

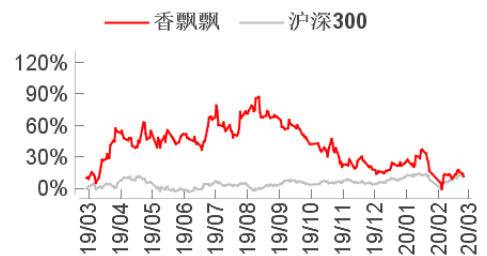
## 二次创业蓄势待发，产品革新加码即饮



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年02月25日)	22.86元
目标价格	27.12元
52周最高价/最低价	38.38/20.4元
总股本/流通A股(万股)	41,817/4,885
A股市值(百万元)	9,559
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2020年02月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.10	-4.55	-8.45	7.07
相对表现	-3.74	-7.55	-14.78	-3.50
沪深300	1.64	3.00	6.33	10.57



资料来源: WIND、东方证券研究所

## 核心观点

- **奶茶龙头二次成长，产品营销匠心独具。**公司成立于2005年，十余年来致力于奶茶等方便类产品的研发、生产和销售，目前已成为市占率超6成的冲泡奶茶龙头企业。公司为优质民企、效率优先，家族管理持股集中，18年推出限制性股票激励计划，实现了核心员工与企业利益的深度捆绑，较为严苛的解锁条件彰显了力求发展的决心。**从产品端看**，冲泡+即饮双轮驱动，价格带错位定位差异化人群，产品矩阵丰富多元。**从渠道看**，公司不断加强经销商团队建设，积极推进三专化，对客户和终端的把握不断增强。**从营销看**，公司品牌定位呈现年轻时尚的休闲趋势，精准的广告投放如虎添翼。
- **固饮基本盘稳固，液饮协同贡献增量。**公司12-15年发展受阻，16年后重启增长。根据产品条线拆分，我们认为未来的成长驱动主要来自：**1）渠道下沉和新品升级助力冲泡类产品增长。**一方面，公司收入的地区分布尚未均衡，随着招商扩充、渠道完善，区域覆盖的广度和深度有望双升，我们测算未来五年公司冲泡奶茶市占率有望达到7成；另一方面，好料系列与升级版的双拼系列有望保持更快增速推动新品迭代，实现产品结构升级。**2）果汁茶赛道优空间广，先发优势抢占制高点。**即饮茶市场容量已达千亿级别，受益于性价比突出、与冲泡产品协同、强营销的流量资源等优势，我们看好公司果汁茶的成长空间。此外，我们认为公司在生产技术、土地资源、产能优势、品牌地位等方面均具备一定壁垒，先发优势下无需过度担心搅局者竞争。
- **不吝资源打造品牌，盈利稳健改善空间仍存。**近年公司毛利率保持在40%以上，盈利水平稳健。由于快消品竞争激烈、同质化程度高，公司的费用投放一直高举高打，市场培育利在长远。受股权激励费用计提影响，管理费用率短期可能有所上升。展望未来，冲泡奶茶产品结构升级和液体茶放量后规模效应的发挥有望带动毛利率上升，收入较快增长将摊薄期间费率，品牌认知提升后宣传和促销资源增长可能放缓，期待公司净利率水平进一步提升。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司19-21年EPS分别为0.93、1.13、1.41元，选取软饮料、乳制品、冲泡食品类企业作为可比公司。结合可比公司估值，给予公司20年24倍PE，对应目标价27.12元，首次覆盖给予买入评级。

## 风险提示

- 果汁茶动销不及预期、原材料成本大幅上升、行业竞争加剧、销售费用投入高增风险。

## 公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,640	3,251	4,124	4,948	5,845
同比增长(%)	10.5%	23.1%	26.8%	20.0%	18.1%
营业利润(百万元)	317	402	495	599	748
同比增长(%)	4.5%	26.8%	23.1%	21.1%	24.8%
归属母公司净利润(百万元)	268	315	390	471	587
同比增长(%)	0.6%	17.5%	23.9%	20.9%	24.6%
每股收益(元)	0.64	0.75	0.93	1.13	1.41
毛利率(%)	40.2%	40.4%	41.1%	40.5%	40.4%
净利率(%)	10.1%	9.7%	9.5%	9.5%	10.1%
净资产收益率(%)	16.8%	15.2%	16.0%	16.7%	18.3%
市盈率	35.7	30.4	24.5	20.3	16.3
市净率	5.0	4.3	3.6	3.2	2.8

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

## 证券分析师

叶书怀

021-63325888-3203

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860517090002

## 证券分析师

蔡琪

021-63325888-6079

caiqi@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860519080001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

一、奶茶龙头二次成长，产品营销匠心独具.....	5
1.1 深耕奶茶十数载，优质民企焕新生 .....	5
1.2 冲泡即饮强强联手，产品矩阵丰富多元 .....	7
1.3 品牌定位代际变迁，营销蓄力辅助增长 .....	8
二、固饮基本盘稳固，液饮协同贡献增量.....	9
2.1 冲泡奶茶行业领先，即饮蓄力二次创业 .....	9
2.2 渠道下沉助力冲泡增长，产品升级龙头行稳致远 .....	10
2.3 果汁茶赛道优空间广，先发优势抢占制高点 .....	13
三、不吝资源打造品牌，盈利稳健改善空间仍存 .....	16
3.1 龙头盈利能力优秀，期待进一步提升 .....	16
3.2 营销高举高打，市场培育利在长远 .....	17
四、盈利预测与投资建议 .....	19
4.1 盈利预测 .....	19
4.2 投资建议 .....	21
五、风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	5
图表 2: 香飘飘股权结构（截至 19 年三季度） .....	6
图表 3: 公司股权激励计划分配情况 .....	6
图表 4: 公司股权激励解锁条件下，收入和净利润最低目标 .....	7
图表 5: 香飘飘产品线总结 .....	8
图表 6: 公司营销活动总结 .....	9
图表 7: 12-18 年公司营收、归母净利润及同比增速 .....	10
图表 8: 12-18 年公司分产品收入（亿元） .....	10
图表 9: 13-18 年好料系列收入增速明显快于经典系列 .....	10
图表 10: 12-18 年好料系列收入占比持续提升 .....	10
图表 11: 13-18 年经典系列收入增长量价拆分 .....	11
图表 12: 13-18 年好料系列收入增长量价拆分 .....	11
图表 13: 12-18 年公司分区域收入（亿元） .....	12
图表 14: 13-18 年公司分区域收入增速 .....	12
图表 15: 12-18 年公司分区域经销商数量 .....	12
图表 16: 2019Q3 经销商区域分布占比 .....	12
图表 17: 公司 17-18 年专职、专营经销商人数 .....	13
图表 18: 18 年公司专职、专营经销商销售额及人均创收 .....	13
图表 19: 12-18 年间香飘飘杯装奶茶市占率不断提升 .....	13
图表 20: 公司冲泡奶茶规模及市占率预测 .....	13
图表 21: 即饮茶市场规模及预测 .....	14
图表 22: 即饮茶行业量价增速拆分 .....	14
图表 23: 果汁茶单季度销售收入（亿元） .....	15
图表 24: 茶 π 销售额（亿元）及同比增速 .....	15
图表 25: 17 年-19H1 公司液体茶饮料产能偏紧 .....	16
图表 26: 公司即饮产品产能分布 .....	16
图表 27: 公司液体茶饮料产能预测 .....	16
图表 28: 12-18 年公司销售毛利率 .....	17
图表 29: 12-18 年公司分产品毛利率 .....	17
图表 30: 12-18 年公司销售费用率 .....	17
图表 31: 13-18 年公司销售费用重点项目占营收比重 .....	17
图表 32: 13-18 年公司销售费用重点项目支出（亿元）及增速 .....	18
图表 33: 12-18 年公司管理费用率 .....	18

图表 34：13-18 年公司管理费用重点项目占营收比重 .....	18
图表 35：13-18 年公司管理费用重点项目支出（亿元）及增速 .....	19
图表 36：12-18 年公司销售净利率 .....	19
图表 37：可比公司估值表 .....	21
图表 38：果汁茶销量增幅对 EPS 的敏感性分析 .....	21

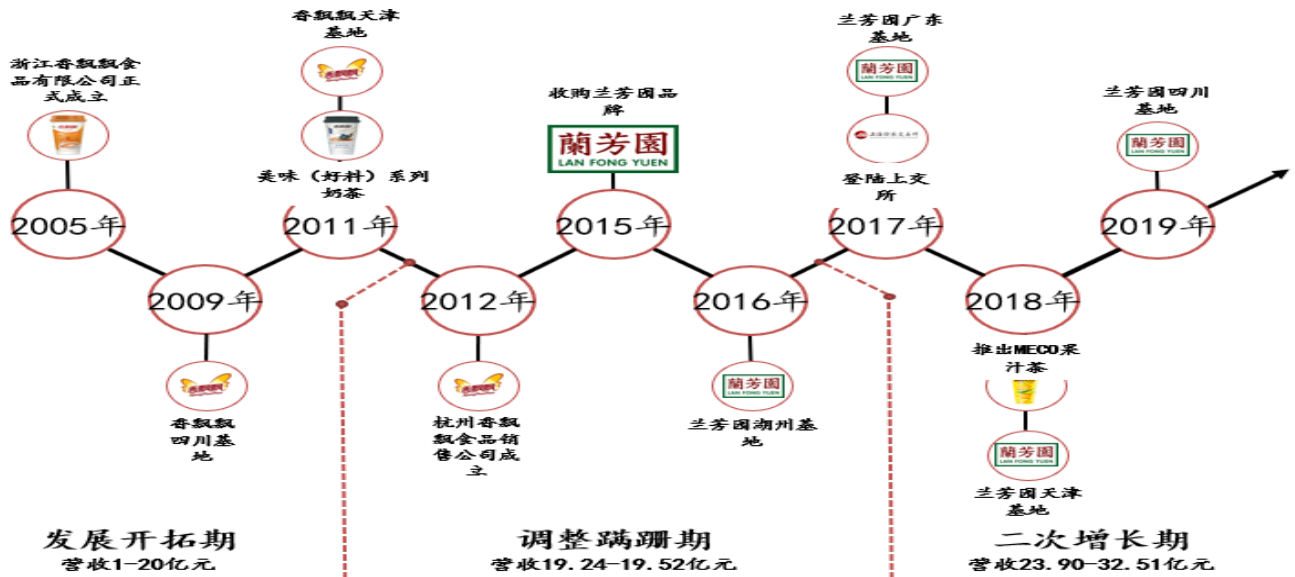
## 一、奶茶龙头二次成长，产品营销匠心独具

### 1.1 深耕奶茶十数载，优质民企焕新生

开拓者基因树立高度，十四年如一铸就奶茶第一品牌。公司创始人蒋建琪先生于 2004 年推出首款杯装冲泡奶茶产品，随后香飘飘食品有限公司于 2005 年成立。公司总部位于浙江省湖州市，十余年来致力于奶茶等方便类产品的研发、生产和销售，目前已成为市占率超 6 成的冲泡奶茶龙头企业。回溯历史，我们认为公司成长主要经历了以下三个阶段：

- **发展开拓期（2005 年-2011 年）：辛勤探索，开城拓地。** 公司于 05 年创立香飘飘品牌，并正式向市场推出经典系列奶茶，弥补了过去只能在店铺饮用奶茶的缺陷。随后，公司先后成立香飘飘四川基地（09 年）、天津基地（11 年），开拓了西南及华北市场。11 年公司精准把握消费升级趋势，推出升级版产品美味系列并主要在一二线城市铺货。
- **调整蹒跚期（2012 年-2016 年）：增长遇阻，韬光养晦。** 12 年杭州香飘飘食品销售公司成立，随后公司不断丰富冲泡系列 SKU，新添多种口味产品。15 年成功收购兰芳园品牌，品牌实力更上层楼。16 年建立兰芳园湖州基地，进一步扩张了华东区域产能。期间受行业增速放缓、竞争加剧、内部管理欠佳等因素影响，公司收入增长遇阻，亟需变革。
- **二次增长期（2017 年至今）：即饮发力，焕发新生。** 为缓解淡季销售不均的不利影响，17 年公司推出液体奶茶产品，并成功登陆上交所上市，进一步提升了品牌知名度。18 年即饮板块再添新军，Meco 果汁茶问世、动销火爆。此外，公司于 17、18、19 年先后建成兰芳园广东基地、天津基地和四川基地，即饮产能稳步扩张，正式踏上二次创业征程。

图表 1：公司发展历程

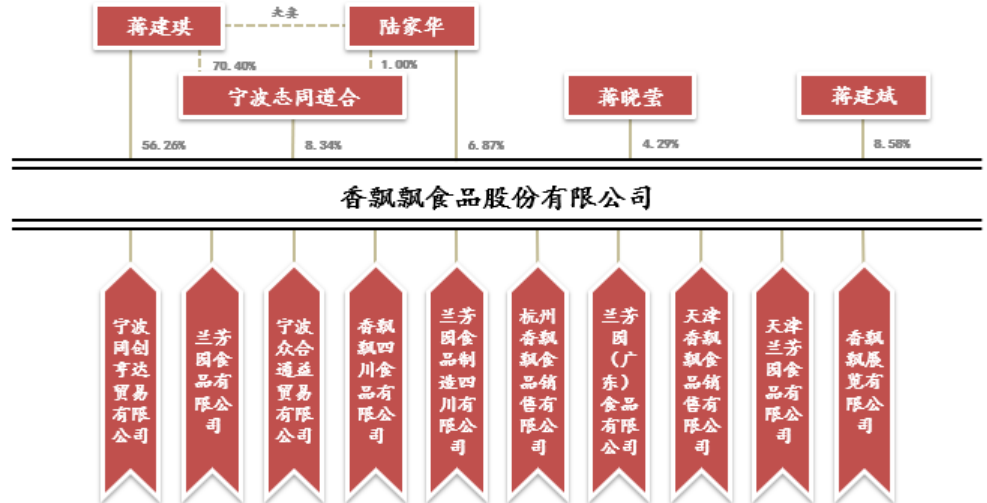


数据来源：招股说明书、公司官网、百度百科、东方证券研究所

家族管理持股集中，优质民企效率为先。截至 2019 年三季度，公司董事长、总经理蒋建琪先生直接持股比例达 56.26%，妻子陆家华直接持股 6.86%，女儿蒋晓莹持股 4.29%。副董事长蒋建斌先生为蒋建琪之弟，持股占比 8.58%。从执行层面的分工看，董事长年富力强（今年 56 岁），为公

司掌舵手、负责全局运营，蒋建斌先生分管公司销售，蒋晓莹为兰芳园品牌产品经理，管理条线清晰、领导各司其职。公司是典型的民营企业，风格稳健踏实，但又不失效率。

**图表 2：香飘飘股权结构（截至 19 年三季度）**



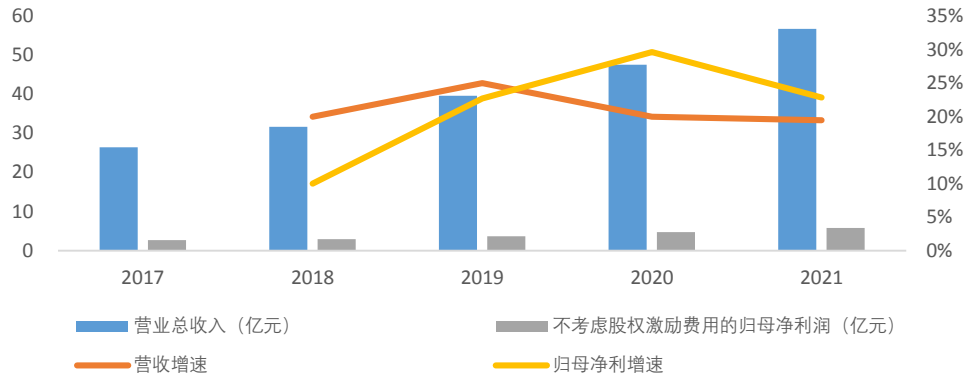
数据来源：公司财报、东方证券研究所

**股权激励鼓舞士气，深度绑定核心员工与公司利益。**公司 18 年发布限制性股票激励计划公告，拟授予公司董事、高管、核心管理、核心技术（业务）人员等 66 人限制性股票 1934 万股，占公司总股本的 4.84%，授予价格为 7.85 元/股。公司设置的考核期为 18 年-21 年，要求以 17 年的营业收入和净利润（剔除股权激励费用的归母净利润）为基准，18、19、20、21 年的营业收入增长率分别不得低于 20%、50%、80%、115%，净利润增长率不低于 10%、35%、75%、115%，且收入和净利润的考核目标各占可解锁股份的 50%。我们认为本次股权激励实现了核心员工与公司利益的深度捆绑，有利于激发员工士气，且解锁条件较为严格，彰显了公司力求发展的决心。

**图表 3：公司股权激励计划分配情况**

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占股本总额的比例
蔡建峰	副总经理、董事	319	16.49%	0.80%
勾振海	董事会秘书、副总经理、董事	50	2.59%	0.12%
邹勇坚	财务总监	50	2.59%	0.12%
核心管理人员、核心技术（业务）人员（64 人）		1515	78.34%	3.79%
合计（67 人）		1934	100.00%	4.84%

数据来源：公司向激励对象授予限制性股票公告、东方证券研究所

**图表 4：公司股权激励解锁条件下，收入和净利润最低目标**


数据来源：公司向激励对象授予限制性股票公告、东方证券研究所

## 1.2 冲泡即饮强强联手，产品矩阵丰富多元

**冲泡+即饮组合拳出击，产品矩阵丰富多元。**目前香飘飘产品主要分为两大冲泡和即饮两大板块，其中冲泡类包含经典系列及好料系列奶茶，19 年公司又推出了升级版的双拼系列；即饮板块包括果汁茶及液体奶茶。具体而言，经典系列奶茶性价比高，主要定位三四线及以下城市对价格敏感度较高的消费者；好料及双拼系列售价更高，主要针对一二线城市、追求高品质的年轻群体；果汁茶终端售价 6-8 元，主流消费者为大学生和年轻白领；液体奶茶品质较高，终端价 8-12 元，主要面向一二线城市的白领群体。

**加码即饮意义重大，深耕软饮优势明显。**我们认为公司在原有冲泡产品外新增即饮板块意义深远：  
 1) **熨平淡旺季波动，充分考虑经销商利益，重塑价值链。**公司的冲泡类产品美誉度高，但销售集中在秋冬季节，导致公司旺季产能紧张、淡季开工率低，收入利润季度间波动大，且经销商淡季无合适的产品经营，仓库易被竞品挤占，削弱了渠道的忠诚度。即饮茶品推出后，春夏季亦有果汁茶、液体奶茶等产品接力，公司产能利用率将得以提升，经销商亦有利可图，渠道积极性有所增强。  
 2) **冲泡叠加即饮，协同效应值得期待。**从品牌端看，液体茶推出后，香飘飘作为冲泡奶茶龙头的品牌背书有利于树立消费者信心和接受度。从渠道端看，公司固体产品在流通、商超、KA 等渠道的建设具备一定先发优势，即饮茶可嫁接于冲泡产品强势的区域和渠道。从生产端看，即饮板块的加入有望摊销生产线的固定成本，增厚利润表现。



**图表 5：香飘飘产品线总结**

所属板块	系列	产品名称及配图	价格带	口味
冲泡类	经典系列		3-4 元	白桃、麦香、草莓、咖啡、香芋、原味
	好料系列		6 元	蓝莓、红豆、抹茶青豆、芒果布丁、芝士 Q 麦
	双拼系列		6-7 元	珍珠果+红豆 珍珠果+葡萄干 珍珠果+芒果干
即饮茶	液体奶茶		8-12 元	MECO 牛乳茶 MECO 轻奶茶：太妃奶红、抹茶拿铁、白桃乌龙 兰芳园丝袜奶茶
	果汁茶		6-8 元	桃桃红柚、泰式青柠、金桔柠檬、港式柠檬奶茶

数据来源：公司官网、京东、东方证券研究所

### 1.3 品牌定位代际变迁，营销蓄力辅助增长

**品牌定位侧重点变迁，营销宣传匠心独具。**由于快消品行业往往同质化现象严重、竞争激烈，公司的成长离不开资源投放和品牌宣传，合理而精准的广告投放对于产品销售而言如虎添翼。通过观察公司的广告语变化，我们认为公司的品牌定位大致经历了三个阶段的代际变迁。

- **05-12 年：强调龙头地位。**在公司创立初期，市场地位尚未稳固且竞品林立，彼时香飘飘的广告多以产品销量大为宣传点，以树立龙头的形象。选择的代言人为“万人迷”陈好，其甜美的形象符合产品甜蜜温暖的特质，所植入的广告以电视媒介为主，成功在消费者心中留下了“杯装奶茶=香飘飘”的烙印。
- **13-18 年：强调功能属性。**此时的香飘飘龙头地位逐渐稳固，公司的宣传渐渐回归到产品本身的属性。“香飘飘奶茶，好喝”突出了美味的特质，“小饿小困，喝点/就喝香飘飘”则强调了充饥解乏的功能。我们认为从功能的角度切入更加精准，可以明确告知消费者产品的消费场景，与王老吉的“怕上火喝王老吉”、养元的“经常用脑，多喝六个核桃”等有异曲同工之妙。代言人的选择上逐渐向年轻化过渡，钟汉良、陈伟霆均为流量小生，在广告植入方面亦出现了向网络剧倾斜的趋势。



- **19年：强调休闲娱乐。**近期香飘飘的营销更加年轻化，定位休闲，“够有料更享受”兼顾了产品特性和娱乐化属性。新代言人王俊凯、邓伦更加贴近90后甚至00后群体，广告投放的媒介以综艺节目和网剧为主。我们认为公司的营销更加精准地覆盖年轻的目标人群，将起到事半功倍的效果。

**图表 6：公司营销活动总结**

年份	广告语	代言人	广告植入及冠名节目
2005	奶茶香飘飘，香飘飘奶茶	陈好	《卧底超模》、《一起来看流星雨2》、《因为爱情有多美》、《转角遇到TA》、《我爱记歌词》
2007	奶茶，就要香飘飘		
2008	香飘飘一年卖出3亿杯，杯子可绕地球一圈		
2009	杯装奶茶开创者，连续六年销量领先。一年卖出7亿多杯，连起来可绕地球两圈		
2013	香飘飘奶茶，好喝！	钟汉良	《两生花》、《恶棍天使》、《芈月传》、《老九门》、《抓紧我、放弃我》
2015	小饿小困，喝点香飘飘，一年12亿人次在喝		
2017	小饿小困，就喝香飘飘	陈伟霆	《欢乐颂》、《跑男来了》、《无限歌谣季》、《如懿传》、《我就是演员》
2018			
2019	够有料更享受	王俊凯 邓伦	《下一站传奇》、《极限挑战》、《这就是街舞2》

数据来源：公司官网、新浪财经、东方证券研究所

## 二、固饮基本盘稳固，液饮协同贡献增量

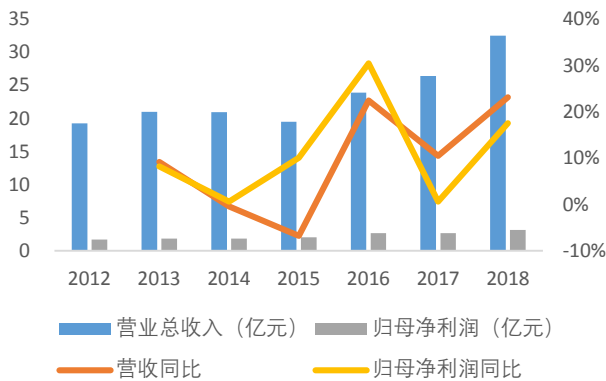
### 2.1 冲泡奶茶行业领先，即饮蓄力二次创业

奶茶龙头不惧波澜，整装待发重新上路。12-18年间，公司营业收入从19.24亿元提升至32.51亿元，CAGR为9.1%；同期归母净利润从1.70亿元增长至3.15亿元，CAGR为10.79%。进一步观察公司近7年的收入、归母净利润表现，大致可分为两个阶段。

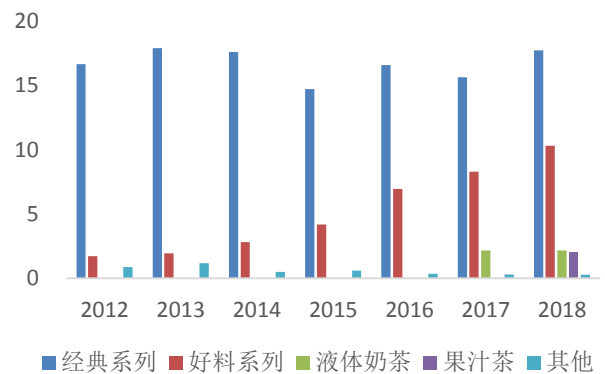
- **12年-15年：销售遇阻，增长停滞。**该段时间公司的营收体量一直徘徊在20亿元左右，归母净利润年均复合增速仅6.22%。我们推测期间公司内部、外部均遇到一定增长阻力。**从内部因素看**，自冲泡类奶茶上市以来，产品日趋成熟，消费者对于产品的新鲜感不断下降，快消品可能存在产品老化、审美疲劳的情况，可以明显观察到期间公司经典系列产品收入规模出现了一定收缩。此外，公司营销可能不够精准，对于消费的刺激逐渐弱化。再者，销售规模扩大后，公司的管理、销售团队和经销商规模可能无力支撑进一步的扩张。**从外部因素看**，宏观经济增速放缓，消费品景气度欠佳，叠加杯装冲泡奶茶已度过爆发期，公司难以享受到行业扩容带来的机遇，共同导致了增速的放缓。
- **16年-18年：重整旗鼓，重启增长。**16年以来公司重新对产品、营销、管理等多方面进行梳理和思考，开启了新一轮的增长曲线。**从产品端看**，冲泡类产品口味、包装、内容物不断升级，并新增即饮茶品丰富产品线，持续推陈出新吸引消费者眼球；**从营销端看**，强化了产品的功能性和娱乐性诉求，代言人变更、广告植入收效明显；**从管理上看**，公司对经销商团

队进行了扩张和优化，还加强了营销体系的建设和管理。多重举措下公司成功冲破短期天花板，15-18年间营收、归母净利润 CAGR 分别提升至 18.54%、15.56%。

**新品迭代接力成长，冲泡类基本盘稳固、即饮板块果汁茶快速放量。**分产品看，12-18年间公司固体板块(经典系列+好料系列)收入从 18.38 亿元提升至 28.04 亿元，CAGR 为 7.30%，增长稳健；17 年公司推出 Meco 牛乳茶和兰芳园丝袜奶茶，正式进入即饮市场，18 年随着果汁茶系列推出，即饮板块再添主力军。19 年前三季度，公司液体奶茶+果汁茶合计收入已达 8.71 亿元，收入占比达 36.94%（由于四季度是冲泡奶茶销售旺季，故全年的占比将低于该数值）。我们认为液体即饮产品有望接力冲泡奶茶，构筑公司新增长极，看好果汁茶的放量契机。

**图表 7：12-18 年公司营收、归母净利润及同比增速**


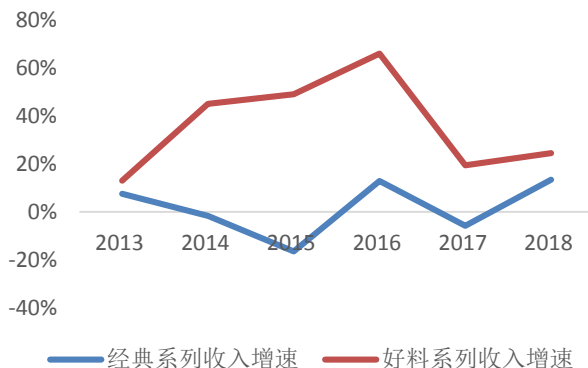
数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

**图表 8：12-18 年公司分产品收入 (亿元)**


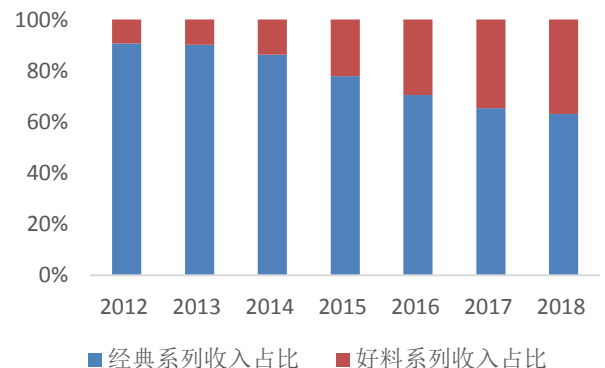
数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

## 2.2 渠道下沉助力冲泡增长，产品升级龙头行稳致远

**好料系列保持较快成长，经典系列稳中有增。**分系列看，12-18 年公司经典系列收入从 16.66 亿元增长至 17.72 亿元，CAGR 为 1.03%，期间虽有部分年份出现下滑，但总体保持向上趋势，消费基础扎实；同期好料系列收入从 1.72 亿元逐年提升至 10.32 亿元，CAGR 达到 34.83%，且每年的增速均明显高于经典系列，放量较为显著。在冲泡类产品中，12-18 年好料系列收入占比从 9.35% 大幅提升至 36.81%，已成为增长主力军。

**图表 9：13-18 年好料系列收入增速明显快于经典系列**


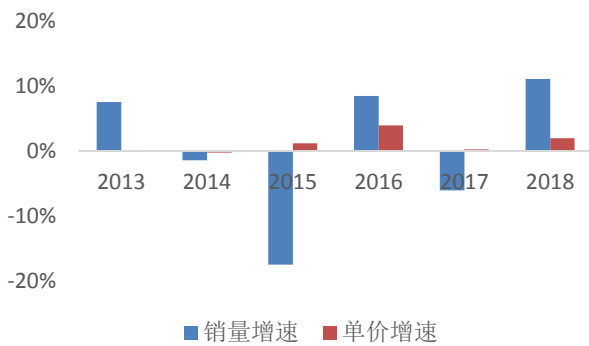
数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

**图表 10：12-18 年好料系列收入占比持续提升**


数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

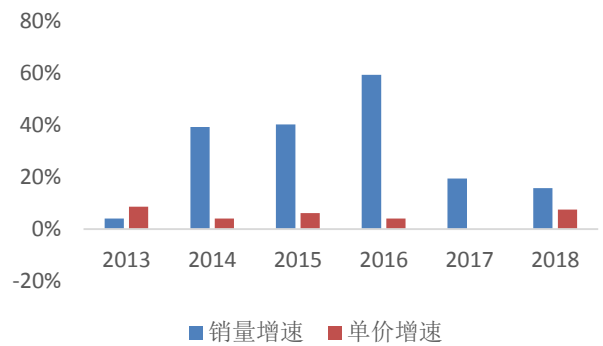
渠道深耕下沉，冲泡奶茶有望量价齐升。分量价看，13-18年间经典系列销量、单价年均增速分别为-0.14%、1.18%，同期好料系列销量、单价年均增速分别为28.40%、5.01%。我们认为好料系列的量价表现均明显优于经典系列的原因可能包括：1) 产品升级后迎合了消费升级的需求，消费者对好料系列认可度更高；2) 厂商资源政策和营销的倾斜；3) 好料系列初期基数低，动销快。展望未来，我们判断：1) 好料系列仍有望保持高于经典系列的增速；2) 公司冲泡类奶茶的增长来源主要是渠道的进一步下沉和精细化运作；3) 公司在冲泡奶茶市场的份额将进一步提升，未来五年或将接近70%。

图表 11：13-18 年经典系列收入增长量价拆分



数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

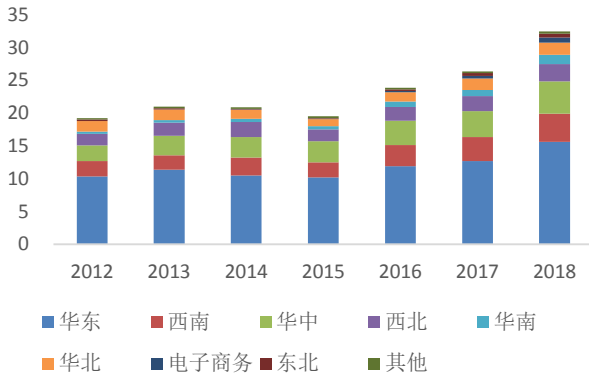
图表 12：13-18 年好料系列收入增长量价拆分



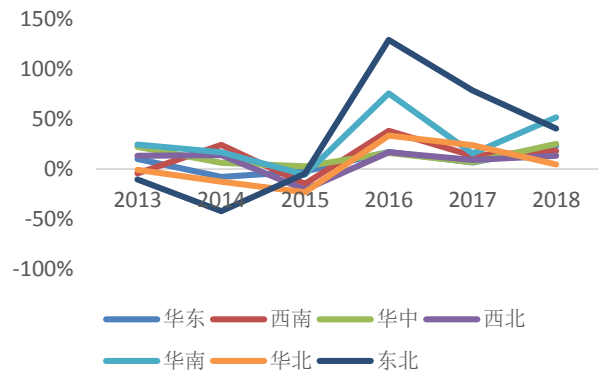
数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

上述判断中，我们在上文已对好料系列增速更快的原因进行分析，接着我们分别就渠道下沉的动力和公司的份额展望进行阐述。

公司收入布局尚未均衡，大本营华东区域为主要收入来源。从区域分布看，12-18年公司华东收入占比在50%左右，华中地区以约15%的收入占比位居第二，西南地区再次之，收入占比约13%，其他区域收入体量较小，占比仅个位数。从区域增速看，前三大地区华东、华中、西南增长稳健，12-18年收入CAGR分别为7.10%、12.74%、10.79%；华南地区由于低基数和即饮产品放量，年均收入增速高达27.01%；西北、东北地区相对偏远，表现一般。我们认为冲泡类奶茶不似植物蛋白饮料（南椰树、北露露）有明显的区域口味偏好，故而可以实现全国化布局。推测公司收入分布不太均衡的原因与工厂布局、经销商分布、资源投入等因素有关，在成长期内公司优先选择人口密集、消费潜力大的区域进行占领，随后择机再进行区域扩张。

**图表 13: 12-18 年公司分区域收入 (亿元)**


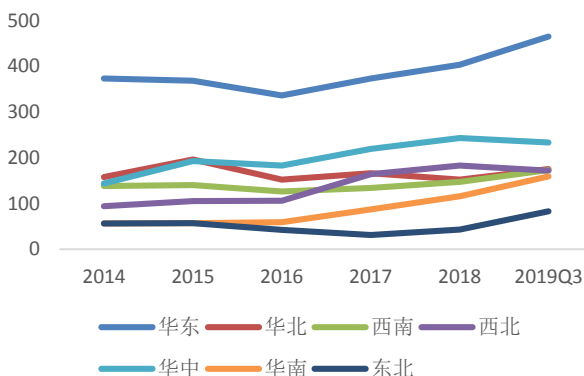
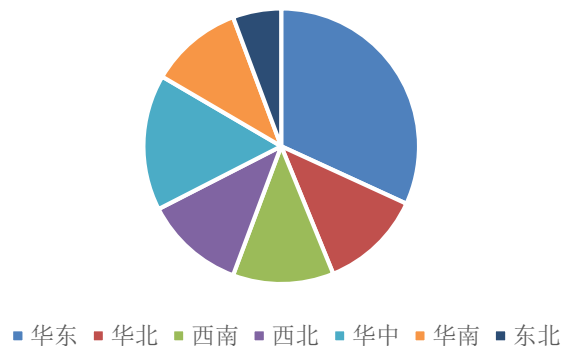
数据来源: 招股说明书、公司年报、东方证券研究所

**图表 14: 13-18 年公司分区域收入增速**


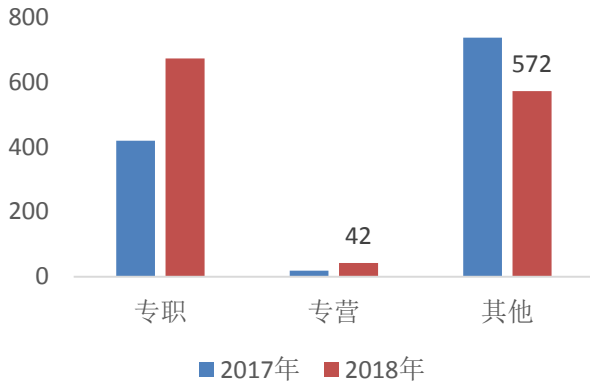
数据来源: 招股说明书、公司年报、东方证券研究所

基于以下原因, 我们认为公司在渠道下沉方面将逐步完善。

- 1) 产品端: 差异化定位, 精准营销。**公司经典系列卡位 3-4 元价格带, 主要触及三四线及以下城市, 区域经济相对薄弱, 消费人群价格敏感度高, 追求性价比。我们推测公司以提升产品铺市率、自然动销为主, 不太可能投放太多资源。好料系列升级为双拼系列后, 卡位 6 元以上价格带, 主要在一二线城市铺货, 携手新代言人王俊凯吸引流量、带动销售。我们认为不同产品矩阵可切入不同层级区域, 经典系列帮助稳固冲泡产品基本盘, 好料系列有望贡献收入增量。
- 2) 渠道端: 加强经销商团队建设, 积极推进三专化。**一方面, 公司稳步扩张现有经销商团队, 并加快了弱势区域的招商进程, 借以实现更均衡的地区布局。根据招股说明书及最新一期财报披露, 14 年时公司华东、华中、西南经销商人数占比分别为 36.6%、14.1%、13.5%, 截至 19Q3 三地占比分别变动至 31.8%、16.0%、11.8%。与此同时, 华南、西北等原非强势地区的经销商占比稳步提升。另一方面, 公司积极推动经销商团队的三专化 (专职、专营及专项奖励, 专营指只能经营香飘飘产品、专职指经销商组建专门团队进行销售、专项激励指相对薄弱地区的针对性举措), 鼓励客户聚焦香飘飘产品, 实现厂商共建、互利共赢。根据年报说明材料, 18 年公司专职及专营经销商数量稳步增长, 且三专经销商的人均创收远高于其他经销商。我们认为随着公司大力发展专职客户, 未来经销商管理有望进一步完善, 弱势市场的终端销售渠道将被打开, 公司对于渠道的掌控也有望增强。

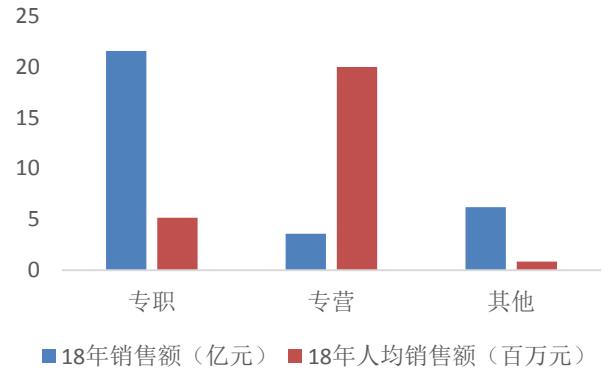
**图表 15: 12-18 年公司分区域经销商数量**

**图表 16: 2019Q3 经销商区域分布占比**


数据来源：招股说明书、公司财报、东方证券研究所

**图表 17：公司 17-18 年专职、专营经销商人数**


数据来源：年报说明 PPT、东方证券研究所

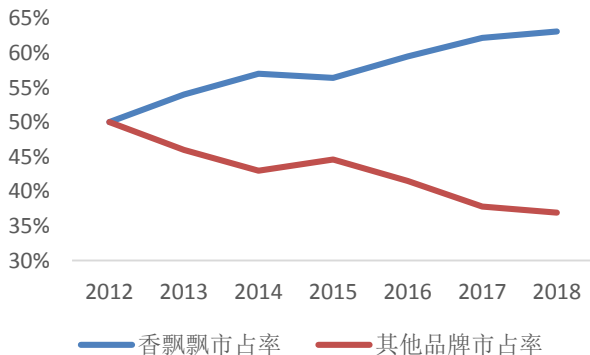
数据来源：公司财报、东方证券研究所

**图表 18：18 年公司专职、专营经销商销售额及人均创收**


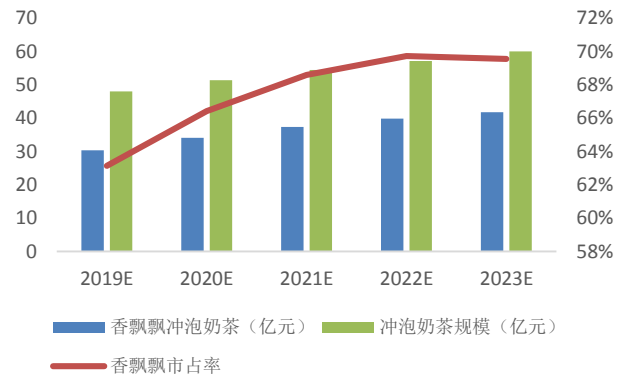
数据来源：年报说明 PPT、东方证券研究所

**3) 空间端：冲泡类奶茶覆盖率不高，远未触及天花板。**我国有近 3000 个县级行政区划单位，目前香飘飘仅能覆盖约一半的县，且非强势区域覆盖的深度较差，市场铺货空间很大。我们认为城镇化推进、居民收入水平的提升将有助于行业需求扩容，公司经营团队的壮大、经销商队伍的扩充也有望带动产品销售稳步增长。

**龙头行稳致远，未来五年市占率有望达到 7 成。**根据 AC 尼尔森数据，12-18 年间香飘飘冲泡奶茶市占率从 50.0% 逐年提升至 63.1%。公司作为杯装冲泡奶茶龙头，在享受行业增长红利的同时也持续收获竞品份额。由于缺少行业数据，我们用香飘飘冲泡奶茶收入/市场份额近似估计行业规模（注：AC 尼尔森为终端口径市占率，公司财报为出厂口径，故该方法存在一定误差，仅作参考）。根据我们的预测，从 19 年-23 年，公司冲泡奶茶市占率仍将有所提升，并有望接近 70%。

**图表 19：12-18 年间香飘飘杯装奶茶市占率不断提升**


数据来源：招股说明书、AC 尼尔森、东方证券研究所

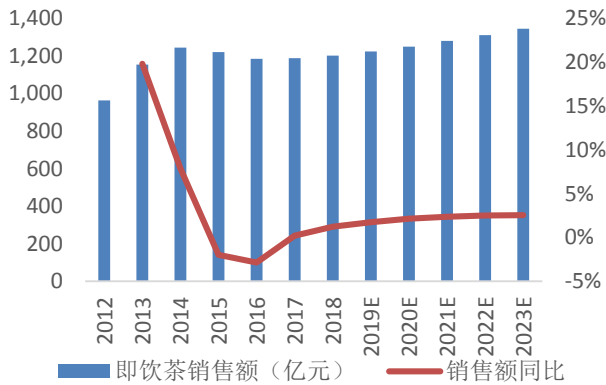
**图表 20：公司冲泡奶茶规模及市占率预测**


数据来源：AC 尼尔森、财务模型、东方证券研究所预测

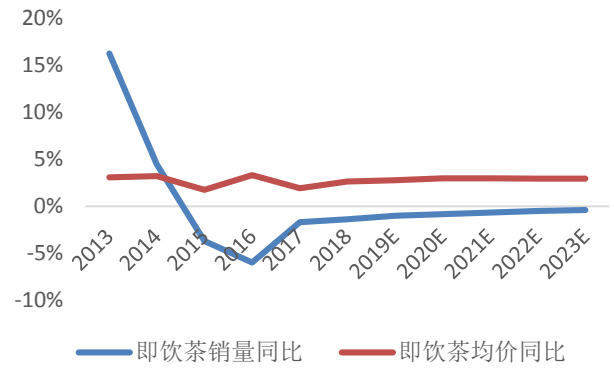
## 2.3 果汁茶赛道优空间广，先发优势抢占制高点

**即饮茶市场容量大，未来行业增长可能主要由价格驱动。**18 年我国即饮茶市场规模为 1203.4 亿元，同比增长 1.23%，12 年-18 年行业收入 CAGR 为 3.77%，预计至 2023 年行业将扩容至 1346.2

亿元，未来五年 CAGR 为 2.27%。分量价看，预测未来行业销量可能小幅下滑，但产品均价提升有望驱动即饮茶收入保持低个位数稳健增长。

**图表 21：即饮茶市场规模及预测**


数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

**图表 22：即饮茶行业量价增速拆分**


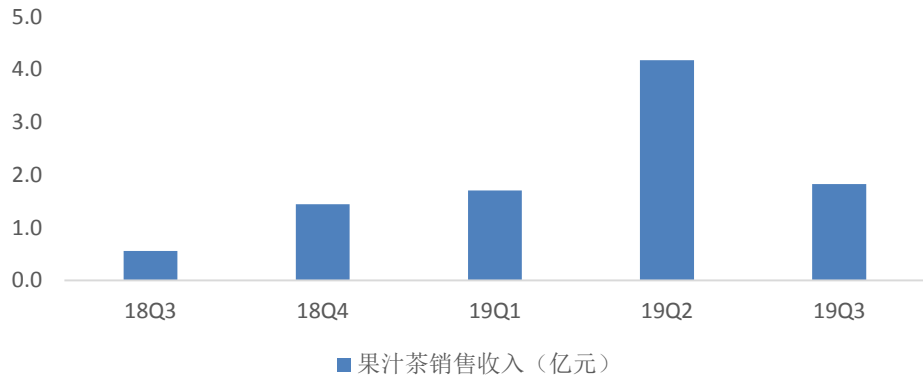
数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

**果汁茶好赛道，多重优势铸造核心竞争力。**公司果汁茶单品定位中性饮料，在千亿的市场空间中目前占比很低。我们认为在升级的浪潮下，消费者对于饮料的口感、价格、营销、包装等均提出了更高的要求，而果汁茶则有望成为新派茶饮中的爆品。

- **从产品端看，果汁茶具有突出的性价比优势。**相较于茶π、小茗同学等竞品，Meco 果汁茶中的果汁含量更高（不低于 10%）、不添加防腐剂，口感层次丰富，纸杯的包装设计较为年轻化。终端售价约 6-7 元，与手工冲调产品相比价格更实惠，适合学生及年轻白领群体。
- **从渠道端看，与冲泡产品的协同效应值得期待。**公司作为冲泡奶茶行业龙头，现有经销商可直接将果汁茶产品嫁接于商超、KA、流通等渠道。此外，根据 AC 尼尔森统计，全国可售卖果汁茶的终端网点数量为 332.7 万家，截至 19H1 公司铺货门店数量仅 41.79 万家，对应铺货率 12.6%。我们认为未来随着经销商团队的扩充，果汁茶的覆盖范围仍有较大提升空间。再者，果汁茶的渠道利润较为丰厚，加上产品快速周转，经销商和终端的推力较强。
- **从营销端看，产品定位年轻群体，高费用投放抢占流量资源。**我们认为若想打造爆款快消品，大量的营销投入必不可少（如 RIO 鸡尾酒等）。公司邀请当红流量小生邓伦担当代言人，在《极限挑战》、《这就是街舞 2》等节目中投放广告，并推出手游王者荣耀“无限天团”联名产品，强化产品在消费者中的形象感知，提升果汁茶知名度。根据公告披露，19 年 Meco 果汁茶的广告费预算投入为 1.5-1.9 亿元，占产品收入比重约 20%，营销强度可见一斑。

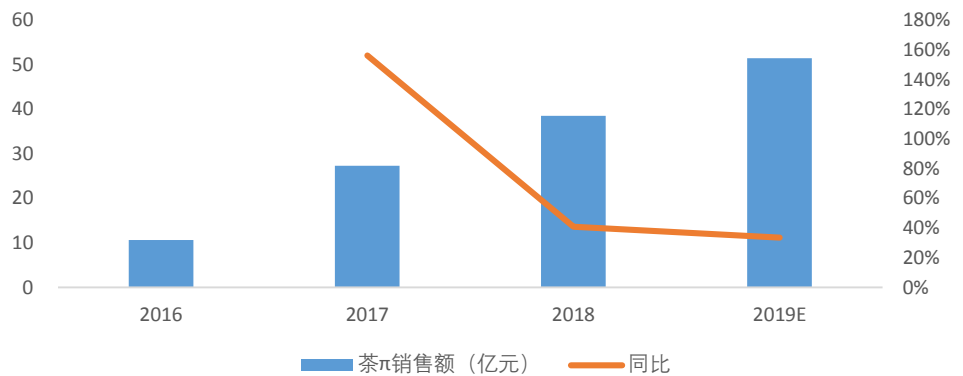
**果汁茶上市以来动销火热，预计 19 年收入达 9 亿元。**Meco 果汁茶自 18Q3 推出以来，一直保持了较好的销售势头。18 年在产能受限、秋冬季节非销售旺季的情况下，也实现了 2 亿元的销售额。19 年随着产能逐步释放，动销进一步改善，1-3 季度分别实现收入 1.71 亿元、4.18 亿元和 1.83 亿元，我们估计果汁茶全年的收入可达 9 亿元。



**图表 23：果汁茶单季度销售收入（亿元）**


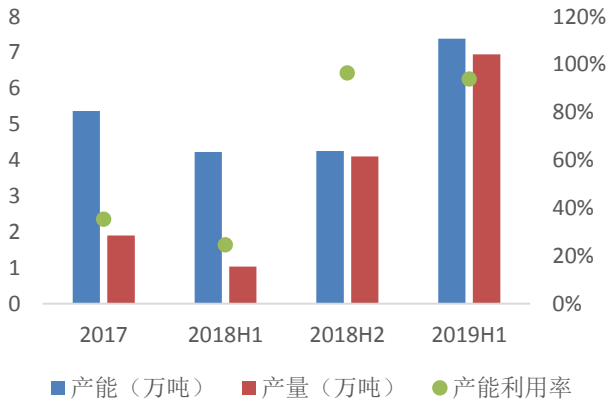
数据来源：经营业绩公告、东方证券研究所

**果汁茶的核心壁垒在哪？是否存在潜在进入者威胁？** 果汁茶单品有较大的市场空间，公司坐拥品类先发优势，但也面临着“搅局者”推出类似产品、行业竞争加剧的可能性，但我们认为短期内无需过度担忧竞争因素：1) 公司采用德国博世无菌灌装生产线，并且签订了排他性协议，技术存在保护期；2) 竞品若想新建果汁茶生产线，土地的招投标需要一定时间；3) 新建工厂和生产线需要较大的资金投入，小企业难以承担；4) 公司在初期成功树立产品形象，随着铺市率和消费者认知度提升，竞品抢夺份额难度较大；5) 果汁茶（茶+果汁类复合饮品）推出时间较晚，我们认为该细分品类的需求处于增量市场，公司有望享受扩容机遇。参照竞品茶π的发展历程，茶π自上市以来快速放量，首年（16年）销售额突破10亿元，19年预计销售额超50亿元，CAGR接近70%。我们认为Meco果汁茶亦有望复制茶π的成长路径，成为茶饮中的新兴大单品。

**图表 24：茶π销售额（亿元）及同比增速**


数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

**产能瓶颈逐渐缓解，果汁茶生产基本无忧。** 由于公司液体产品上市时间不长，初期产能有所限制，旺季订单集中时存在生产跟不上的问题，18H2、19H1 公司的产能利用率均在 90%以上。目前公司液体茶饮料生产线主要分布在湖州、江门、天津、成都四地，湖州 3 条生产线、江门 2 条生产线已经投产，天津有 1 条生产线于 19 年底投产。生产线投产后仍需不停调试、并进行产能爬坡测试，故大约需要 2-3 年时间才能达到接近满产状态。目前湖州和江门生产线的产能基本可满足即饮茶的生产需要，后续随着天津和成都产线的建成，我们判断公司液体茶饮产能无忧。

**图表 25：17 年-19H1 公司液体茶饮料产能偏紧**


数据来源：可转债准备工作告知函回复公告、东方证券研究所

**图表 26：公司即饮产品产能分布**

液体奶茶生产线	条数	设计产能 (万吨)	(预计) 投产时间
湖州液体奶茶生产线	3	10.36	2018 年 7 月全部投产
江门液体奶茶生产线	2	16.8	2019 年 3 月投产
天津液体奶茶生产线	2	11.2	19 年底 1 条生产线投产
成都液体奶茶生产线	4	28	预计 2021 年投产

数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

**图表 27：公司液体茶饮料产能预测**

液体奶茶生产线	设计产能 (万吨)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
湖州液体奶茶生产线	10.36	10.36	10.36	10.36	10.36	10.36
江门液体奶茶生产线	16.8	6.72	10.08	14.28	16.8	16.8
天津液体奶茶生产线	11.2	0	2.24	4.48	6.72	8.96
成都液体奶茶生产线	28	0	0	11.2	16.8	23.8
合计	66.36	17.08	22.68	40.32	50.68	59.92

数据来源：招股说明书、公司年报、可转债准备工作告知函回复公告、东方证券研究所预测

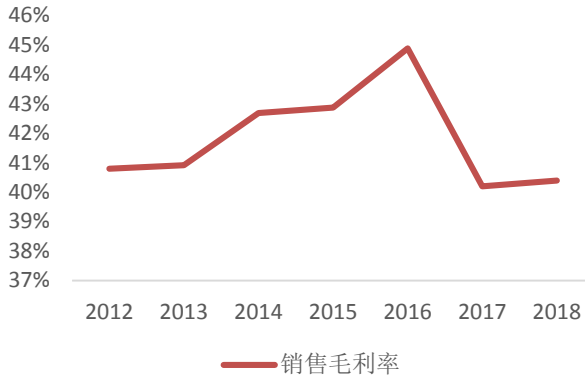
## 三、不吝资源打造品牌，盈利稳健改善空间仍存

### 3.1 龙头盈利能力优秀，期待进一步提升

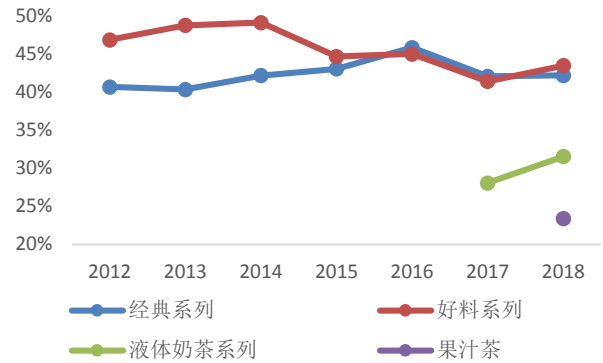
近年公司销售毛利率维持在 40% 以上，盈利水平较为稳健。从 12-18 年，公司销售毛利率呈现先升后降的趋势。其中 12-16 年毛利率从 40.79% 逐年提升至 44.88%，体现出稳健的盈利能力，我们认为期间公司毛利率提升的原因主要系：1) 毛利率更高的好料系列快速增长，带动产品结构改善；2) 部分年份产品调价；3) 规模效应发挥、固定成本摊薄、经营效率提升。17 年公司毛利率下降 4.68pct 至 40.20%，主因：1) 植脂末、白砂糖、纸箱等成本上升；2) 新推出的液体奶茶毛利率较低等所致，随后 18 年公司毛利率小幅回升至 40.39%。

展望未来，考虑到果汁茶毛利率低于固体冲泡类奶茶，我们认为短期内果汁茶的放量可能对毛利率的提升有所制约。从长期看，随着：1) 公司对冲泡奶茶进行产品升级和提价，2) 产能爬坡后，果

汁茶、液体奶茶的产能利用率明显提升，固定成本摊薄，3) 生产工艺改进、成本精细化管理，毛利率仍有提升空间。

**图表 28: 12-18 年公司销售毛利率**


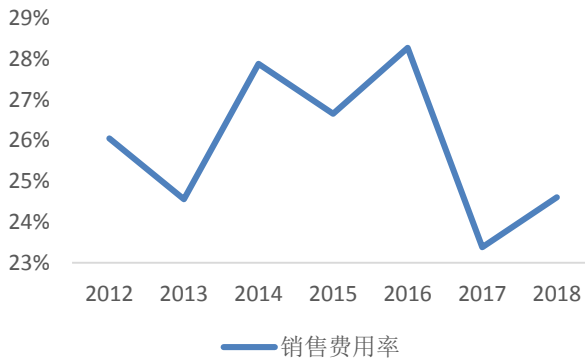
数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

**图表 29: 12-18 年公司分产品毛利率**


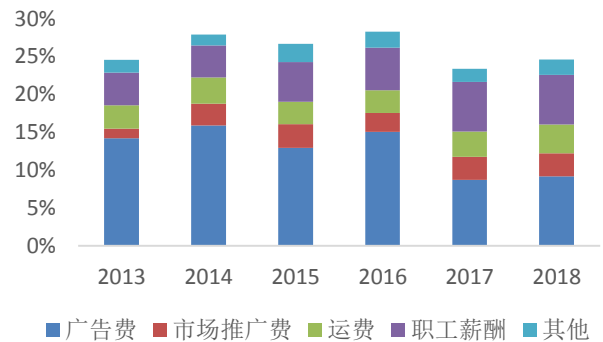
数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

### 3.2 营销高举高打，市场培育利在长远

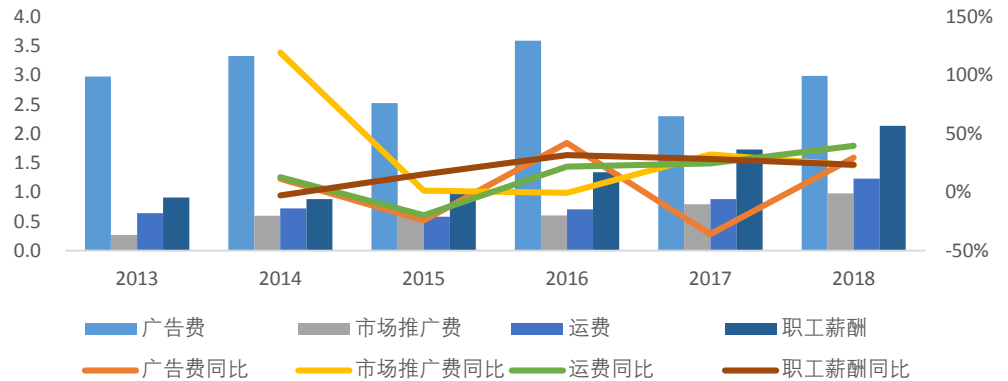
**费用投放高举高打，抢占营销制高点。**公司 12-18 年间销售费用率均在 23% 以上，均值为 25.92%，在软饮行业处于较高水平。对销售费用进一步分拆后发现，广告费、职工薪酬、运费和市场推广费占比较高，公司的广告费占营业总收入比重可达 10% 以上，体现了对产品营销的高度重视。随着新品投放市场和快速动销，我们判断广告费、运费、市场推广费仍将稳步上升，收入规模的扩张也需要更多的人工投入，职工薪酬也将有所增加。从长期看，营收的较快增长有望摊薄销售费用的增加，且品牌认知度提升后宣传和促销资源增长可能放缓，预计销售费用率小幅下降。

**图表 30: 12-18 年公司销售费用率**


数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

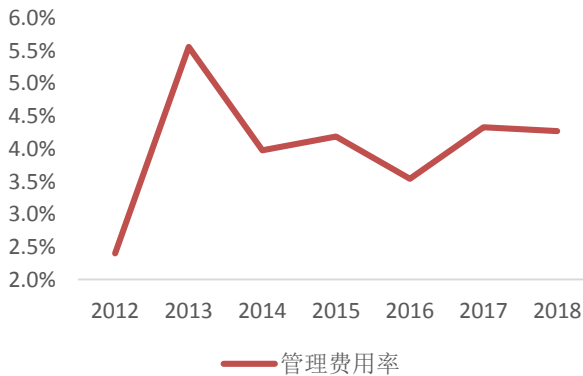
**图表 31: 13-18 年公司销售费用重点项目占营收比重**


数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

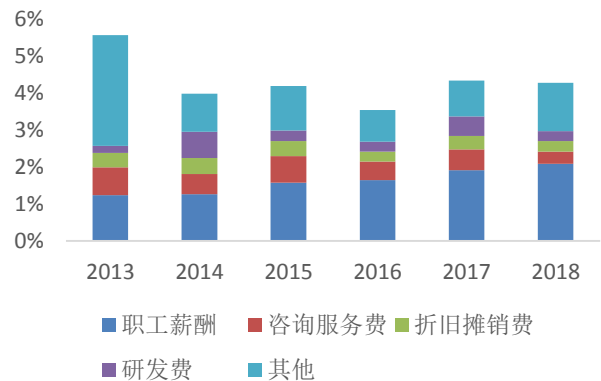
**图表 32：13-18 年公司销售费用重点项目支出（亿元）及增速**


数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

受股权激励费用计提影响，管理费用率短期可能有所上升，长期预计稳中有降。公司 12-18 年间管理费用率均在 6% 以下，大多数年份约为 4%-5%，整体看管控较好。管理费用中，职工薪酬占营收比重较高，且趋势逐步提升，体现了公司良好的薪资及福利水平，激励较为充分。随着经营效率提升，折旧摊销费占比有所下降。此外，咨询服务费占比也有所下降。但公司从 18 年开始计提股权激励费用，其中 19-21 年计提的成本较高（分别为 7099.64 万元、4699.29 万元、2704.63 万元）。我们认为短期受该因素影响，管理费用率将有所上行，待该影响减小后，管理费用率有望保持稳定或小幅下降。

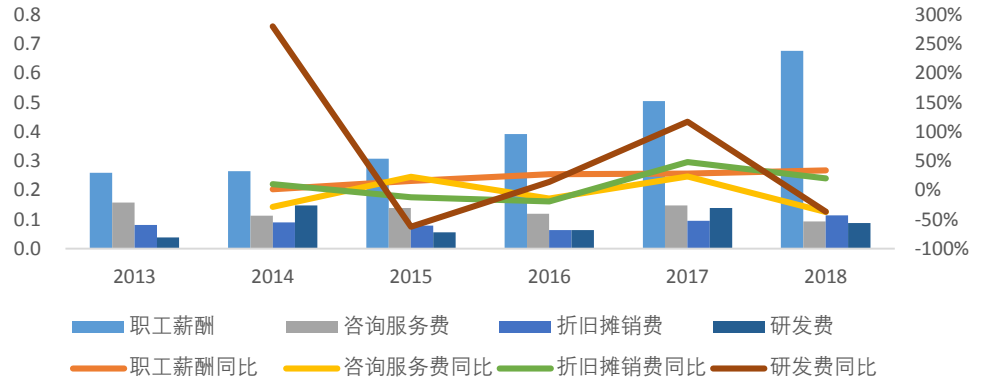
**图表 33：12-18 年公司管理费用率**


数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

**图表 34：13-18 年公司管理费用重点项目占营收比重**


数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

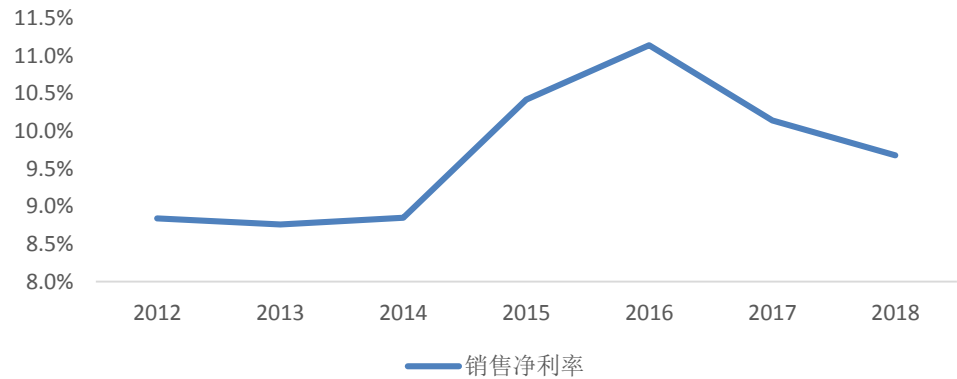
**图表 35：13-18 年公司管理费用重点项目支出（亿元）及增速**



数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

**销售净利率较为稳健，提升空间值得期待。**公司 12-18 年间销售净利率保持在 10%左右的水平，盈利水平稳健，但低于承德露露、养元饮品等软饮公司，推测系产品毛利率略低、营销高投入拉高销售费用率所致。主要受毛利率下降影响，公司 17 年销售净利率同比下降 1.00pct 至 10.14%，18 年销售费用率上升带动公司净利率小幅下降至 9.68%。展望未来，一方面产品结构升级和液体茶放量后规模效应发挥有望带动毛利率上升，另一方面收入的较快增长将摊薄销售费用率，我们判断未来公司销售净利率有望恢复至双位数以上水平。

**图表 36：12-18 年公司销售净利率**



数据来源：招股说明书、公司年报、东方证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司主营固体冲泡类奶茶和液体即饮茶产品，我们认为网点覆盖率提升带动的销量增长、产品升级带动的吨价提升等将驱动公司收入增长。其中固体冲泡类奶茶相对成熟，预计保持稳健增长，果汁茶处于风口期有望快速放量。我们预测固体产品中，经典系列 19-21 年收入增速分别为 12.2%、12.2%和 9.1%，好料系列 19-21 年收入增速分别为 0.9%、

13.3%和 10.2%。液体产品中,液体奶茶 19-21 年收入增速分别为-25%、-10.0%、-5.0%，果汁茶 19-21 年收入增速分别为 348.4%、51.0%、42.8%。

- 2) 由于液体产品毛利率低于固体冲泡类产品，随着果汁茶快速动销、收入占比提升，预计短期内公司综合毛利率将略有下降,预测 19-21 年公司综合毛利率分别为 41.1%、40.5%、40.4%。分品类看，冲泡类奶茶受益于产品升级，毛利率有望小幅提升，预计 19-21 年经典系列毛利率分别为 43.3%、43.3%、43.6%，好料系列毛利率分别为 45.1%、45.1%、45.4%；考虑到短期内产品升级、单位成本可能增加，果汁茶毛利率可能小幅下降，中长期受益于规模效应发挥、固定成本分摊、生产工艺改善，毛利率有望稳中有升，预测 19-21 年果汁茶毛利率分别为 33.9%、33.2%、33.9%。
- 3) 由于销售收入的增长对销售费用率有一定的摊薄影响，预计公司 19-21 年销售费用率分别为 24.26%、24.01%和 23.66%，管理费用率分别为 5.23%、4.47%和 3.85%，管理费用率短期内的提升与公司计提股权激励费用有关。
- 4) 预测公司 19-21 年的所得税率均维持 21.81%。

**收入分类预测表**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经典系列</b>					
销售收入(百万元)	1,563.6	1,772.0	1,988.2	2,230.7	2,433.3
增长率	-5.8%	13.3%	12.2%	12.2%	9.1%
毛利率	42.0%	42.2%	43.3%	43.3%	43.6%
<b>好料系列</b>					
销售收入(百万元)	829.4	1,032.3	1,042.0	1,180.6	1,300.6
增长率	19.4%	24.5%	0.9%	13.3%	10.2%
毛利率	41.4%	43.4%	45.1%	45.1%	45.4%
<b>液体奶茶</b>					
销售收入(百万元)	217.2	218.4	163.8	147.4	140.1
增长率		0.5%	-25.0%	-10.0%	-5.0%
毛利率	28.1%	31.5%	34.0%	34.5%	35.0%
<b>果汁茶</b>					
销售收入(百万元)	0.0	200.7	900.0	1,358.6	1,940.1
增长率			348.4%	51.0%	42.8%
毛利率		23.4%	33.9%	33.2%	33.9%
<b>其他业务</b>					
销售收入(百万元)	25.4	27.6	29.8	30.4	30.4
增长率	-3.1%	8.9%	8.0%	2.0%	0.0%
毛利率	-11.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>合计</b>					
销售收入(百万元)	2,640.4	3,251.1	4,123.9	4,947.9	5,844.5
增长率	10.5%	23.1%	26.8%	20.0%	18.1%
综合毛利率	40.2%	40.4%	41.1%	40.5%	40.4%

资料来源：公司年报、东方证券研究所预测



## 4.2 投资建议

我们预测公司 19-21 年 EPS 分别为 0.93、1.13、1.41 元，选取软饮料、乳制品、冲泡食品类企业作为可比公司。结合可比公司估值，给予公司 20 年 24 倍 PE，对应目标价 27.12 元，首次覆盖给予买入评级。

图表 37：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
承德露露	000848	6.81	0.43	0.46	0.53	15.84	14.80	12.85
三元股份	600429	4.93	0.16	0.17	0.19	30.81	29.00	25.95
伊利股份	600887	29.69	1.17	1.25	1.45	25.43	23.83	20.55
新乳业	002946	11.22	0.33	0.45	0.58	34.52	25.21	19.34
西麦食品	002956	46.84	1.88	2.15	2.54	24.91	21.79	18.44
光明乳业	600597	11.33	0.39	0.46	0.50	29.35	24.85	22.48
调整后平均						28	24	20

资料来源：wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2020 年 2 月 25 日收盘价）

## 五、风险提示

- **果汁茶动销不及预期风险。**公司冲泡类奶茶有望保持稳健增长，果汁茶发力带动液体即饮板块收入提升。若果汁茶需求不及预期、动销放缓，将影响公司收入及盈利表现。下面我们就果汁茶销量增幅对公司业绩的影响进行敏感性分析。

图表 38：果汁茶销量增幅对 EPS 的敏感性分析

20 年果汁茶销量增幅	63%	58%	53%	48%	43%	38%	33%
20 年 EPS	1.21	1.18	1.15	1.13	1.10	1.08	1.05
21 年果汁茶销量增幅	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%
21 年 EPS	1.53	1.49	1.45	1.41	1.36	1.32	1.28

数据来源：公司财务模型预测结果、东方证券研究所（注：我们预测 20-21 年果汁茶销量分别增长 48%、40%）

- **原材料成本大幅上升风险。**产品升级、新品推出可能导致原材料成本上升，若成本大幅上涨，公司产品迭代和调价幅度无法完全覆盖成本涨幅，将对毛利率造成负面影响。
- **行业竞争加剧风险。**公司在冲泡奶茶领域龙头地位稳固，但果汁茶存在类似竞品。若行业竞争格局恶化、对手加大费用投放力度，可能会制约公司的产品销售、降低盈利水平。
- **销售费用投入高增风险。**公司果汁茶和双拼奶茶投放市场时间不久，初期将加大广告费、市场推广费用投入。若费用投放持续高增，将对利润表现产生不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,327	1,183	1,507	1,682	1,870	营业收入	2,640	3,251	4,124	4,948	5,845
应收账款	78	47	60	72	85	营业成本	1,579	1,938	2,431	2,945	3,486
预付账款	101	95	124	148	175	营业税金及附加	20	27	35	42	50
存货	141	153	192	232	275	营业费用	617	800	1,000	1,188	1,383
其他	163	470	411	413	415	管理费用	114	139	216	221	225
<b>流动资产合计</b>	<b>1,810</b>	<b>1,949</b>	<b>2,293</b>	<b>2,548</b>	<b>2,821</b>	财务费用	(8)	(10)	(7)	0	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	7	(1)	0	0	0
固定资产	610	828	1,314	1,531	1,643	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	50	278	407	600	780	投资净收益	3	13	15	17	20
无形资产	185	194	192	189	186	其他	3	31	31	31	31
其他	153	90	45	44	42	<b>营业利润</b>	<b>317</b>	<b>402</b>	<b>495</b>	<b>599</b>	<b>748</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>998</b>	<b>1,391</b>	<b>1,958</b>	<b>2,364</b>	<b>2,650</b>	营业外收入	29	1	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>2,808</b>	<b>3,340</b>	<b>4,251</b>	<b>4,912</b>	<b>5,471</b>	营业外支出	0	0	1	1	1
短期借款	0	0	0	325	215	<b>利润总额</b>	<b>345</b>	<b>402</b>	<b>499</b>	<b>603</b>	<b>751</b>
应付账款	353	384	482	584	691	所得税	78	88	109	131	164
其他	386	696	1,075	963	1,089	<b>净利润</b>	<b>268</b>	<b>315</b>	<b>390</b>	<b>471</b>	<b>587</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>739</b>	<b>1,081</b>	<b>1,557</b>	<b>1,872</b>	<b>1,995</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	110	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>268</b>	<b>315</b>	<b>390</b>	<b>471</b>	<b>587</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.64	0.75	0.93	1.13	1.41
其他	31	44	42	42	42						
<b>非流动负债合计</b>	<b>141</b>	<b>44</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>						
<b>负债合计</b>	<b>880</b>	<b>1,125</b>	<b>1,599</b>	<b>1,914</b>	<b>2,037</b>						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	400	419	419	419	419						
资本公积	468	462	613	613	613						
留存收益	1,060	1,334	1,619	1,965	2,401						
其他	0	0	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>1,928</b>	<b>2,215</b>	<b>2,652</b>	<b>2,998</b>	<b>3,434</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,808</b>	<b>3,340</b>	<b>4,251</b>	<b>4,912</b>	<b>5,471</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	268	315	390	471	587
折旧摊销	51	64	130	187	227
财务费用	(8)	(10)	(7)	0	5
投资损失	(3)	(13)	(15)	(17)	(20)
营运资金变动	(350)	59	457	(90)	148
其它	148	199	197	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>105</b>	<b>613</b>	<b>1,152</b>	<b>551</b>	<b>947</b>
资本支出	(228)	(520)	(740)	(592)	(514)
长期投资	3	1	(4)	0	0
其他	(181)	(245)	15	17	20
<b>投资活动现金流</b>	<b>(407)</b>	<b>(764)</b>	<b>(730)</b>	<b>(575)</b>	<b>(494)</b>
债权融资	50	(110)	0	0	0
股权融资	508	165	0	0	0
其他	(84)	(68)	(98)	199	(266)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>474</b>	<b>(14)</b>	<b>(98)</b>	<b>199</b>	<b>(266)</b>
汇率变动影响	1	(0)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>173</b>	<b>(165)</b>	<b>325</b>	<b>175</b>	<b>188</b>

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	10.5%	23.1%	26.8%	20.0%	18.1%
营业利润	4.5%	26.8%	23.1%	21.1%	24.8%
归属于母公司净利润	0.6%	17.5%	23.9%	20.9%	24.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.2%	40.4%	41.1%	40.5%	40.4%
净利率	10.1%	9.7%	9.5%	9.5%	10.1%
ROE	16.8%	15.2%	16.0%	16.7%	18.3%
ROIC	14.3%	14.4%	15.7%	15.7%	16.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.3%	33.7%	37.6%	39.0%	37.2%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.45	1.80	1.47	1.36	1.41
速动比率	2.26	1.66	1.35	1.24	1.28
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	58.1	52.0	76.6	74.7	74.2
存货周转率	13.6	13.1	14.1	13.8	13.7
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.64	0.75	0.93	1.13	1.41
每股经营现金流	0.25	1.47	2.76	1.32	2.27
每股净资产	4.61	5.30	6.34	7.17	8.22
<b>估值比率</b>					
市盈率	35.7	30.4	24.5	20.3	16.3
市净率	5.0	4.3	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	23.6	18.6	13.7	10.8	8.7
EV/EBIT	27.5	21.7	17.4	14.2	11.3

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

