

香飘飘 (603711)

杯饮天地新，香飘飘知行路
增持 (首次)

2024年08月07日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3128	3625	4106	4685	5320
同比 (%)	(9.76)	15.90	13.27	14.09	13.56
归母净利润 (百万元)	213.90	280.30	334.42	420.22	511.34
同比 (%)	(3.89)	31.04	19.31	25.66	21.68
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.52	0.68	0.81	1.02	1.24
P/E (现价&最新摊薄)	22.83	17.42	14.60	11.62	9.55

股价走势



投资要点

■ **稳居冲泡奶茶龙头，谋突破构建双轮驱动，协同性的发挥决定空间。** 公司为中国杯装奶茶领域开拓者，连续 12 年杯装冲泡奶茶市场份额第一，市占率 60%+。为弥补传统冲泡业务的季节性缺陷，公司于 2017 年推出“Meco”牛乳茶及“兰芳园”丝袜奶茶进入即饮赛道，2018 年推出“Meco”果汁茶，正式提出“冲泡+即饮”双轮驱动战略。2023 年公司实现营收 36.3 亿元，同比+16%，冲泡/即饮收入 26.9/9 亿元。

■ **杯装奶茶品类开创者，通过产品升级、渠道下沉打开量价空间。** 受现制茶饮外卖普及以及疫情冲击，近年来公司冲泡业务收入增速放缓，当前冲泡板块运作思路因时而进：1 则顺应健康化趋势推出“如鲜”系列，力争打造冲泡业务中的第二增长曲线；2 则挖掘、渗透县乡镇级市场，加强渠道精耕。我们认为，公司作为冲泡奶茶领导者已具有一定品牌认知，伴随健康化&轻负担新品推出、渠道开拓与下沉持续推进、创新性品牌营销动作落地，未来冲泡有望实现稳定增长。

■ **Meco 果茶精准捕捉消费机遇，初步验证公司爆品打造实力。** 近年来即饮消费需求呈现多元化、差异化趋势，“果汁+茶”果茶新品类“崭露头角”应时而生。2) 公司层面：基于市场洞察于 2018 年率先推出 Meco 占领即饮果汁茶细分品类，配合高渠道利润加强推力，重点布局校园渠道，选取当红代言人、线上 KOL 意见领袖推广，迅速占领年轻消费群体心智。2019 年收入体量达 8.7 亿元，后因外部环境及公司运作思路尚未完全理清，收入回落但仍有规模沉淀。我们认为 Meco 果茶在产品品质/包装、年轻化营销、校园渠道推广等多方面均有经验积累，为即饮业务长期发展提供借鉴。

■ **冻柠茶等新品进一步丰富即饮产品矩阵，助力渠道开拓，即饮品类之间的协同性是即饮能走多远的关键。** 公司确立以即饮打造第二增长曲线，23 年组建独立即饮销售团队，独立运作冻柠茶、与全品团队协同运作 Meco 果茶，通过样板市场打造，逐步探索可复制成功模式并总结优化，进而向全国范围铺开。当前即饮战略方向已理顺，Meco 如鲜果茶定位茶饮店之外第二选择，兰芳园冻柠茶定位冰爽健康饮料，品质已得到消费者认可，通过精细化运营（如冰柜投放、货架生动化陈列、高频次终端拜访等）加强校园、CVS 等原点渠道精耕，同时亦筹划借助渠道多元化拓展（如餐饮、特渠等渠道打磨），有序推动产品放量。当前即饮业务产能利用率处低位（即饮 28%VS 冲泡 70%），规模效应尚待体现，2023 年即饮业务达 9 亿元，预计 2026 年突破 18 亿元可实现盈亏平衡。

■ **首次引入外部职业经理人，助推管理水平提升。** 2023 年末公司向职业经理人体系迈出重大一步，聘任杨冬云为新任总经理。杨总曾在知名快消公司担任高管，曾一手将白象大骨面打造成超级爆款，对消费品的发展趋势和企业的经营管理有深刻的理解，与公司有较高契合度，其加入有望进一步提升公司在组织管理方面能力。

■ **盈利预测与投资评级：** 我们预计 2024-2026 年归母净利润 3.3/4.2/5.1 亿元，分别同比+19%、26%、22%，对应 PE 分别为 15/12/10 倍，结合分部估值，在冲泡业务稳定情况下，低估明显，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：** 即饮业务拓展不及预期风险、饮料行业竞争加剧风险等。

市场数据

收盘价(元)	11.89
一年最低/最高价	10.42/21.13
市净率(倍)	1.44
流通 A 股市值(百万元)	4,883.77
总市值(百万元)	4,883.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.23
资产负债率(% ,LF)	27.23
总股本(百万股)	410.75
流通 A 股(百万股)	410.75

相关研究

《香飘飘(603711): 冲泡+液体奶茶带动 Q2 增长，期待 20H2 持续改善》
2020-08-24

《香飘飘(603711): 果汁茶放量带动 19 增长，20 年调整为主动期待再次腾飞》
2020-04-27

内容目录

1. 前言	5
2. 杯装奶茶龙头，打造即饮第二增长曲线	6
2.1. 首创杯装奶茶品类，谋突破构建双轮驱动	6
2.2. 股权集中，引入职业经理人优化治理结构	8
3. 冲泡基本盘稳定，“下沉+升级”打开量价空间	10
3.1. 行业格局稳定，健康化和即饮化趋势明显	10
3.2. 缘何成就“杯装奶茶=香飘飘”？	11
3.3. 空间：奶茶基本盘较稳，未来持续推新和渠道下沉	13
4. 坚定即饮第二增长曲线，单品有序培育进行时	20
4.1. 市场规模超千亿，细分品类持续涌现	20
4.2. Meco 果茶战略方向理清，期待增长势能显现	23
4.3. 冻柠茶复制果茶经验，单品潜力有序释放	28
4.4. 盈亏平衡点测算	32
5. 盈利预测与估值	33
6. 风险提示	36

图表目录

图 1: 公司分业务营收.....	6
图 2: 公司发展历程.....	7
图 3: 公司产品矩阵.....	7
图 4: 公司股权结构 (截至 24 年一季报)	8
图 5: 奶茶行业发展变迁.....	10
图 6: 冲泡奶茶市场规模发展.....	11
图 7: 2020 年冲泡奶茶市场竞争格局.....	11
图 8: 公司冲泡奶茶产品特点.....	11
图 9: 公司从校园杂货店逐步铺开.....	12
图 10: 公司冲泡业务营收情况.....	13
图 11: 杯装冲泡奶茶与现制茶饮规模对比.....	14
图 12: 杯装冲泡奶茶与现制茶饮价格对比.....	14
图 13: 2023 年新品“如鲜”手作燕麦奶茶.....	16
图 14: 公司新品研发流程.....	16
图 15: 2023 年分区域收入占比.....	17
图 16: 2023 年分区域经销数量及单商均收.....	17
图 17: 公司在大媒介加强推广.....	18
图 18: 即饮茶饮料分类.....	20
图 19: 即饮茶发展历程.....	20
图 20: 近年来中国即饮茶市场规模及同比增速.....	21
图 21: 各国软饮料及子品类市场规模增速.....	21
图 22: 中国即饮茶量价增速拆分.....	22
图 23: 2023 年饮料占比及增速分布情况.....	22
图 24: 2023 年中国即饮茶竞争格局 (RSP 口径)	22
图 25: 公司 Meco 果汁茶产品特性.....	24
图 26: Meco 果汁茶历年收入情况 (亿元)	24
图 27: 武汉 Meco 快闪活动.....	24
图 28: 小红书平台博主测评发文进行种草.....	25
图 29: 武汉 Meco 快闪活动新媒体平台品销合一.....	25
图 30: 杯装果茶、现制茶饮与即饮茶规模对比.....	26
图 31: 公司多维度打造茶饮店之外的第二选择.....	26
图 32: 2022 年新茶饮受欢迎程度 (%)	26
图 33: Meco 果茶果汁含量对比其他饮料明显偏高.....	26
图 34: 即饮产品渠道利润率对比.....	27
图 35: Meco 果茶推出礼赠包装拓展礼赠市场.....	28
图 36: 横向对比公司销售人员效率仍有待提升.....	28
图 37: 即饮柠檬茶主要品牌.....	29
图 38: 兰芳园冻柠茶顺应低糖趋势.....	29
图 39: 公司冻柠茶收入 (亿元)	29
图 40: 公司线上线下加大品牌营销.....	31
图 41: 兰芳园 KOL 投放优化, 为内容种草提效	31
图 42: 分业务收入拆分 (亿元)	32
图 43: 分业务毛利率及产能利用率情况.....	32

表 1: 公司管理层情况.....	8
表 2: 公司两轮股权激励情况.....	9
表 3: 公司早期线上广告投放梳理.....	12
表 4: 公司主要冲泡产品情况.....	16
表 5: 公司各层级渠道模式情况.....	17
表 6: 公司广告语及代言人变化.....	18
表 7: 公司主要即饮产品情况.....	23
表 8: 公司即饮业务渠道建设情况.....	31
表 9: 即饮业务盈亏平衡点测算 (标红为核心假设)	33
表 10: 香飘飘主要业务收入拆分预测 (百万元)	34
表 11: 可比公司估值表.....	34
表 12: 可比公司估值表.....	35

1. 前言

香飘飘为杯装冲泡奶茶龙头，2012年以来市场份额持续第一，市占率保持60%+。2017年起，为缓解公司经营季节性波动过于突出、产品过于单一问题，公司正式布局即饮赛道，打造“冲泡+即饮”双轮驱动战略，2018年推出Meco果汁茶，上市仅一年便销售近十亿，但受外部因素扰动、公司战略方向尚未完全理清等因素影响，短期爆量之后收入回落，一定程度引起市场对整体即饮业务成长性的担忧。本篇报告旨在重点梳理并思考：

1) 基本盘冲泡奶茶未来量价挖潜空间

香飘飘冲泡奶茶过去已成功完成消费者心智占领，未来量价增长空间在于：**1) 产品端**：积极创新，包括打造“原叶现泡”新品，预计24年9月上市，更契合当下年轻消费群体健康、轻负担需求，老品亦在考虑适度优化。**2) 渠道端**：新品推广辅以较高的渠道利润，将持续精耕休闲场景，并逐步拓展如早餐等刚需场景。**3) 营销端**：逐步探索事件/活动关联、UP主种草等新型内容营销方式，吸引更多年轻消费群体。

2) 即饮爆品Meco果茶的成功及回落原因及未来即饮业务发展可能空间

我们认为，过去Meco果茶成功原因1则在于其推出时点契合彼时差异化消费需求，且杯装果茶品类仍处于空白；2则在于其产品品质有保证，借助当红明星代言、热播电视剧赞助等方式进一步加强占领年轻消费者心智。新总裁上任后，经过24年上半年摸索，目前公司已基本理顺即饮业务差异化发展道路：**1) 产品端**：目前以Meco果茶、冻柠茶为主打单品，分别定位茶饮店之外第二选择、冰爽健康饮料，实现差异化产品定位。**2) 渠道端**：由于冲泡与即饮在产品属性、渠道与消费群体定位有所不同，并且现有业务员与经销商难以兼顾即饮业务拓展，一定程度对即饮业务发展有所掣肘。2023年公司组建独立即饮销售团队，专注运营即饮业务板块，挑选北上广深等一线城市作为样板市场，探索可复制成功模式并总结优化。公司通过加大冰冻化投入、业务人员高频次拜访终端等方式，持续精耕细作校园、CVS等原点渠道，并逐步探索餐饮/流通等渠道。目前公司即饮果茶终端网点约为30万家，参考元气森林约100万家终端网点，Meco果茶网点数量扩张与单点卖力仍有提升空间，渠道张力预计逐步释放。

特别值得提示的是，我们认为即饮的协同性是未来即饮能走多远的关键。

3) 即饮业务盈亏平衡何时能够达到

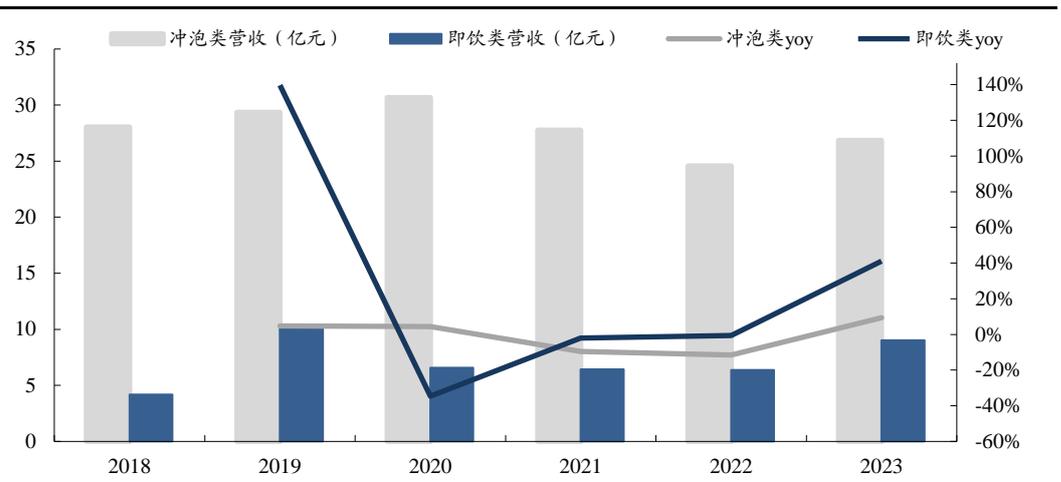
2023年即饮类业务毛利率为18.41%，远低于整体毛利率，主系收入体量较小，仍处前期投入阶段，未来伴随产能利用率（目前液体奶茶自有产线的产能利用率不足30%）提升，折旧摊销成本摊薄，**预计2026年待即饮收入突破18亿元，即可实现扭亏为盈。**

2. 杯装奶茶龙头，打造即饮第二增长曲线

2.1. 首创杯装奶茶品类，谋突破构建双轮驱动

公司为中国杯装奶茶开拓者，稳居冲泡奶茶龙头。香飘飘成立于 2005 年，在国内率先推出杯装冲泡奶茶产品，2008 年销售额突破 10 亿大关，确立中国杯装奶茶领导者地位，多年深耕冲泡奶茶下，成功建立“品牌即品类”的强关联，2012 年至 2023 年连续 12 年杯装冲泡奶茶市场份额保持第一。

图1：公司分业务营收



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

主动求变探索即饮品类，打造第二增长曲线。为缓解公司经营季节性风险、产品结构单一问题，2017年起，公司正式布局即饮赛道，陆续推出兰芳园与Meco牛乳茶、Meco果汁茶、轻奶茶与港式牛乳茶、港式柠檬茶、乳酸菌风味果茶等产品，但囿于公司即饮运作经验相对不足、市场竞争激烈等因素，除Meco果汁茶和冻柠茶外，其余即饮产品尚未明显起量。

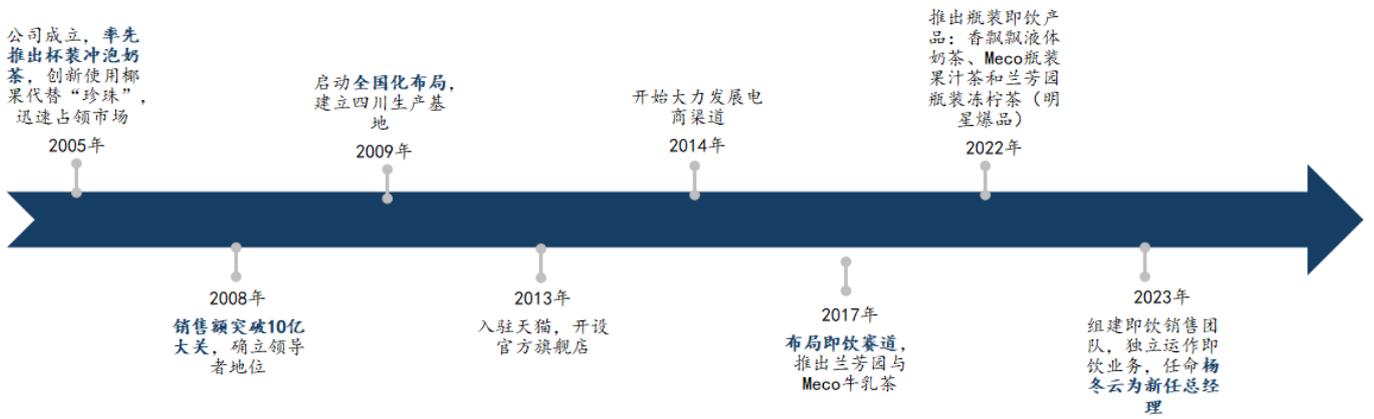
双轮驱动战略强化，二次创业进行时。2023年以来，公司通过产品创新突破、渠道布局及治理结构优化，持续推进冲泡+即饮双轮驱动战略，目前公司旗下有香飘飘、Meco、兰芳园三大品牌，分别专注于杯装奶茶、新派茶饮、港式奶茶。

- 1) **产品创新与升级并举：**冲泡产品方面，为推动冲泡产品的健康化升级，2023年公司推出多款健康化新品，如手作燕麦奶茶、手作燕麦拿铁咖啡等，满足消费者的健康化需求。即饮方面，2023年推出瓶装牛乳茶、兰芳园冻柠茶，其冻柠茶凭借正宗港味契合消费者口味，收获良好销售表现，2023年全年同比增长360.9%，与MECO杯装果茶形成双旗舰品牌，进一步推动即饮业务发展。
- 2) **团队调整：**2023年公司组建即饮销售团队，在部分省份和城市区分于原有冲

泡团队，独立运作即饮业务，提升销售团队专注力。2023 年末公司任命杨冬云为新总经理，杨总消费品行业经验丰富，上任后迅速摸清情况并指导即饮工作，终端网点覆盖、费用投入等方面动作持续，有望推动管理效率提升。

- 3) **渠道建设**：①冲泡业务渠道下沉：规划并锁定重点区县进行分级管理，实现对重点市场、高潜门店高覆盖及高产出，全面推进高势能门店建设；有效落实抢占终端行动、优质样板店建设、礼品装堆箱陈列等渠道策略。②即饮业务发力校园及校园周边、CVS便利系统等原点渠道，持续探索餐饮渠道、零食渠道等新渠道通过终端铺货、生动化陈列、终端冰冻化等加强终端网点建设。

图2: 公司发展历程



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图3: 公司产品矩阵

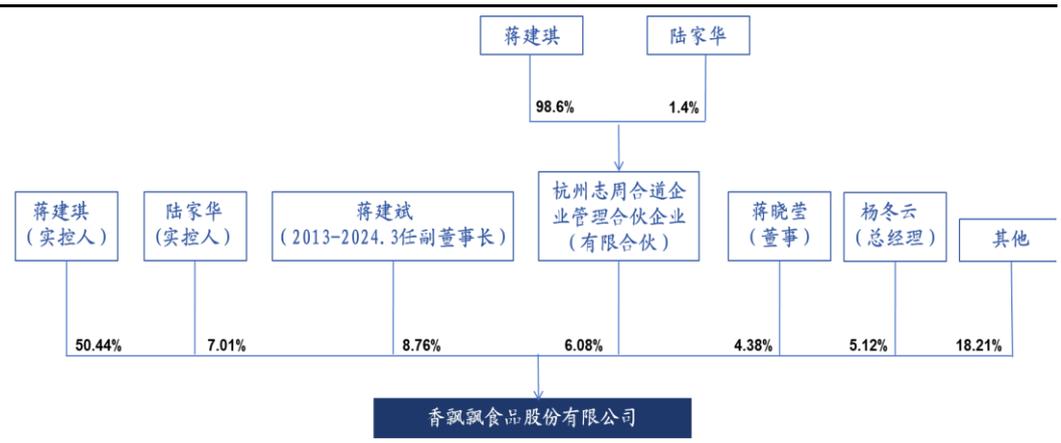


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.2. 股权集中，引入职业经理人优化治理结构

家族企业持股集中且稳定，引入外部职业经理人优化公司治理。公司实际控制人为蒋建琪和陆家华，两人系夫妻关系，合计直接持股 57.45%，蒋建琪、陆家华、蒋晓莹及杭州志周合道为一致行动人，合计持股 67.91%。2023 年末公司公告聘任杨冬云为新任总经理，首次引入职业经理人制度，有利于提升公司管理精细度。董事长蒋建琪以每股 13.43 元的价格将持有的 2053.72 万股股份（占比 5%）转让给新任总裁杨冬云，将职业经理人利益与公司利益深切绑定，以更好激发其主观积极性。

图4：公司股权结构（截至 24 年一季报）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

新总裁经验丰富，主要负责公司经营管理工作。杨总曾在宝洁任职，先后担任项目经理、大区域经理、品类总监，后在多家企业担任职业经理人，包括白象食品执行总裁、健康元药业总裁，在白象食品集团担任执行总裁期间，一手将白象大骨面打造成超级爆款，对消费品的发展趋势和企业的经营管理有深刻的理解，与公司有较高的契合度。从分工看，杨总主要负责公司经营管理工作，董事长蒋总倾注更多精力在公司总体战略规划及核心产品的研发创新。新总裁加入有望进一步提升公司在组织管理方面的能力，推进各项策略更加有效地落实。

表1：公司管理层情况

姓名	职位	持股比例	个人履历
蒋建琪	董事长,董事	50%	曾任职于上海铁路局，1999 年 12 月创立湖州老顽童食品工业有限公司，1999 年 12 月至 2008 年 12 月任湖州老顽童食品工业有限公司执行董事、经理；2007 年 3 月创立湖州永辉食品工业有限公司，2007 年 3 月至 2009 年 6 月任湖州永辉食品工业有限公司董事长；2005 年 8 月创立香飘飘食品有限公司，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 月任香飘飘食品有限公司董事长兼总经理；2013 年 6 月至今任香飘飘董事长兼总经理，政协第七届湖州市委员会委员；2016 年 2 月至今任老娘舅董事。
蒋建斌	/	9%	1999 年 12 月至 2005 年 8 月任湖州老顽童食品工业有限公司副经理；2007 年 3 月至 2009 年 6 月任湖州永辉食品工业有限公司总经理；2005 年 8 月至 2013 年 1 月任香飘飘食品股份有限公司副经理，2013 年 2 月至 2013 年 6 月任香飘飘食品股份有限公司董事、副董事长。2013 年 6 月至 2024 年 3 月任香飘飘食品股份有限公司副董事长。
邹勇坚	董事，董事会秘书	-	曾任职于国美电器有限公司审计主管、农夫山泉股份有限公司华北区财务经理、顾家家居股份有限公司财务管理副总监。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。

杨静	董事, 副总经理	-	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月担任香飘飘食品股份有限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月至今任香飘飘食品股份有限公司董事。
陆家华	董事	7%	曾任职于湖州南洋供销社, 2000年12月至2010年5月任职于浙江华圣医药有限公司; 2009年3月至2011年1月任湖州蜜谷甜品有限公司执行董事、经理; 2010年10月至2011年11月任湖州老顽童食品工业有限公司执行董事、经理; 2010年12月至今任湖州嘉辉置业有限公司监事; 2013年2月至今任香飘飘食品股份有限公司董事。
蒋晓莹	董事	4%	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月担任香飘飘食品股份有限公司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股份有限公司董事。
杨冬云	总经理	5%	曾历任广州宝洁公司项目经理、大区域经理、品类总监; 黛安芬集团中国区副总经理、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。

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所 (截至 2024 年一季度)

新一轮股权激励 23 年目标顺利达成, 高管增持彰显发展信心。2018 年公司首次推出股权激励计划, 覆盖高管及核心骨干等共 66 人, 覆盖对象有效性高、激励强度大且解锁收入利润要求较高, 意在激励核心人员做出更多贡献。但 20 年以来受外部环境影响, 激励考核收入利润目标未达成。23 年 4 月公司推出新一轮股权激励计划, 本次激励对象覆盖董事、高管及核心技术(业务)人员共 39 人, 对比上一轮更为集中。考核目标方面, 以 22 年营收为基准, 要求 23-25 年营收增速分别不低于 15%/35%/50%, 23 年营收目标已经顺利达成, 激发公司核心管理层及业务骨干干劲。2024 年 2 月公司 4 位董事、高管拟在 6 个月内以集中竞价方式增持公司股份, 总金额为 2000-3000 万元, 目前增持计划已实施完毕, 杨冬云、杨静、邹勇坚、李超楠 4 人合计增持股份 1,441,371 股, 占公司总股本 0.35%, 增持金额合计 2036.02 万元, 表明高管人员对公司未来发展的信心。

表2: 公司两轮股权激励情况

时间	方式	激励对象	考核目标
2018	限制性股票	高管 3 人, 核心管理人员及核心技术(业务)人员 66 人	目标一(达成目标后的解除限售比例为 50%): 以 2017 年度营业收入为基准, 2018-2021 年度营业收入增长率不低于 20%、50%、80%、115%。 目标二(达成目标后的解除限售比例为 50%): 以 2017 年度净利润为基准, 2018-2021 年度净利润增长率不低于 10%、35%、75%、115%
2023	股票期权	高管 3 人, 核心管理人员及核心技术(业务)人员 36 人	以 2022 年度营业收入为基准, 2023-2025 年营业收入增长率不低于 15%、35%、50%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

3. 冲泡基本盘稳定，“下沉+升级”打开量价空间

3.1. 行业格局稳定，健康化和即饮化趋势明显

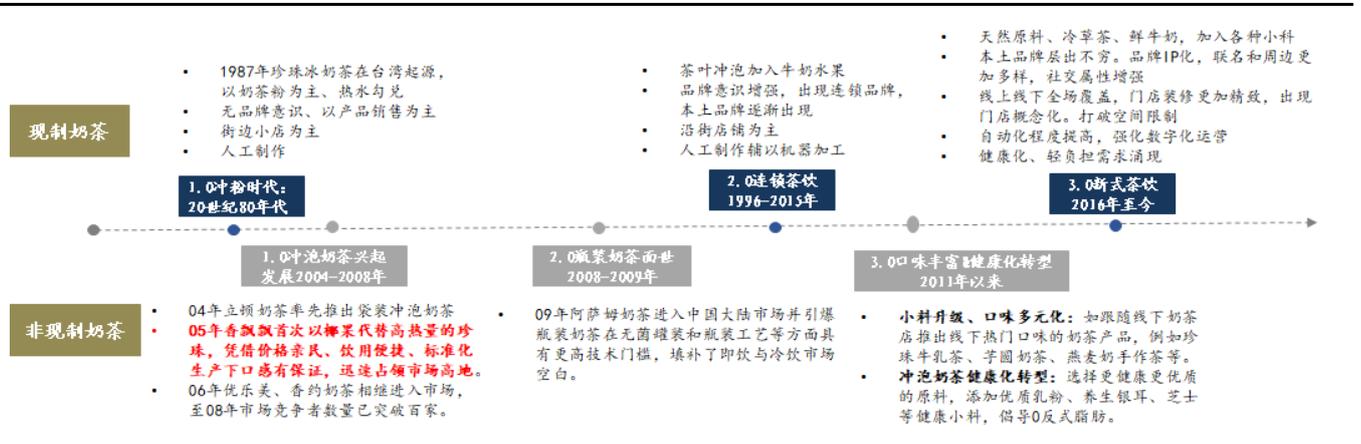
奶茶饮料和奶味茶饮料是以茶叶的水提取液或其浓缩液、茶粉为原料，加入乳或乳制品、食糖和（或）甜味剂、食用奶味香精等的一种或几种调制而成的液体饮料，中国的奶茶行业经历了冲粉奶茶、瓶装奶茶、现制奶茶的演变，具体来看：

2004-2008年：冲泡奶茶兴起，市场玩家逐渐增多。90年代珍珠奶茶在台湾起源，彼时以街边小店为主，使用热水冲泡奶茶粉为主，几乎无品牌意识。04年立顿奶茶率先推出袋装冲泡奶茶，但市场反响平平。05年香飘飘首次以椰果代替高热量珍珠，当时现制奶茶已初步涌现最早的一批品牌如街客、茶风暴、避风塘等，但公司杯装冲泡奶茶凭借价格亲民、饮用便捷、标准化生产下口感有保证，迅速占领市场高地。06年优乐美、香约奶茶相继进入市场，08年市场竞争者数量已突破百家，但香飘飘凭借品牌先发优势占据主要市场份额，2008年全年营收首次跨越10亿大关，拉动行业景气上行。

2008-2009年：瓶装奶茶面世，带来技术革新。09年，阿萨姆奶茶作为头部品牌进入中国大陆市场并引爆市场，瓶装奶茶开始爆发，2012年阿萨姆单品收入突破30亿元，位居瓶装奶茶市占率第一。从生产技术角度看，瓶装奶茶在无菌罐装和瓶装工艺等方面具有更高的技术门槛，其复杂而成熟的生产工艺填补了奶茶行业即饮与冷饮的市场空白。

2010年以来：现制茶饮店崛起，引领消费升级。2010年起，现制茶饮店伴随消费升级蓬勃兴起。不同于以往，2015年以来以喜茶、奈雪的茶等为代表的新式茶饮品牌，以“品质”、“健康”作为产品卖点，引领90后年轻消费者体验升级。据美团团购不完全统计，截至2023年8月31日仍在营业的新茶饮门店总数约51.5万家，相比2020年年底的37.8万家增长超36%。对比于固体冲泡奶茶与瓶装奶茶，新式茶饮健康新鲜、选择多样、定制性强等优势更加突出，能更好满足消费者健康化、定制化消费需求。

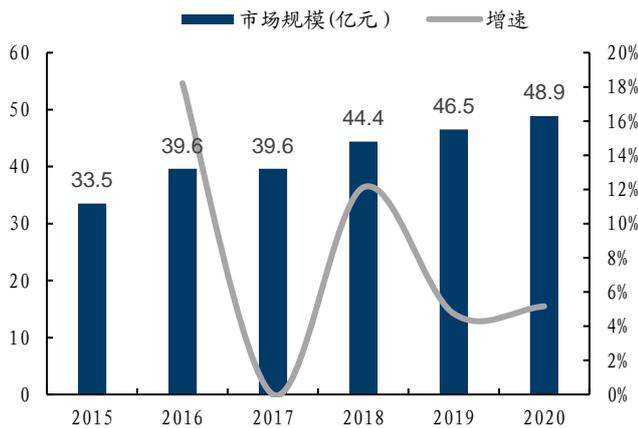
图5：奶茶行业发展变迁



数据来源：《2020年中国新茶饮行业发展白皮书》、东吴证券研究所

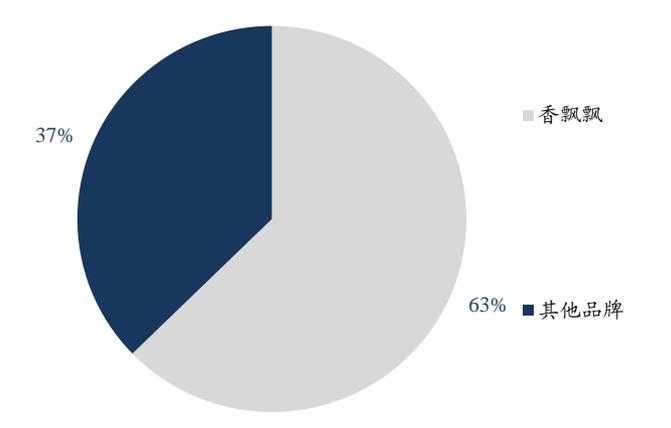
冲泡奶茶市场步入成熟期，行业格局“一超多强”基本稳定。中国冲泡奶茶市场从2014年35.8亿元增长至2020年48.9亿元，年复合增长率为5.29%。竞争格局方面，行业整体呈现一超多强格局，香飘飘多年品牌培育叠加渠道下沉优势，2012-2023年市场份额连续12年领跑，市占率超过60%，其余竞争者因产品力不足、渠道下沉能力有限、业务重视程度不足等因素，份额相对较小。

图6：冲泡奶茶市场规模发展



数据来源：一点财经、东吴证券研究所

图7：2020年冲泡奶茶市场竞争格局



数据来源：一点财经、公司公告、东吴证券研究所

3.2. 缘何成就“杯装奶茶=香飘飘”？

回顾公司冲泡业务的发展历程，公司率先抓住细分市场机遇实现产品占位，配合校园渠道推广、深入人心的广告词及影视植入，成功建立“品牌即品类”强关联，从而稳坐品类份额第一交椅，亦为后续冲泡业务创新发展积累了宝贵经验与禀赋。

抓住空白市场机遇，首创杯装冲泡奶茶。2000年左右，台湾、香港奶茶街边店在内地逐步铺开，消费者开始广泛接受这类新形态饮料，当时消费者对奶茶的偏好主要在其甜爽的口感，对产品配料等品质细节的关注相对不高。因店铺资源稀缺、投资成本高、地域限制等原因，奶茶街边店的开店速度较慢，且多以购物中心周边为主要选址，学校、居民区周边的奶茶网点较少，“便利性”需求有待满足。蒋建琪敏锐洞察这一商机，率先推出杯装奶茶产品“香飘飘”奶茶。

产品方面，（1）命名：“香”字传达奶茶的核心特色，简洁清晰、易记好听。（2）**设计：**创新使用“椰果包”，解决珍珠难泡熟问题，增添独特海南风味与营养价值；同时将吸管扩大5毫米，更方便消费者爽快饮用，也解决了椰肉吮吸问题。（3）**定价：**借助规模化生产的成本优势，以3.5元价格切割奶茶街边店5~8元价格区间的下沿空白，突出更高性价比。

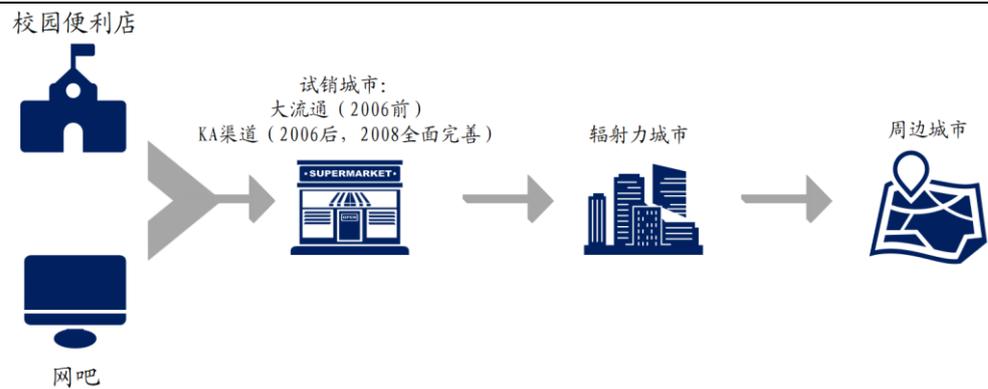
图8：公司冲泡奶茶产品特点



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

渠道方面，通过对主力消费人群观察发现，13~18 岁的学生群体对时尚饮品接受度更高，同时校园场景具有攀比性消费和社交赠饮特点，因此公司首先以校园周围便利店为突破口，以增强学生群体对香飘飘奶茶产品的直接认识。推广初期，公司选定学校周边网点，逐一寄送产品试销，并派专人跟踪日度销售情况，试销成功后再逐步扩展至大流通、KA 等其他成熟终端，进而实现广泛的网络布局。2009 年，公司启动全国化布局，在四川省成都市温江区筹建成立第一家全资子公司——香飘飘四川食品有限公司，以大本营市场为根据地，逐步推进全国化布局。

图9：公司从校园杂货店逐步铺开



数据来源：东吴证券研究所

品牌费投高举高打，宣传标语深入人心。2005 年公司在湖南卫视投放广告，推动品牌认知度提升。面对激烈的市场竞争，2009 年公司重新设计广告语为“香飘飘奶茶，一年卖出 3 亿多杯，杯子连起来可绕地球一圈”，直接向消费者传达香飘飘是杯装奶茶的开创者和领军者这一关键信息，深度绑定品牌与品类，强势占领消费者心智。

表3：公司早期线上广告投放梳理

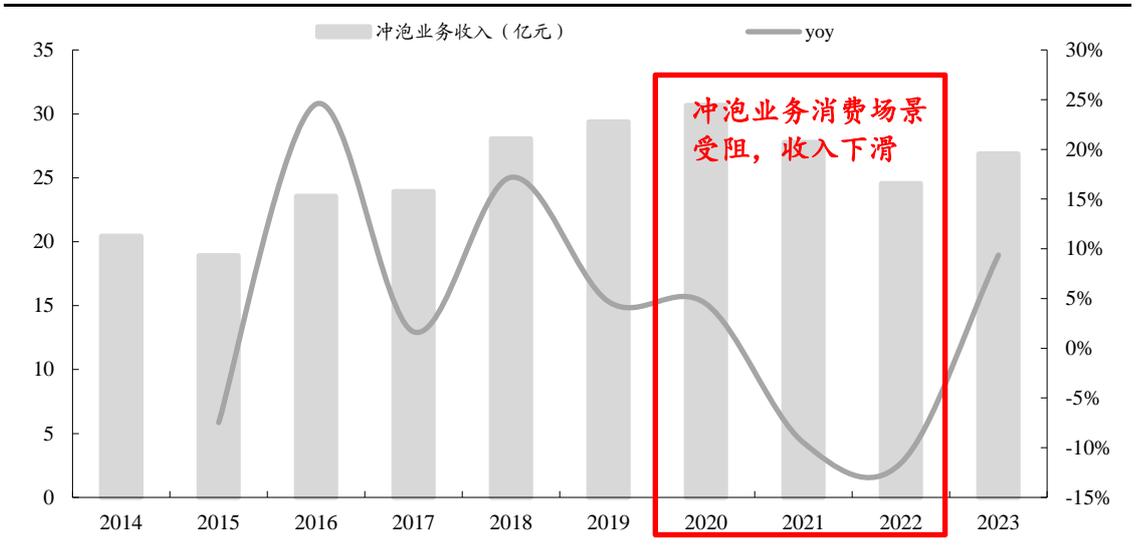
时间	广告投放	广告语
2005	3000 万元投放湖南卫视，成为奶茶行业第一个做广告的企业。	奶茶，就是香飘飘
2006-2013	先后赞助浙江卫视《中国梦想秀》《中国好声音》《转角遇到TA》、江苏卫视的《非诚勿扰》、湖南卫视《快乐大本营》与《天天向上》、云南卫视《谁最闪亮音乐现场》、东方卫视的《百里挑一》等众多娱乐节目。2012 年香飘飘植入的《流星雨 3》、2013 年植入的《因为爱情有多美》两部青春偶像剧在国内热播。	香飘飘奶茶，一年卖出七亿多杯，杯子连起来可绕地球两圈。(2009) 香飘飘奶茶，一年卖出十亿多杯，杯子连起来可绕地球三圈。(2011)

数据来源：公司官网等、东吴证券研究所

3.3. 空间：奶茶基本盘较稳，未来持续推新和渠道下沉

业绩表现阶段性承压，修复在途。2020 年-2022 年，由于疫情因素影响消费场景，公司冲泡类表现阶段性承压，23 年场景恢复背景下，全年冲泡业务实现收入 27 亿元，同比+9.4%，呈稳步修复态势。

图10：公司冲泡业务营收情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

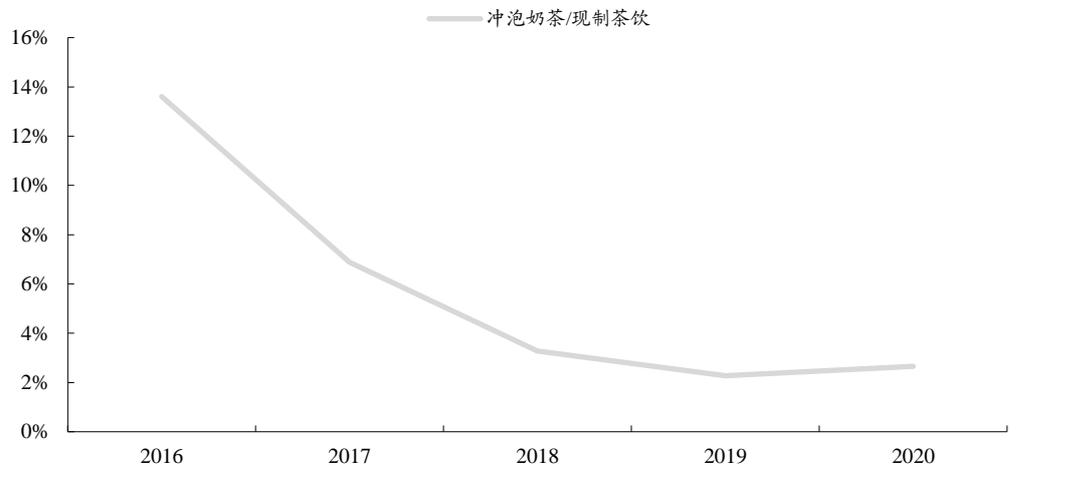
如何看待冲泡品类空间？冲泡市场近年来已步入成熟阶段，市场对行业品类单一、消费场景受限、健康度不足等多方面存在担忧，但从品类特性以及竞争角度看，我们认为冲泡奶茶仍未及增长天花板。产品健康化、口味创新升级下，除传统休闲场景外，冲泡奶茶有望进一步开拓早餐等刚需场景，凭借产品自身的便利性优势，亦有望收获学生群体之外的更多现制奶茶用户。

便携性与快速冲泡特性仍为固有优势，且公司顺应个性化、健康化需求不断推陈出新。冲泡奶茶简便包装和轻便体积仍是消费者外出携带、即时饮用的合适选择；同时冲泡奶茶品牌亦与时俱进向健康化转型：采用更健康更优质的原料（添加优质乳粉、养生银耳、芝士等健康小料）、倡导 0 反式脂肪，并跟随线下奶茶店趋势，推出线下热门口味奶茶产品，例如珍珠牛乳茶、芋圆奶茶等，迎合当下健康化、个性化需求。

冲泡奶茶与现制茶饮并非完全竞争关系。现制茶饮优势在于运用更天然的物料，且可以根据个人需求选择糖分以及添加小料，健康化同时亦满足个性化口味定制需求；但因现场制作、原料成本等因素，其对应价格和等待时间对比传统冲泡奶茶有所提升，且品质管控难以标准化，**我们认为冲泡与现制奶茶差异点主要在于：**

1) 消费场景：冲泡奶茶可长时间存放且方便携带，更多定位居家饮用场景，同时其类零食属性下，学校、礼赠场景亦有广泛应用；现制茶饮消费场景因外卖有所拓展，但考虑即时可得性、起送费/配送费等因素，在室内场景应用仍有一定局限性。

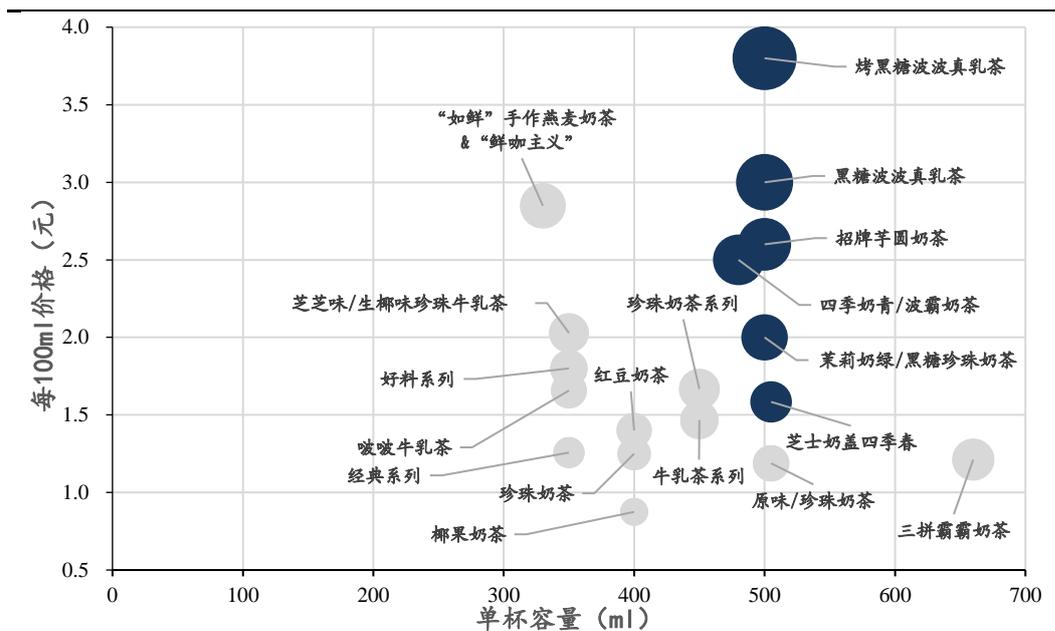
图11：杯装冲泡奶茶与现制茶饮规模对比



数据来源：艾媒咨询、各公司官网

2) 消费人群：横向对比看，除蜜雪冰城外，其余现制奶茶价格单杯价格/每 100ml 均价普遍高于传统冲泡奶茶，因此，冲泡奶茶在凭借其低价及较高渠道渗透率，在低线城市学生群体中仍占有一席之地。

图12：杯装冲泡奶茶与现制茶饮价格对比



数据来源：美团平台、各公司官网、东吴证券研究所

注：气泡大小为单杯价格，灰色为冲泡奶茶，蓝色为现制茶饮，不考虑外卖配送费起送费因素

公司已多年稳居杯装奶茶龙头，但近年来受产品相对单一、消费需求变化（消费者健康化重视度提升）、应用场景局限（主要是休闲场景）等多种因素影响，收入增速放缓。目前公司冲泡业务运作思路逐步理顺，作为冲泡奶茶赛道的领导者，公司过去已成功完成消费者心智占领，目前通过打磨“原叶现泡”的健康化、轻负担冲泡新品（冷泡/热泡均可），配套以营销公关为主导的内容营销模式、更高的渠道利润，加强渠道推力；同时，持续精耕休闲场景并逐步拓展如早餐等刚需场景，稳固学生消费群体并进一步吸纳更多奶茶爱好者，老品亦在考虑适度优化以契合当下健康化消费趋势，未来新品有望带动老品焕发活力。公司致力于打磨冲泡产品，力求品质/品牌认知度与现制奶茶“旗鼓相当”，从而努力实现冲泡与现制二分天下，打开冲泡业务发展空间。

➤ **产品：产品迭代与创新并举，打造冲泡业务的第二增长曲线。**公司新品研发采用双轨并行策略：

- 1) **已有产品迭代升级，满足差异化需求。**公司最初产品为经典系列，为适应消费者多口味需求，2011年升级小料推出好料系列，2020年又推出波波、好料及双拼三大系列共6款新品，包括波波珍珠、黑芝麻血糯奶茶等，与市面上比较受欢迎的现制奶茶口味类似，进一步丰富产品口味；此外24年公司亦考虑对老品进行适度优化，以迎合健康化需求。
- 2) **因时而进推出多款新品，迎合年轻化、健康化趋势。**公司于2021年推出牛乳茶系列，选用乳粉代替传统的植脂末；23年春糖推出新品“如鲜”手作燕麦奶茶和“鲜咖主义”咖啡，更强调“新鲜”，其中，如鲜原料选用OATLY燕麦奶和中国名茶，技术上采用充氮锁鲜技术和DIY手作形式，0反式脂肪适合乳

糖不耐人群，口感上与现制茶饮也较为接近，通过线上小范围试销反馈良好。目前公司在已有研发能力基础上，进一步对冲泡奶茶产品进行升级，**新品预计于24年9月推出，对比原有产品更强调“原叶现泡”，以契合当下消费者“轻负担、健康化”需求。**未来伴随新品逐步在过往相对薄弱的线下一二线城市铺开，进一步打开冲泡业务量价空间。

表4: 公司主要冲泡产品情况

产品	推出时间	价格(元)	容量	营养成分
经典系列	2005	4.4	80g	植脂末、白砂糖、食用葡萄糖、脱脂乳粉、速溶红茶粉、决明子粉、乳清蛋白粉、食品添加剂、食用香精香料、高纤椰果
好料系列	2011	6.3	80g	植脂末、白砂糖、食用葡萄糖、脱脂乳粉、速溶红茶粉、食品添加剂、食用香精香料、炼乳
啵啵牛乳茶	2021	5.8	65g	脱脂乳粉、食用葡萄糖、白砂糖、全脂乳粉、中链甘油三酯粉、速溶乌龙茶粉、食用盐、食品添加剂、食用香精
芝芝/生椰味珍珠牛乳茶	2022	7.1	59g/65g	椰浆风味粉、白砂糖、速溶乌龙茶粉、脱脂乳粉、磷酸三钙、食用香精、炼乳、珍珠(淀粉制品)
CC 柠檬液	2023	4.2	56g	水、果葡糖浆、白砂糖、赤藓糖醇、椰子水、柠檬酸、三氯蔗糖、维生素 C、柠檬酸钠、乳酸甲、乳矿物盐、食用盐、食用香精
动力速递电解质浓缩液	2023	4.7	58g	水、果葡糖浆、白砂糖、赤藓糖醇、椰子水、柠檬酸、三氯蔗糖、维生素 C、柠檬酸钠、乳酸甲、乳矿物盐、食用盐、食用香精
红糖参姜茶	2023	5.1	48ml	水、红糖、浓缩姜汁、浓缩枣汁、生姜浓缩液、甘蔗多酚、红参浸膏、复配营养强化剂、维生素 C
“如鲜”手作燕麦奶茶	2023	9.4	75g	燕麦奶浓浆、水、全蔗糖糖浆、大红袍乌龙茶/鸭屎香单丛乌龙茶/白芽奇兰乌龙茶
“鲜咖主义”手作燕麦拿铁咖啡	2023	9.4	80g	燕麦奶浓浆、水、全蔗糖糖浆、生咖啡豆

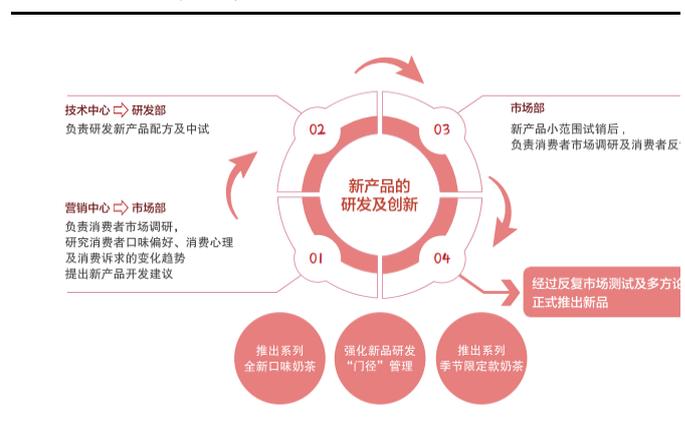
数据来源: 天猫官方旗舰店、东吴证券研究所

图13: 2023年新品“如鲜”手作燕麦奶茶



数据来源: 天猫官方旗舰店、东吴证券研究所

图14: 公司新品研发流程



数据来源: 天猫官方旗舰店、东吴证券研究所

➤ 渠道端: 持续挖掘下沉市场，精细化管理能力逐步提升。

1) 持续抢占终端，加强优质样板市场/门店建设。公司因地制宜，差异化推行三通政策，逐步推进渠道渗透至县、镇、村，目前已在强势区域实现村村通，二类市场镇镇通，薄弱市场县县通。此外，针对县级市场，公司推出“安徽模

式”，其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 年公司将已获市场成功验证的“安徽模式”样本，进一步复制到苏北、皖北、河南、山东、河北、湖北等区域的县乡镇，为下沉市场销售创造新增量。2021 年公司进一步推出“千县万镇”计划，筛选出人口基数大、历史销售表现好、品牌势能沉淀足的 147 个地级市，并针对其中 652 个重点区县进行渗透，如旺季落实抢占终端行动、优质样板店建设、礼品装堆箱陈列等渠道策略，进一步夯实渠道基础。目前公司冲泡终端网点约 40 万家，未来努力通过现有门店深耕力争进一步提升单点卖力。

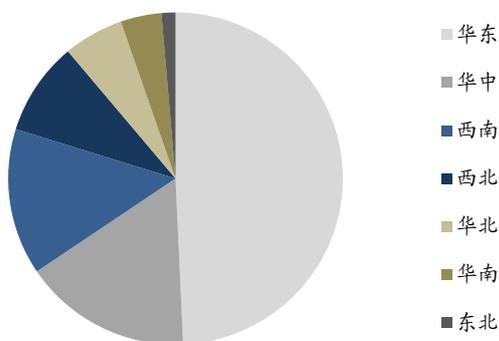
表5: 公司各层级渠道模式情况

模式	具体内容	效果
成都模式	①各环节经销商下设分销商和服务商，与经销商共同规划好后者有能力覆盖该区域多少家门店；对于经销商能力覆盖不到的门店，厂家会构建一些二级商或者服务商，通过后者实现覆盖，而经销商要从毛利里面拿出一部分利润给到服务商。终端服务商替代二批/三批商，直接服务于终端，其业务模式由传统的“坐商”转变为“行商”。②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。	实行成都模式城市，2020 年冲泡产品公司端出库销售量及经销商端的分销量均同比增长约 25%
安徽模式	在活动地面推出“千箱堆”、“万箱堆”摊位，提高产品铺货率、增强渠道的覆盖密度。2020 年参考安徽模式，在全国挑选 200 余个县及县级市，打造 5 万+地堆，招聘上万名临时促销员做产品推广。	实行安徽模式地区，2020 年 7 月至 2021 年 2 月的冲泡产品销售量同比增长 13%左右。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

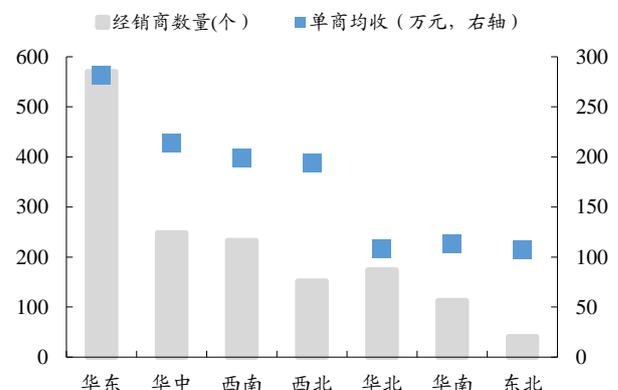
2) 区域差异明显，弱势区域挖掘空间充足。从收入区域分布来看，2023 年华东/西南/华中/西北/华南/华北/东北区域实现营收 16.04 /4.64 /5.30 /2.96 /1.29 /1.89 /0.44 亿元，同比+18.16%/10.78%/14.52%/9.55%/14.42%/17.72%/30.01%，华东为核心销售区域，收入占比近半，经销商数量及单商均收亦保持领先，部分区域如华南、华北、东北等因礼赠场景应用度、饮用习惯等原因仍待起量，预计伴随新品铺货推广、弱势区域招商加快、经销商服务能力加强，区域间发展有望表现更均衡。

图15: 2023 年分区域收入占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图16: 2023 年分区域经销商数量及单商均收



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

➤ 品牌端：优化产品价值意涵，加强内容传播

品牌标语持续更新，场景应用渐丰富。2015年，公司聚焦产品核心属性，以“小饿小困，喝点香飘飘”为宣传语，强化实用功能；2019年，进一步转变为“够有料，更享受”的休闲享受型定位，推出珍珠双拼奶茶及8杯装追剧盒子在内的多款产品，回应消费者对高品质生活的追求，与年轻消费者建立情感连接。2021年以来，公司结合冲泡产品的暖饮属性以及销售旺季的季节特征，围绕“暖”的主题，强调产品休闲、解馋及便利属性，强化消费者家庭休闲时选择香飘飘的认知，并配套推出连杯装、家庭装、礼盒装产品，适应居家消费场景的同时，进一步开拓礼赠、聚会等场景。

表6：公司广告语及代言人变化

时间	广告语	代言人	
2005-2014	香飘飘奶茶，杯装奶茶开创者，连续x年销量领先。 香飘飘奶茶，一年卖出x亿多杯，杯子连起来可绕地球x圈	陈好（2006）	
2015-2018	小饿小困，喝点香飘飘 小饿小困，就喝香飘飘	钟汉良（2015） 陈伟霆（2017）	
2019-2021	够有料，更享受	王俊凯（2019）	
2021年以来	暖暖香飘飘，秋冬少不了 奶茶就喝香飘飘家中常备少不了	王一博（2021）	

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

围绕暖饮属性，加强品牌价值传播。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、小红书、抖音新媒体等，如在湖南卫视《声生不息》《时光音乐会》《小年夜晚会》《中秋之夜》《跨年晚会》等节目中进行重点推广，将“香飘飘”的“暖意”与热门节目的温暖人心、温馨氛围形成共振，通过增强观众的情感体验，与目标消费者进行了更加有效的沟通，强化了香飘飘“温暖”的品牌形象，有效提升了品牌的知名度与活跃度。

图17：公司在大媒介加强推广



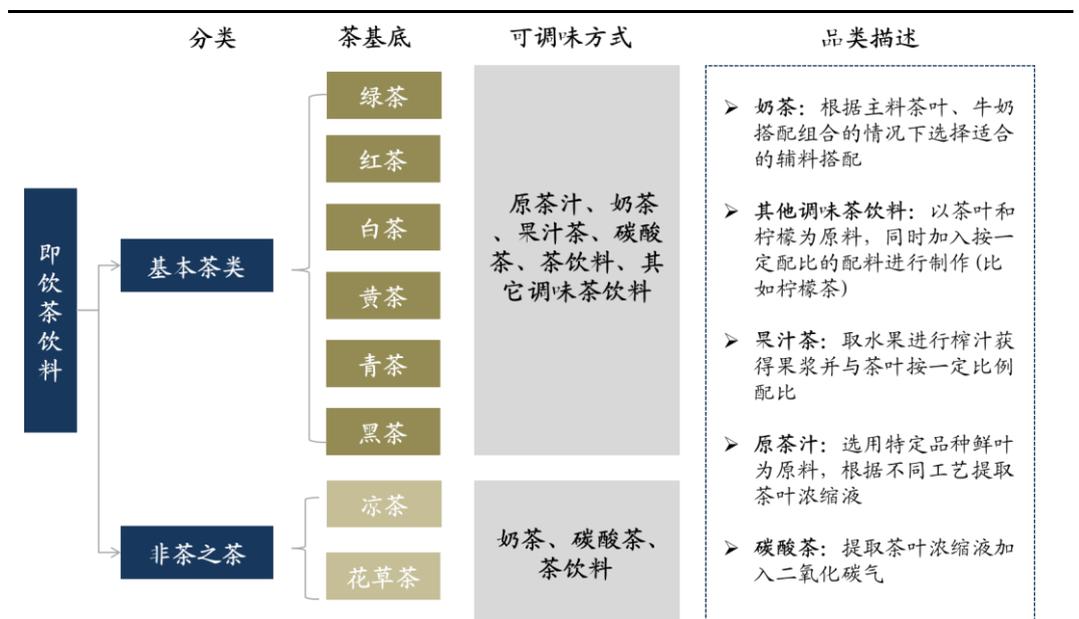
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4. 坚定即饮第二增长曲线，单品有序培育进行时

4.1. 市场规模超千亿，细分品类持续涌现

即饮茶饮料是指以茶叶提取液或其浓缩液、茶粉（包括速溶茶粉、研磨茶粉）或直接以茶的鲜叶为原料、或不含茶叶以及并非由茶叶所制成而成为“茶”，经加工密封于容器中可直接饮用的液体饮料，因含有茶多酚、咖啡因具有一定类咖啡的成瘾性，带来消费粘性，对于许多即饮茶品牌来说，一旦获得了一定的市场份额，意味着高频且持续的复购率从发展历程看，包装即饮茶共经历四个阶段，目前已进入消费者健康诉求更高的3.0时代。

图18：即饮茶饮料分类



数据来源：《2022年中国包装即饮茶行业概览》、东吴证券研究所

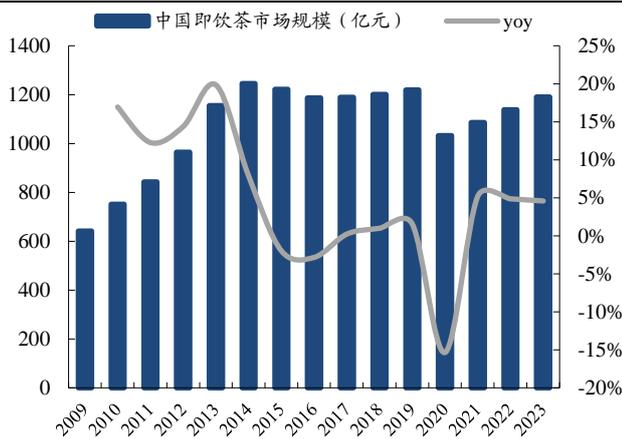
图19：即饮茶发展历程

时间	1990-2002年	2003-2012年	2013年-2015年	2016年至今
阶段	即饮茶启蒙时代	即饮茶1.0时代	即饮茶2.0时代	即饮茶3.0时代
发展特征	<ul style="list-style-type: none"> 1990年代初，旭日升冰红茶开创包装即饮茶先河；康师傅从99年开始进入终端陈列、启蒙市场，主打功能在解渴，消费场景多集中在消暑冰爽 即饮茶以调味茶为主 价格带在2元为主 	<ul style="list-style-type: none"> 群雄并起，竞争激烈，市场形成康师傅、统一、娃哈哈占据头部市场份额 中国即饮茶市场逐渐分化，多数品牌商投入资金创新，推出细分概念，例如凉茶、各功能性即饮茶 价格带在2.5元至3.5元之间徘徊 	<ul style="list-style-type: none"> 品类之间的消费转移引起整体茶饮市场萎缩；景气度下滑导致茶饮市场从重量转向重质，品类进入升级转型，头部企业依赖产品创新迭代和高端化打开第二增长曲线 15年统一推出首个冷泡茶产品“小茗同学”，以差异化的卡通形象成功打通年轻人的市场 价格带主要集中在3元至4元之间 	<ul style="list-style-type: none"> 农夫山泉推出茶π果茶风味，抓住年轻人市场，四年创下百亿销量，激活了茶饮市场的二次增长 差异化格局已经奠定，各企业通过多种规格、多种渠道来满足不同场景的饮用需求，口味迭代快，随着消费者对于饮品健康关注度的提升，低糖型以及无糖型即饮茶进入市场 价格带主要集中在4元至5元之间
标志产品	<ul style="list-style-type: none"> 旭日升冰红茶  康师傅冰红茶  	<ul style="list-style-type: none"> 王老吉  雀巢冰爽茶  	<ul style="list-style-type: none"> 小茗同学  小茗同学  	<ul style="list-style-type: none"> 茶兀  康师傅无糖冰红茶 

数据来源：《2022年中国包装即饮茶行业概览》、东吴证券研究所

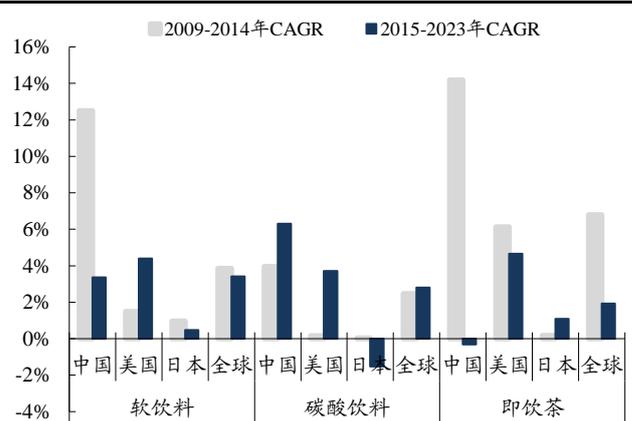
市场规模居于品类前三，2021年以来增速回正。根据欧睿数据，2015年以来受现制茶和咖啡市场爆发、外部环境等影响，即饮茶增速明显回落，2023年中国即饮茶市场规模约为1190亿元，同比增长约4.6%，但尚未恢复至2014年峰值水平。横向对比来看，2019年至2023年我国即饮茶市场规模复合增速低于美日等发达国家，亦低于全球整体增速，而碳酸饮料增速显著高于美日及全球水平，侧面反映我国从碳酸饮料逐步过渡至即饮茶等健康性更高的子品类进程仍处于早期阶段。

图20：近年来中国即饮茶市场规模及同比增速



数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所（RSP口径）

图21：各国软饮料及子品类市场规模增速

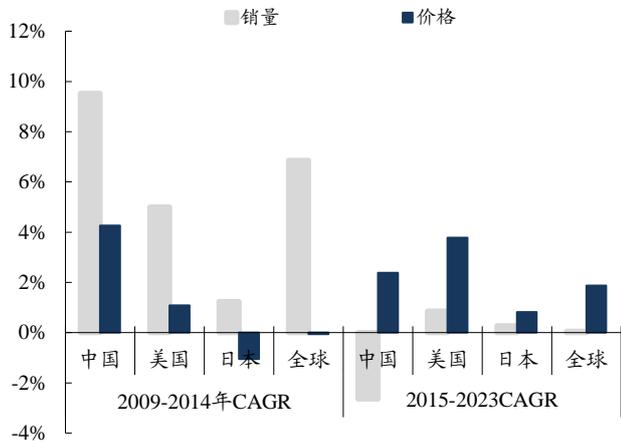


数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所（RSP口径）

品类内部结构升级，打开价增空间。全球及中国即饮茶发展目前已经进入心智时代，消费者健康化、功能化的消费倾向，驱动即饮茶市场规模稳步扩张，品类逐步由有糖向无糖、低糖转变。1) 2015年之前即饮茶行业量价齐升，其中量增幅度高于价增，

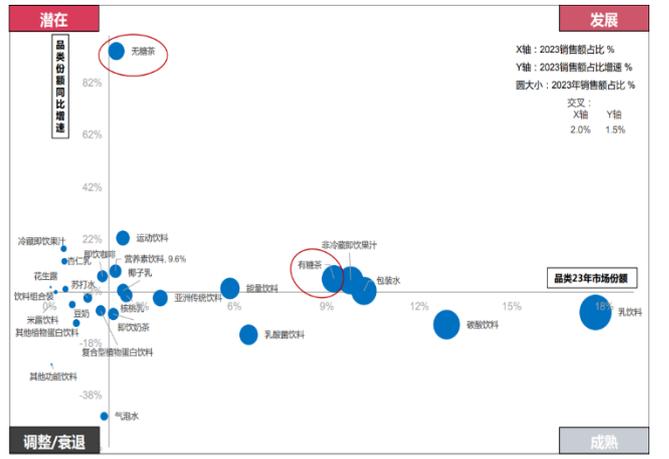
主系渠道与品类扩张拉动。2) 2015 年以来行业销量放缓甚至出现负增长，主要依赖价增驱动，品类内部表现分化：伴随消费者越来越追求健康化、品质化、悦己型的个性消费，尤其伴随疫情加速居民健康意识提升，无糖、低糖茶迎来品类爆发，并实现了更高的产品溢价。

图22: 中国即饮茶量价增速拆分



数据来源: Euromonitor、东吴证券研究所

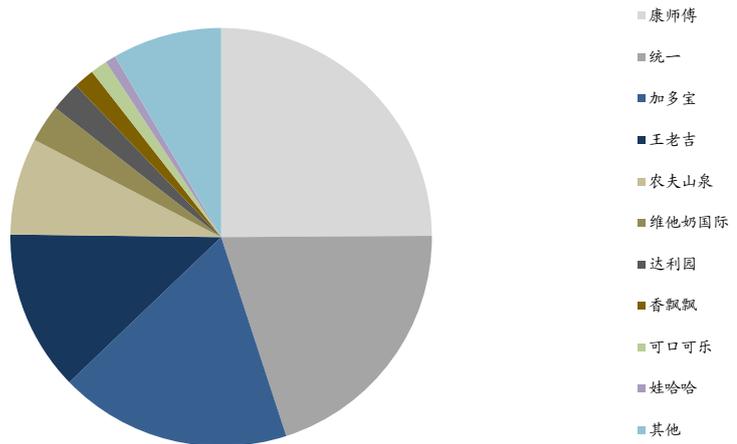
图23: 2023 年饮料占比及增速分布情况



数据来源: 马上赢、东吴证券研究所

市场竞争激烈，主打细分差异，传统企业长盛不衰，新派产品强势入场。当前即饮茶市场呈现一超（康师傅）多强（统一、农夫山泉、加多宝等）的市场格局，龙头品牌凭借经典大单品的号召力、强大完善的渠道供应，价格上超高性价比，仍占据主要市场份额，但饮料行业素有口味更新迭代快速的特点，已除传统饮料品牌外，新锐品牌开创新口味、新概念加强消费者心智占领，在细分品类开启博弈，抢滩市场。

图24: 2023 年中国即饮茶竞争格局 (RSP口径)



数据来源: Euromonitor、东吴证券研究所

4.2. Meco 果茶战略方向理清，期待增长势能显现

独木难成林，择机横向扩展品类。为弥补传统冲泡业务的季节性缺陷，香飘飘于2017年推出“Meco”牛乳茶及“兰芳园”丝袜奶茶进入即饮赛道，2018年推出“Meco”果汁茶，同年正式提出“冲泡+即饮”双轮驱动战略，推动即饮业务打造第二增长曲线。目前，即饮业务包含 MECO 果汁茶、兰芳园冻柠茶、大红袍牛乳茶等大单品，考虑到当前产品市场成熟度及产品放量难易度，24年公司重点倾斜资源投入 meco 果汁茶及兰芳园冻柠茶。

表7: 公司主要即饮产品情况

产品	推出时间	零售价 (元)	含量 (ml)	主要卖点	
大红袍牛乳茶	2023	5~6	500	非遗大师监制，传承品质匠心。采用武夷山大红袍，醇浓岩香，香高持久。传统古法工艺，成就大师品质。澳大利亚进口奶源，味道更香醇。低糖配方，零反式脂肪。国潮包装，大师操刀。	
meco 牛乳茶	2017	7.5	300	精选红茶，甘醇清香。选用优质奶源，奶香浓郁。即饮型奶茶，无需冲泡。采用德国无菌设备灌装。匠心打造，口感原汁原味。	
meco 杯装果茶	2018	5~6元	400	真茶真果汁，0脂肪，更清爽、更好喝。茶叶现萃，怡人茶香，0茶粉。	
meco 夏杏金萱	2024	4	280	酸甜爽滑，杏味满溢。唇齿留香，果味绵长。采用新疆色买提杏、闽南金萱乌龙。清爽0脂，轻盈低负担。	
兰芳园经典港式牛乳茶	2018	9.93	280	0反式脂肪酸，0植脂末。甄选原料，真奶真红茶。	
兰芳园港式丝袜奶茶	2019	11.67	280	正宗港味，茶香奶滑回，70年传家配方，港式独特工艺，0反式脂肪酸，0防腐剂。	
兰芳园港式冻柠茶	2022	6~7元	500	0蔗糖，0脂肪，70多年煮茶技艺传承，甄选好原料。好味配方，港饮经典。锡兰红茶、潮州鸭屎香茶，茶香味浓，清冽醇厚。严选进口青柠汁，原汁原味。优选荆花蜂蜜，香甜温润，入口柔和。	
兰芳园港式鸳鸯奶茶	2019	11.67	280	咖啡与奶茶奇妙融合，多重口感。优选阿拉比卡咖啡、阿萨姆红茶，咖啡燥热，红茶温和，两者融合，减少咖啡因对人体的刺激。	
兰芳园咸柠七气泡水	2023	7.98	500	低糖0脂，咸甜气交融，超强气泡。	

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

上市仅一年多，Meco 果汁茶销售额即突破 10 亿元，2019 年销售收入 8.7 亿元，其差异化竞争抓手主要包括：

- **行业视角：茶饮料消费需求由重量向重质进行转型，差异化消费需求涌现。**
如前文所述，过往行业巨头凭借通路精耕和深度分销模式，成功打造贯穿一二线城市到县乡级市场的渠道网络，拉动规模增长；但近年来饮料行业消费出现结构性转变，“健康化”重视度提升，“果汁”、“茶”都是消费者追求健康的心智关键词，同时 Z 世代消费者需求呈现多元化、差异化，为新品类“崭露头角”及发展壮大提供了机遇。
- **公司视角：率先占领果汁茶细分品类，产品力打造价值护城河。**
 - 1) **产品有保证：**公司率先在行业内推出 0 脂肪、0 添加色素，不添加防腐剂和增味剂的果汁茶，其果汁含量>10%，超过我国茶饮料标准(GB/T21733-2008)所规定的果汁茶 5%的果汁含量要求，同时采用全球领先的 UHT 无菌灌装技术，率先采用高阻隔材料杯型，在不添加防腐剂的情况下实现

常温 9-12 个月的产品保质期。

图25: 公司 Meco 果汁茶产品特性

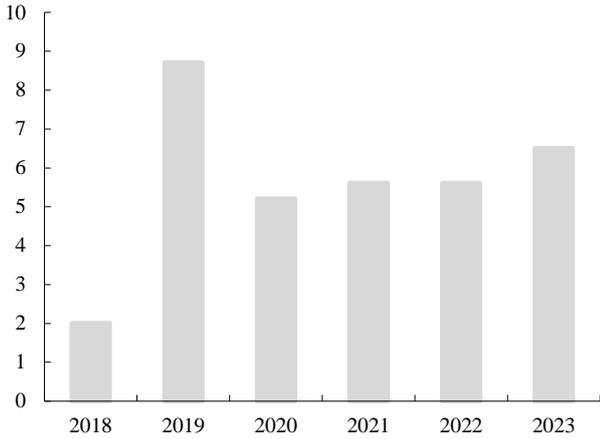


数据来源：公司官网、东吴证券研究所

- 2) **渠道有推力**：根据渠道调研反馈，目前 Meco 果茶经销商毛利率约为 20% 左右，横向对比一线即饮品牌仍处于较好水平，进一步加强渠道推力。公司重点布局校园渠道，2018 年 10 月份开启高校第一轮推广活动，覆盖 2800 所大学，直接参加线上活动超过 5000 万人次，线下免费赠饮 50000 杯，直接影响 100 万人次，高校单店日均销超过 40 杯，以校园渠道为突破口，占领 Z 世代消费群体心智。
- 3) **营销有创新**：营销互动方面，公司选取当红明星作为代言人，其背后年轻粉丝流量年龄段大多分布在 18~30 岁，与 Meco 目标客户直接重合，线下在校园、购物中心进行大面积主题快闪营销活动，与消费者进行生动交互，持续为品牌赋能；线上在抖音、微博、小红书等新型社交平台持续“种草”，以小红书平台为例，Meco 蜜谷果汁茶利用 KOL 产品测评“种草”“拔草”达到产品宣传效果。广宣投放方面，Meco 品牌进一步精选头部电视剧或综艺节目资源进行品牌投放，包括《这！就是街舞》《极限挑战》等热门综艺，并与王者荣耀推出高颜值的无限王者团限量款产品，进一步加强年轻消费群体心智占领，为一线销售渠道积累了扎实的口碑基础。

图26: Meco 果汁茶历年收入情况 (亿元)

图27: 武汉 Meco 快闪活动

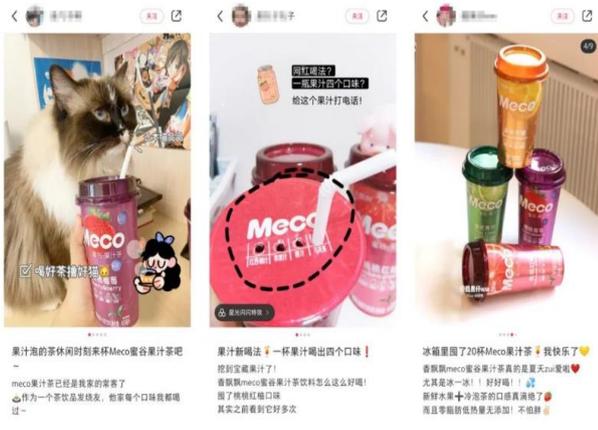


数据来源：公司业绩说明会 PPT、东吴证券研究所



数据来源：每日食品、东吴证券研究所

图28：小红书平台博主测评发文进行种草



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图29：武汉 Meco 快闪活动新媒体平台品销合一



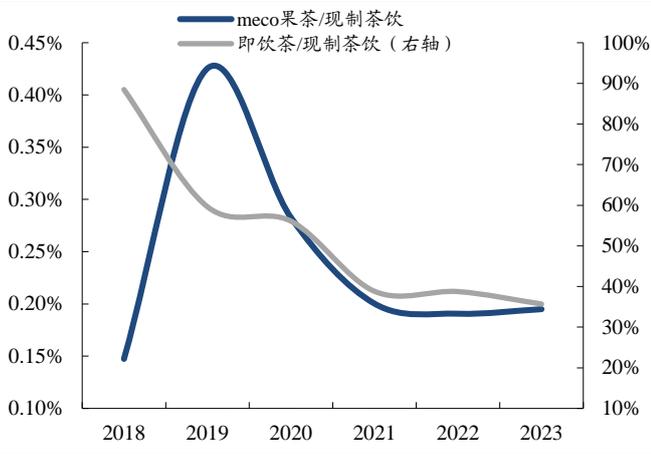
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2023 年果汁茶业务实现收入约 6.5 亿元，同比+16.5%，尚未恢复至 2020 年峰值水平。我们认为，Meco 上市之初短时间能做到 10 亿元体量，此后收入下滑，主系 1 则外部环境扰动，2 则过去公司对其定位与运作思路尚未完全理清；3 则公司即饮业务运营能力仍有待加强。目前公司对 Meco 果茶定位及战略方向已基本理顺，且经过 24 年上半年摸索梳理，公司已初步找到其差异化发展道路，定位茶饮店之外第二选择，我们预计在消费者品牌认知（和现制茶饮关联紧密）、渠道/区域覆盖面提升、团队即饮产品运作经验不断丰富基础上，未来 Meco 有望打造成为几十亿级体量大单品。

- **产品定位更明确：打造茶饮店之外的第二选择。** 尽管近年来 Meco 果茶收入仍未恢复至高峰水平，但整体仍稳定在 6~7 亿元左右，侧面反映其在消费群体心智中已建立一定品牌认知。24 年公司将 Meco 果茶定位为“茶饮店之外的第二选择”，同时将“果汁茶”更名为“果茶”：1) 杯型包装有利于消费者自然联想到现调饮品，且在保鲜、防透光等方面亦有优势，未来有望通过果粒添加等方式进一步关联现制茶饮。2) 近年来现制茶饮市场水果茶产品不断

丰富，在现制水果茶品类教育下，果茶整体规模有望进一步抬升，有望带动 Meco 果茶协同发展。Meco 果茶以杯装即饮形态为着力点，专注经营现制茶饮店之外第二赛道，建立差异化优势，收入体量有望逐步修复。

图30: 杯装果茶、现制茶饮与即饮茶规模对比



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

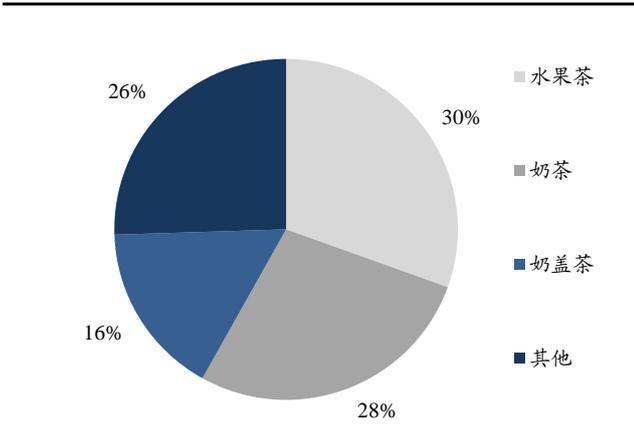
图31: 公司多维度打造茶饮店之外的第二选择

方向	主要方式
广告宣传	线上线下广告引导消费者建立认知
产品命名	将 meco 果汁茶改为如鲜果茶, 如鲜即新鲜果茶, 强调新鲜
渠道动作	推出品牌辅助物料杯贴杯卡, 加强消费者接触 (如即饮店附近商圈举办快闪、买赠、赞助活动, 如周黑鸭联名、武汉樱花节联名活动)
产品品质	逐步将产品口感调整至更贴近于现饮果茶

数据来源: 东吴证券研究所

- **产品品质与口味双提升: 强调健康、天然特征, 并规划推出轻糖版产品。** 内容物方面, 2021 年果汁含量由大于 10% 上调至大于 25%, 处于即饮行业领先水平; 口味创新方面, 陆续推出樱桃莓莓、红石榴白葡萄、竹香青梅”、“东魁杨梅”等多种新口味, 满足多元化口味需求。目前公司正积极打磨轻糖版果茶, 预计 24 年 9 月有望推出, 进一步满足健康化消费需求。

图32: 2022 年新茶饮受欢迎程度 (%)



数据来源: 前瞻产业研究院、东吴证券研究所

图33: Meco 果茶果汁含量对比其他饮料明显偏高

品牌	方式	果汁含量	茶含量
小茗同学 (青柠红茶)	果汁+冷泡茶	1%	茶含量 $\geq 5g/L$
茶π (蜜桃乌龙茶)	果汁+萃取茶叶	1%	茶多酚含量 2200mg/kg
Meco 果汁茶 (樱桃莓莓)	果汁+原茶现萃	$\geq 25\%$	乌龙茶添加量 $\geq 1\%$

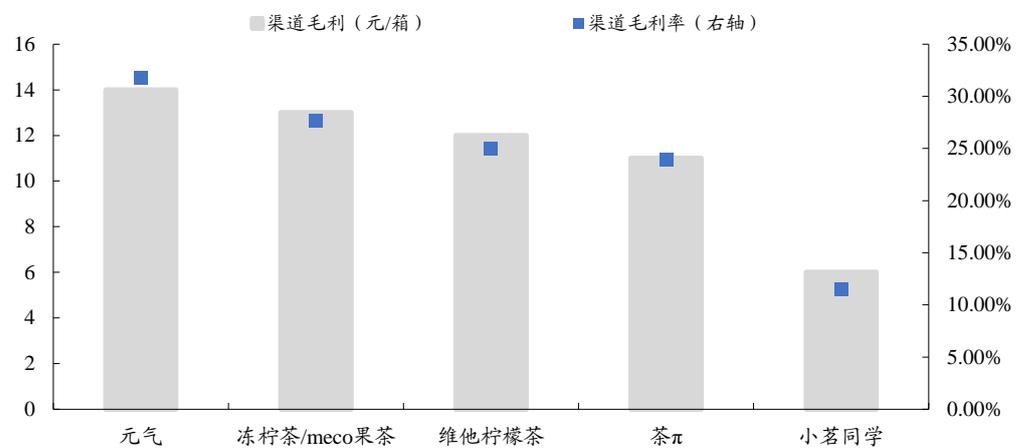
数据来源: 天猫官方旗舰店、东吴证券研究所

- **即饮渠道独立运作, 业务专注度与策略灵活性有望提升。** 由于冲泡与即饮在产品属性、渠道与消费群体定位有所不同, 并且在冲泡旺季期间, 现有业务员与经销商难以兼顾即饮业务拓展, 一定程度对即饮业务发展有所掣肘。2023 年公司组建独立即饮销售团队, 专注运营即饮业务板块, 并引进 600 多

名专业销售人才，与公司原团队组建了一支千人规模的独立即饮业务销售团队。2023年4月底，团队开始初步独立运作，经过近一年的调整与磨合，团队凝聚力和人员稳定性均持续提升。

渠道推力仍足。根据公司及渠道反馈，目前公司即饮产品经销商利润率约20%左右，对比成熟大单品仍具有一定吸引力。渠道服务方面，公司对不同渠道对应匹配不同能力的业务人员，如针对学校等势能渠道，对应匹配工资更高、能力更强、经验更丰富的业务人员帮助终端做好消费者活动、后端退换货等工作，业务人员拜访频次对比竞品更高、对大日期货品跟踪、处理更快，持续提升渠道服务精细度。

图34：即饮产品渠道利润率对比



数据来源：渠道调研、东吴证券研究所（注：渠道毛利计算不考虑费用投入）

聚焦打造样板城市，打磨总结成功经验。目前即饮团队独立运作部分核心城市（如广州、中山、东莞、佛山、深圳等南方城市），规划先跑通样本城市以总结成功经验，再逐步向全国范围铺开：1）样本城市选取：考量城市销售体量、铺货率、冰冻化程度等指标，多维度筛选样板城市。2）样本城市运作：根据样板市场实际情况，设定经销商年任务，并重点配套销售人数、地面费用、线下广告等资源投入，通过策划商圈快闪活动、买赠活动、冰冻化陈列等做强动销氛围，并逐步总结成功经验。3）全国范围铺开：经过24Q2探索尝试，即饮业务样板已初步积累一定经验：如除传统冰柜投放、冰道购买外，亦在尝试配套冰盒等新型方式，伴随样板城市达到收入增速、铺货率、经销商规模达到一定目标，未来规划逐步在一二线城市复制。

渠道多元化拓展持续推进，网点扩张空间较大。公司校园渠道基础扎实，学生群体消费频次与复购率相对稳定，未来增量场景及渠道开拓主要着眼于：1）针对年轻消费群体的分布较多的餐饮（如高档自助餐等）、流通等渠道，逐步探索进行精准营销。2）推出“礼盒装”拓展礼赠市场。目前Meco果茶校园/

零食量贩/自动贩卖机销售收入占比分别约为 30%/20%/10%+, 我们预计渠道多元化布局有望带来更多增量。

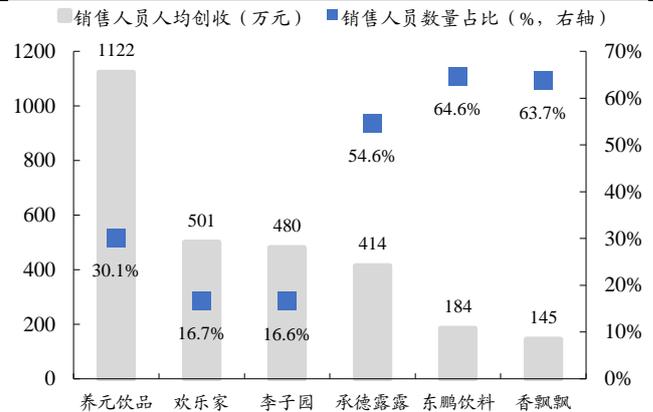
从终端网点覆盖面看, 目前公司冲泡奶茶终端网点约为 40 万家, 即饮果茶约为 30 万家。从覆盖城市看, 冲泡奶茶产品主要销售市场偏向二三线城市, 而 Meco 果茶主要面向一二线, 因此两者渠道协同性相对有限。公司一方面持续夯实即饮校园、CVS 等原点渠道势能, 另一方面亦在通过招募有经验的团队人员、经销商进行餐饮、流通渠道开拓。参考元气森林约 100 万家终端网点, Meco 果茶网点数量扩张与单点卖力仍有提升空间, 渠道张力预计逐步释放。

图35: Meco 果茶推出礼赠包装拓展礼赠市场



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

图36: 横向对比公司销售人员效率仍有待提升



数据来源: wind、东吴证券研究所

4.3. 冻柠茶复制果茶经验, 单品潜力有序释放

综上所述, Meco 果茶爆品成功打造是行业机遇与公司正确操刀的综合结果, 亦初步验证公司打造即饮产品的实力。我们认为, 行业内卷下, 产品差异化、消费者心智占领、渠道精细度是竞争关键, 过往 Meco 果茶在产品品质/外包装、年轻化营销、校园渠道推广等多方面积累了经验, 在复用部分渠道资源基础上, 未来即饮业务有望打造更多成功单品。目前公司战略性即饮单品冻柠茶线下推广已显现一定势能, 冻柠茶单品 100% 由即饮团队运作, 在高知名度品牌、高品质产品保证下, 一方面, 在已有一定运作基础的现代渠道和电商渠道继续深耕挖掘; 另一方面, 通过筛选优质终端门店、招募有资源的客户/一线人员、推出小包装/更高利润产品等方式开拓流通、餐饮等渠道, 并逐步探索以营销公关为主导的内容营销方式, 进一步加强消费者心智占领, 形成品牌认知。

➢ 产品: 深挖核心单品内在价值, 凸显“冰爽”属性

即饮柠檬茶市场规模超百亿。即饮型是柠檬茶类目中最早出现的形态, 柠檬本身口味清爽解腻、自带健康属性, 为即饮柠檬茶发展提供了基础。目前即饮柠檬茶市场规模约 100~150 亿元, 主要玩家包括维他、统一、康师傅、元气森林、奈雪的茶、喜

茶等新老品牌。

图37: 即饮柠檬茶主要品牌

品牌	康师傅	统一	三得利	喜茶	奈雪的茶	东鹏
产品	茶餐厅招牌柠檬茶 	双萃柠檬茶 	果瀑茶 	轻柠茶 	鸭屎香柠檬茶 	由柑柠檬茶 
推出时间	2024年5月	2023年4月	2020年6月	2024年3月	2022年9月	2019年4月
茶底	云南滇红+锡兰红茶	红茶+乌龙茶+鸭屎香	绿茶	绿茶+鸭屎香	鸭屎香单丛	油柑
口味	原味	原味	原味	低糖	低糖	原味
规格	450ml	500ml	500ml	450ml/250ml	500ml	250ml
价格(元)	5.05	3.33	4.25	4.79/2.6	5.7	1.38
品牌	农夫山泉茶π		可口可乐	香飘飘		维他奶
产品	柠檬红茶 	柑普柠檬茶 	阳光柠檬茶 	兰芳园冻柠茶 	Meco港式柠檬茶 	维他柠檬茶 
推出时间	2016年4月	2022年3月	2022年4月	2022年6月	2019年9月	1979年、无糖新品2024年4月上市
茶底	红茶	普洱茶	红茶	锡兰红茶	锡兰红茶	红茶、茉莉花茶、通天香单丛、大红袍乌龙、高山绿茶
口味	原味	原味	原味、无糖	低糖、零糖	原味	原味、低糖、无糖
规格	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml/250ml
价格(元)	4.53	4.79	3.74	4.82	4.23	4.37/2.24

数据来源: 天猫旗舰店、东吴证券研究所

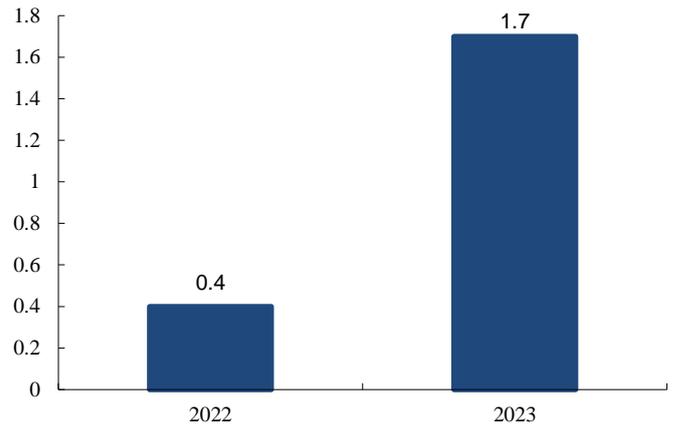
2022年推出兰芳园港式冻柠茶，围绕“正宗港式”，聚焦健康、解暑、佐餐的用户需求。2016年6月，香飘飘通过与香港林氏签订《品牌独家使用许可框架协议》取得兰芳园品牌在大陆的使用许可。始创于1952年的香港兰芳园，至今已经有70年历史。制作工艺方面，冻柠茶传承了兰芳园独创的古法煮茶技艺，“八手拉茶”，“五次过滤”，冲出来的茶汤最正、茶味均匀细致，香味也最为适宜，最大限度保留茶本味，深度还原了老香港茶餐厅的味道，真正做到了好喝不涩，得益于这种传统的古法制作工艺，使得柠檬的酸味和茶的香气更好地融合在一起，为冻柠茶带来更为丰富和复杂的口感层次，香气四溢，回味悠长，普通柠檬茶则相对口感较为单一，柠檬的酸味，以及茶的涩味相对更为明显。

图38: 兰芳园冻柠茶顺应低糖趋势

图39: 公司冻柠茶收入(亿元)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：公司业绩说明会 PPT、东吴证券研究所

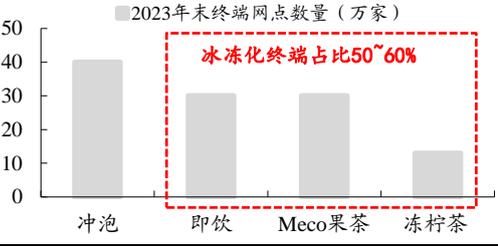
24 年更新定位为健康冰爽饮料，重点凸显其冰爽属性。23 年公司冻柠茶主打“0 蔗糖”卖点，但在无糖茶激烈竞争下，该卖点难以形成独特的差异化认知，24 年公司经过广泛调研，在柠檬茶冰冻口感更好已得到初步验证基础上，将兰芳园冻柠茶定位健康冰爽饮料：1 则“冻柠茶”来源于香港茶餐厅，本身在香港就是一种常喝的冰爽饮品，其“冰爽”属性具有一定历史沉淀；2 则消费者对冻柠茶第一认知类似于冰红茶，“冰爽”属性顺理成章；3 则将冻柠茶与市场空间巨大的碳酸饮料做链接，且对标碳酸健康度更高，让消费者在口感和健康之间找到了平衡点。此外，近年来现制柠檬茶如柠季、林里、达挹柠、柠檬向右等品牌持续扩张，同样主打“冰爽”，我们预计共同教育下有望推动柠檬茶品类发展壮大。

➤ 渠道：秩序拓展专职经销商，逐步推进深度分销

持续拓展专职经销商，精细化运营能力因时而进。目前冻柠茶 100% 由即饮团队运作，筛选适配即饮经销商，一方面通过实施“无忧计划”，配合品牌营销动作，有效缓解经销商后顾之忧；另一方面结合“铺货奖励”“动销奖励”“冰冻化奖励”等多重激励措施，激发经销商积极性。伴随即饮销售团队的各项经销商开拓策略的有效落地，截至 2023 年末，公司经销商数量同比增加 199 家至 1531 家，其中新增经销商 406 家，汰换经销商 207 家，即饮专职经销商数量大幅提高。

铺货工作逐步推进，销售网点空间充足。冻柠茶在 22 年发展初期采用线上和线下小范围试销，优选机会比较大、销量比较好的区域（如广州地区），基于渠道良好反馈，自 2023 年 2 月起，公司逐步推进上市铺货工作。目前冻柠茶在网点、特通、学校、餐饮、零食渠道均有布局，并在样本市场的流通渠道进行测试，寻求打通模型。当前冻柠茶终端铺货网点 13 万家左右，短期对标 Meco 果茶 30 万家终端，有望打造 10 亿元+ 大单品，中长期对标维他柠檬茶，在流通渠道模型打通推广、铺货网点数量提升背景下，亦有望成长为 30 亿级大单品。

表8: 公司即饮业务渠道建设情况

	现状	具体举措/规划
渠道结构	<p>2023年末分渠道收入占比</p> 	<ol style="list-style-type: none"> 除学校、便利店等渠道持续拓展深耕外，积极探索餐饮、零食渠道。 持续开拓线上销售，充分发挥线上平台灵活、便捷的特点，加强与消费者的交流及互动，更好地了解客户需求。同时，线上作为公司新品率先投放的渠道，承担对新品进行消费者测试及初期推广的职能。
渠道规模		<ol style="list-style-type: none"> 制定合适经销商画像，开拓具有充足本地客源、良好口碑、经验丰富的专职经销商。 给予经销商高渠道利润，结合“铺货奖励”、“动销奖励”、“冰冻化奖励”等多重激励措施激发经销商积极性，给予专业化的业务指导和培训，加强体系化管理。
		<ol style="list-style-type: none"> 持续开拓适配终端门店，梳理重点门店，建设更高效率的终端服务体系，与经销商合作联合服务终端门店，并通过改革终端费用的投放机制，进一步提高经销商终端的覆盖能力和产出效率。 通过冰柜投放、购买冰道等传统方式、配套冰盒等新型方式加大冷冻化，并选定终端门店合适位置进行摆放；增加“自动贩卖机”销售网点。
组织架构		<ol style="list-style-type: none"> 部分即饮销售氛围相对较好的省份和城市（部分省份在原有冲泡团队管理），打造样板市场，逐步探索可复制成功模式并总结优化，进而从样板市场逐步向全国范围铺开。 即饮业务人员持续推动招商，加强经销商服务、经营方法赋能。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

➤ 品牌：立体化传播助力产品动销，全方位打造产品势能。

线上线下营销一体化持续推进，有效提升品牌声量。兰芳园品牌来自中国香港，冻柠茶本身为港式流行饮品，有一定品牌认可度与知名度。品宣方面，冻柠茶延续以往年轻化营销模式，线上与湖南卫视达成长期战略合作，赞助《披荆斩棘》第三季、第四季、独家冠名《不设限毕业礼》等综艺节目，与年轻消费者同频共振；线下冻柠茶广告强势入驻北京、广州等一线城市电梯楼宇，高频触达 35 亿+人次，并全面覆盖北京 14 条主流地铁线路的核心站点。此外，冻柠茶还在校园及大型企业等场所，通过地面派赠等活动提升推广力度，如在上海交大、广州大学等知名高校举办快闪活动，联合佛山创意产业园打造了全国首座“冻柠茶主题街区”等，精准覆盖主流消费群体，有效提升传播声量，助力产品动销。

图40: 公司线上线下加大品牌营销

图41: 兰芳园 KOL 投放优化，为内容种草提效



数据来源：公司业绩说明会 ppt、东吴证券研究所

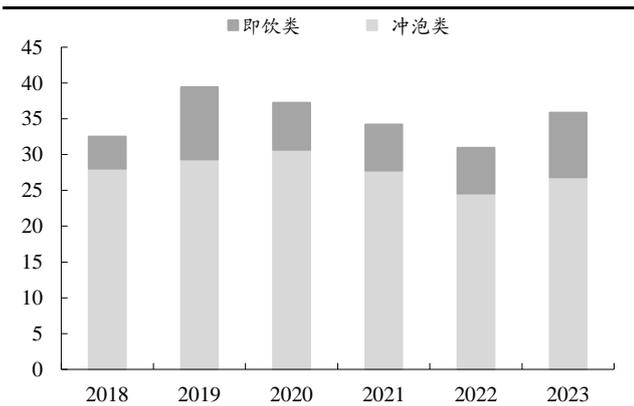


数据来源：天猫官方旗舰店、东吴证券研究所

4.4. 盈亏平衡点测算

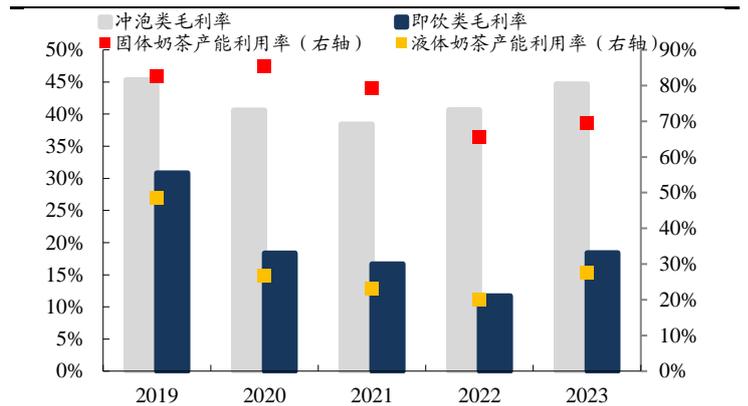
产能利用率仍处低位，规模效应尚待彰显。公司即饮类业务近年来收入波动明显，2023 年即饮业务收入约 9 亿元，但仍未恢复至 19 年水平，且对比冲泡类收入规模仍偏低；从利润端看，2023 年即饮类业务毛利率为 18.41%，远低于整体毛利率，主系收入规模较小，产能利用率偏低下摊销固定资产的折旧成本偏高拉低毛利率水平。

图42：分业务收入拆分（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图43：分业务毛利率及产能利用率情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

测算方式：即饮业务收入=成本（变动成本+固定成本）+费用，核心假设如下：

- **成本：** 1) 固定成本：主要为营业成本中的制造费用，从近年来固定资产和在建工程看，当前公司即饮产能较为充足，预计未来几年不会有大幅投入，假设不新增产能，我们预计公司即饮业务的制造费用稳定在 23 年水平； 2) 可变成本：主要为原料、人工成本及运费，近五年原料成本/人工成本/运费占收入比重分别为 53.5%/4.5%/4.7%，综合来看，我们假设即饮业务可变成本占收入比重为 62.7%。
- **费用：** 主要包括销售、管理和研发费用，参考近五年整体销售/管理/研发费率均值，考虑到短期公司仍发力即饮产品营销推广、多渠道布局，预计销售费用率仍将保持较高水平且高于整体，参考历史费用率基础上，考虑新增销售

人员薪酬、广宣投入力度，预计即饮业务销售费率高于整体，综合来看，我们假设即饮业务整体费用率约为 28.3%左右。

综上，我们预计即饮收入达到 18 亿元左右，有望实现盈亏平衡。

表9：即饮业务盈亏平衡点测算（标红为核心假设）

	金额（亿元）		占收入比重（%）	
	盈亏平衡点	2023 年	盈亏平衡点	2023 年
收入合计	17.8	9.0	100.0%	100.0%
成本费用合计	17.8	11.6	100.0%	129.0%
成本合计	12.8	7.3	71.7%	81.5%
其中：				
固定成本	1.6	1.6	9.0%	17.8%
可变成本	11.2	5.7	62.6%	63.7%
其中：				
原料成本	9.5	4.8	53.5%	52.9%
人工成本	0.8	0.4	4.5%	4.0%
运费	0.8	0.6	4.7%	6.9%
费用合计	5.1	4.3	28.3%	47.4%
其中：				
销售费用	4.0	3.3	22.3%	36.2%
管理费用	0.9	0.9	5.3%	10.3%
研发费用	0.1	0.1	0.8%	0.9%
毛利	5.1	1.7	28.3%	18.5%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算（注：财报未直接披露分业务费用率，即饮业务 2023 年费率为预测值）

5. 盈利预测与估值

公司传统冲泡类业务未来保持稳健增长，预计 2024-2026 年冲泡业务收入增速分别为 8%/6%/5%。冲泡业务毛利率为 45.6%/46.2%/46.7%。

公司即饮业务属于发展初期，预计未来三年保持较高增速，预计 2024-2026 年即饮业务收入增速分别为 30%/35%/30%，即饮业务毛利率为 25%/30%/33%。

综合来看，我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 41.1、46.9、53.2 亿元，分别同比+13%、14%、14%，预计实现归母净利润 3.3/4.2/5.1 亿元，分别同比+19%、26%、22%，对应当前 PE 为 15/12/10 倍。

表10: 香飘飘主要业务收入拆分预测 (百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3128	3625	4106	4685	5320
yoy	-9.8%	15.9%	13.3%	14.1%	13.6%
毛利率	33.8%	37.5%	39.5%	40.5%	41.2%
冲泡类					
收入	2455	2686	2894	3063	3217
yoy	-11.5%	9.4%	7.7%	5.8%	5.0%
毛利率	40.6%	44.7%	45.6%	45.9%	46.3%
即饮类					
收入	638	901	1172	1580	2059
yoy	-0.7%	41.2%	30.1%	34.8%	30.3%
毛利率	11.7%	18.4%	26.4%	31.4%	34.4%
其他业务收入	34	38	40	42	44
yoy	-28.3%	13.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	-45.8%	-13.7%	-13.7%	-13.7%	-13.7%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所预测

我们采用分部估值法对公司进行估值, 选取同为饮料乳品行业的李子园、承德露露、养元饮品作为可比公司, 预计冲泡业务 2024 年实现归母净利润 5.8 亿元 (23 年为 5.4 亿元左右, 保守假设利润与收入增速保持一致), 由于冲泡业务未来增速保持稳健, 参考可比公司平均估值, 采用 PE 估值法给予公司冲泡业务 24 年 10 倍 PE, 对应市值 58 亿元; 公司即饮业务处于发展初期, 还未实现盈利, 采用 PS 估值法, 参考可比公司平均估值, 结合香飘飘即饮业务尚未成熟现状, 我们给予公司即饮业务 24 年 1 倍 PS, 对应市值 11.7 亿元, 因此, 我们预计公司总市值约为 70 亿元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表11: 可比公司估值表

股票代码	可比公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE				归母净利润 (亿元)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
605337.SH	李子园	38	9.71	16	14	12	10	2	3	3	4
000848.SZ	承德露露	84	7.97	13	12	11	10	6	7	8	8
603156.SH	养元饮品	263	20.79	18	16	14	12	15	17	19	22
	均值			16	14	12	11				
603711.SH	香飘飘	49	11.89	17	15	12	10	3	3	4	5

数据来源: wind、东吴证券研究所 (除香飘飘外均为 wind 一致预期, 截至 2024 年 8 月 6 日收盘价)

表12: 可比公司估值表

股票代码	可比公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PS				营收(亿元)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
605337.SH	李子园	38	9.71	3	2	2	2	14	16	19	21
000848.SZ	承德露露	84	7.97	3	3	2	2	30	33	36	40
603156.SH	养元饮品	263	20.79	4	4	4	3	62	66	71	77
	均值			3	3	3	2				
603711.SH	香飘飘	49	11.89	1	1	1	1	36	41	47	53

数据来源: wind、东吴证券研究所(除香飘飘外均为 wind 一致预期, 截至 2024 年 8 月 6 日收盘价)

6. 风险提示

即饮业务拓展不及预期风险。公司即饮业务仍处于发展初期，收入体量较小，产能利用率较低，导致公司即饮业务当前无法实现盈利，根据计算，公司即饮业务盈亏平衡点约为 18 亿元，当前公司即饮业务收入距离盈亏平衡点仍有一定距离。

饮料行业竞争加剧风险。饮料行业竞争激烈，大量新晋品牌涌入市场导致竞争加剧。公司若不能持续提高核心竞争力，市场份额恐有被挤压的风险。

原材料成本波动风险。饮料行业盈利能力受原材料成本影响较大，公司成本中原材料占比较大，原材料价格如果出现大幅波动，将给公司成本控制带来较大压力，同时挤压公司的盈利空间。

产能和财务风险。公司产能分布存在较大的偏离情况，即饮利用率不高，带来持续的折旧和潜在减值财务风险。

食品安全风险。食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击

香飘飘三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,275	3,659	4,152	4,697	营业总收入	3,625	4,106	4,685	5,320
货币资金及交易性金融资产	2,943	3,288	3,748	4,261	营业成本(含金融类)	2,265	2,482	2,788	3,130
经营性应收款项	95	112	121	129	税金及附加	30	35	41	47
存货	162	172	186	200	销售费用	860	996	1,157	1,339
合同资产	0	0	0	0	管理费用	228	247	253	265
其他流动资产	75	86	97	107	研发费用	33	38	44	51
非流动资产	1,960	1,876	1,772	1,662	财务费用	(64)	(44)	(51)	(61)
长期股权投资	34	34	34	34	加:其他收益	56	58	66	75
固定资产及使用权资产	1,493	1,428	1,346	1,250	投资净收益	10	12	13	15
在建工程	54	26	10	0	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	189	185	181	177	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	343	422	533	639
其他非流动资产	189	200	200	200	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)
资产总计	5,235	5,534	5,924	6,360	利润总额	341	420	531	637
流动负债	1,786	1,918	2,119	2,350	减:所得税	62	85	111	126
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,014	1,064	1,124	1,194	净利润	280	334	420	511
经营性应付款项	414	448	511	582	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	168	205	258	319	归属母公司净利润	280	334	420	511
其他流动负债	190	201	226	255	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.68	0.81	1.02	1.24
非流动负债	98	97	97	97	EBIT	263	376	480	576
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	451	563	674	777
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.53	39.55	40.50	41.17
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	7.73	8.14	8.97	9.61
其他非流动负债	88	86	86	86	收入增长率(%)	15.90	13.27	14.09	13.56
负债合计	1,884	2,015	2,216	2,447	归母净利润增长率(%)	31.04	19.31	25.66	21.68
归属母公司股东权益	3,349	3,517	3,706	3,911					
少数股东权益	2	2	2	2					
所有者权益合计	3,351	3,519	3,708	3,913					
负债和股东权益	5,235	5,534	5,924	6,360					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	383	559	722	839	每股净资产(元)	8.15	8.56	9.02	9.52
投资活动现金流	(138)	(36)	(30)	(28)	最新发行在外股份(百万股)	411	411	411	411
筹资活动现金流	(18)	(128)	(182)	(248)	ROIC(%)	5.12	6.68	8.05	9.29
现金净增加额	230	395	511	563	ROE-摊薄(%)	8.37	9.51	11.34	13.07
折旧和摊销	188	187	194	201	资产负债率(%)	35.99	36.41	37.40	38.47
资本开支	(65)	(93)	(93)	(93)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.42	14.60	11.62	9.55
营运资本变动	(86)	44	108	129	P/B(现价)	1.46	1.39	1.32	1.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>