



固体升级+液体爆发，开启增长新阶段

2018.12.13

谨慎推荐

(首次覆盖)

	王亮 (分析师)	王永健 (研究助理)	卢周伟 (研究助理)
电话:	020-37392941	020-37392937	020-37392937
邮箱:	wangle_a@gzgzhs.com.cn	wang.yongjian@gzgzhs.com.cn	lu.zhouwei@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310514080002	A1310117080002	A1310118080005

现价:	20.98
目标价:	23.95
股价空间:	14.2%

● **杯装奶茶领导者，延伸液体产品谋新谋变：**公司是杯装奶茶的创造者，在奶茶刚兴起时率先将其方便化和品牌化，通过渠道试点、产品改进、广告传播等快速成长为年销售额超过20亿的行业领军者，市占率达到60.5%。受固体奶茶行业增速放缓和公司收入季节性波动较大影响，公司17年新上市两款液体奶茶，丰富产品形态和品类的同时平滑业绩的季节性波动，18年上市果汁茶产品继续丰富液体茶饮产品系列，顺应消费者软饮料消费不断健康化、年轻化的趋势。整体来看，公司在发展的过程中核心铸就了渠道和品牌壁垒，液体+固体的产品结构实现更广的渠道和消费人群覆盖，固体产品从椰果系列向美味系列升级，液体产品仍在市场推广期，有望迎来爆发式增长。

● **固体产品结构升级，提高毛利率和利润空间：**公司固体奶茶椰果和美味两大系列收入占比分别为60%和30%，椰果系列销售基本稳定，美味系列逐年增加，与椰果系列的销量差距也从11.5倍降至2.7倍，收入占比逐年提升。两大系列毛利率相近，美味系列经销商利润空间较大且出厂价高，未来有望受益于规模效应和原材料价格降低提升毛利率，产品升级的过程中带动公司收入增加和经销商销售动力增强。公司三季报预收款项超过4亿，经销商打款积极性高，确保全年持续稳定增长。

● **液体奶茶补缺价格空档，大单品带来品牌溢价：**公司两款液体奶茶瞄准8-12元液体奶茶价格空档，以真奶、真茶的定位形成口味端的差异化和竞争力。“meco”请当红小生代言并与主品牌区隔，形成全新品牌影响力，“兰芳园”借力兰芳园品牌价值推动产品销售。三季度渠道库存清理基本完成，轻装上阵为后续增长提供空间。

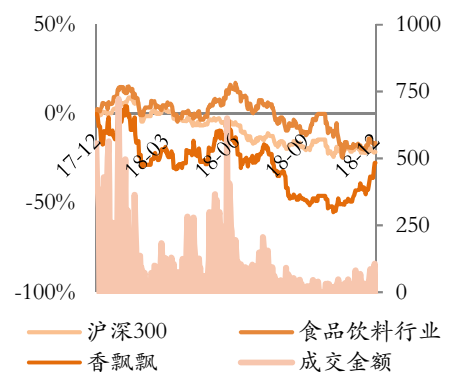
● **水果茶定位健康+年轻，符合茶饮消费新趋势：**茶饮消费正从重量向重质转型，消费者对茶饮料提出更多功能性和产品化的要求，也更青睐健康天然的产品。公司果汁茶产品既保留了茶的清香又有水果的甘甜，口味上更受年轻人喜欢，符合年轻化健康产品的需求。一经推出单季便实现5600万销售收入，目前主要在一线城市销售，并且营销端还未发力，未来有望受益于区域扩张和营销推广持续爆发。

● **盈利预测与估值：**受益于果汁茶爆发和固体奶茶增长，我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.77、0.94和1.11，当期股价对应27倍、22倍和19倍的估值，给予“谨慎推荐”评级。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2640.38	3089.84	3605.51	4177.56
同比(%)	10.49%	17.02%	16.69%	15.87%
归属母公司净利润	267.77	309.97	376.73	445.17
同比(%)	0.63%	15.76%	21.54%	18.17%
每股收益(元)	0.67	0.77	0.94	1.11
P/E	31.34	27.07	22.28	18.85
P/B	4.35	3.82	3.31	2.85
EV/EBITDA	2.81	15.70	12.63	10.15

● **风险提示：**液体奶茶销售不达预期的风险，固体奶茶销售下滑的风险，原材料价格上涨的风险。

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
香飘飘	42.5	40.0	-13.2
食品饮料行业	3.3	-5.0	-26.3
沪深300	-0.2	-1.3	-16.4

基本资料

总市值(亿元)	86.4
总股本(亿股)	4.0
流通股比例	11.6%
资产负债率	41.7%
大股东	蒋建琪
大股东持股比例	59.0%

相关报告



目录

目录	2
图表目录	3
1.杯装奶茶行业领导者，进军液体茶饮谋增长	5
1.1 杯装奶茶行业开创者和领导者	5
1.2 产品延伸谋成长，股权激励激发员工活力	5
2.固体奶茶怎么增长：结构升级+渠道下沉	6
2.1 产品端：产能利用率不足90%，美味系列快速增长	6
2.2 渠道端：紧抓华东市场，全国布局逐步推进	10
2.3 营销端：从广告端具化应用场景，持续投入强化品牌影响力	12
2.4 竞争端：奶茶市场更趋多元化，渠道下沉是公司核心优势	13
3.液体奶茶空间在哪：价格空档补缺+大单品品牌化溢价	15
3.1 推出两款大单品进军液体奶茶市场	15
3.2 品牌宣传与主品牌区隔，打造全新价值品牌	16
3.3 液体奶茶仍处市场推广阶段，营销端仍有释放空间	16
4.水果茶增长逻辑：健康化产品+年轻化定位	17
4.1 公司收入季节性波动性大，一季度和四季度是销售旺季	17
4.2 茶饮料市场向高品质、健康化转移	18
4.3 果汁茶销售状况良好，看好持续发力	20
5.盈利预测与估值	20
6.风险提示	22



图表目录

图表 1.	公司旗下主要产品体系	5
图表 2.	公司股权相对集中	5
图表 3.	公司营业收入情况	6
图表 4.	公司归母净利润情况	6
图表 5.	股权激励落地	6
图表 6.	股权激励解禁业绩目标	6
图表 7.	产能利用率不足 90%	7
图表 8.	公司三大生产基地 2017 年产能利用率	7
图表 9.	椰果系列平均成本分析 (元/杯)	7
图表 10.	美味系列平均成本分析 (元/杯)	7
图表 11.	公司主要产品系列	8
图表 12.	两大系列销售量情况 (万箱)	8
图表 13.	两大系列收入情况 (万元)	8
图表 14.	公司 18 年两大奶茶系列销售情况	9
图表 15.	18 年三季度预收款项超过 4 亿	9
图表 16.	两大系列毛利率情况	9
图表 17.	两大系列出厂利润空间	9
图表 18.	两大系列经销商利润空间	9
图表 19.	2017 年公司各区域销售情况	10
图表 20.	公司各区域销售占比情况	10
图表 21.	公司主要产品系列	10
图表 22.	公司经销商变化情况	11
图表 23.	公司经销商企业法人占比增加	11
图表 24.	公司持续给予经销商返利	11
图表 25.	经销商销售情况	11
图表 26.	公司各销售区域经销商变化情况	12
图表 27.	截止 2018 年三季度末各地区经销商数量	12
图表 28.	分区域经销商销售情况	12
图表 29.	公司广告宣传语变化	13
图表 30.	公司冠名的综艺《下一站传奇》	13
图表 31.	公司赞助《演员的诞生》	13
图表 32.	公司每年广告费用投入超 2 亿	13
图表 33.	17 年加大促销费用的投放 (万)	13
图表 34.	杯装奶茶市场规模仍有成长空间	14
图表 35.	香飘飘市占率不断提升	14
图表 36.	公司产品添加剂含量	14
图表 37.	某瓶装奶茶添加剂情况	14
图表 38.	杯装奶茶与其他类型奶茶优劣势	15
图表 39.	MECO 牛乳茶	15
图表 40.	兰芳园奶茶	15
图表 41.	统一阿萨姆奶茶市占率超过 72%	16
图表 42.	公司产品避开主流竞争价格带	16
图表 43.	MECO 代言人陈伟霆	16
图表 44.	香港兰芳园茶餐厅	16



图表 45.	液体奶茶营销投放与固体奶茶相当.....	17
图表 46.	液体奶茶快速受到市场认可.....	17
图表 47.	MECO 牛乳茶分季度销售情况 (亿).....	17
图表 48.	香港兰芳园分季度销售情况 (亿).....	17
图表 49.	公司收入季节波动性强 (万).....	18
图表 50.	毛利率受季节影响波动更为显著.....	18
图表 51.	液体奶茶平滑收入季节性差异.....	18
图表 52.	2018 年各季度液体奶茶占比均在 10%以上 (亿).....	18
图表 53.	软饮料行业规模.....	19
图表 54.	茶饮料占软饮料市场的 19%.....	19
图表 55.	茶饮料销售额 (亿).....	19
图表 56.	人均茶饮料饮用量 (升/人).....	19
图表 57.	各大产商新推出的水果茶产品.....	20
图表 58.	果汁茶的圣诞营销新品.....	20
图表 59.	公司新上市两大口味.....	20
图表 60.	公司盈利预测表.....	21
图表 61.	公司主要财务指标.....	22

1. 杯装奶茶行业领导者，进军液体茶饮谋增长

1.1 杯装奶茶行业开创者和领导者

公司成立于2005年，并于2017年11月30日挂牌上市，是专业的杯装奶茶制造商和国内奶茶业发展最快的企业之一。经过多年发展，香飘飘在杯装奶茶市场占比达到60.5%，杯装奶茶主要有椰果（经典）和美味（好料系列）两大系列，还有桂圆红枣奶茶、蒙古奶茶和原材奶茶等其他奶茶产品；2017年公司开始进军液体奶茶和水果茶市场，新品“MECO”牛乳茶、“兰芳园”丝袜奶茶和“MECO”水果茶受到消费者热捧，是行业的绝对领军者。

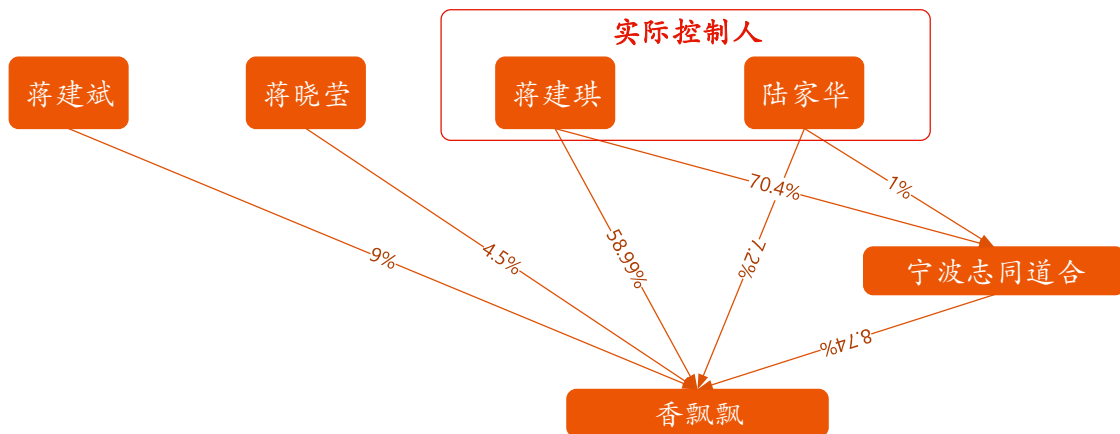
图表1. 公司旗下主要产品体系

产品分类	产品系列	口味
固体奶茶	椰果系列	原味、香芋、麦香、草莓、巧克力、咖啡
	美味系列	红豆、蓝莓、芒果布丁、芝士燕麦、雪糯椰浆、焦糖仙草、抹茶青豆、芝士Q麦
	其他产品	桂圆红枣奶茶、蒙古奶茶、原汁奶茶
液体奶茶	兰芳园系列	-
	MECO系列	-
果汁茶	果汁茶系列	金桔柠檬、桃桃红柚、泰式青柠

资料来源：公司公告、广证恒生

实际控制人合计持股 72.43%：公司实际控制人是蒋建琪和陆家华夫妇，蒋建琪先生也是公司的创始人，两人直接持有公司66.19%的股份，两人间接通过宁波志同道合投资管理合伙企业持有公司6.24%的股权，公司实际控制人直接间接合计持有公司72.43%的股权，实际控制人持股比例较高。公司的第二大股东蒋建斌和第五大股东蔡晓莹分别为蒋建琪的弟弟和女儿，整个家族持有公司超过八成的股权。

图表2. 公司股权相对集中



资料来源：公司公告、广证恒生

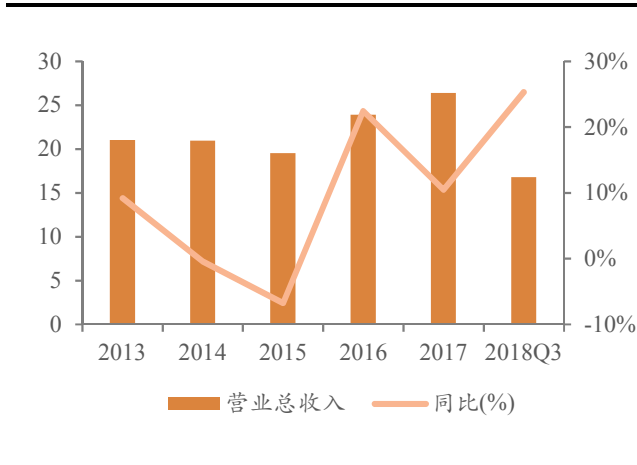
1.2 产品延伸谋成长，股权激励激发员工活力

业绩震荡上升，横纵向延伸提升竞争力：公司受固体杯装奶茶增速放缓和产品升级不顺的影响，2014和2015年收入端略有下滑，16年重新调整战略后收入同比增长22.4%，17年液体奶茶新品和18年果汁茶新品上市后推动收入端持续增长，18年前三季度实现营业收入26.4亿，同比增长10.5%。公司前几年受收入



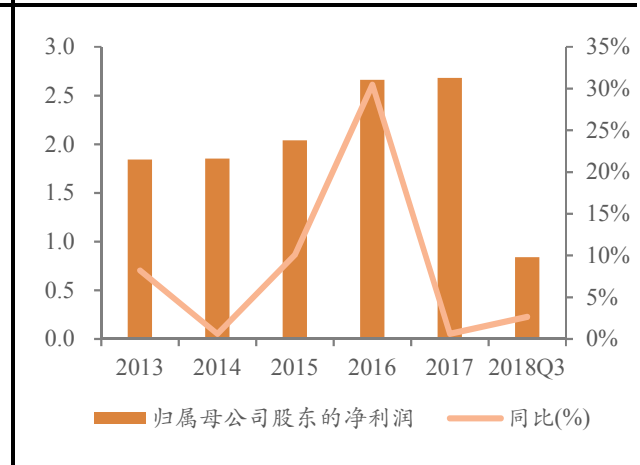
波动影响利润增长也相对疲软，16 年利润和收入同向高增长，17 和 18 年因新品体量小、毛利率较低和新上市推广费用较高等影响，利润端仅录得个位数增长，18 年前三季度实现归母净利润 0.84 亿，同比增长 2.7%，公司正处改革攻坚阶段，从管理到产品全面升级改革推动公司继续成长。

图表3. 公司营业收入情况



资料来源：公司公告、广证恒生

图表4. 公司归母净利润情况



资料来源：公司公告、广证恒生

股权激励落地，激发员工积极性：公司在今年推进了股权激励计划，以 11 月 9 日为授予日，授予 67 名激励对象 1935 万股限制性股票，激励对象包括了公司董事、高级管理人员和核心技术骨干，均是公司经营管理的核心力量。公司限制性股权激励的授予价格为 7.85 元/股，相较于目前股价折价率超过 50%，对员工的激励力度大，有望激发员工更大工作积极性和热情。

图表5. 股权激励落地

项目	详细
授予日	2018 年 11 月 9 日
授予数量	本次权益授予数量为 1,935 万股，占公司股本总额 40,001 万股的 4.84%
授予人数	67 人
授予价格	7.85 元/股
股票来源	向激励对象定向发行 A 股普通股股票

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表6. 股权激励解禁业绩目标

	营业收入 (亿)	相较于 17 年增速	归母净利润 (亿)	相较于 17 年增速
2017	26.40	0%	2.68	0%
2018E	31.68	20%	2.95	10%
2019E	39.60	50%	3.62	35%
2020E	47.52	80%	4.69	75%
2021E	56.76	115%	5.76	115%

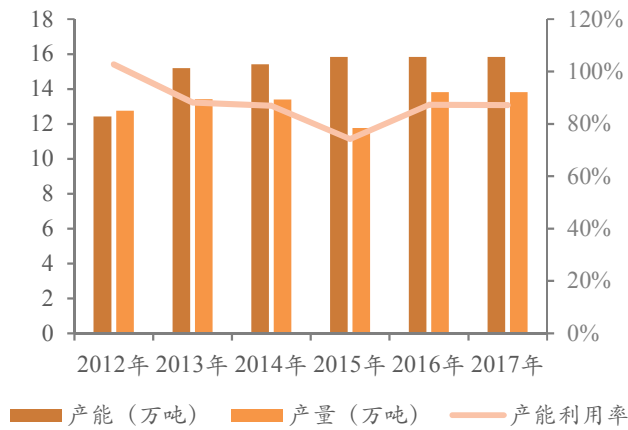
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2. 固体奶茶怎么增长：结构升级+渠道下沉

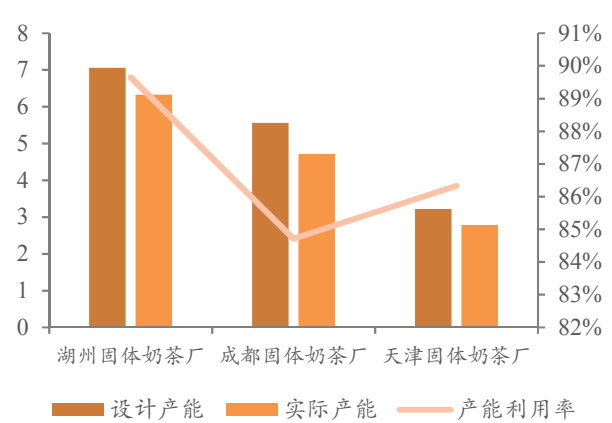
2.1 产品端：产能利用率不足 90%，美味系列快速增长

2.1.1 三大产能基地，提高自动化率提升生产效率

三大生产基地合计 15.83 万吨产能，“以销定产”产能缺口小：公司目前在浙江省湖州、四川省成都以及天津滨海新区拥有三大生产基地，各自拥有 7.05 万吨、5.56 万吨和 3.22 万吨的设计产能，合计总设计产能 15.83 万吨。公司 15.83 万吨的产能在 2015 年基本形成，其中 2012 年天津香飘飘建成投产，2013 年母公司新增 5 条生产线，缓解了 2012 年产能不足的情况，对公司整体产能进行了有效补充。但从 2013 年开始公司固体奶茶的产能利用率低于 90%，其中 2017 年总产量 13.8 万吨，产能利用率 87.2%，公司实行“以销定产”的生产策略，目前来看已有设计产能仍能满足市场需求，产能缺口较小。

图表7. 产能利用率不足 90%


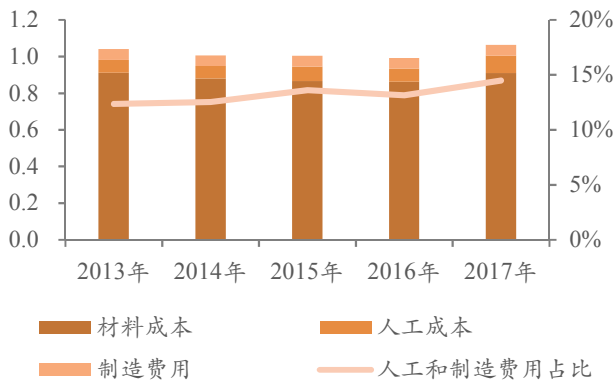
资料来源：公司公告、广证恒生

图表8. 公司三大生产基地 2017 年产能利用率


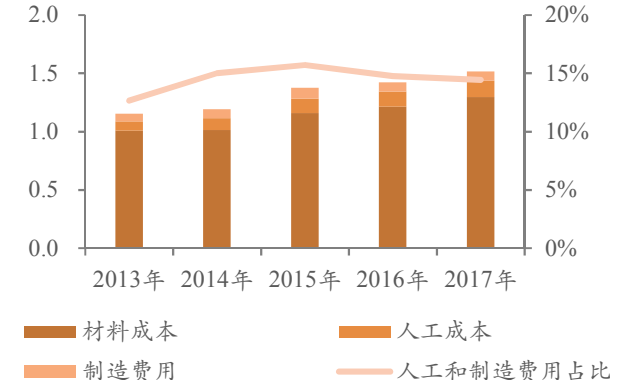
资料来源：公司公告、广证恒生

生产仍以半自动化为主，提高自动化率降低生产成本：随着行业的发展，公司合作研发和购置了针对奶茶产品特性和满足产品个性化工艺要求的生产设备，基本实现生产工艺的半自动化和半机械化，公司目前生产仍以半自动化为主，两大系列的平均人工和制造费用占总成本接近 15%，未来仍有下降的空间。

公司通过多种方式提升生产自动化率：①购置自动化设备：公司 2014 年购入了一台价值 2666.64 万元的杯装奶茶自动化生产线；②与高校科研合作：2014 年公司与浙江大学签订了技术开发（合作）合同，主要包括椰果包检漏技术的合作，该技术将有效提高公司奶茶生产线的机械化和自动化水平；③内部推进自动化生产改革：公司 2017 年开展了杯装饮料自动化生产线技改项目，建设了全自动无菌预制杯灌装机。

图表9. 椰果系列平均成本分析 (元/杯)


资料来源：公司公告、广证恒生

图表10. 美味系列平均成本分析 (元/杯)


资料来源：公司公告、证恒生

2.1.2 两大核心系列结构升级，推出新品顺应市场需求

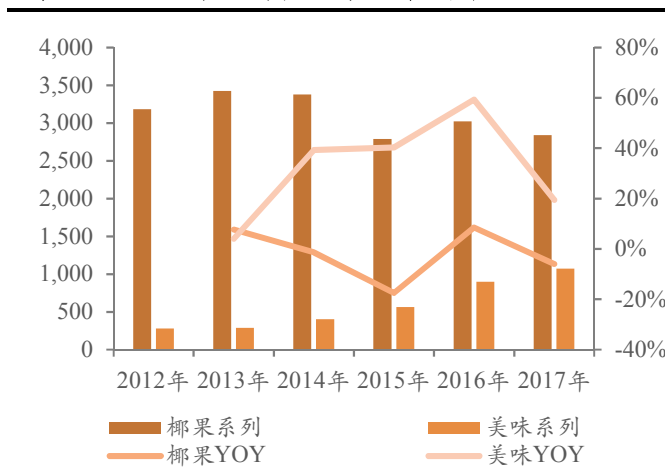
畅销 13 年，产品品质升级提升竞争力：公司固体奶茶主要是椰果和美味两大系列，还有原汁奶茶、蒙古奶茶等其他产品。其中椰果系列 2005 年推出市场，主要有原味、香芋等六种口味，市场推广超过 13 年；美味系列以 2011 年推出红豆口味为起点，2014 年公司又相继推出升级版红豆、芝士燕麦、黑米椰浆、焦糖仙草四种口味，2015 年推出全新的蓝莓、芒果布丁两种口味以及新一代红豆、芝士燕麦、雪糯椰浆、焦糖仙草四种口味；2018 年 10 月又推出抹茶青豆和芝士 Q 麦两大口味，通过丰富产品品类，满足更多消费者的个性需求。公司也在通过不断改进原材料来提升产品品质，2015 年由于产品升级，公司采购了价格更高的进口印度红茶茶粉，并在美味系列中新增炼乳、果酱等原材料，对红豆也进行了升级。

图表11. 公司主要产品系列

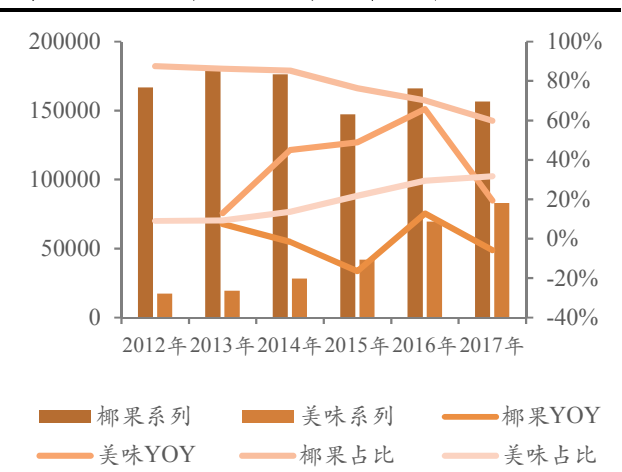
系列	口味
椰果系列	原味、香芋、麦香、草莓、巧克力、咖啡
美味系列	红豆、蓝莓、芒果布丁、芝士燕麦、雪糯椰浆、焦糖仙草
其他产品	桂圆红枣奶茶、蒙古奶茶、原汁奶茶

资料来源：公司官网、广证恒生

椰果系列基本稳定，美味系列快速增长：固体奶茶目前仍是公司主要的收入来源，两大系列收入占比超过90%，收入整体稳中有增，但内部两大产品结构占比有所变化。**从销量来看**，椰果系列销量在2013年达到3424.9万箱的峰值之后开始下跌，2017年全年销售3424.9万箱，较2013年减少了500万箱，公司曾在2015年主动减少椰果系列的市场投放量，但发现市场对于椰果系列仍有较大的需求，2016年开始重新增加椰果系列的推广和销售。美味系列则是从2012年的276.53万吨增加到2017年的1069.98万箱，市场认可度和热销度持续上升，其中14-17年间均维持两位数增长，与椰果系列销量差距也从11.5倍降至2.7倍。**从收入端来看**，收入与销量基本是同向变化的，2012-2017年间，椰果系列收入在15-18亿之间波动，美味系列收入从1.7亿增长到8.3亿，收入增长明显；与此相对应的美味系列收入占从9%增加至32%，占据收入的三分之一。

图表12. 两大系列销售量情况 (万箱)


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

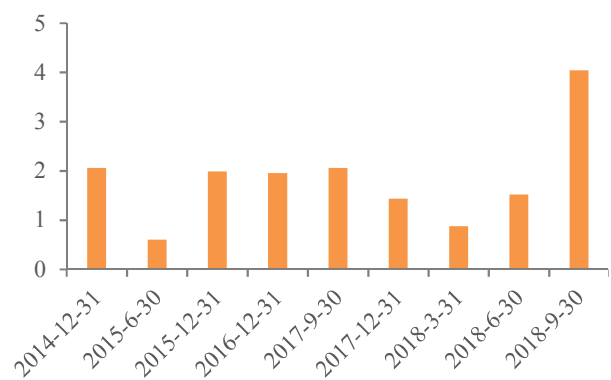
图表13. 两大系列收入情况 (万元)


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

18年美味系列继续增长，椰果系列相对稳定：2018年由于春节在二月份使得公司销售旺季延长，一季度整体业绩较去年有明显的增量，两大品类均高速增长。而二季度由于一季度销售较高对其销售动力产生影响，美味系列仅有6.5%的增长，椰果系列同比下降45.1%，三季度销售恢复正常增长。三季报预收款项达到4.04年，远高于往年同期水平，经销打款积极性高，确保了去年的稳定增长。公司固体奶茶业务整体还是呈现出美味系列增长加快，椰果系列稳定增长的态势。

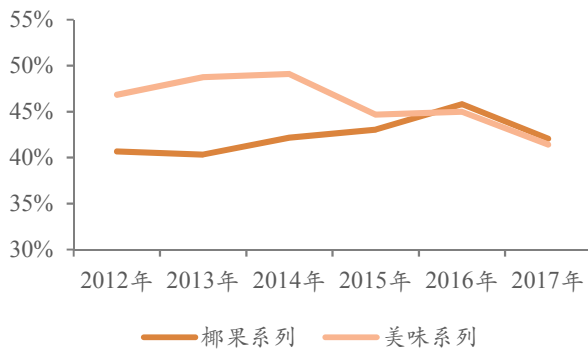
图表14. 公司 18 年两大奶茶系列销售情况


资料来源：公司公告、广证恒生

图表15. 18 年三季度报预收款项超过 4 亿


资料来源：公司公告、广证恒生

两大系列毛利率相近，椰果系列出厂价利润空间更大：从毛利率来看，椰果系列毛利率稳中有升，主要是由于提价带来平均出厂价提升和原材料价格降低带来的成本端下行；美味系列毛利率略有下滑，主要是由于更换更高品质的原材料带来的原材料投入增加。两大系列毛利率的差异也反映在出厂价相对于成本端的利润空间上，2017 年椰果系列利润空间 72.5%，大于美味系列的 70.7%，但椰果系列成本较低，所以两者毛利率相差不大。

图表16. 两大系列毛利率情况


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表17. 两大系列出厂利润空间

	椰果系列			美味系列		
	平均成本价	平均出厂价	利润空间	平均成本价	平均出厂价	利润空间
	2012	1.04	1.74	68.5%	1.10	2.07
2013	1.04	1.74	67.6%	1.15	2.25	95.1%
2014	1.01	1.74	72.9%	1.19	2.34	96.5%
2015	1.00	1.76	75.5%	1.37	2.48	80.7%
2016	0.99	1.83	84.6%	1.42	2.59	81.8%
2017	1.06	1.83	72.5%	1.51	2.58	70.7%

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

美味系列经销商利润空间较大，产品升级经销商动力足：美味系列由于价格较高，留给渠道的利润空间更大，前期销售规模不大使得经销商总体利润规模有限，但随着美味系列销售规模不断扩大，经销商利润规模增长空间提升，对于美味系列的销售动力也会有所增强。

图表18. 两大系列经销商利润空间

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
椰果系列	平均出厂价	1.83	1.83	1.76	1.74	1.74
	建议零售价	3.0-3.5	3.0-3.5	3.0-3.5	3.0-3.5	3.2-3.5
	利润空间	63.5%-90.7%	63.9%-91.3%	70.4%-98.8%	72.5%-101.3%	72.2%-100.9%
美味系列	平均出厂价	2.58	2.59	2.48	2.34	2.25
	建议零售价	5.0-5.5	5.0-5.5	5	4.5-5.0	4



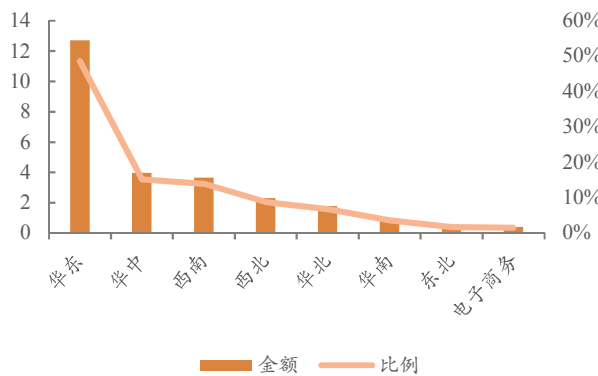
利润空间	93.5%-	93.39%-	101.28%	92.38%-	77.91%	93.12%
	112.9%	112.73%		113.76%		

资料来源：公司官网、广证恒生

2.2 渠道端：紧抓华东市场，全国布局逐步推进

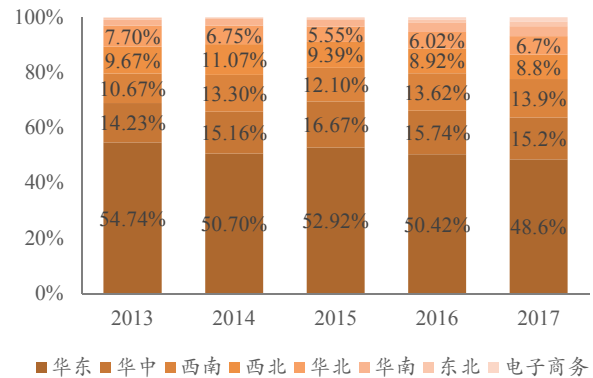
华东为主销售区，着力推进销售全国化：公司自浙江湖州起家，以浙江为中心大力布局整个华东区域，华东区域 2017 年收入 12.7 亿，占比 48.6%，是公司收入的核心和大本营区域，公司销售区域以二三四线城市及县区为主，渠道下沉是公司的核心竞争力。公司在稳定大本营销售的基础上，借助品牌宣传和渠道推广开展全国化布局。其他区域中，华中和西南区域的收入占比在 10% 以上，奶茶与当地居民饮食习惯契合度较高且人口基数较大，华中区域占比稳定在 15% 左右，西南地区逐渐增加，销售状况良好。而西北和华北地区杯装奶茶市场成熟度低，居民饮食习惯在逐步养成，占公司收入比重在 5%-10% 之间。华南和东北地区公司进入的比较晚，收入占比较低，但随着公司渠道建设不断深化，两大区域占收入的比重明显增加。电子商务区域是公司近几年重点建设的渠道，2017 年收入 3924 万元，收入增长翻番。整体来看，公司目前仍以华东区域销售为主，其他区域销售也在不断增加，核心区域销售占比降低的同时非核心区域收入金额和比重均在持续增长，全国化建设推进稳健，着力打破区域销售壁垒和天花板。

图表19. 2017 年公司各区域销售情况



资料来源：公司公告、广证恒生

图表20. 公司各区域销售占比情况



资料来源：公司公告、广证恒生

图表21. 公司主要产品系列

销售区域	现状
华东	公司最早进入的市场区域，深耕多年，并进行精细化管理，为公司销售战略的大本营
西南地区	由于藏民普遍有喝奶茶的习惯，香飘飘奶茶较好地满足了当地居民的消费诉求，因此该区域销售占比较大
华中地区	因人口数量较多，奶茶消费群体众多，该区域销售占比也较高
华北区域	该区域香飘飘杯装奶茶产品市场成熟度低，该区域的销售管理负责人采取渠道下沉管理模式，先多发展多个小经销商打开华北市场，再对经销商进行优化，故上述区域经销商规模相对较小、数量较多，导致该区域经销商数量和销售收入不匹配

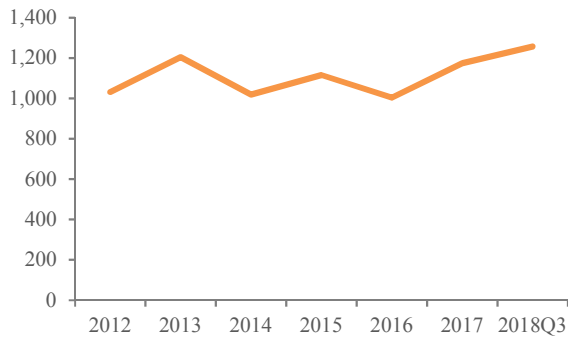
资料来源：公司公告、广证恒生

经销商数量达到 1257 家，营销支持和销售返利留住经销商：公司经销商数量基本稳定但也会受到销售情况影响产生波动，13 年增加到 1200 家以上，后续开始减少，16 年 1004 家经销商为历史最少（15 年销售不达预期影响经销商积极性），17 年新增 170 家经销商达到 1174 家，2018 年三季度末达到 1257 家的历史高位，年内新增 267 家，减少 184 家。公司在经销商管理上会给予支持和考核，给予经销商广告宣传



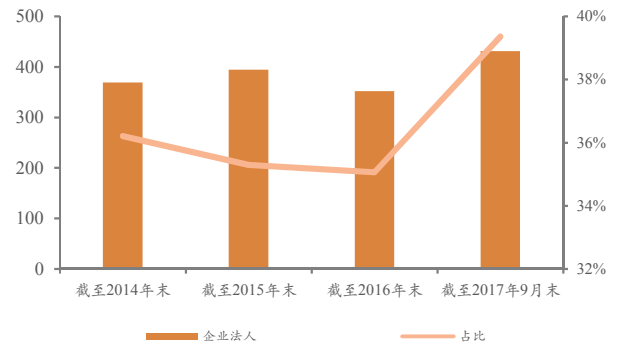
支持、促销活动的深度服务和专业培训服务等。另外公司更是对经销商实施了返利政策以固定返利、专项补贴和市场推广补贴的方式对经销商进行返利，激发经销商的销售积极性，16 年合计返利 2.36 亿，占营业收入的 12.66%。另一方面，公司经销商中企业法人占比增加，与企业法人合作更加规范和长期，公司与经销商合作的稳定性进一步增强。

图表22. 公司经销商变化情况



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表23. 公司经销商企业法人占比增加



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

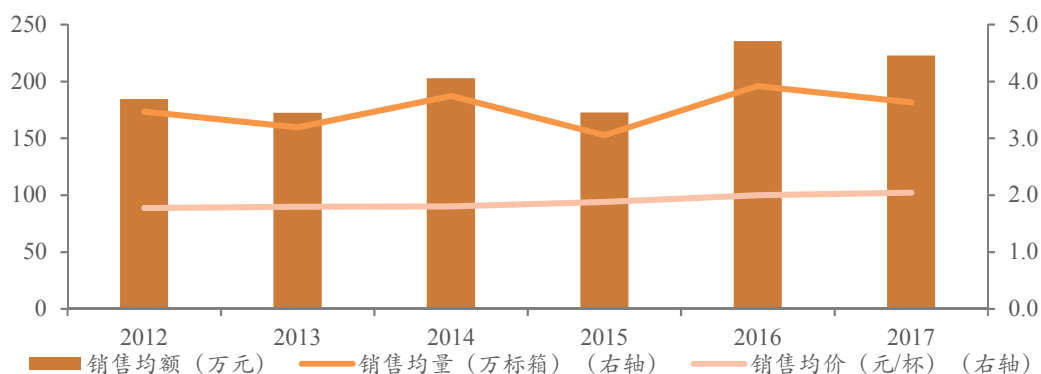
图表24. 公司持续给予经销商返利

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 1-9 月
年返、季返、月返	-	10,066.55	13,765.55	5,677.22
经销商专项补贴	1,562.77	2,784.06	4,936.44	1,166.86
市场推广补贴	7,339.41	9,468.04	11,225.33	9,487.89
合计	8,902.18	22,318.65	29,927.32	16,331.98
主营业务收入	206,543.11	192,592.83	236,352.53	132,481.34
返利、补贴占主营业务收入比	4.31%	11.59%	12.66%	12.33%

资料来源：公司公告、广证恒生

经销商销售均额超过 200 万，产品升级带动出厂均价增加：分析经销商平均销售情况来看，经销商平均销售额从 2012 年的 185 万增加到 2017 年的 223 万，销售额波动上升，这与公司经销商数量和收入波动相关，经销商平均销售情况表现亮眼，特别是在 2016 年公司经销商数量降至 1004 家的情况下收入录得 22% 的增长，2017 年略有下滑但也处于仅次于 16 年的高位；销售均量与均额变动基本一致，但从 15 年美味系列增长加速后，销售均量波动小于销售均额的波动。伴随公司收入增长和产品升级，经销商的出厂均价并未与均额同期震荡而是逐年增加，单杯出厂价从 2012 年的 1.77 元增加到 2017 年的 2.04 元，主要受益于公司产品升级，美味系列收入占比逐年增加拉动。

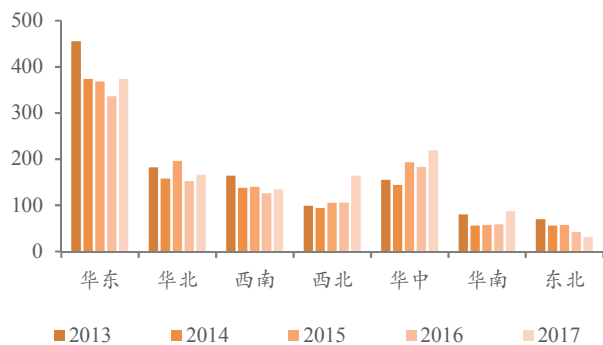
图表25. 经销商销售情况



资料来源：公司公告、广证恒生

增强强势地区经销商粘性，增加弱势地区经销商数量：分区域来看公司经销商变化情况，华东、西北、西南等收入贡献较高的区域经销商数量基本稳定，公司与经销商粘性增强。西北、华南等地区经销商数量不断增加，这增加了公司在弱势地区的覆盖区域，提升销售额。

核心区域产品升级加快，弱势地区销量增加：从销售均价来看，各个区域的销售均价均有所上升。分区域来看，销售额越高的区域出厂均价越高，产品升级进程更快，消费者对于美味系列的认可度在上升。华北、华南、东北等地区经销商平均销售额增加明显，低基数下增长较快，单个经销商平均销售额增加。公司形成了成熟区域大经销商多，低销售额地区经销商对品牌认可度逐步增加的有层次、不断完善的经销商体系。

图表26. 公司各销售区域经销商变化情况


资料来源：公司公告、广证恒生

图表27. 截止2018年三季度末各地区经销商数量

区域名称	报告期末经销商数量	报告期内增加数量	报告期内减少数量
华东	373	79	42
西南	134	27	19
东北	31	9	11
华北	166	41	36
华中	219	68	32
华南	87	40	12
西北	164	74	16

资料来源：公司公告、广证恒生

图表28. 分区域经销商销售情况

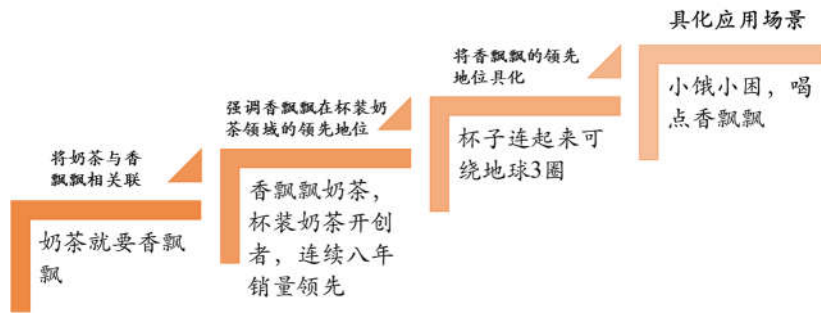
	销售均价 (元/杯)		销售均量 (万箱)		销售均额 (万元)		销售额占比	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016
全国	2.04	2.00	3.63	3.92	222.74	235.41	100.0%	100.00%
华东	2.08	2.04	5.46	5.79	340.48	354.67	48.6%	50.42%
华中	2.04	1.99	2.97	3.40	181.40	203.34	15.2%	15.74%
西南	1.96	1.92	4.63	4.43	271.72	255.49	13.9%	13.62%
西北	2.03	2.00	2.30	3.32	140.10	198.95	8.8%	8.92%
华北	1.97	1.93	1.80	1.62	106.05	93.60	6.7%	6.02%
华南	1.91	1.89	1.90	2.45	108.86	139.31	3.6%	3.48%
东北	2.01	1.94	2.35	1.00	141.63	58.54	1.7%	1.04%

资料来源：公司公告、广证恒生

2.3 营销端：从广告端具化应用场景，持续投入强化品牌影响力

定位“奶茶专家”，“小饿小困”具化产品应用场景：公司自身定位为“奶茶专家”，专注杯装奶茶的生产与销售，集中力量打造“香飘飘”奶茶品牌，不断强化消费者心中香飘飘与奶茶的关联度，打造品牌壁垒。公司通过与湖南卫视、浙江卫视和江苏卫视等省级卫视合作覆盖更多消费者，并且在优酷、爱奇艺、腾讯视频等网络媒体大力推广，扩大品牌知名度，并结合新媒体营销的方式增强与年轻消费者的联系。公司的营销定位也随着公司成长不断更新，初期以“奶茶就要香飘飘”增强香飘飘与奶茶的关联性，成为行业第一后公司又迅速以“联系八年销量领先”等广告语强调自身的领先地位和品牌价值；16年重新以“小饿小困，喝点香飘飘”具化使用场景，增加消费者记忆点。公司通过不断的营销出新和定位更新增强品牌价值，提升消费者认可度。

图表29. 公司广告宣传语变化



资料来源：公司官网、广证恒生

公司仍持续不断的在省级卫视进行广告投放和品牌推广：冠名东方卫视热播综艺《中国梦之声·下一站传奇》和赞助浙江卫视热播综艺《演员的诞生》等。

图表30. 公司冠名的综艺《下一站传奇》



资料来源：广证恒生

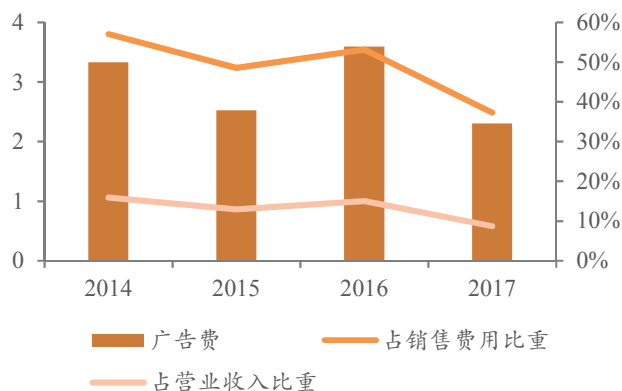
图表31. 公司赞助《演员的诞生》



资料来源：广证恒生

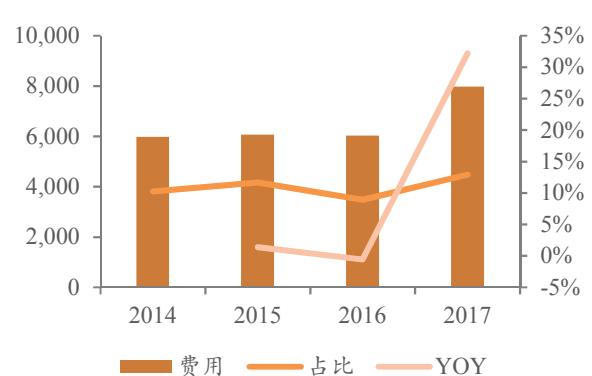
广告投入超2亿，17年增加促销费用的投放：媒体广告一直是公司品牌营销的重点领域，每年投入超过2亿元用于硬广、冠名、媒体广告推广、植入、明星代言、楼宇和数字营销等品牌推广，借助品牌营销也使得公司领先地位进一步增强。在坚持空中广告投放的同时公司也在不断加大地面促销推广，特别是在2017年公司促销费用增加至7973万元，同比增加32.2%，通过费用投放实现渠道下沉和产品销售。

图表32. 公司每年广告费用投入超2亿



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表33. 17年加大促销费用的投放 (万)

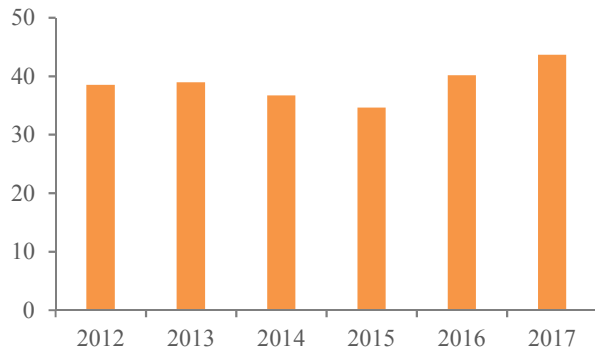


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

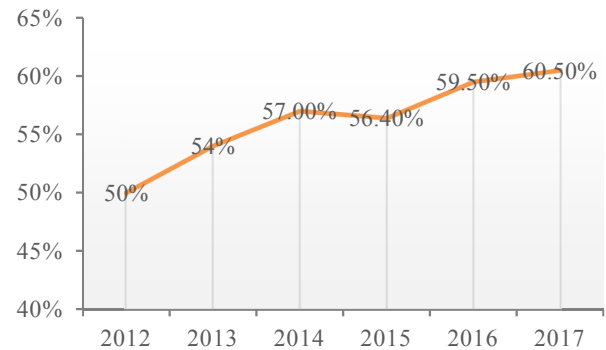
2.4 竞争端：奶茶市场更趋多元化，渠道下沉是公司核心优势

杯装奶茶市占率不断提升，两大竞争对手增长乏力：整个杯装固态速溶奶茶市场规模在40亿左右，18-20年仍有增长空间，预计2020年达到46亿。其中香飘飘市占率从2012年的50%增加到60.5%，持续

增长, 增长的动力一方面来自于公司自身渠道深耕和产品升级, 另一方面来自于占据竞争对手市场份额。公司两大竞争对手, 优乐美在营销战上投放减少, 市场推进较慢; 香约奶茶低价策略使得其错失核心消费群体, 在消费升级过程中不断被香飘飘和优乐美两大品牌压制。

图表34. 杯装奶茶市场规模仍有成长空间


资料来源: WIND、广证恒生

图表35. 香飘飘市占率不断提升


资料来源: 公司公告、广证恒生

固体形态使得公司产品添加剂数量和占比较低: 公司杯装奶茶核心产品是粉包和果粒包, 其中粉包中主要是各类固态物质的混合; 相较于液体奶茶, 固态奶茶在防腐、乳化、抗氧化等功能方面所需的添加剂更少, 保留了更多奶茶本身的奶香和茶香, 符合营养学提倡的减少食品添加剂摄入的提倡。对比香飘飘和某瓶装液体奶茶的食品添加剂可以看到, 瓶装奶茶所需的添加剂种类和功能更多, 并且固态的香飘飘保质期更长 (一般 12 个月, 液体奶茶 9 个月)。

图表36. 公司产品添加剂含量

名称	功能	实际使用量 (G/KG)
磷酸三钙	抗结剂	1.32
食用香精香料	调节香味	1.07-1.30
柠檬酸钠	酸度调节剂	0.052
羧甲基纤维素钠	增稠剂	0.043
瓜尔胶	增稠剂	0.083
乳酸钙	乳化剂	0.6
山梨酸钾	防腐剂	0.03
柠檬酸	酸度调节剂	0.087
结冷胶	增稠剂	0.077
羟丙基二淀粉磷酸酯	增稠剂	1.323

资料来源: 公司公告、广证恒生

图表37. 某瓶装奶茶添加剂情况

添加剂	作用
单、双甘油硬脂酸酯	食品乳化剂
双乙酰石酸单双甘油酯	乳化剂和分散剂
六偏磷酸钠	防止凝胶沉淀
柠檬酸钠	酸度调节剂、风味剂、稳定剂
D-异抗坏血酸钠	食品抗氧、防腐保鲜助色剂
碳酸氧钠	膨松剂
焦磷酸二氢二钠	缓冲剂、膨松剂、螯合剂、稳定剂、
三聚磷酸钠	水分保持剂、品质改良剂、pH 调节剂、金属螯合剂

资料来源: 百度、广证恒生

渠道下沉+送礼属性为杯装奶茶核心竞争: 固体奶茶除考虑同品类竞争外, 还需考虑其他品类对于杯装奶茶的替代性。杯装奶茶面临的竞争来自于多方面, 既有同属生产线生产的瓶装奶茶, 又有奶茶店现做的奶茶制品。相较于其他产品, 我们认为杯装奶茶的竞争优势在于: 1、渠道下沉且覆盖范围广, 可以通过商超、便利店和网络等多渠道购买, 特别是在二三四线城市渠道覆盖率高; 2、杯装奶茶需热水冲泡, 属于热饮, 在冬季等天冷时节食用效果明显; 3、具备送礼属性, 春节等节日受消费者喜爱; 4、产品为粉状非液体, 安全性高、保质期久。但杯装奶茶同样面临食用操作麻烦, 季节性明显, 口味较少, 一二线渠道覆盖率低等竞争劣势。综合来看, 我们认为杯装奶茶的核心竞争力来自于渠道下沉优势和送礼属性; 渠道完整使得杯装奶茶可触及消费者范围更广, 送礼属性是杯装奶茶相较于其它奶茶类型所独有。

图表38. 杯装奶茶与其他类型奶茶优劣势

代表品牌	主要产品	价位区间	优势	劣势
杯装奶茶	香飘飘 椰果系列/美味系列	4-5.5	渠道下沉，二三线城市渠道优势更为明显；热饮，冬季使用更佳；具备送礼属性；粉状产品安全性更高	需热水冲调；口味较少；一二线渠道覆盖率低
瓶装奶茶	统一阿萨姆 巧克力味/草莓味/麦香味	2.5-4.5	全渠道覆盖，KA/BC/流通全覆盖；开盖即饮，便于携带	口味较少
小型奶茶店	口味较多	5-10	即买即饮，便捷性高；增加新品成本和难度低	购买地点限制，覆盖人群有限；产品口感一般
连锁奶茶店	一点点/喜茶 口味多样	10-30	兼具品牌和品质优势，受年轻人追捧，口味变化多	需大量固定资产投资，产品价格较高

资料来源：广证恒生

3. 液体奶茶空间在哪：价格空档补缺+大单品品牌化溢价

3.1 推出两款大单品进军液体奶茶市场

两大产品齐上市，入局液体奶茶：2017年4月公司新推出“MECO”牛乳茶和兰芳园丝袜奶茶两款液体奶茶产品，实现从固体奶茶向液体奶茶延伸，丰富产品品类和形态。“MECO”牛乳茶主打澳洲进口浓缩牛奶+印度阿萨姆红茶，纯奶+纯茶不含反式脂肪酸，相较于目前市面上的液体奶茶处于中高端定位。兰芳园是公司购买了香港老牌茶餐厅兰芳园的品牌独家使用权，拥有以兰芳园品牌在国内生产产品、宣传和开设实体店的永久性许可，兰芳园是在香港成立超过60年的知名茶餐厅品牌，特别是其丝袜奶茶在香港有很高的知名度和消费者认可度，公司以丝袜奶茶产品为突破口，借兰芳园的品牌优势进行产品推广。

图表39. MECO 牛乳茶



资料来源：公司官网、广证恒生

图表40. 兰芳园奶茶

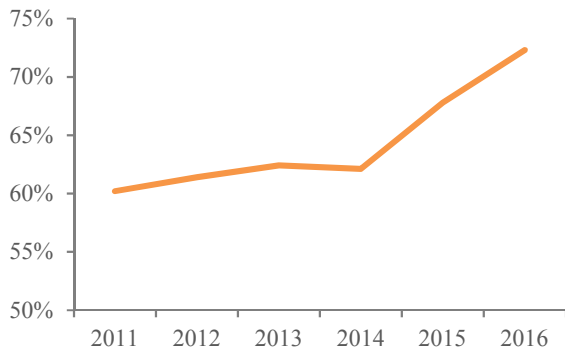


资料来源：公司官网、广证恒生

瞄准8-12元价格空档，借液体奶茶扩大渠道覆盖：目前液体奶茶市场经过前几年的发展，格局已经相对稳定，市场主要被统一、康师傅、麒麟等占据，其中统一阿萨姆奶茶凭借其口味和定位实现迅速放量，占据液体奶茶市场72%的份额，整个市场结构相对稳定。我们认为公司选择在这个阶段进军液体奶茶，形

成竞争力的机遇主要在于：1) 价格端避开竞争最为激烈的 6 元以下主流价格带，两款产品价格定位分为 8-10 元和 10-20 元，布局 8-12 元的价格空档，避开竞争最为激烈的价格带，与强势产品直接竞争的压力较小；2) 16 年开始线下奶茶店爆发，涌现出喜茶、奈雪等品牌，消费者喝奶茶的消费习惯再次被激活，特别是对高端奶茶的接受度提升，追求更高的口感和体验，公司两款产品主打“真茶”、“真奶”，从原料和口味端形成差异化和竞争力，顺应消费者的新需求；3) 渠道端借高端品进军一二线渠道，公司原有经销渠道主要集中在二线以下城市，一二线城市覆盖率低，特别是在便利店渠道进驻率不高，而高端液体奶茶更符合一二线城市消费习惯，有助于进一步带动公司渠道覆盖范围扩大。

图表41. 统一阿萨姆奶茶市占率超过 72%



资料来源：公司公告、广证恒生

图表42. 公司产品避开主流竞争价格带

品牌	产品	价格	容量/ml
香飘飘	兰芳园	11.5	280
	牛乳茶	9.0	300
康师傅	炼乳奶茶	4.5	500
麒麟	午后奶茶	4.0	500
哇哈哈	呦呦奶茶	4.0	500
统一	阿萨姆奶茶	4.0	500
	统一奶茶	2.0	250

资料来源：京东、广证恒生

3.2 品牌宣传与主品牌区隔，打造全新价值品牌

“MECO”符合年轻潮流，请陈伟霆代言吸引年轻消费群体：公司牛乳茶选择“MECO”为品牌名，“MECO”原意为“发动车停车”的意思，香飘飘选择其为品牌名是指累了休息一下，咪一口茶，精神一下，香飘飘将其主要定位在早餐、下午茶等场景，品牌名有趣并且使用场景多样带动品牌传播。并公司请了当红明星陈伟霆作为代言人吸引目标消费群，通过产品广告、粉丝见面会、电视植入等方式放大代言人效应，提升影响力。另一方面，公司将全新品牌命名为“MECO”，品牌端与原有品牌形成差异，避免影响原有品牌价值和目标群体，与主品牌形成区隔，形成全新的品牌影响力。

借力丝袜奶茶开创者“兰芳园”，放大品牌价值：兰芳园始创于 1952 年的中国香港，是丝袜奶茶的开创者，也是香港现存古老的港式奶茶铺之一，兰芳园在香港拥有四家店面，在香港及大陆地区均有较高的知名度，也是赴港旅游旅客打卡的热门景点之一。公司签订了兰芳园的独家品牌使用权，将正宗港式奶茶引入零售渠道，消费者也更能接受兰芳园在奶茶领域的品牌价值，公司借助兰芳园的品牌力推动丝袜奶茶销售更为顺畅。

图表43. MECO 代言人陈伟霆



资料来源：公司官网、广证恒生

图表44. 香港兰芳园茶餐厅

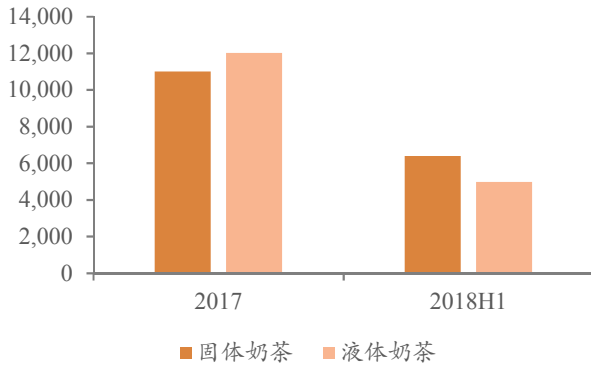


资料来源：百度、广证恒生

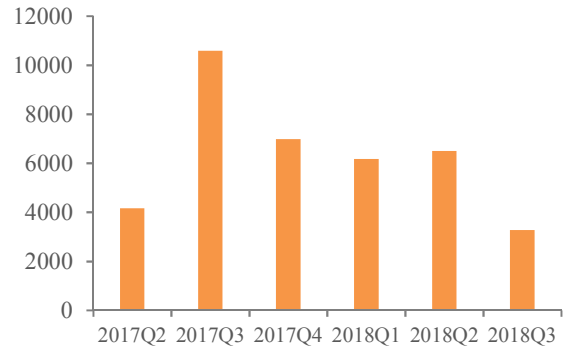
3.3 液体奶茶仍处市场推广阶段，营销端仍有释放空间

营销资源支持，液体奶茶迅速受到市场认可：两款液体奶茶在 17 年 4 月推出市场后，公司在营销和

推广上给予了大量的资源支持。公司在2017年和2018年上半年分别投入1.2亿和5000万用于广告投放，资源投放与固体奶茶相当。MECO牛乳茶不但请了当红小生做代言人，还冠名了《蒙面唱将猜猜猜》和《无限歌谣季》等热门综艺，并在各大卫视上线了最新广告片。公司大力的推广带来销售的持续增长，其中2017年全年液体奶茶收入2.17亿，迅速受到市场认可。

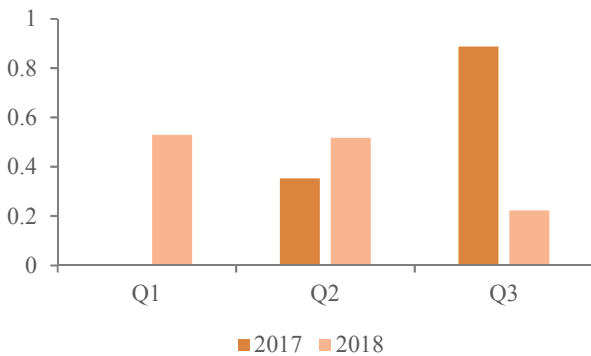
图表45. 液体奶茶营销投放与固体奶茶相当


资料来源：公司公告、广证恒生

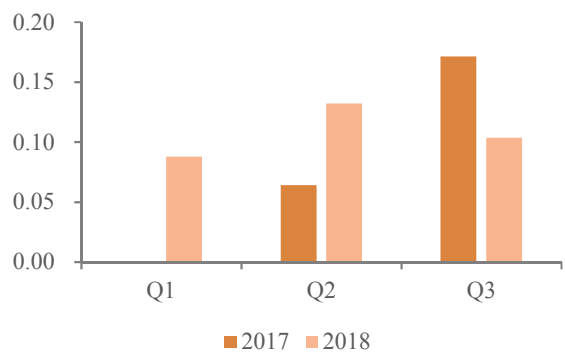
图表46. 液体奶茶快速受到市场认可


资料来源：公司公告、广证恒生

渠道清库存轻装上阵，营销端仍有释放空间：分产品和季度来看，MECO牛乳茶2017年二季度一经推出销售规模便突破3500万，三季度受资源集中投放的推动，单季度销售超过8000万，18年前两个季度销售收入均在五千万以上，三季度受公司主动推动渠道清理库存影响，收入下滑，但渠道轻装上阵为后续销售增长提供空间。兰芳园的单季度销售收入都在千万上下，一方面因为兰芳园仅有一款产品可选择性不高，另一方面公司在营销端还未真正发力，主要依赖自然销售，后续仍有可发挥的空间。整体来看，公司液体奶茶目前渠道库存清理已基本完成，产品主打高端，营销端仍未完全释放，后续仍有成长的空间。

图表47. MECO牛乳茶分季度销售情况 (亿)


资料来源：公司公告、广证恒生

图表48. 香港兰芳园分季度销售情况 (亿)


资料来源：公司公告、广证恒生

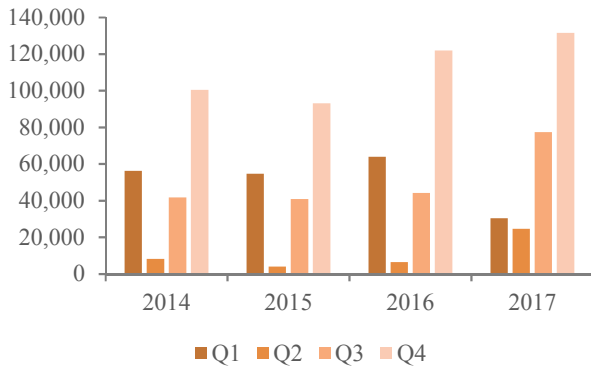
4. 水果茶增长逻辑：健康化产品+年轻化定位

4.1 公司收入季节性波动性大，一季度和四季度是销售旺季

收入季节性影响毛利率波动变化：固体奶茶由于热水冲泡的特性使得其在天气较为寒冷的一季度和四季度更受消费者喜欢，销售情况也更好。14-17年公司一季度和四季度的收入占比都在60%以上，四季度单季度的销售占比更是超过40%，公司整体业绩收入季节波动性强。公司收入的季节性波动使得毛利率也有较为明显的季节性波动，主要系固定成本的平均摊销增加，近两年第二季度的毛利率分别为18.93%和

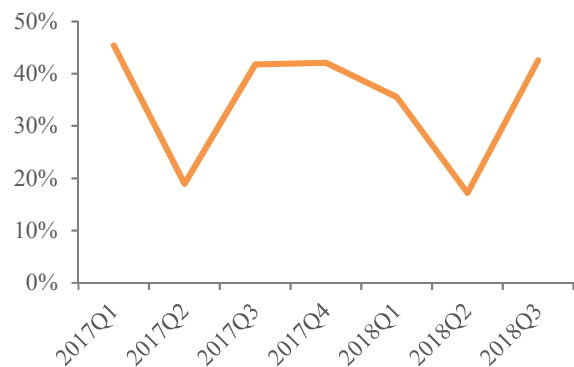
17.19%，均在 20% 以下，不足公司整体毛利率的一半，使得公司收入和现金流波动较大。公司近两年大力投资液体产品，也是为了降低季节性波动对公司整体经营的影响。

图表49. 公司收入季节波动性强 (万)



资料来源：公司公告、广证恒生

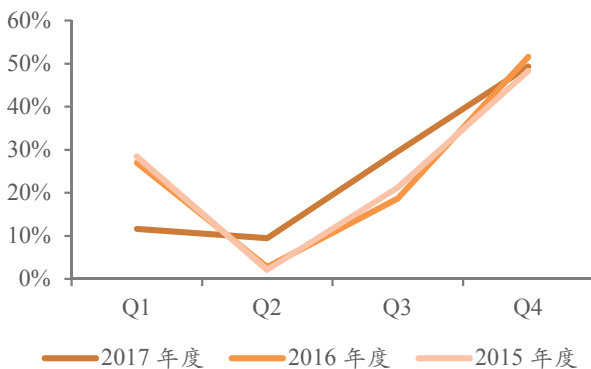
图表50. 毛利率受季节影响波动更为显著



资料来源：公司公告、广证恒生

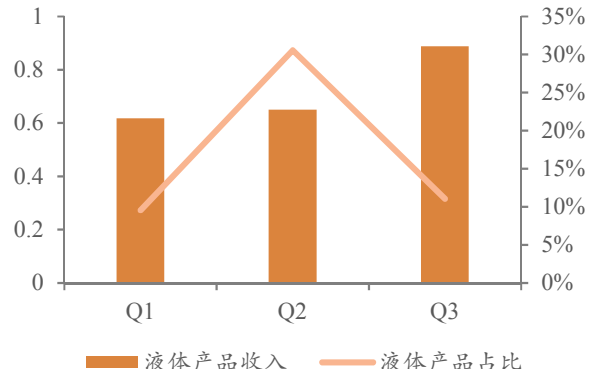
液体产品平滑季节性影响：公司相继推出液体奶茶和水果茶后收入的季节性波动有所改善，2017 年三季度收入 7.74 亿，其中液体奶茶收入 1.47 亿，三季度收入占比也提升至 29.6%，近几年首次收入占比超过 1/4。2018 年前三季度液体产品的收入占比均在 10% 以上，二季度占比更是接近 30%，液体产品对收入的贡献度和影响力逐步提升。公司的液体产品有望对收入增量和收入的季节性平滑产生显著的推动力。

图表51. 液体奶茶平滑收入季节性差异



资料来源：公司公告、广证恒生

图表52. 2018 年各季度液体奶茶占比均在 10% 以上 (亿)

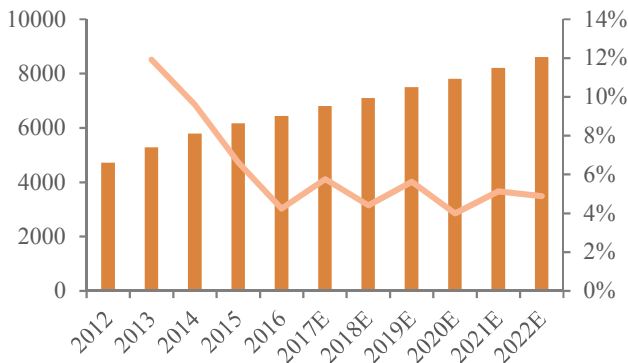


资料来源：公司公告、广证恒生

4.2 茶饮料市场向高品质、健康化转移

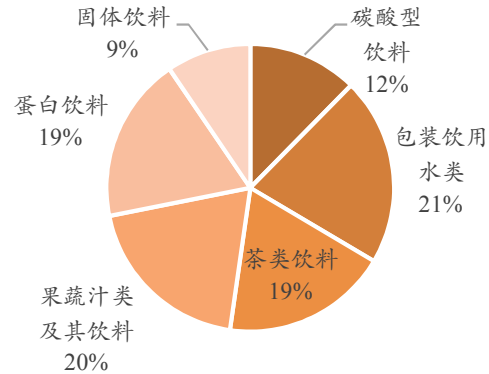
茶饮料占软饮料市场的 19%：整个软饮料市场随着食品工业发展和消费升级的推动不断受到消费者的认可和喜爱，整个行业的市场规模超过六千亿，2016 年我国规模以上饮料制造企业实现主营收入 6429.8 亿，实现利润总额 559.93 亿，市场规模持续扩张，预计到 2020 年整个软饮料行业营业收入将达到 8600 亿。分品类来看，软饮料市场中占比最高的为包装饮用水类，达到 21%；果蔬汁类及其饮料、茶类饮料和蛋白饮料的收入占比均在 15% 以上，也是占比较高的细分品类。

图表53. 软饮料行业规模



资料来源: 统计局、广证恒生

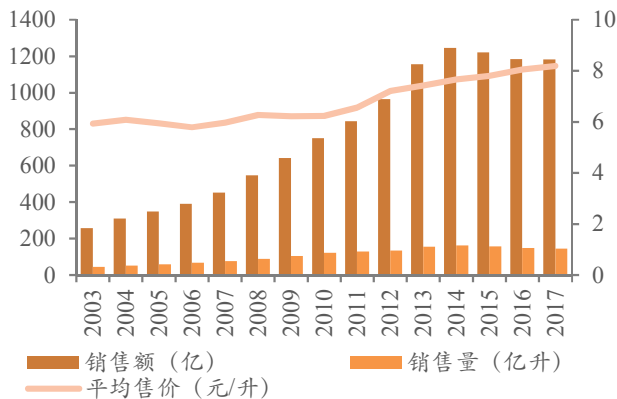
图表54. 茶饮料占软饮料市场的 19%



资料来源: 统计局、广证恒生

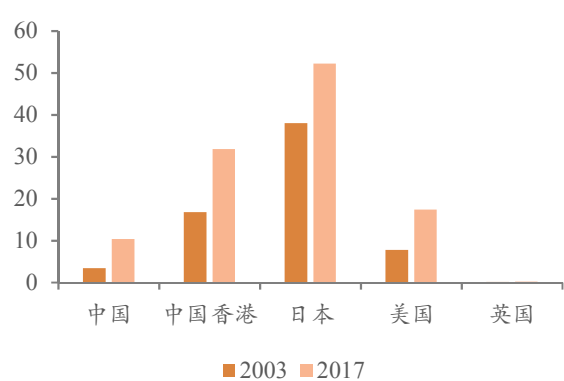
茶饮料消费由重量向重质转型: 公司的果汁茶系列属于茶类饮料行业, 2017 年我国茶饮料市场总销售额 1246 亿, 总销售量 144.23 亿。茶饮料行业 2014 年前持续增长, 2014 年行业景气度开始下滑, 市场总销售额小幅下滑, 这与行业发展路径息息相关。2003 到 2010 年行业零售额增长主要依赖销售量的增长拉动, 消费者对茶饮料的接受度和消费量逐年提升, 从 2010 年开始价格端增幅明显, 其中 2010 年到 2014 年量价齐升拉动消费额增长, 2014 年开始销售量增长放缓甚至下降, 市场的拉动主要依赖销售价格的提升。茶饮料的消费由重量向重质转型, 茶饮料市场更加细分, 消费者给茶饮料赋予更多功能性和个性化的要求, 也更加青睐健康天然的产品。虽然行业增速放缓, 但我国人均消费量相较于发达国家仍有一定的差距, 根据欧睿的统计来看, 2017 年我国人均茶饮料销售量为 10.4L, 相较于 2003 年提升三倍还多, 但相较于日本、中国香港和美国地区仍有一定的差距, 行业仍有成长的空间, 但需要更多符合核心消费人群的产品激活消费需求。

图表55. 茶饮料销售额 (亿)



资料来源: 欧睿、广证恒生

图表56. 人均茶饮料饮用量 (升/人)



资料来源: 欧睿、广证恒生

健康化、年轻化是趋势: 茶所具有的抗氧化、降血压、提高免疫力等功效使得茶饮料天然的被划分为健康饮品, 茶饮料的趋势也在不断向更加健康的无糖、天然、零添加等方向转变, 茶饮料消费也从调味茶饮料向健康茶饮料转变。另一方面, 年轻人消费茶饮料的比例越来越高, 在众多选择和产品中能抓住年轻人的喜好更易突围, 年轻消费者更加追求个性化、多元化, 创新多元的产品更符合年轻人的消费习惯。我们认为在行业增速放缓的发展新阶段, 既能符合消费核心力量年轻人的选择偏好, 又能满足健康功能化的产品是未来茶饮料的发展趋势。近几年各大饮料企业也纷纷推出全新果茶饮品, 顺应消费者对年轻化健康饮品需求。

图表57. 各大产商新推出的水果茶产品

	名称	价格	容量 (ML)	口味
香飘飘	香飘飘 meco 蜜谷果汁茶	6.00	400	泰式青柠、桃桃红柚、金桔柠檬
元气森林	每日茶	5.00	500	石榴绿茶、柠檬绿茶、百香果绿茶
	燃茶 (无糖 0 脂肪)	5.00	500	桃香乌龙茶
脉动	天方叶谈果茶	4.50	480	玫瑰柚子、缤纷莓果味
哇哈哈	白日柠檬茶	4	500	柠檬
	果茶阿润	3.5	500	百香红茶、蜜桃乌龙
农夫山泉	茶π 果味茶	4.5	500	柚子绿茶、柠檬红茶、西柚茉莉花茶、蜜桃乌龙茶

资料来源：京东、广证恒生

4.3 果汁茶销售状况良好，看好持续发力

天时地利人和，果汁茶销售良好：公司在2018年7月份正式推广上市MECO果汁茶，水果茶共有金桔柠檬、桃桃红柚和泰式青柠三种口味，在公司并未做太多营销资源投放的情况下，上市后单个季度便实现超过五千万的收入。我们认为公司果汁茶销售良好的原因在于：1) 上市时间正值高温酷暑期，清凉解暑的口感与季节契合度高；2) 三种口味可选择性高，既保留了茶的清香又有水果的甘甜，口味上更受年轻人喜欢；3) 生产过程中茶叶以现萃技术保留茶叶原汁原味，并且不添加防腐剂、增味剂、调味剂和色素，成品的果汁茶饮品不含蛋白质和脂肪，产品更加健康。

果汁茶继续攻陷一二线城市，符合年轻和健康新趋势：果汁茶目前仍在市场推广初期，以北京、广州、上海、杭州、苏州、武汉等一线城市和华东地区城市为主，二线以下城市渠道仍有待开拓，市场空间较大。公司在果汁茶领域投入的营销资源占比相对较低，目前仍以地面推广为主，公司也在营销端通过上新圣诞限量款等方式营销创新，营销推广一直是公司较为核心的竞争力，未来有望在营销端发力拉动果汁茶销售。另一方面公司产品以三大口味为主，11月份上市蕉蕉绿妍、白桃乌龙两种新口味，在口味端仍可上市更多符合年轻人的新口味，满足个性化的需求。总体来看，公司的果汁茶产品以健康化产品和年轻化定位有望持续爆发。

图表58. 果汁茶的圣诞营销新品


资料来源：百度、广证恒生

图表59. 公司新上市两大口味


资料来源：百度、广证恒生

5. 盈利预测与估值

结合公司的经营情况，我们对公司的各项业务未来的增长情况做了详细测算：

图表60. 公司盈利预测表

		2016年	2017年	2018E	2019E	2020E
椰果系列	收入 (亿元)	16.59	15.64	16.90	17.78	18.69
	YOY		-5.8%	8.1%	5.3%	5.1%
	销量 (万标箱)	3022.67	2840.32	3016.94	3137.98	3230.18
	YOY		-6.0%	6.2%	4.0%	2.9%
	出厂价 (元/箱)	54.90	55.05	56.00	56.67	57.87
	YOY		0.3%	1.7%	1.2%	2.1%
	成本 (亿元)	8.99	9.06	9.74	10.22	10.70
	YOY		0.8%	7.5%	4.8%	4.7%
	成本价 (元/箱)	29.75	31.90	32.30	32.56	33.11
YOY		7.3%	1.2%	0.8%	1.7%	
	毛利率	45.8%	42.0%	42.3%	42.6%	42.8%
美味系列	收入 (亿元)	6.95	8.29	10.12	12.65	15.18
	YOY		19.4%	22.0%	25.00%	20%
	销量 (万标箱)	895.43	1069.98	1273.75	0.16	0.19
	YOY		19.5%	19.0%	-100.0%	17.9%
	出厂价 (元/箱)	77.56	77.51	79.45	80.40	81.85
	YOY		-0.1%	2.5%	1.20%	1.80%
	成本 (亿元)	3.82	4.86	5.86	7.30	8.72
	YOY		27.2%	20.6%	24.6%	19.4%
	成本价 (元/箱)	42.67	45.42	46.00	46.41	47.02
YOY		6.5%	1.3%	0.90%	1.30%	
	毛利率	45.0%	41.4%	42.1%	42.3%	42.6%
液体系列	收入 (亿元)		2.17	2.43	2.80	3.08
	YOY			12.0%	15%	10%
	销量 (万标箱)		351.17	392.44	444.14	484.71
	YOY			11.8%	13.2%	9.1%
	出厂价 (元/箱)		61.86	62.00	63.00	63.50
	YOY			0.2%	1.6%	0.8%
	成本 (亿元)		1.56	1.73	1.91	2.04
	YOY			10.5%	10.6%	6.6%
	成本价 (元/箱)		44.50	44.00	43.00	42.00
YOY			-1.1%	-2.3%	-2.3%	
	毛利率		28.1%	29.0%	31.7%	33.9%
果汁茶	收入 (亿元)			1.12	2.47	4.44
	YOY				120%	80%
	成本 (亿元)			0.79	1.70	2.98
	YOY				116.9%	74.8%
	毛利率			30.0%	31%	33%
其他	收入 (亿元)	0.36	0.30	0.33	0.35	0.38
	YOY		-15.5%	8.4%	8%	8%
	成本 (亿元)	0.36	0.30	0.33	0.35	0.38
	YOY		-15.4%	7.3%	8.0%	8.0%
	毛利率	-0.9%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%



收入总和 (亿元)	23.90	26.40	30.90	36.06	41.78
YOY		10.5%	17.0%	16.7%	15.9%
成本总和 (亿元)	13.17	15.79	18.44	21.49	24.81
毛利率		40.2%	40.3%	40.4%	40.6%

资料来源: 公司公告、广证恒生

受益于果汁茶爆发和固体奶茶增长, 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.77、0.94 和 1.11, 当前股价对应 27 倍、22 倍和 19 倍的估值, 给予“谨慎推荐”评级。

图表61. 公司主要财务指标

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2640.38	3089.84	3605.51	4177.56
同比(%)	10.49%	17.02%	16.69%	15.87%
归属母公司净利润	267.77	309.97	376.73	445.17
同比(%)	0.63%	15.76%	21.54%	18.17%
每股收益(元)	0.67	0.77	0.94	1.11
P/E	31.34	27.07	22.28	18.85
P/B	4.35	3.82	3.31	2.85
EV/EBITDA	2.81	15.70	12.63	10.15

资料来源: 公司公告、广证恒生

6. 风险提示

- 1、液体奶茶销售不达预期的风险
- 2、固体奶茶销售下滑的风险
- 3、原材料价格上涨的风险



附录：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
流动资产	1810	1992	2136	2355	
现金	1327	1395	1448	1587	
应收账款	78	54	63	90	
其它应收款	27	24	33	38	
预付账款	101	73	101	125	
存货	141	151	172	208	
其他	136	295	318	308	
非流动资产	998	1315	1702	2018	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	610	804	1063	1327	
无形资产	185	237	294	343	
其他	203	274	345	348	
资产总计	2808	3307	3838	4373	
流动负债	739	947	1090	1171	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	353	470	535	601	
其他	386	478	555	570	
非流动负债	141	162	214	262	
长期借款	110	146	195	240	
其他	31	16	19	22	
负债合计	880	1110	1303	1434	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	400	400	400	400	
资本公积	468	468	468	468	
留存收益	1060	1329	1666	2071	
归属母公司股东权益	1928	2198	2534	2940	
负债和股东权益	2808	3307	3838	4373	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金流	105	491	516	561	
净利润	268	310	377	445	
折旧摊销	52	72	101	137	
财务费用	-8	-14	-13	-12	
投资损失	-3	0	0	0	
营运资金变动	-219	94	52	1	
其它	16	29	-1	-9	
投资活动现金流	-407	-434	-485	-440	
资本支出	-345	-378	-426	-389	
长期投资	89	-2	1	0	
其他	-151	-54	-60	-51	
筹资活动现金流	474	11	22	17	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	50	37	49	45	
普通股增加	40	0	0	0	
资本公积金增加	468	0	0	0	
其他	-84	-26	-27	-28	
现金净增加额	172	68	53	139	

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

利润表		单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
营业收入	2640	3090	3606	4178	
营业成本	1579	1844	2149	2481	
营业税金及附加	20	26	31	34	
营业费用	617	737	843	957	
管理费用	114	124	142	171	
财务费用	-8	-14	-13	-12	
资产减值损失	7	3	4	5	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	3	0	0	0	
营业利润	317	370	450	542	
营业外收入	29	29	27	28	
营业外支出	0	1	1	1	
利润总额	345	397	477	569	
所得税	78	87	100	124	
净利润	268	310	377	445	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	268	310	377	445	
EBITDA	383	455	565	694	
EPS (摊薄)	0.67	0.77	0.94	1.11	

主要财务比率					
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
成长能力					
营业收入增长率	10.5%	17.0%	16.7%	15.9%	
营业利润增长率	4.5%	16.6%	21.9%	20.3%	
归属于母公司净利润增长	0.6%	15.8%	21.5%	18.2%	
获利能力					
毛利率	40.2%	40.3%	40.4%	40.6%	
净利率	10.1%	10.0%	10.4%	10.7%	
ROE	16.8%	15.0%	15.9%	16.3%	
ROIC	12.6%	12.8%	13.4%	13.7%	
偿债能力					
资产负债率	31.3%	33.6%	34.0%	32.8%	
净负债比率	12.47%	13.19%	14.97%	16.75%	
流动比率	2.45	2.10	1.96	2.01	
速动比率	2.26	1.94	1.80	1.83	
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.01	1.01	1.02	
应收账款周转率	58.08	46.76	61.26	54.56	
应付账款周转率	4.47	4.48	4.28	4.37	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.77	0.94	1.11	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	1.23	1.29	1.40	
每股净资产(最新摊薄)	4.82	5.49	6.34	7.35	
估值比率					
P/E	31.34	27.07	22.28	18.85	
P/B	4.35	3.82	3.31	2.85	
EV/EBITDA	2.81	15.70	12.63	10.15	



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。