高级经理，海南中粮可口可乐饮料有限公司人力资源总监，中粮可口可乐饮料有限公司人力资源高级经理。在香飘飘食品股份有限公司任职期间担任公司副总经理。
		2018.10.8 (辞职)	
	勾振海	2020.3.27 (辞职)	曾任职于国美电器有限公司、英特药业股份有限公司、农夫山泉股份有限公司、顾家家居股份有限公司等；2012 年 7 月至 2013 年 1 月任香飘飘食品股份副总经理兼财务负责人，2013 年 2 月至 2018 年 4 月任香飘飘食品股份董事、副总经理、财务负责人，2018 年 4 月至 2020 年 3 月任香飘飘食品股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书
	蔡建峰	2020.4.3	1999 年 12 月至 2008 年 12 月任州老顽童食品工业有限公司副经理，2007 年 3 月至 2012

	(辞职)	年 12 月任湖州永辉食品工业有限公司监事。2005 年 8 月至 2013 年 1 月任香飘飘食品股份有限公司副总经理，2013 年 2 月至 2013 年 6 月任香飘飘食品股份有限公司董事、副总经理。2013 年 6 月至 2020 年任香飘飘食品股份有限公司董事、副总经理。
	杨静 2023.7.28 (聘任)	2011 年 9 月至 2018 年 3 月担任公司总经理助理兼总经办主任，2018 年 3 月至今担任人资行政总经理，2020 年 5 月至今任公司董事。
董事会秘书	邹勇坚 2020.4.24 (聘任)	2012 年 9 月至 2018 年 4 月担任香飘飘食品股份有限公司财务中心副总监，2018 年 4 月至 2021 年 4 月担任香飘飘食品股份有限公司财务总监，2019 年 4 月至今担任香飘飘食品股份有限公司董事，2020 年 5 月至今担任香飘飘食品股份有限公司董事会秘书。
财务总监	李超楠 2021.4.29 (聘任)	2013 年 10 月至 2018 年 3 月担任香飘飘食品股份有限公司财务中心成本管控部经理，2018 年 3 月担任香飘飘食品股份有限公司财务中心供应链财务部副总监，2021 年 4 月至 2024 年 4 月担任香飘飘食品股份有限公司财务总监。
	2024.4.17 (离职)	
	邹勇坚 2024.4.17 (聘任)	2012 年 9 月至 2018 年 4 月担任香飘飘食品股份有限公司财务中心副总监，2018 年 4 月至 2021 年 4 月担任香飘飘食品股份有限公司财务总监，2019 年 4 月至今担任香飘飘食品股份有限公司董事，2020 年 5 月至今担任香飘飘食品股份有限公司董事会秘书。

资料来源：Choice, iFind, 公司公告, 国海证券研究所

2、冲泡：稳健的现金奶牛业务

2.1、冲泡市占率领先，重视产品创新

冲泡市场格局已定，香飘飘占领导地位。国内冲泡奶茶经过多年优胜劣汰的市场选择，竞争格局已基本稳定。据公司公告，公司作为国内主要的冲泡奶茶经营企业，2012-2023 年连续 12 年杯装冲泡奶茶市场份额保持第一。根据尼尔森统计，2014-2019 年公司杯装冲泡奶茶市场占有率由 57.0% 提升至 63.1%。

图 13：公司杯装冲泡奶茶市场占有率 (%)

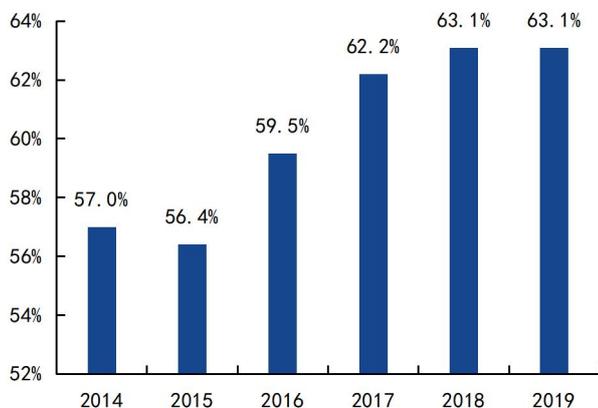


图 14：欧睿国际发布的香飘飘市场地位声明



资料来源：公司公告, 公司招股说明书, 国海证券研究所

资料来源：香飘飘微信公众号

相比较于竞品，公司更加重视产品升级。公司在冲泡领域不断推新，从传统的经典系列、到好料系列、到代餐系列，以及后期去植脂末的新品“芝芝牛乳茶”和“珍珠牛乳茶”系列。由于产品矩阵丰富，相比较于竞品，公司产品分布的价格带更广，由 3.2 元/杯至 8.32 元/杯不等（价格=最大数量装礼盒价格/杯（粒）数，来自于各品牌京东自营旗舰店 2024 年 6 月 14 日所示的京东价）。公司 2023 年 11 月推出的新品如鲜手作燕麦奶·茶和鲜咖主义手作燕麦拿铁咖啡更是将公司产品价格带突破至 8 元/杯以上，与竞品逐渐拉开差距。

表 5：公司与竞品冲泡类产品对比

品牌	产品系列	口味	价格（元/杯（粒））
香飘飘	经典系列	原味、草莓、香芋、红豆、茉莉、巧克力、麦香	3.2
	经典+系列	阿萨姆味、麦香味、香芋味	3.2
	好料系列	芋圆、红豆、蓝莓、芒果布丁、芝士 Q 麦	4.65
	牛乳茶系列	啵啵牛乳茶、珍珠牛乳茶、黑糖牛乳茶	4.41-6.15
	如鲜手作燕麦奶·茶	白芽奇兰、鸭屎香、大红袍	8.32
	鲜咖主义手作燕麦拿铁咖啡	/	8.32
	CC 柠檬液	/	3.32
优乐美	杯装椰果系列	原味、草莓、香芋、巧克力、红豆、麦香、咖啡	2.93
	杯装珍珠系列	原味、草莓、香芋、香草、红豆	4.47
	果肉系列	红豆、红枣、芝士燕麦、芒果布丁	4.93
鹿角巷	经典奶茶	意式蜜豆、黑糖鹿丸、鹿角出抹、蜜桃乌龙	5.23
	白酒风味	酱香奶茶、酱香拿铁、浓香奶茶	6.47
	真奶茶系列	红茶味、绿茶味	7.63

资料来源：京东，国海证券研究所

注：价格=最大数量装礼盒价格/杯（粒）数，来自于各品牌京东自营旗舰店 2024 年 6 月 14 日所示的京东价

表 6：公司冲泡类、泛冲泡类产品迭代梳理

时间	推新类型	产品名称
2017 年	原有产品	经典系列：原味、香芋、麦香、草莓、巧克力、咖啡； 好料系列：红豆、蓝莓、芒果布丁、芝士燕麦、雪糯椰浆、焦糖仙草。
2018 年	新口味	好料系列：芝士 Q 麦、抹茶青豆。
2019 年	新品、新口味	推出新品珍珠系列：珍珠双拼。
2020 年	新品、新口味	推出代餐奶昔、奶茶自热锅、冰摇奶茶、冲泡奶盖茶、冲泡水果茶、世界茶旅冲泡条袋装等新品； 好料系列：黑芝麻血糯、烤藜麦薏仁； 珍珠系列：香芋双拼、豆乳双拼、波波珍珠（蜜桃乌龙、黑糖奶红）。
2021 年	新品	啵啵牛乳茶、臻乳茶。
2022 年	新品	冷泡“脆啵啵牛乳茶”、乳茶“霸气椰椰”、芝芝/生椰牛乳茶、珍珠牛乳茶。
2023 年	新品	“如鲜”冲泡奶茶、“鲜咖主义”冲泡咖啡、CC 柠檬液。

资料来源：公司公告，公司招股说明书，国海证券研究所

2.2、冲泡业务季节性明显

冲泡类产品季节性明显，动销多集中于 Q3 和 Q4。2020-2023 年，公司 Q3 单季度冲泡类业务营收占比位于 71%-86% 之间，单 Q4 冲泡类业务营收占比均在 90% 及以上，最高达 95%。同时冲泡季节性明显，天气冷会促进冲泡的消费，使得公司 Q4 占全年营收比重均位于 40%-50% 附近。

图 15: 2020Q1-2024Q1 公司营收构成 (按产品)

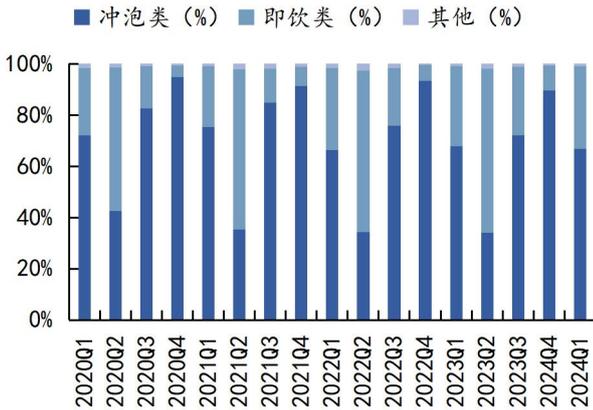
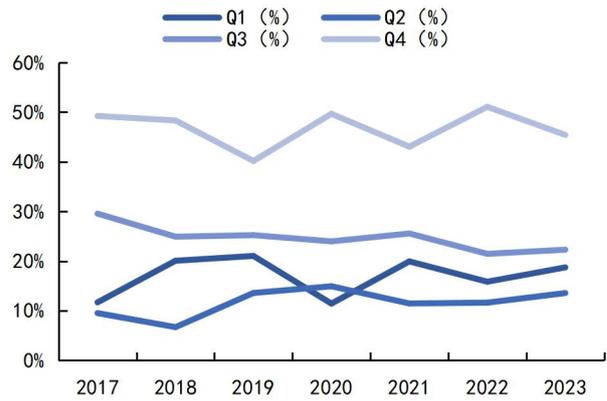


图 16: 2017-2023 年各季度营收占全年营收比重



资料来源: 公司公告, Wind, 国海证券研究所

资料来源: 公司公告, Wind, 国海证券研究所

冲泡业务增速放缓, 但利润贡献稳定。近年来受外部环境因素影响, 公司冲泡类业务增速逐渐放缓, 营收规模保持在 20-30 亿元间, 2020 年达到峰值后呈现下滑趋势, 2023 年在新品放量和渠道下沉策略下, 实现接近双位数的修复性增长。通过毛利率拆解我们可以看出, 冲泡类产品仍然是公司核心的利润来源。2017-2023 年, 公司冲泡业务基本维持在 40% 左右的高毛利率水平。

图 17: 2017-2023 年公司冲泡业务收入及增速

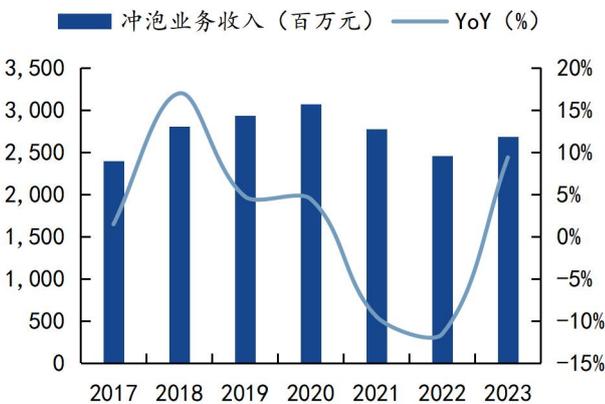
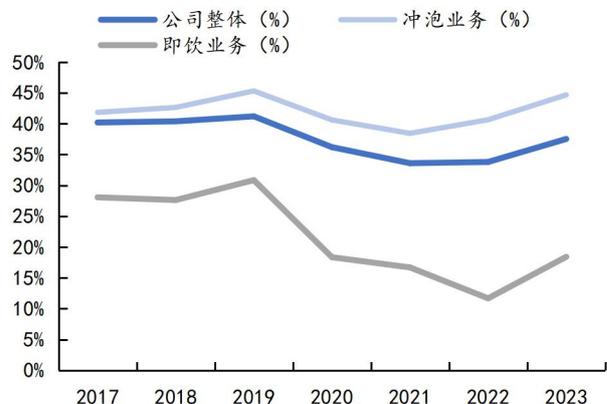


图 18: 2017-2023 年公司毛利率情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.3、提价叠加成本下行，公司冲泡业务盈利能力较优

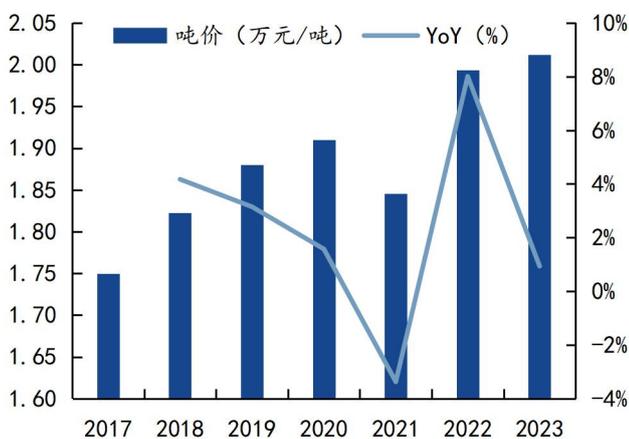
提价策略始终伴随着公司冲泡产品的发展历程。鉴于公司在奶茶冲泡领域的领导地位，公司具备较强的提价能力。2012年以来，公司多次针对经典、好料系列提升出厂价和终端零售价，使得公司产品均价不断上行。应对原材料、物流成本及能源价格上涨所带来的经营压力，公司于2022年2月开始对冲泡产品的经典系列、好料系列进行提价，提价幅度为2%-8%不等。截至2022Q3公司产品提价已基本完成。2022Q4提价策略在冲泡产品的销售旺季执行到位，产品营收和盈利能力均得到提升，2022年四季度伴随着疫情防控的放开，春节走亲访友等礼赠场景得到了较快的恢复，带动了公司冲泡业务的回暖。2022年公司冲泡类产品吨价提升明显，同比增长8%至1.99万元/吨；2023年吨价同比增长1%至2.01万元/吨。

表 7：公司冲泡类产品历史平均出厂价及终端零售指导价

产品系列	价格	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
经典（椰果）系列	平均出厂价（元/杯，不含税）	1.74	1.74	1.74	1.76	1.83		
	YoY		-0.10%	-0.21%	1.15%	3.98%		
	终端零售指导价（元/杯，含税）						3-3.5	4
	YoY							14.3%-33.3%
好料（美味）系列	平均出厂价（元/杯，不含税）	2.07	2.25	2.34	2.48	2.59		
	YoY		8.54%	4.04%	5.98%	4.27%		
	终端零售指导价（元/杯，含税）	4.0	4.0	4.5-5.0	5.0	5.0-5.5	5	5.5
	YoY		0%	12.5%-25%	0%-11.1%	0%-10%	-9.1%-0%	10%

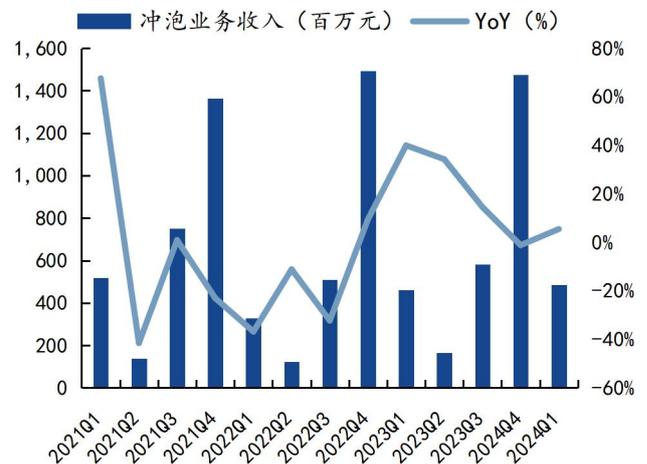
资料来源：公司招股说明书及申报稿，广州日报，食品商，国海证券研究所

图 19：2017-2023 年公司冲泡类产品吨价及增速



资料来源：公司公告，Wind，国海证券研究所

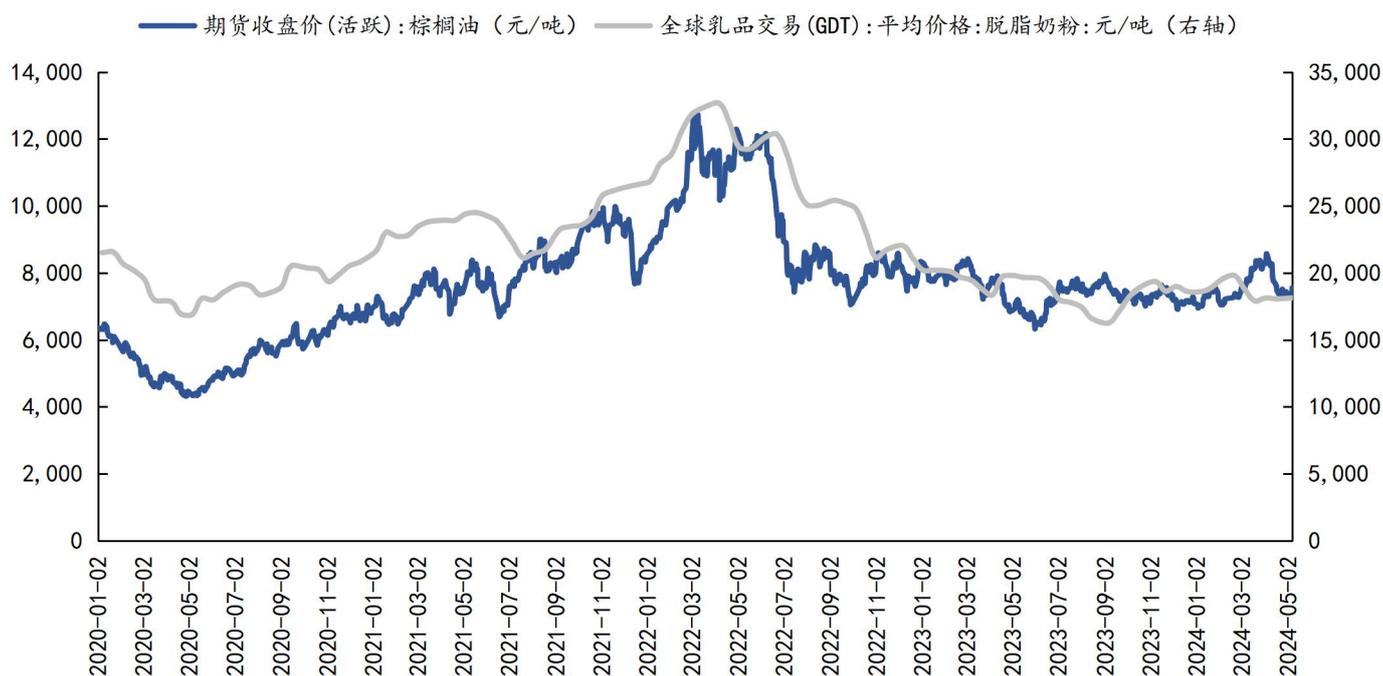
图 20：2021Q1-24Q1 年公司冲泡业务收入及增速



资料来源：公司公告，国海证券研究所

主要原材料价格回落，进一步为冲泡业务带来业绩弹性。公司冲泡奶茶主要的食材类原材料包括植脂末、白糖、茶粉、脱脂奶粉、椰果、红豆、炼乳等，累计占生产成本比重约为 40% 左右，原料端受棕榈油、糖、大包粉的价格波动影响较大。自 2022 年 4 月以来，棕榈油期货价格和脱脂奶粉平均价格均呈现下行趋势，为公司利润端带来正向贡献。原料采购方面，公司主要根据行业和市场的习惯，采取随行就市或者锁价等方式进行采购，适当地减缓原物料价格的大幅波动，根据当前原料价格走势，我们预计公司 2024 年成本端会保持相对平稳。

图 21：2020 年至今棕榈油与脱脂奶粉价格走势



资料来源：iFind，国海证券研究所

3、即饮：第二增长曲线雏形已现

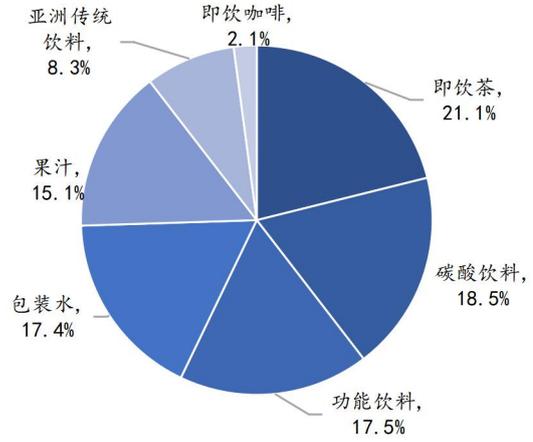
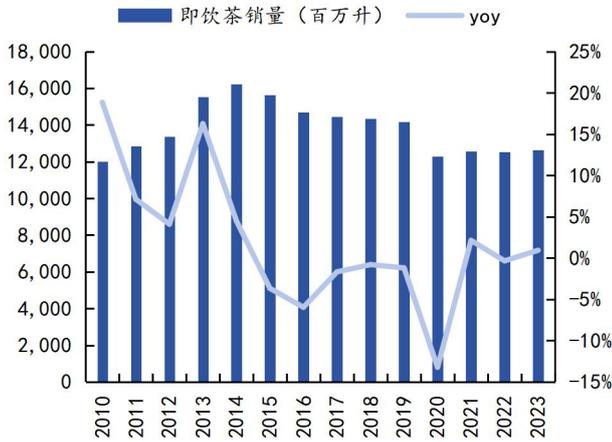
3.1、Meco：杯装果汁茶的开创者，品质卓越，具备爆款潜力

即饮茶为千亿元级市场，行业发展具备韧性。据欧睿国际数据，2022 年我国即饮茶市场零售总额规模为 1139.02 亿元，为千亿元级别市场。据前瞻产业研究院预计，2027 年即饮茶行业规模有望突破 1400 亿元。在宏观经济缓慢复苏的背景下，饮料行业展现较强的增长韧性，据尼尔森数据显示，2023 年快消品整体销售额同比微跌 0.5%，饮料行业销售额同比增长 6%。从全国线下饮料细分品

类来看，即饮茶市场份额呈现逐年提升的趋势，2023 年市占率为 21.1%，超越碳酸饮料成为细分品类份额第一。

图 22：即饮茶疫后逐步恢复

图 23：即饮茶在线下饮料行业中占比最高(2023 年)



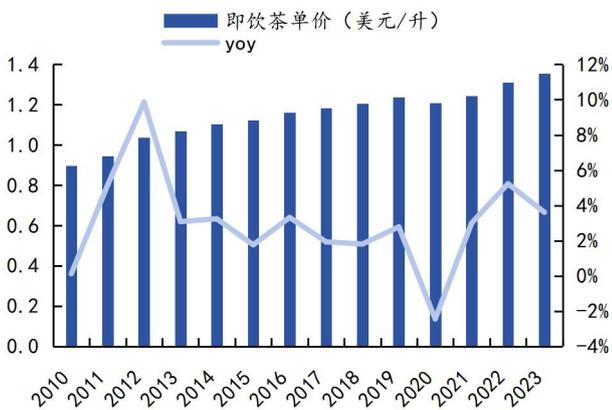
资料来源：萝卜投研，欧睿，国海证券研究所

资料来源：《2024 中国饮料行业趋势与展望》尼尔森，国海证券研究所

即饮茶价格中枢上移，产品呈现健康化、新鲜化、无糖化趋势。早期即饮茶原料主要以糖、速溶茶粉、柠檬酸、香精、色素的调味茶为主，添加剂勾兑的形式较多，生产工艺要求不高，门槛较低。随着疫后人们对健康的关注及现制茶饮的更新迭代，饮料健康化、新鲜化、无糖化成为新趋势。据益普索的调查，消费者更加注重茶饮的“功能”和“快乐”属性，注重原汁原味和健康 0 添加。从行业未来发展看，现制茶饮跨界玩家与传统玩家共同进行新品培育，促进即饮品行业发展。

图 24：即饮茶价格中枢不断上移

图 25：现今即饮茶在工艺和原料上不断升级



工艺升级

- 原叶萃取**
100%原叶萃取，释出纯正色香味，真正做到0糖0脂0卡0防腐0色素，还原了纯粹茶汤
- 烘青工艺**
采摘细嫩芽叶精工制作，经杀青、揉捻、干燥3道工序制作而成
- 低温冷萃**
精准控温，保留真茶精华，原萃茶汤瞬时冷却，锁住真茶鲜香



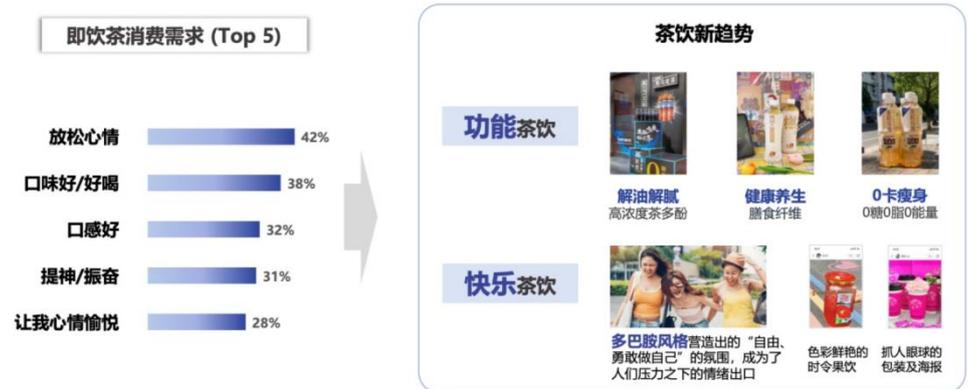
原料升级



资料来源：萝卜投研，欧睿，国海证券研究所

资料来源：益普索，199IT

图 26: 消费者更加注重茶饮的“功能”和“快乐”属性



资料来源: 益普索, 199IT

图 27: 现制茶饮的头部品牌纷纷加码即饮茶 (瓶装饮料)



资料来源: FoodTalks, 伯虎财经, 零售商业评论, 淘宝, 国海证券研究所

公司是杯装果汁茶的开创者, 上市第二年累计销售额超 10 亿元。果+茶品类的产品中, 果汁含量低于 5% 的, 只能被称为风味茶饮料, 即果味茶; 只有果汁含量 ≥ 5% 的才允许使用“果汁茶”的名称。2018 年 7 月, 公司推出 Meco 蜜谷果汁茶, 凭借 ≥ 10% 的果汁含量开创了“果汁茶”品类, 此后便以黑马速度保持高速发展态势, 2019 年, 即公司推出产品的第二年, Meco 果汁茶累计销售额超 10 亿元。2021 年, 公司进行产品品质升级, 将 Meco 蜜谷果汁茶的果汁含量升级至 ≥ 25%, 达到国标的 5 倍。

Meco 果汁茶在原料、工艺、口味、包装上兼具卖点:

1) 原料方面: 为保留新鲜力, Meco 蜜谷果汁茶精选优质佳品原果, 将采摘、精选到运输冷榨的全部过程, 严格控制在 8 小时内鲜榨成汁, 保证每一滴好果汁足够新鲜。此外, 为了寻觅果汁的最佳拍档, Meco 蜜谷果汁茶对比来自全球各地五百多种茶叶, 层层筛选, 精益求精。

2) 工艺方面: 生产端, 公司采用先进的德国无菌冷灌装设备, 在做到在产品不添加防腐剂的同时满足产品长货架期的要求, 技术端, 公司采用 UHT 超高温瞬时灭菌技术, 在很短时间内有效地杀死微生物, 减少果汁茶颜色、风味及营养成分的损失, 最大限度地保持产品原有的风味及品质。这让 Meco 蜜谷果汁茶无限接近现调饮品的口感和口味, 如现制的基础上, 还能把保质期延长至 12 个月, 再次拔高果汁茶品类的产品壁垒。

3) 口味方面: 在果汁茶口味上, 公司坚持 2+2 策略, “桃桃红柚”、“泰式青柠”作为基础款, 同时, 在不同区域选取两款当地畅销的口味, 与基础款一起形成“2+2”销售策略。另外, 公司每年会研发推出 1-2 个新口味, 通过新口味的推出, 增加目标消费人群的粘性、提升复购率, 同时对动销较慢的老口味进行汰换。

4) 包装方面: 一般在快消品行业中, 想要实现品类创新最常用的方法, 就是通过对包装形态的设计让消费者产生新的认知和联想, 从而影响消费者的行为, 所以大多数快消品牌都会把包装作为战略的出发点。Meco 果汁茶在包装形态上, 区别于一般瓶装饮料, 采取杯装包装。独特的杯型包装使得消费者最先联想到的就是街边现调饮品, 在 Meco 蜜谷果汁茶之前, 杯型包装最广泛的使用者, 就是以喜茶、星巴克为主的街边现调饮品, 而从价格端, Meco 果汁茶又更具性价比。

图 28: Meco 品牌自 2017 年成立以来, 不断丰富产品矩阵, 紧贴消费者需求



资料来源: 公司官网, 淘宝 Meco 旗舰店, Meco 果汁茶官方微信公众号, 新京报, 国海证券研究所

优秀的品质叠加独特的卖点, 使得 Meco 果汁茶一经推出即成为爆款, 然而新品尝鲜的属性较重, 消费者的教育没有完成, 疫情叠加公司即饮渠道在校园偏多, Meco 果汁茶销售从 2020 年开始下滑明显。以下是我们分析 Meco 果汁茶从近 10 亿元高峰销售下滑的原因:

产品端, 现制茶饮的发展挤占其成长空间。 Meco 果汁茶独特的杯形设计使得其行业位置处于即饮品和现制饮品之间, 定位年轻时尚群体, 其受众群体和新式现制饮品重叠度较高。2016 年, 随着喜茶和奈雪的茶的入局, 现制茶饮进入到新

式茶饮时代，该阶段新式茶饮门店密度不高，主要集中在一线城市。Meco 果汁茶在 2018 年推出，价格约为 5-8 元间，虽处于即饮品价格的高位，但相较于早期的高定价的现制茶饮，存在一定的价格优势，同时渠道以校园等封闭渠道为主，竞争压力较小。随着现制茶饮行业的蓬勃发展，门店密度不断加大，开店区域不断下沉，校园门店数量增加，现制茶饮缩减了其于即饮品零售终端覆盖范围的差距，使得 Meco 果汁茶发展受到限制。此外，以蜜雪冰城为龙头的低价现制茶饮的发展，Meco 果汁茶价格上的优势逐渐减弱。根据蜜雪冰城招股说明书，2017 年到 2022 年期间，现制茶饮终端零售额快速增长，其中平价饮料（低于 10 元）的复合增长率超 22%。

表 8：现制茶饮门店与 Meco 果汁茶对比

	奈雪的茶	喜茶	古茗	茶百道	蜜雪冰城	Meco 果汁茶
成立时间	2014 年	2016 年	2018 年	2017 年	2008 年	2018 年
客单价	21 元	17 元	16 元	15 元	8 元	5-8 元
门店数/终端网点	1874	3759	9409	8579	29739	约 30 万
学校店占比	0.37%	2.31%	6.47%	6.69%	7.84%	以校园及校园周边、CVS 便利系统等渠道为主
明星产品	霸气青提 霸气杨梅	多肉葡萄 多肉青提	杨枝甘露椰奶 超 A 芝士葡萄	杨枝甘露 豆乳玉麒麟	冰鲜柠檬水 蜜桃四季春	桃桃红柚 泰式青柠

资料来源：窄门餐眼，公司公告，新经销，国海证券研究所

数据备注：奈雪的茶、喜茶、古茗、茶百道、蜜雪冰城来源于窄门餐眼（截至 2024 年 5 月），Meco 果汁茶来源于公司公告（2023 年 12 月）

图 29：喜茶和奈雪的茶门店数（家）

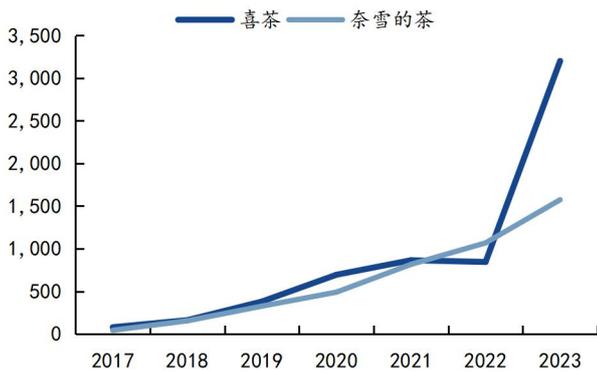
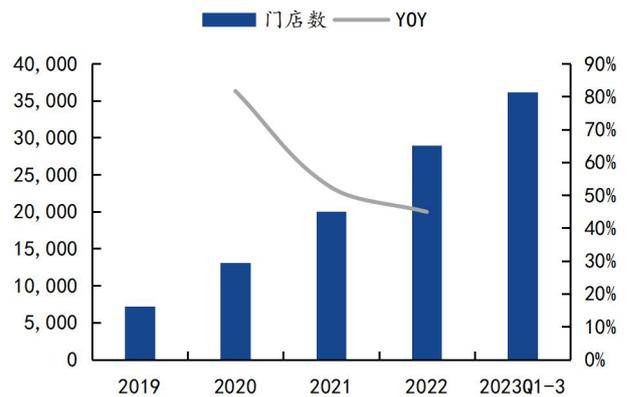


图 30：蜜雪冰城门店数（家）



资料来源：奈雪的茶公司公告，喜茶报告，界面新闻，澎湃，窄门餐眼，199IT，36 氪，央广网，国海证券研究所

资料来源：蜜雪冰城招股说明书，国海证券研究所

备注：2022 年喜茶的门店数为 2022 年 12 月窄门餐眼的的数据

图 31: 中国现制饮品零售额中, 平价饮料增速较快 (亿元)



资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 国海证券研究所

备注: 平价的产品单价 ≤ 10 元; 中价的产品单价 $10 < X \leq 20$ 元; 高价的产品单价 > 20 元

渠道端, 公司即饮品渠道能力有待进一步提升。

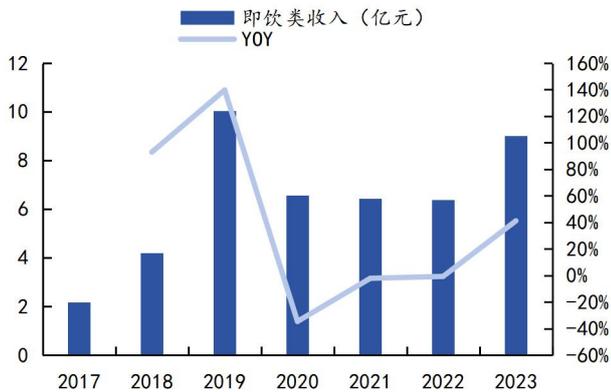
1) 公司冲泡主业的业态模型偏休闲食品, 冲泡产品的旺季集中且周期较短, 因此对于渠道的精细化要求相对较低, 而即饮业务销售周期较长, 对终端的精细化运营和维护要求更高。从渠道结构来看, 冲泡产品以批零渠道、食杂店为主, 即饮产品则以学校周边的原点渠道及城市便利店系统等为主。

2) 冲泡和即饮产品所处的生命周期及业务自身特点不同, 因此在城市级别上也有一些差异, 冲泡产品渠道集中于下线市场, 其中三线以下城市占比较高, 而即饮产品一、二线城市的销量占比较大。

3) 公司截至 2023 年末有 1531 家经销商, 其中冲泡和即饮有大部分的经销商是重叠的, 单独的即饮经销商较少, 公司着力寻找即饮销售经验丰富、仓储配置及资金能力强、渠道终端客情资源较好的经销商, 与公司共同努力挖掘即饮业务的市场机会, 但鉴于公司饮料产品目前销售规模较小, 对经销商的吸引力较弱, 目前有实力的饮料经销客户仍较少。

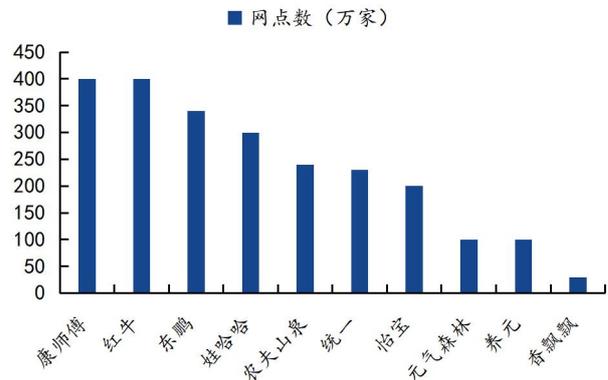
4) 截至 2023 年 12 月, 公司即饮铺货网点数量约 30 万家, 预计主要为 Meco 果汁茶的网点, 与成熟的饮料型公司相比较, 公司的网点数仍较少。据 FBIF 资料显示, 头部饮料品牌康师傅 2020 年末的终端零售网点已经超过 400 万个。据东鹏饮料公司公告, 东鹏饮料 2023 年末的终端零售网点增长至 340 多万家。

图 32: 香飘飘即饮类产品收入及其增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 33: 代表性饮料公司网点数量 (万家)



资料来源: FBIF, 食业家, 中新网, 雪豹财经社, 正观新闻, 环球老虎财经, 星空财富, 公司公告, 国海证券研究所

数据时间备注: 康师傅截至 2020 年, 红牛、农夫山泉、养元截至 2021 年, 统一、

怡宝、元气森林截至 2022 年, 东鹏饮料、香飘飘截至 2023 年

就未来的发展看, 我们认为 Meco 果汁茶的销售突破, 需要就人群、场景进行破圈。当前, 公司重新梳理果汁茶的品牌定位, 新定位为“茶饮店之外的第二选择”, 并把果汁茶改名为果茶, 与茶饮店进行强关联。营销方面, Meco 果汁茶的目标消费人群以学生为代表的年轻群体为主, 女性占比相对较大, 公司选择聚焦核心、城市, 重点深耕学校、CVS 等用户匹配程度较高的原点渠道, 努力打造高势能门店。公司对杯装果茶的全新定位, 更多是与现制茶饮店相关联, 而非直接竞争, 希望借助现制茶饮的市场势能, 实现消费场景的破圈。

3.2、冻柠茶: 把握柠檬茶蓝海赛道, 积极创新

Meco 果汁茶从 2018 年上市以来, 经过一段时间的消费者培育, 已经有了一定的品牌认知, 但由于杯装消费场景偏室内静态, 而饮料还有很大一部分消费场景是偏室外动态的, 因此公司决定从原来的杯装形态向瓶装做延伸, 以满足目标消费人群在不同的消费场景下的需求。在此背景下, 公司 2022 年推出兰芳园瓶装冻柠茶, 主要看中柠檬茶的品类属性, 拓展瓶装即饮市场。

柠檬茶是一款长青产品, 诞生了很多大单品。目前瓶装柠檬茶的头部玩家是康师傅冰红茶、统一冰红茶和维他柠檬茶, 三大单品皆在饮料市场活跃数十年, 现今依旧为畅销饮料。近年来头部企业的主要策略是聚焦年轻群体, 与人气偶像或动漫合作, 并对原材料和工艺进行更新换代。从业绩来看, 头部企业即饮茶发展多年, 收入仍呈现逐年增长态势, 其中 2022 年统一冰红茶收入实现近双位数的增长, 说明柠檬茶是一款长青产品。

图 34：即饮茶头部企业营收情况（2023 年）

品牌	收入 (亿元) YOY (%)	归母净利润 (亿元) YOY (%)	即饮茶收入 (亿元) YOY (%)	茶饮占比	冰红茶/柠檬茶 大概体量
康师傅 	804.18 +2.2%	31.17 +18.4%	200.59 +7.0%	24.9%	超100亿元
统一 	285.91 +1.2%	16.67 +36.4%	75.80 +9.0%	26.5%	约30亿元
维他 	57.84 -2.47%	0.42 +128.8%			约30亿元
香飘飘 	36.25 +15.9%	2.80 +31.0%	9.01 +41.2%	24.9%	

资料来源：各公司公告，食业家，食品板，食品内参，元气资本，iFind，国海证券研究所
备注：维他 2023 年数据为截至 2023 年 3 月 31 日止之全年业绩

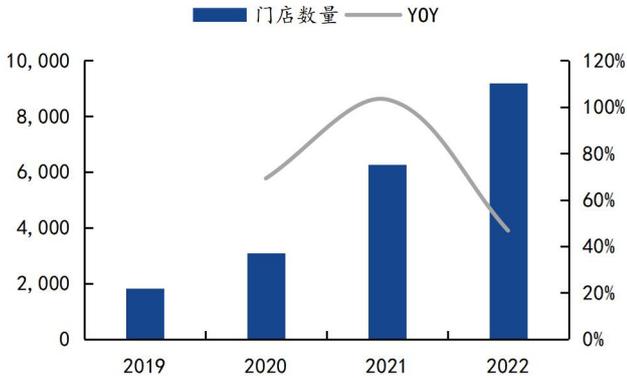
复盘柠檬茶发展历程，起源于我国港澳台区域，近年来现制柠檬茶迎来了蓬勃发展。柠檬茶的发展主要分为 4 个阶段：

- 1) 第一阶段：**20 世纪六七十年代，港式冻柠茶广泛存在于香港的茶餐厅中，一般用茶粉制作，强调煮茶和拉茶的过程。彼时，柠檬茶已在中国港澳台地区流行起来，冻柠茶作为港式茶餐厅的标配，通常搭配菠萝包或常餐出现。
- 2) 第二阶段：**21 世纪初，盒装与瓶装柠檬茶大量涌现，统一、康师傅等零售巨头展开了激烈的竞争。
- 3) 第三阶段：**柠檬茶走出茶餐厅进入茶饮店。2006 年，以“柠檬系列茶饮”作为主打产品的快乐柠檬面世，也意味着柠檬茶开始走出茶餐厅，开启了新征程。
- 4) 第四阶段：**柠檬茶专门店涌现。2017 年前后，以 TANING 手挾柠檬茶、丘大叔等为代表的主打柠檬茶的品牌涌现，开启了柠檬茶专门店时代。不过这类门店大部分集中于广东市场，在国内其他地方较少出现。2021 年以来，柠檬茶品类关注度直线上升，柠檬品类的门店数也越开越多，渐渐开始往广东省外拓展。

根据美团美食发布的《2022 茶饮品类报告》显示，2021 年现制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，柠檬茶销量同比增长不低于 130%，发展势头仍然很强。根据红餐品牌研究院预估，截至 2023 年 4 月 25 日，全国柠檬茶专门店数量已经达到 9678 家。根据窄门餐眼数据显

示，截至 2024 年 5 月，LINLEE 以 1569 家领跑行业。2021 年新成立的品牌柠季伴随着柠檬饮品消费者教育逐步成熟快速起量，现在也已经突破 1500 家。

图 35: 柠檬茶专门店数量快速增长 (家)



资料来源: 红餐网, 国海证券研究所

图 36: 头部柠檬专门店 (截至 2024 年 5 月)

品牌	门店(家)	模式	创立时间(年)	发源地
LINLEE	1569	直营+加盟	2012	湛江
柠季	1520	直营+加盟	2021	长沙
桂桂茶	382	直营+加盟	2011	上海
林香柠	322	直营+加盟	2019	湛江
TANING 手挞柠檬茶	236	直营+加盟	2017	广州
啊一柠檬茶	261	直营+加盟	2016	广州
快乐柠檬	153	直营+加盟	2006	上海
丘大叔柠檬茶	176	直营	2018	广州
啊爆柠檬茶	70	直营+加盟	2019	佛山

资料来源: 红餐网, 窄门餐眼, 国海证券研究所

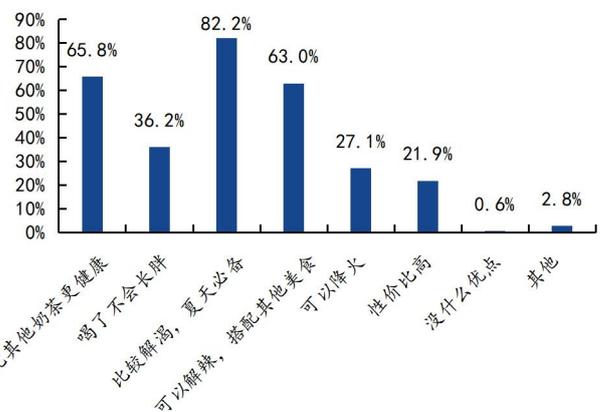
柠檬茶的出圈和火爆源自其与现代人需求的深度契合: 1) 解腻消暑: 柠檬茶大多以冰镇呈现, 柠檬叠加冰块, 比奶茶更加清爽解腻; 2) 提神醒脑: 柠檬茶一般以红茶为底, 茶中含咖啡因, 因此柠檬茶具有与纯茶和咖啡相同的提神醒脑功能, 但口感更好; 3) 高糖悦己: 以维他柠檬茶为例, 普通款糖含量高达 13%, 远超过可乐, 多巴胺的释放下让人心情愉悦; 4) 追求健康: “柠檬+茶” 给人留下富含维生素 C 和抗氧化的健康印象, 更容易满足当下人对健康饮品的心理预期; 5) 口感丰富: 出色的酸、甜、涩配比给味蕾提供新奇的体验; 6) 社交利器: 资本催化下, 以及本身的亮眼黄绿色彩使得柠檬茶在社交媒体上更加容易自带话题, 快速破圈, 形成社交影响力。

图 37: 维他柠檬茶的多巴胺营销



资料来源: FoodTalks

图 38: 消费者对柠檬茶优势的认知



资料来源: 《2021 中国柠檬茶行业发展白皮书》NCBD&TANING, 国海证券研究所

公司兰芳园冻柠茶有以下几个特色：

1) 品牌：作为香港颇具影响力的老字号品牌，兰芳园匠心经营 70 年，成功打造丝袜奶茶、鸳鸯奶茶等多款符合消费潮流的经典产品，早已成为香港人文化生活中必不可少的一部分，此次推出兰芳园品牌冻柠茶，首先契合广东人喜好柠檬茶的地域特色。

2) 原料和配方：兰芳园冻柠茶以“青柠原汁+锡兰红茶+荆花蜂蜜”为组合，做到了原材料创新、考究。产品使用青柠原汁，相较传统的柠檬茶更加清新酸爽；茶味则源自与安徽祁门红茶、大吉岭红茶齐名的世界三大红茶的锡兰红茶，口感清芬，比其他品类更适合调饮；用于调和口感的荆花蜂蜜，入口甜润、微酸，与柠檬茶搭配，能最大限度创造出富有层次感的味道。兰芳园冻柠茶以“八手拉茶法”最大限度还原茶本味的同时，还做到了“0 蔗糖”但不涩。健康配方重塑经典口感，满足消费者健康、少糖、0 脂的需求，真正做到了“大口喝，没负担”。

3) 宣传：1) **复古即潮流：**成立于 1952 年兰芳园品牌背后是技艺的传承，在消费者怀旧情绪演绎下形成一股新潮；2) **校园店和便利店强势种草：**通过占据黄金位置及整体统一的排列，在门店强势宣传。据 711 数据显示，新品发布首日广州 711 便利店共销售 15200 瓶，单店日均销售高达 15 瓶。此外，通过与校园社团合作等，从年轻群体突破；3) **搭配餐饮场景强化需求：**冻柠茶宣传往往非单一呈现，而是将其置身于餐饮场景，强调冻柠茶使用场景广，适合多个场合，提升消费者购买欲。

图 39：兰芳园品牌始于 1952 年



资料来源：食品内参

图 40：兰芳园冻柠茶官方宣传物料



资料来源：兰芳园微信公众号

我们认为瓶装和现制饮料不是互斥的关系，而是相辅相成的关系，共同促进品类的发展。与现制茶相比，即饮茶有价格低、便利程度高、存储时间长的特点，因此两者消费场景有许多非重叠部分。即饮茶主流消费场景是出行、运动、餐饮等，而现制茶则是社交、娱乐、办公场景居多，有各自的优劣势，因此头部现制饮品玩家也推出其瓶装饮料，满足多元化的需求。目前除了兰芳园品牌外，喜茶、奈雪、茶派的瓶装柠檬茶也有不错的表现。

表 9：与现制茶相比，即饮茶有价格低、便利程度高、存储时间长的特点，两者消费场景有许多非重叠部分

	传统原叶茶	袋泡茶	即饮茶	现制茶
价格	差异大，上限高	一般最为便宜	均价约4-5元/瓶	差异较大，比即饮茶高；约50%在10-15元/杯；约25%在10元/杯以下
便利性	低	中	高	较高
口味丰富度	低	中	较高	高
存储时长	冲泡后，短	冲泡后，短	长	短
价值或功能	生活习惯、养生、休闲放松	养生、休闲放松、提神、解腻	补水解渴、解腻、冰爽	补水解渴、冰爽、社交、解压
场景	商务、社交、居家等	商务、酒店、办公、学习等	运动、餐饮、办公、旅游等	娱乐、社交、办公等
受众	对茶叶品质要求高，具有一定饮茶习惯，中老年人群占比较高	白领、学生群体居多，90后占比约三成	90后占比约50%	90后、Z时代占比约7成

资料来源：易观分析，马上赢，红餐大数据，国海证券研究所
备注：现制茶价格为2022年数据

图 41：各品牌纷纷加码柠檬茶，不断升级迭代

喜茶	茶π (农夫山泉)	奈雪	兰芳园 (香飘飘)
2021年下半年	2022年上半年	2022年下半年	2023年上半年
柠檬绿妍 柠檬粤红	柑普柠檬茶	鸭屎香柠檬茶	冻柠茶 鸭屎香冻柠茶
7.5元/450ml	6.5元/500ml	6.5元/450ml	6.5元/500ml
含有约1颗柠檬所含柠檬汁；低糖0脂，热量 < 1个苹果；原叶萃取，茶多酚含量 > 400mg/kg	含0添加防腐剂，原料为意大利柠檬、广东新会的柑皮、云南普洱	率先添加“罗汉果汁”做天然代糖，使用鸭屎香乌龙茶萃取茶汤	选用锡兰红茶，70年古法煮茶技艺，加入进口青柠汁和荆花蜂蜜，0蔗糖，0脂肪
电商、线下全家、711等便利店渠道也已经上架	电商、商超、便利店	奈雪点单小程序、电商、奈雪全国门店、711门店、美宜佳等	电商、商超、便利店

资料来源：美团外卖（主流便利店的原价，截至2024年5月），36氪，FoodTalks，兰芳园淘宝旗舰店，什么值得买，国海证券研究所

4、市场核心关注的问题

4.1、冲泡奶茶是否还有发展空间？

市场认为，公司冲泡为非常成熟的产品，未来增长的空间不大，但是我们研究发现，公司当前冲泡区域分布不均，且冲泡在渠道端并非没有进一步优化的潜力：

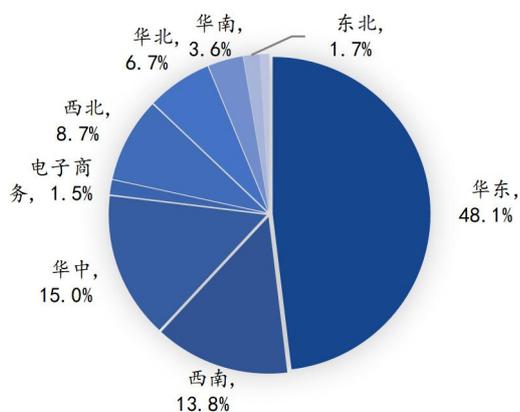
2019-2021年，受疫情等外部因素影响，公司经销商数量逐年下滑，2021-2023年经销商数量由1162家增长至1531家，超越疫情前的水平。经过多年的发展，公司产品的区域销售依然分布不均，据公司公告，截至2023年末，华东区域占公司总体销售的比重仍超过40%，西北、华北、华南、东北区域的销售占比仅为8%、5%、4%、1%，非华东区域的销售仍有较大的提升空间。

图 42：2014-2023 年公司经销商数量及增速



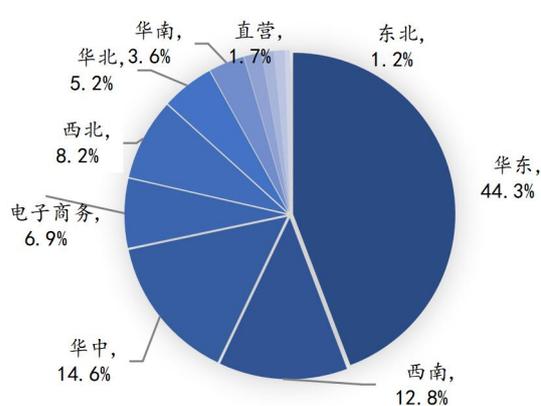
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 43：2017 年公司营收构成



资料来源：iFind，国海证券研究所

图 44：2023 年公司营收构成



资料来源：iFind，国海证券研究所

近年来，公司一直在加大冲泡渠道的精耕细作：

1) 针对高能市场，扎实推进公司“成都模式”。公司“成都模式”的核心在于对高能城市的精细化深耕，以“经销商联合生意计划”为策略重点，以有效覆盖和服务所在城市的目标门店为牵引，通过优化布建经销商及终端服务商体系，将一些规模较小的经销商优化调整为经销商下设的分销商或终端服务商，同时调整利益机制，形成分工明确、目标一致、利益共享的渠道机制。

具体而言，“成都模式”主要针对一些大中型城市市场，即城市 TOP15% 门店，由主要经销商管理，通过门店品牌形象、产品 SKU 丰富和陈列资源全面投入等举措，强化单店产品，形成城市经营堡垒，打造品牌势能。针对后 15% 门店，通过各级分销商联动和有效赋能，依靠门店陈列的优势和阶段性市场投放，深挖门店潜力，有效推进动销。

2020 年，公司成立专项项目组，在 13 个重要城市推进成都模式策略的执行。据公司公告，实行成都模式的区域，其 2020 年 1-12 月冲泡产品公司端出库销售量及经销商端的分销量均同比上一年度增长了 25% 左右，效果显著。2023 年，在传统淡季中，公司按照“二八法则”，聚焦高产出的核心渠道及门店，通过优化经销商的合作模式、激励方案，提高了经销商联合经营的积极性。据公司公告，2023 年 3-6 月超过 70% 的冲泡经销商实现同比增长，增长经销商累计销售额同比增长 81.34%。

2) 针对下沉市县市场，拓展尝试公司“安徽模式”。公司“安徽模式”的核心在于充分挖掘下线市场的整箱销售及礼品销售的机会。2020 年，公司在全国挑选出 200 余个县及县级市，打造 5 万多个地堆，招聘逾万名的临时促销人员负责终端拦截。据公司公告，实行安徽模式的区域，2020 年 7 月至 2021 年 2 月的冲泡产品销售量同比增长 13% 左右，证明下线市场仍有较大的销售潜力和机会。据公司公告，2022 年公司共开发区县级经销商 131 家，实现对应区/县财年内销售额同比增长 5%。未来公司将稳步推进渠道下沉，提升费用投放效率，优化渠道管理建设工作。

图 45：公司下沉市场超市布局



资料来源：北京商报

在品牌宣传方面，公司强调回归原点，探索冲泡奶茶“暖”饮调性的品牌传播。在春节档的旺季中，公司围绕冲泡产品“暖”的价值意涵，以“暖暖香飘飘，秋冬少不了”为主题做市场推广，强化居家消费的温馨场景，突出公司产品与现调茶饮、其他休闲食品的价值差异点。通过“暖暖香飘飘”的品牌调性传播，从品牌传播端做了有益的新探索，收到了较为积极的反馈。

图 46: 公司品牌宣传广告



资料来源：公司公告

重视品牌年轻化，持续加大对新媒体以及线下推广的品牌投入。在品牌传播方面，公司挑选消费者喜好度较高的形式，如各大卫视硬广、综艺合作、国民游戏联合传播、小红书、抖音新媒体等，加强传播力度，建立消费者品牌喜好度和忠诚度；同时，公司通过 O2O 平台、短视频电商平台、校园等多种渠道，实现空中传播声量破百亿人次；此外，公司聚焦学生、蓝领以及小镇青年等群体，加大近场媒体的广告投放，积极开展校园推广、蓝领工厂、大篷车下乡等活动，并推进线上、线下的整合营销，助力公司产品销售。

图 47: “香飘飘 × 泸州老窖” 联名款“桃醉双拼”



资料来源：中国证券报

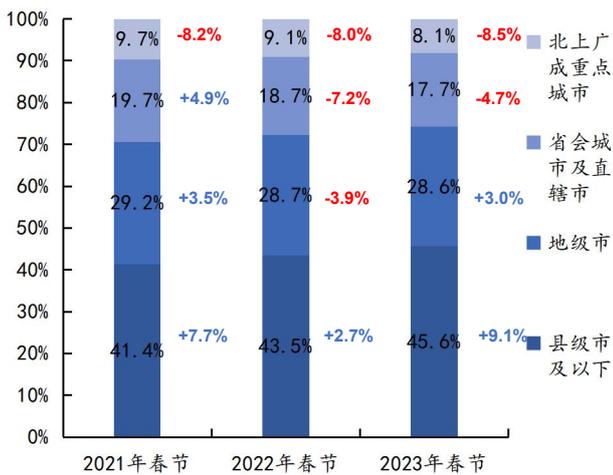
图 48: “香飘飘 × 盗墓笔记” 联名 IP 奶茶



资料来源：香飘飘微信公众号

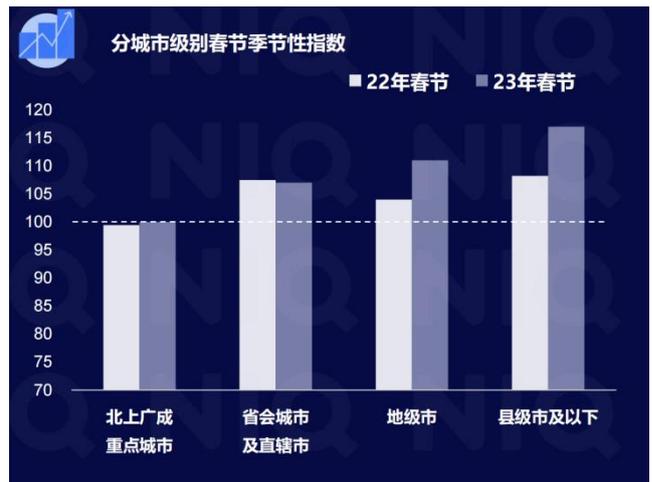
低线城市消费潜力释放，公司冲泡业务凭借相对下沉的网点布局有望受益。根据国家信息中心数据，2021年我国县域常住人口约7.6亿人，占全国人口总数的53.8%。根据商务部2021年发布的数据，县域乡镇和村两级消费市场占我国消费市场总体的38%。数字经济的发展和基础设置的普及推动了消费的下沉，同时消费企业积极开拓下沉市场，例如零食很忙&赵一鸣零食、塔斯汀、霸王茶姬、袁记云饺等。从需求侧来讲，根据国民经略，近几年主要的劳务输出大省如四川、湖北、陕西、江西等迎来明显的人口回流。根据黑蚁资本2022年《县域市场中青年消费需求趋势研究》显示，回流群体收入和消费水平相对更高，有助于推动当地消费增长。根据国家统计局，2024年一季度，全国农村居民人均消费支出5050元，实际增长9.2%，增速高出城镇居民消费1.5个百分点。根据尼尔森，2023年春节期间县级市及以下的消费份额的增长幅度明显好于北上广成等重点城市。根据携程，2024年五一假期期间，四线及以下城市旅游预订订单同比增长140%，县域市场酒店预订订单同比增长68%、景区门票订单同比增长151%，均跑赢全国大盘。根据麦肯锡预测，到2030年，中国超过66%的个人消费增长将来自下沉市场。我们认为，相较于其他消费品，香飘飘对下沉市场的网点布局和深耕更早，随着县乡消费活力的进一步释放，公司冲泡业务有望进一步受益。

图 49：2023 年春节分城市级别消费份额及增长



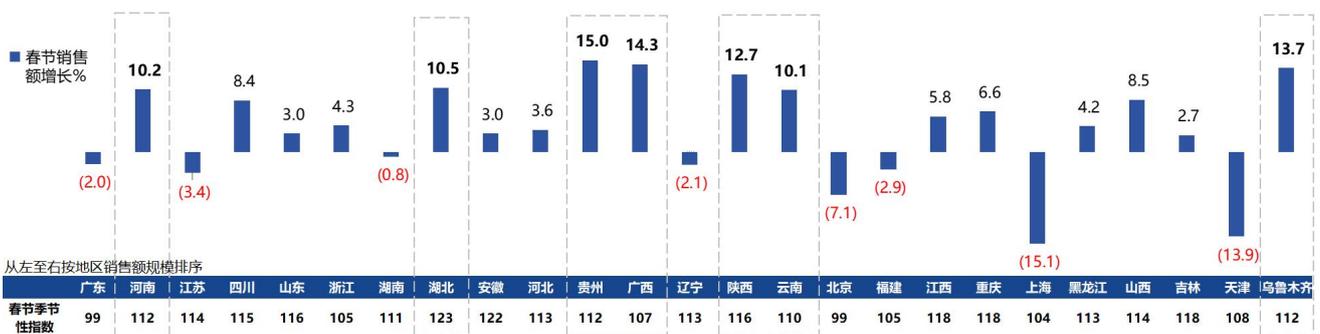
资料来源：《2023 年春节全国现代渠道报告暨 2024 年春节展望》尼尔森，国海证券研究所

图 50：2023 年份城市级别春节季节性指数



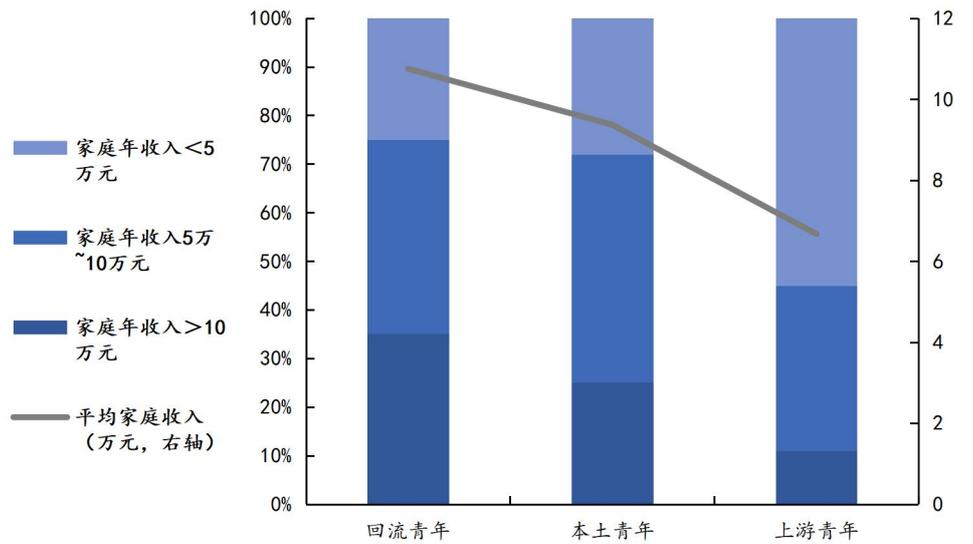
资料来源：《2023 年春节全国现代渠道报告暨 2024 年春节展望》尼尔森

图 51：2023 年春节期间北上广等发达地区春节销售遇冷，中西部地区销售增长领先



资料来源：《2023 年春节全国现代渠道报告暨 2024 年春节展望》尼尔森，国海证券研究所

图 52: 回流群体收入水平相对更高 (2022H1)



资料来源: 黑蚁资本 (总样本量 N=1613), 农业行业观察, 国海证券研究所

4.2、即饮业务何时可以盈利?

即饮产能主要投产期已过。截至 2023 年末, 公司共有 7 个主要工厂处于运行之中, 其中 3 个固体奶茶厂 (冲泡类), 4 个液体奶茶厂 (即饮类)。2016 年公司进军即饮市场, 并于 2016 年投资 2.61 亿元以新增湖州液体奶茶厂两条生产线, 引进液体奶茶自动化生产线, 丰富产品体系。随着消费理念与行业趋势的转变, 液体奶茶成为公司发展战略的重心之一。随后, 自 2018 年以来公司不断加大液体奶茶产能的资本投入, 产能迅速扩张, 随着 2021 年成都工厂投产, 公司已拥有湖州、天津、江门与成都四大主要液体奶茶厂。截至 2023 年底, 公司合计拥有产能 68.08 万吨, 其中固体奶茶 18.89 万吨, 液体奶茶 49.19 万吨, 上市以来液体奶茶产能投资金额总计预计约为 26.28 亿元。

表 10: 公司产能梳理

类别	工厂	生产线数量	设计产能	2023 年实际产能	投资金额	投产时间
固体奶茶	湖州工厂		9.31 万吨	6.66 万吨		2019 年完成自动线改造及传统线提速
	成都工厂		6.15 万吨	4.62 万吨		
	天津工厂		3.43 万吨	1.86 万吨		
液体奶茶	湖州工厂	3 条	17.88 万吨	6.31 万吨	5.93 亿元	2017 年一期 10.36 万吨投产 2018.07 扩建的第 3 条产线投产
	天津工厂	2 条	11.02 万吨	2.56 万吨	7.24 亿元	2019 年
	江门工厂	2 条	10.78 万吨	2.95 万吨	5.23 亿元	2019 年
	成都工厂	5 条	9.51 万吨	1.80 万吨	7.88 亿元	2021 年

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

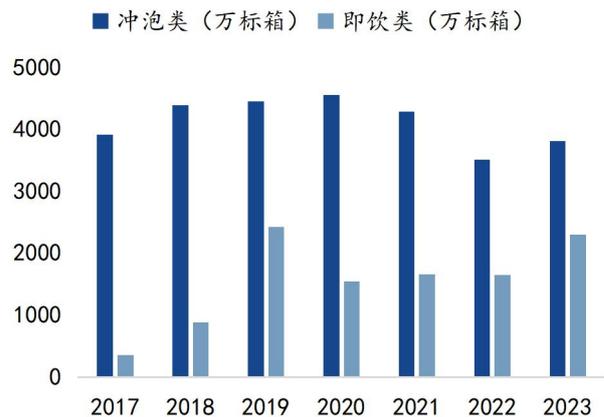
疫情期间供需两端受损，即饮产能大量盈余。2017-2021 年公司即饮产能快速扩充，然而公司即饮大单品培育的并不扎实，Meco 果汁茶在 2019 年销售达到近 10 亿元峰值后，在 2020 年叠加疫情冲击，销售下滑明显，另一方面，疫情反复增加了公司复工复产的难度，供需端共同作用下公司即饮产线大量闲置，2022 年公司冲泡类产能利用率小幅下滑至 65.59%，而即饮类产能利用率仅为 20.02%。2023 年冲泡类产能利用率修复至 69.56%，即饮类产能利用率提升至 27.69%。

图 53: 2017-2023 年公司各品类生产量



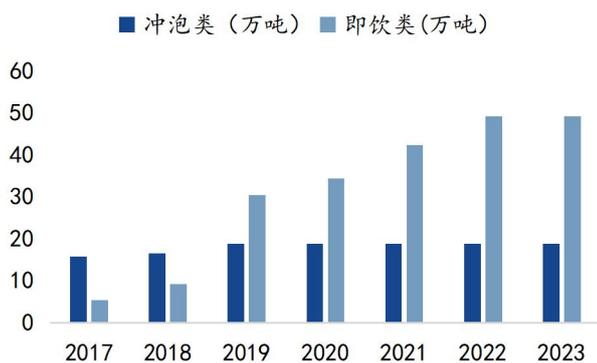
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 54: 2017-2023 年公司各品类销量



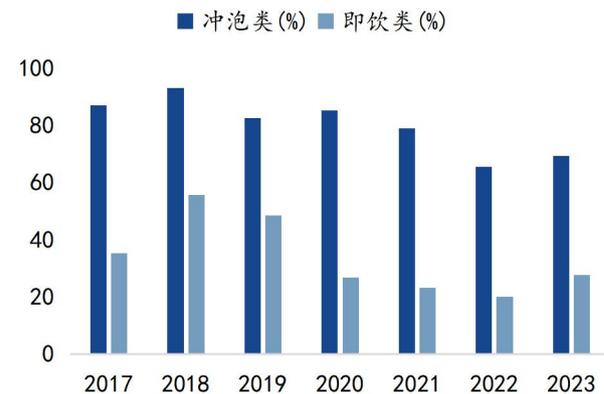
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 55: 2017-2023 年公司产能变化



资料来源：公司公告，国海证券研究所

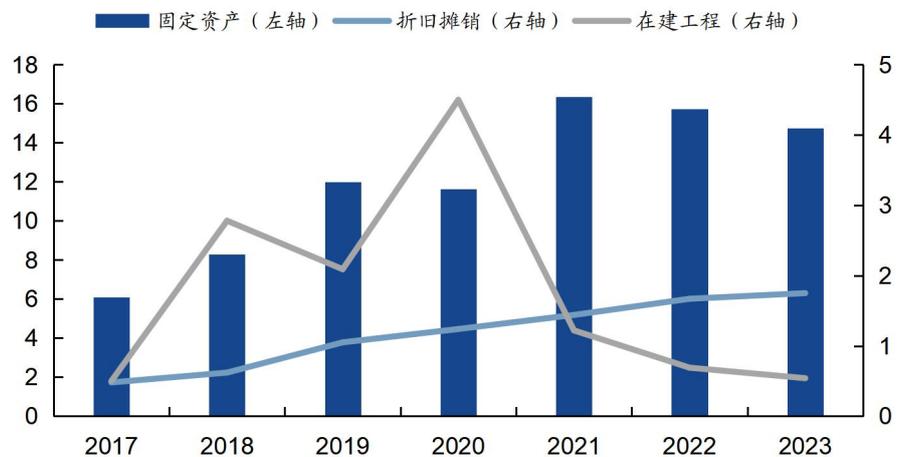
图 56: 2017-2023 年公司产能利用率变化



资料来源：公司公告，国海证券研究所

产能折旧大幅增加，经济效益释放缓慢。2017-2021 年公司即饮类闲置产能大幅增加，折旧费用提升对利润形成拖累。2016 年开始建设的“年产 10.36 万吨液体奶茶建设项目”完成后，公司新增固定资产 2.3 亿元，每年新增固定资产折旧 0.17 亿元；2017 年底开始建设“年产 16.8 万吨无菌灌装液体奶茶建设项目”，完成后，公司每年新增固定资产折旧 0.32 亿元；2019 年为“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”募集 8.6 亿元，在项目实施过程中及完成后，公司新增折旧和摊销费用较过去亦有较大幅度提高。从整体来看，2017-2021 年公司固定资产从 6.1 亿元增加至 16.4 亿元，对应每年计提折旧费用从 0.5 亿元增加至约 1.4 亿元。但 2023 年公司在建工程已降低至 0.54 亿元，我们认为公司本轮即饮产能扩建已接近尾声，短期内将以产能消化为主，利润弹性有望释放。

图 57：2017-2023 年公司固定资产及对应折旧摊销（亿元）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

考虑到本轮即饮产能扩建基本完成，新一轮业绩增长正在启动，我们对即饮业务的盈亏平衡点进行了测算，核心逻辑为：当收入增长带来的边际毛利大于即饮业务产生的运营费用时可实现盈利。测算的具体假设如下：

◆ 成本及毛利率：

(1) 固定成本——制造费用：本轮即饮产能投放接近尾声，公司当前在建项目较少，预计制造费用将趋于稳定，我们同时参考公司冲泡类制造费用及 2019 年非疫情时期数据。一方面，公司冲泡类盈利维持良性，2020-2023 年制造费用维持在 0.6-0.7 亿元左右，2019 年正常年份为 0.9 亿元。另一方面，2020-2023 年即饮类制造费用分别为 1.83/1.07/1.37/1.61 亿元，2019 年为 1.01 亿元。考虑到 2020 年受产能投放节奏及销量下滑影响较大，我们取 2021-2023 年均值作为后续制造费用，即 1.35 亿元。基于即饮扩充的实际情况，1.35 亿元略高于即饮类及冲泡类 2019 年数据，具备假设合理性。

(2) 可变成本：包括原材料成本及人工成本，我们取各项成本 2021-2023 年收入占比的平均值，即 55.96%/4.66%。

(3) 毛利率：根据可变成本，我们计算营收增长的边际毛利率为(1-55.96%-4.66%)，即 39.38%。

表 11：2018-2023 年即饮类、冲泡类各项成本占收入比重

	冲泡类							即饮类						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	近3年平均	2018	2019	2020	2021	2022	2023	近3年平均
原材料	48.7%	32.2%	47.0%	47.8%	46.9%	48.6%	47.8%	60.4%	54.8%	44.6%	59.9%	55.2%	52.8%	56.0%
人工	5.4%	3.7%	5.9%	6.6%	5.9%	5.3%	5.9%	3.6%	4.3%	4.3%	4.5%	5.5%	4.0%	4.7%
制造费用	3.3%	2.5%	2.2%	2.2%	2.6%	2.9%	2.6%	8.4%	10.0%	27.9%	16.6%	21.5%	17.9%	18.7%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

- ◆ **运营费用**：主要考虑影响较大的销售费用、管理费用，考虑到公司近年来即饮类频繁推新，我们同时将研发费用考虑在内。我们取销售费用率/管理费用率/研发费用率 2021-2023 年的平均值为假设值，即 21.00%/6.75%/0.87%，合计整体费用率约为 28.62%。

表 12：2018-2023 年公司各项费用占收入比重

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	近3年均值
销售费用率	24.61%	24.31%	18.98%	21.34%	17.93%	23.73%	21.00%
管理费用率	4.27%	6.16%	6.41%	7.41%	8.26%	6.28%	6.75%
研发费用率	0.27%	0.78%	0.62%	0.81%	0.90%	0.90%	0.87%

资料来源：iFind，国海证券研究所

- ◆ 据测算，公司即饮业务收入达 16-18 亿元以上时有望实现盈利。

表 13：即饮类盈亏平衡收入测算，盈亏平衡收入区间约为 16-18 亿元

		边际毛利率						
		38.0%	38.5%	39.0%	39.4%	40.0%	40.5%	41.0%
运营费用率	26.5%	15.47	15.13	14.81	14.59	14.26	14.01	13.77
	27.0%	15.84	15.47	15.13	14.89	14.52	14.26	14.01
	27.5%	16.25	15.84	15.47	15.21	14.81	14.52	14.26
	28.0%	16.70	16.25	15.84	15.56	15.13	14.81	14.52
	28.6%	17.32	16.81	16.35	16.03	15.56	15.21	14.89
	29.0%	17.75	17.20	16.70	16.35	15.84	15.47	15.13
	29.5%	18.36	17.75	17.20	16.81	16.25	15.84	15.47
	30.0%	19.06	18.36	17.75	17.32	16.70	16.25	15.84
	30.5%	19.84	19.06	18.36	17.89	17.20	16.70	16.25

资料来源：公司公告，iFind，国海证券研究所

5、盈利预测与评级

2019 年公司即饮业务在大单品带动下实现高增，驱动当年整体营业收入增长 22.36%，2020-2022 年，由于各地疫情反复，即饮及礼赠消费场景受损，公司即饮类和冲泡类面临双重压力，收入呈现负增长。2023 年冲泡业务实现接近双位数的修复性增长，产品端公司围绕“健康化”及“泛冲泡”两大路线持续推出新品，落实“渠道下沉”策略，打造高势能终端。即饮业务，销售团队开始独立运作，围绕 Meco 果汁茶、兰芳园冻柠茶两款核心产品，积极开展核心渠道铺货、生动化陈列、终端冰冻化等，实现了冰冻化终端门店数量进一步提升。展望后续，公司将在新管理团队的带领下，继续坚持奶茶及饮料“双轮驱动”战略，在稳定开拓固体冲泡奶茶市场的同时，大力拓展即饮饮料市场，有望实现公司持续、健康、稳定的发展。

分品类看：1) **冲泡：**我们预计 2024-2026 年公司冲泡业务实现稳步增长，分别同比+8%/+4%/+3%，即 2025 年冲泡销售重回历史较高水平；2) **即饮：**即饮类作为公司第二增长极，当前产能充足，公司聚焦核心大单品，即 Meco 果汁茶+冻柠茶，同时积极培育牛乳茶等新品，我们认为经过一年的培育，公司新的即饮销售团队的打法将更加体系，有望在新领导的带领下实现较高增速，因此我们预计 2024-2026 年即饮类分别实现+45%/+27%/+24%增长。

根据假设，公司 2024/2025/2026 年预计实现营业收入 42.49/47.22/52.16 亿元，同比+17%/+11%/+10%；预计实现归母净利润 3.58/4.61/5.26 亿元，同比+28%/+29%/+14%，对应 PE 分别为 17/13/12x。目前公司冲泡基本盘稳固，第二增长曲线即饮板块已经起势，形成“冲泡+即饮”双轮驱动。此外，公司重视激励，彰显未来发展信心。公司即饮业务持续放量，该业务未来盈利拐点可期，因此我们将公司上调至“买入”评级。

表 14：公司业务分析

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3978.00	3760.85	3466.26	3127.82	3625.12	4249.35	4722.42	5215.86
营业收入 YOY	22.36%	-5.46%	-7.83%	-9.76%	15.90%	17.22%	11.13%	10.45%
营业成本(百万元)	2339.06	2399.42	2301.60	2070.62	2264.61	2620.58	2855.65	3127.95
毛利率	41.20%	36.20%	33.60%	33.80%	37.53%	38.33%	39.53%	40.03%
分品类								
冲泡行业收入(百万元)	2935.78	3067.19	2776.05	2455.45	2685.52	2900.36	3016.38	3106.87
YOY	4.69%	4.48%	-9.49%	-11.55%	9.37%	8%	4%	3%
即饮行业收入(百万元)	1004.80	656.89	642.89	638.45	901.23	1306.78	1659.62	2057.92
YOY	139.73%	-34.62%	-2.13%	-0.69%	41.16%	45%	27%	24%
其他收入(百万元)	36.27	35.44	47.32	33.92	38.37	42.21	46.43	51.07
YOY	31.32%	-2.29%	33.52%	-28.32%	13.12%	10%	10%	10%

资料来源：Wind，国海证券研究所

6、风险提示

- 1) **新品推广不及预期:** 公司具备较强的新品推广经验, 2023年在充分的市场调研基础上推出较多新品, 但疫后消费者偏好出现诸多变化, 对消费品的综合竞争力提出更高要求, 若市场竞争激烈, 且公司推出的新品没有迎合消费者需求, 有一定新品销售推广不及预期的风险;
- 2) **冲泡业务恢复不及预期:** 公司冲泡业务恢复与礼赠场景复苏进度密切相关, 若礼赠场景复苏不及预期, 将影响冲泡业务表现;
- 3) **原材料价格超预期上行:** 成本端变化具有一定的不确定性, 若主要原材料价格上涨, 将对公司盈利端造成压力;
- 4) **行业竞争加剧:** 我国饮料行业处于增长阶段, 市场的繁荣必然会带来竞争, 若行业竞争加剧, 有可能对公司销售端形成压力;
- 5) **食品安全问题等:** 食品安全是全行业共同面临的问题。

附表：香飘飘盈利预测表

证券代码:	603711				股价:	14.84		投资评级:	买入(上调)		日期:	2024/06/17	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	8%	10%	12%	13%	EPS	0.68	0.87	1.12	1.28				
毛利率	38%	38%	40%	40%	BVPS	8.15	8.59	9.15	9.79				
期间费率	28%	28%	28%	28%	估值								
销售净利率	8%	8%	10%	10%	P/E	25.21	17.01	13.22	11.60				
成长能力					P/B	2.10	1.73	1.62	1.52				
收入增长率	16%	17%	11%	10%	P/S	1.94	1.43	1.29	1.17				
利润增长率	31%	28%	29%	14%									
营运能力					利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.69	0.74	0.78	0.80	营业收入	3625	4249	4722	5216				
应收账款周转率	62.79	77.42	60.18	76.66	营业成本	2265	2621	2856	3128				
存货周转率	22.39	21.33	22.15	22.37	营业税金及附加	30	37	41	45				
偿债能力					销售费用	860	960	1053	1163				
资产负债率	36%	38%	38%	38%	管理费用	228	255	274	313				
流动比	1.83	1.75	1.76	1.78	财务费用	-64	-12	-14	-17				
速动比	1.69	1.58	1.61	1.63	其他费用/(-收入)	33	34	38	42				
资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	343	443	567	638				
现金及现金等价物	2943	3219	3494	3844	营业外净收支	-2	6	10	17				
应收款项	58	55	78	68	利润总额	341	449	577	655				
存货净额	162	199	213	233	所得税费用	62	91	116	130				
其他流动资产	113	165	150	167	净利润	280	358	461	525				
流动资产合计	3275	3638	3936	4312	少数股东损益	-1	0	-1	-1				
固定资产	1476	1537	1587	1627	归属于母公司净利润	280	358	461	526				
在建工程	54	52	51	49	现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	396	436	453	471	经营活动现金流	383	672	698	800				
长期股权投资	34	48	63	79	净利润	280	358	461	526				
资产总计	5235	5711	6089	6538	少数股东损益	-1	0	-1	-1				
短期借款	1007	1087	1167	1248	折旧摊销	188	170	177	187				
应付款项	414	531	558	623	公允价值变动	-6	0	0	0				
合同负债	168	196	221	237	营运资金变动	-86	130	45	79				
其他流动负债	197	269	285	309	投资活动现金流	-138	-254	-227	-219				
流动负债合计	1786	2083	2231	2417	资本支出	-65	-233	-212	-208				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-91	-39	-34	-32				
其他长期负债	98	98	98	98	其他	18	19	19	21				
长期负债合计	98	98	98	98	筹资活动现金流	-18	-141	-196	-230				
负债合计	1884	2181	2329	2515	债务融资	0	80	80	81				
股本	411	411	411	411	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	3351	3530	3760	4022	其它	-18	-221	-276	-311				
负债和股东权益总计	5235	5711	6089	6538	现金净增加额	230	276	275	350				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。