

## 彩票产业中坚力量，1+N战略初露端倪

### ——天音控股（000829）深度报告

2016年06月15日

强烈推荐/首次

天音控股 深度报告

#### 报告摘要：

**收购掌信彩通布局彩票全产业链。**2015年11月天音通过控股子公司天音通信收购掌信彩通100%股权，2013、2014年掌信彩通净利润分别为1.06亿元和0.9亿元，根据《股权转让协议》掌信彩通承诺2016~2018年的净利润不低于1.17亿元、1.4亿元和1.68亿元，有效帮助天音控股改善盈利。

**完善巩固手机分销业务。**手机分销是天音的核心业务，公司拥有强大的渠道资源和终端分销能力。公司传统的门店终端分销渠道主要覆盖T1-T3城市，目前约有门店终端84000个。电商渠道方面主要通过天联网平台专注于覆盖T4-T6城市，旗下拥有手机采购县级服务平台天联在线以及以智能产品为核心、涵盖数码产品与小家电的电商平台天联智家。

#### 初步形成“1+N”战略布局。

- ◆ **移动互联网业务：**天音2011年通过控股子公司天音通信与Opera成立合资公司，以浏览器为平台拓展移动互联网业务，通过全资子公司易天新动整合阅读、APP业务，目前拥有“塔读文学”和“开奇商店”，并且投资暴风魔镜5%股权布局VR领域。
- ◆ **移动转售业务：**2013年12月天音获得工信部发放的第一批移动转售业务牌照，与移动、联通、电信三家运营商签署了合作协议，创造了天银移动的品牌，目前客户规模约为150万人，我们预计2016年末客户规模可达300万人，虚拟运营业务达到盈亏平衡状态。

**公司盈利预测及投资评级。**我们看好公司收购掌信彩通，本次收购完成后可以帮助公司完成对彩票产业链的布局并且大幅改善净利润。我们预计2016~2018年公司净利润分别为2.16亿元、4.13亿元和5.51亿元，每股收益分别为0.22、0.43和0.57元，对应PE分别为55x、29x和23x，首次覆盖给予公司“强烈推荐”的投资评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	34,596.8	43,030.1	50,114.6	61,378.0	75,268.7
增长率(%)	15.89%	24.38%	16.46%	22.48%	22.63%
净利润(百万元)	-361.80	-374.04	216.23	413.06	551.28
增长率(%)	1193.54	3.38%	-157.81	91.03%	33.46%
净资产收益率(%)	0.83%	-11.51%	10.38%	18.41%	22.38%
每股收益(元)	0.02	-0.24	0.22	0.43	0.57
PE	614.00	-51.17	54.71	28.57	21.40
PB	5.28	5.88	5.68	5.26	4.79

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

#### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

#### 孙金琦

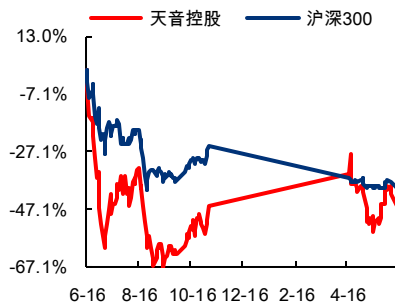
010-66554026

sun\_jq@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间(元)	12.28-24.49
总市值(亿元)	117.74
流通市值(亿元)	116.27
总股本/流通A股(万股)	95882/94682
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.94

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

1. 外延发展进入彩票产业 .....	4
1.1 收购掌信彩通布局彩票行业 .....	4
1.2 业务覆盖彩票全产业链 .....	5
1.3 彩票终端设备市场核心供应商之一 .....	7
1.4 互联网彩票业务静待政策 .....	8
2. 手机分销业务为基 .....	10
2.1 手机分销品牌丰富 .....	10
2.2 渠道多样，终端数量多 .....	11
3. 1+N 战略布局初露端倪 .....	12
3.1 移动互联网业务 .....	13
3.2 移动转售业务 .....	14
3.3 白酒业务 .....	15
4. 盈利预测及估值 .....	15
5. 风险提示 .....	16

## 表格目录

表 1: 互联网彩票最新事件 .....	9
表 2: 公司与三家运营商签署移动转售业务合作协议 .....	15
表 3: 天音控股收入测算（单位：亿元） .....	16
表 4: 相关业务可比上市公司 PE .....	16
表 5: 公司盈利预测表 .....	17

## 插图目录

图 1: 公司发展历程 .....	4
图 2: 天音控股营业收入及其增速 .....	5
图 3: 天音控股净利润及其增速 .....	5
图 4: 掌信彩通净利润 .....	5
图 5: 掌信彩通主营业务 .....	6
图 6: 彩票产业链梳理 .....	7
图 7: 福彩、体彩占彩票销售总额比例 .....	8
图 8: 福彩、体彩销售额及其增速（月度数据） .....	8
图 9: 体彩销售分布（分地区） .....	8
图 10: 福彩销售分布（分地区） .....	8
图 11: 互联网彩票销售额及其增速 .....	9
图 12: 互联网彩票销售额占彩票销售总额比重 .....	9

图 13:天音控股第一大股东控制关系 .....	10
图 14:手机出货量及其累计同比 .....	10
图 15:2G/3G/4G 手机出货量市场份额 .....	10
图 16:智能手机出货量及其累计同比 .....	11
图 17:智能手机市场占有率 .....	11
图 18:公司通信销售业务毛利率 .....	11
图 19:公司天联网平台发展历程 .....	12
图 20:公司移动互联网业务结构 .....	13
图 21:Opera 浏览器 .....	13
图 22:各浏览器市场份额 .....	13
图 23:塔读文学与开奇商店平台 .....	14
图 24:暴风魔镜产品 .....	14
图 25:公司酒类销售收入及其增速 .....	15
图 26:公司白酒产品系列 .....	15

## 1. 外延发展进入彩票产业

公司目前主要从事手机分销、移动互联网、移动转售业务以及白酒业务，手机分销是公司的核心业务，天音拥有丰富的渠道资源和强大的终端分销能力，截至 2015 年，公司通信产品销售的收入占总收入的比例为 98.2%。公司在不断完善和强化核心业务的同时，通过产业并购等外延方式逐步涉足新领域，添加新业务，逐渐形成“1+N”的业务布局。

图 1:公司发展历程

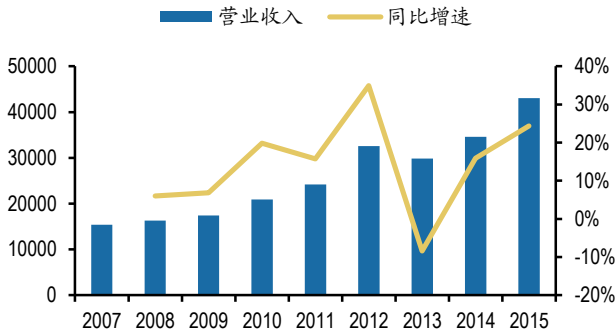


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

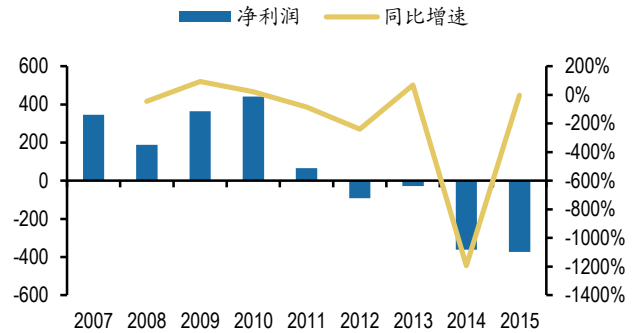
### 1.1 收购掌信彩通布局彩票行业

2015 年 11 月公司停牌通过控股子公司天音通信收购掌信彩通 100% 股权，据我们了解本次收购前掌信彩通持有深圳穗彩 100% 股权、彩通宝乐 60% 股权，并通过协议方式控制掌中彩。本次资产重组公司主要目的是收购彩票设备及软件销售、彩票运营及技术服务等盈利能力较强的资产，帮助公司拓展新的收入增长点。另外，由于彩通宝乐成立以来经营情况不佳，本次收购完成前，掌信彩通将剥离所持彩通宝乐 60% 股权。

我们认为本次收购可以有效帮助增强公司的盈利能力。2015 年公司的营业收入为 430.3 亿元，较 2014 年增长 24.38%，净利润为-3.74 亿元，相比于 2014 年的-3.61 亿元减少 3.4%。由于手机电商的不断发展，公司线下零售终端的销售规模以及发展空间受到限制，为公司手机分销业务的发展带来挑战。未来手机行业的竞争日益加剧，公司手机分销这部分业务面临的风险较大。

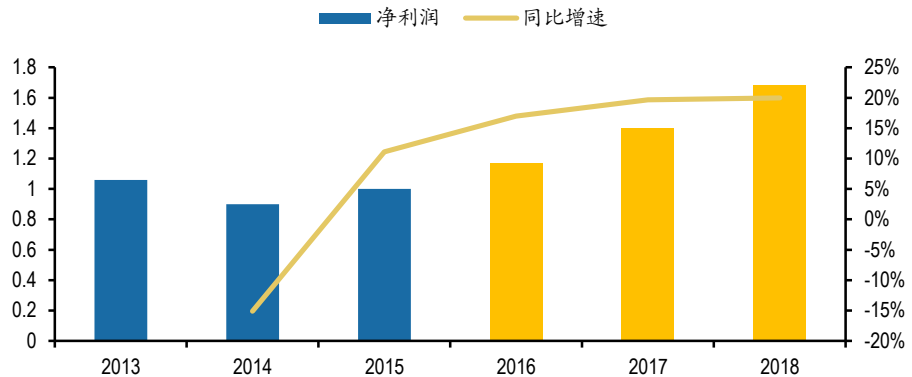
**图 2:天音控股营业收入及其增速**


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

**图 3:天音控股净利润及其增速**


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

2013 年、2014 年掌信彩通净利润分别为 1.06 亿元、0.9 亿元。根据《股权转让协议》，掌信彩通承诺 2016 年、2017 年和 2018 年的利润不低于 1.17 亿元、1.40 亿元和 1.68 亿元，与天音控股 2015 年净利润-3.74 亿元相比体量较大，可以有效帮助公司增强盈利能力。

**图 4:掌信彩通净利润**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 1.2 业务覆盖彩票全产业链

掌信彩通的业务涵盖了管理、运营、销售三个层面。

- ◆ 管理层: 业务管理系统、游戏管理系统、灾备系统和核心交易系统;
- ◆ 运营层: 支持中心直销及管理多重代销渠道及商户, 支持交易、渠道、账户、营销、资讯、社交、客服功能等, 随着注册用户的增长, 系统拥有大量的用户数据, 包括身份数据、行为数据, 公司可以基于账户、交易和 CRM 处理彩票大数据。
- ◆ 销售层: 以投注站站主为目标客户, 帮助做 CRM 和发展线上客户群, 培养线下彩民使用线上购彩工具, 完成 B2B2C 的平台型产品。与垂直型 B2C 网站不同, 注重与本地渠道如银行及运营商等合作开展彩票业务, 同时设计开发针对手机、互联网的新型彩票游戏。

图 5:掌信彩通主营业务



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

掌信彩通主要通过子公司深圳穗彩实现业务发展。深圳穗彩科技成立于 2000 年，专注于彩票行业的业务服务，从事彩票发行系统软件和投注终端设备研发、生产、销售和服务，拥有大量具有彩票行业知识与 IT 行业知识相结合的人才储备。

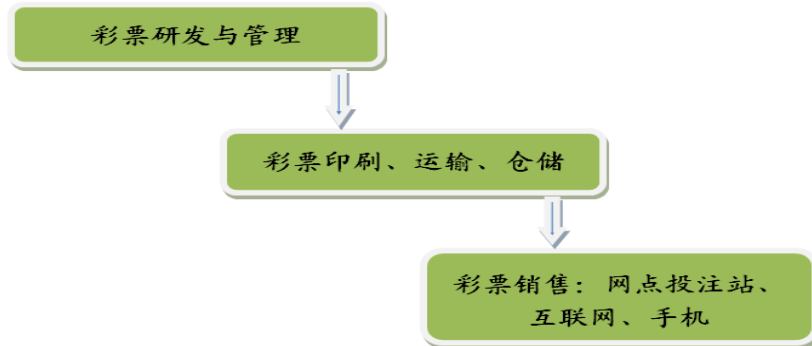
我们在 4 月 20 日发布的行业深度报告中介绍过，彩票产业链按政策、彩种研发到彩票生产、再到彩票销售可以分为上游、中游和下游三个环节。

彩票产业链的最上游是彩票政策的制定，涉及的机构主要是政府部门，如财政部、民政部和国家体育总局及其相关政府机构。上游环节还包括彩种研发以及彩票管理信息系统的建设，这是一般企业可以参与到的环节，据我们了解一般彩种研发以及彩票管理信息系统建设的利润是彩票销售资金的 1%~2%。

彩票产业链的中游主要是彩票的生产环节，主要包括彩票印刷、运输、仓储以及彩票终端设备。彩票印刷业务目前由福彩中心和体彩中心自己的印刷公司以及部分外包印刷企业完成。彩票终端设备的盈利模式分为一次性买断和按销售收入分成两种，按销售收入分成的企业一般可以获得彩票销售资金的 1%~2%。

彩票产业链的下游就是销售环节，销售模式可以分为实体门店和互联网渠道，一般互联网渠道的分成比例可以达到 10%~11%。

图 6:彩票产业链梳理



资料来源：东兴证券研究所

我们认为，公司通过收购掌信彩通 100% 股权，业务范围已经实现了彩票游戏研发设计、彩票终端设备研发生产销售的彩票产业链布局。

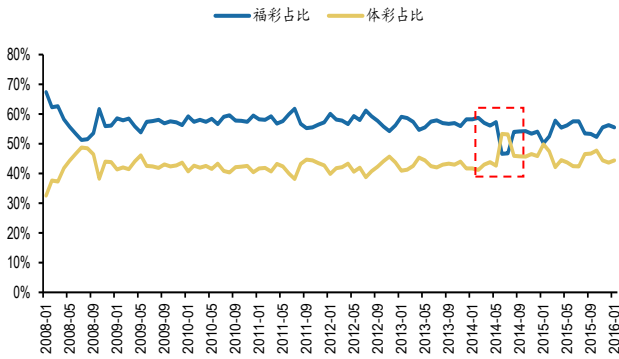
### 1.3 彩票终端设备市场核心供应商之一

上文我们介绍了彩票终端设备的盈利模式，可分为一次性买断和按销售收入分成两种，按销售收入分成的企业一般可以获得彩票销售资金的 1%。我们统计了国内 31 个省所采用的体彩终端机，发现目前市场主要采用乐得瑞（御泰中彩控股）、亚博高腾（亚博科技）、洛图（华彩控股）、海信智能（海信集团）、深圳穗彩（天音控股）、英特达（中体产业）这 6 家公司的终端机。

目前公司已经在 18 个省获得了体彩终端机设备的供应资质，在 12 个省获得了福彩终端机设备的供应资质。体彩终端机销售一般是销售提成的盈利模式，福彩根据地域的不同一般采取买断或者提成的形式。

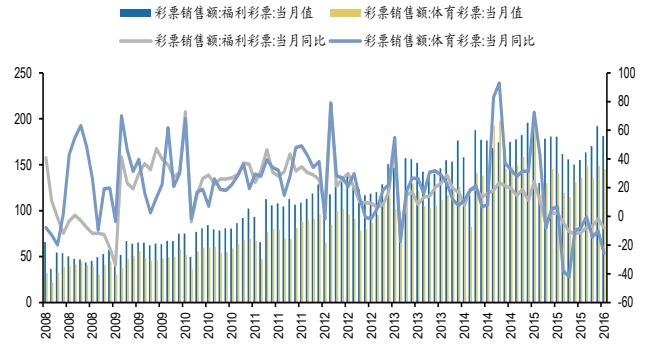
目前我国福彩的销售量略高于体彩，彩票销售总额中福彩所占比例一般在 55% 左右，体彩占比约为 45%，但是二者的差距有缩小的趋势。图 3 中我们看到，2014 年 6 月、7 月体彩销售额超过福彩，2014 年 6 月体彩、福彩的销售额分别为 192.4 亿元和 168.1 亿元，2014 年 7 月体彩、福彩的销售额分别为 197.8 亿元和 174.3 亿元。我们认为 2014 年 6 月、7 月是巴西世界杯的举办时间，比赛时间为 6 月 13 日至 7 月 14 日，受到世界杯赛事催化，我国体彩的销售额在当年的 6/7 月份实现了快速增长。因而我们的观点是，福彩销售的波动变化较小，增速的波动幅度较为稳定，体彩由于易受到重大赛事的影响，在重大赛事发生的月份体彩销售额的同比增长率可以达到 100%。

图 7: 福彩、体彩占彩票销售总额比例



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

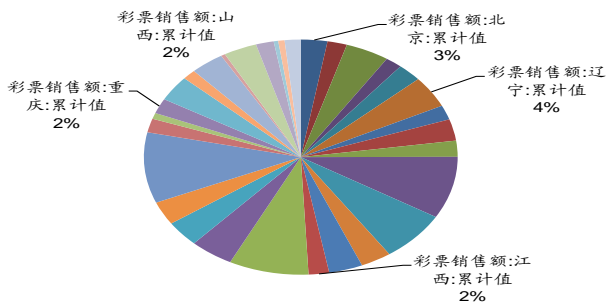
图 8: 福彩、体彩销售额及其增速 (月度数据)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

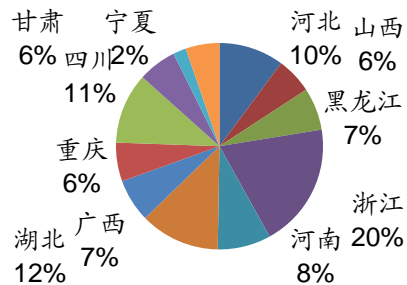
2015 年我国体彩销售额约为 1663.7 亿元, 据我们统计, 其中公司拥有体彩终端机供应资质的 18 个省体彩销售额合计为 989 亿元, 占全国销售额的比重约为 60%, 按 1% 的销售提成比例, 这 18 个地区体彩销售终端机的收入约为 10 亿元。2015 年我国福彩销售额约为 2015.1 亿元, 其中公司拥有福彩终端机供应资质的 12 个省福彩销售额合计为 752 亿元, 占全国销售额的比重约为 37%, 按 1% 的分成比例计算收入, 该 12 个省份福彩终端机的收入约为 7.5 亿元。

图 9: 体彩销售分布 (分地区)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 10: 福彩销售分布 (分地区)



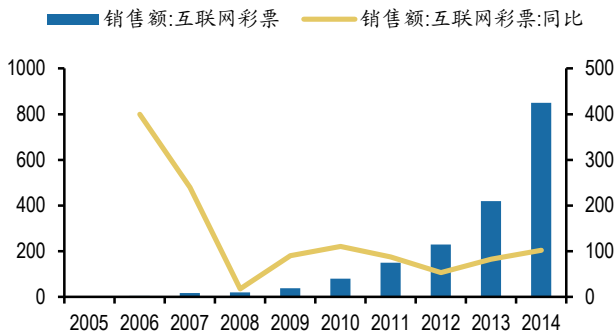
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 1.4 互联网彩票业务静待政策

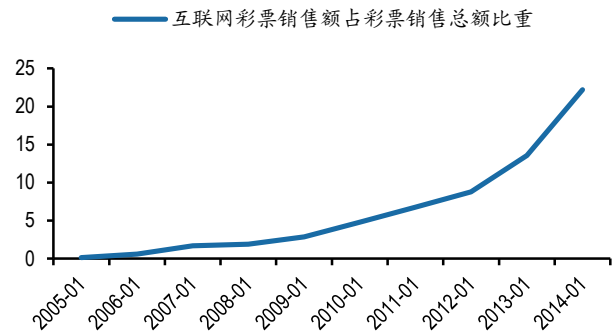
行业报告里我们介绍过, 彩票产业在我国起步较晚, 其销售方式主要有实体门店销售、电话销售、互联网销售三种方式。相比于传统的实体门店销售, 互联网销售具备便捷、不存在印刷、物流、库存成本的优势。

互联网售彩起步于 2001 年, 2014 年行业渗透率已经达到 22.2%, 行业规模达到 850 亿元左右, 同比增长 102.4%。



**图 11: 互联网彩票销售额及其增速**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 12: 互联网彩票销售额占彩票销售总额比重**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2015年2月28日, 财政部、民政部和国家体育总局联合下发了《关于开展擅自利用互联网销售彩票行为自查自纠工作有关问题的通知》, 拉开了互联网彩票行业整顿的序幕。互联网销售彩票暂停距今已近1年, 关于网络售彩何时开启的传言不断, 2016年1月初召开的体彩、福彩工作会议中相关领导有关互联网彩票的发言更是点燃了市场预期。除了行业内相关监管领导的态度, 互联网巨头对互联网彩票也开始布局。

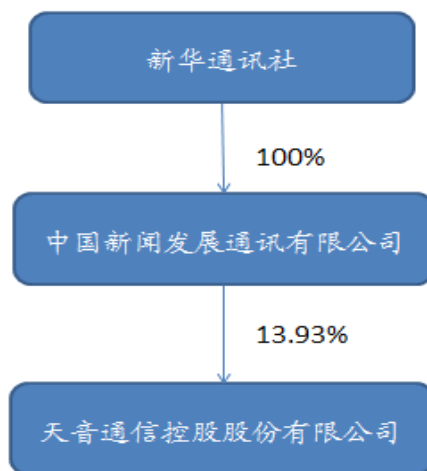
**表 1: 互联网彩票最新事件**

日期	事件
2016/2/25	乐视体育宣布以 1000 万美元投资章鱼彩票 B 轮融资
2016/3/4	亚博科技与阿里签订股权认购协议, 阿里将持有亚博科技 59.45% 的股份, 认购金额为 23.88 亿港元, 控股亚博科技后阿里的版图将延伸到彩票行业

资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

彩票公益金是对国家财政收入的重要补充, 60% 的中央彩票公益金被用来补充社会保障基金。我们认为从补充财政收入的角度考虑, 互联网彩票宜疏不宜堵, 未来行业政策一旦放松, 公司的线上平台便可以开始盈利。另外我们认为股东背景也是公司在未来互联网彩票行业有无优势的一个重要考量因素, 新华社通过全资子公司中国新闻发展深圳有限公司间接持有天音控股 13.93% 的股份, 提高了公司未来切入互联网彩票行业从事代销彩票业务的竞争优势。

图 13:天音控股第一大股东控制关系



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

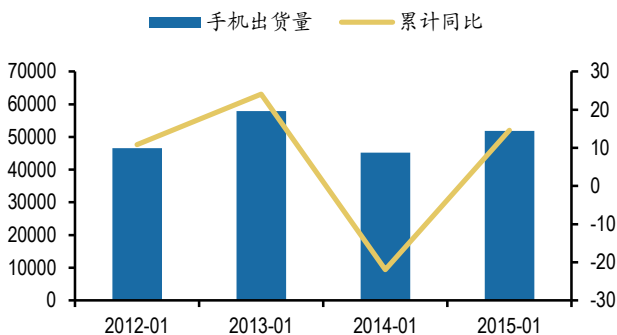
## 2. 手机分销业务为基

手机分销业务是公司的核心业务，公司拥有丰富的渠道资源和强大的终端分销能力，与国内三大运营商的合作关系不断加深，整合线上线下渠道资源，搭建了全国性电子商务平台（天联网）。2015 年公司通信产品销售业务收入 422.35 亿元，占总营业收入的比例为 98.2%。

### 2.1 手机分销品牌丰富

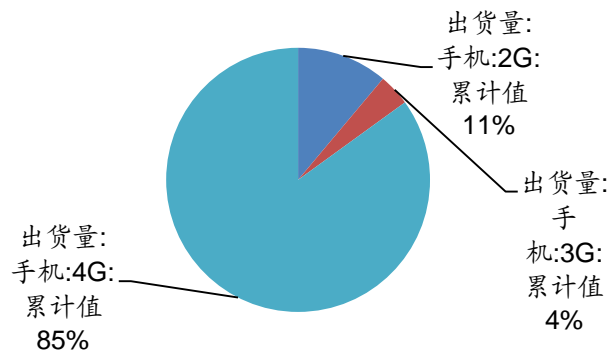
2015 年中国手机出货量为 5.18 亿台，同比增长 14.6%，其中 4G 手机的市占率已经达到 85%，智能手机的市场占有率已经达到 88.3%，智能手机出货量增速也在逐步放缓。我们认为随着中国经济增长放缓，智能手机覆盖率处于高位，中国手机市场需求未来一方面来自于 2G 向 4G 的更新，另一方面来自于换机，换机的需求表明消费者需要更高的用户体验感，因此我们认为未来手机市场的格局将向中高端机型偏移。

图 14:手机出货量及其累计同比

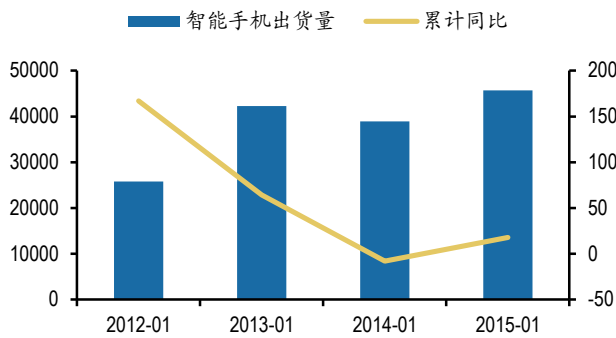


资料来源：Wind，东兴证券研究所

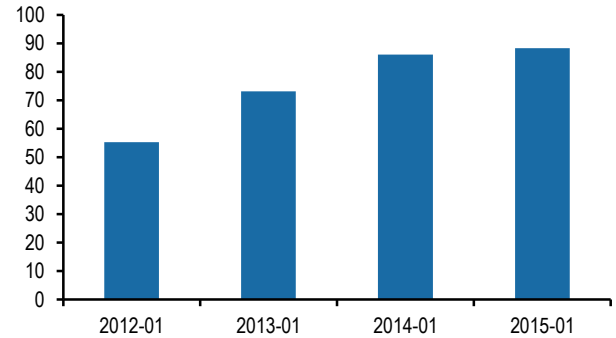
图 15:2G/3G/4G 手机出货量市场份额



资料来源：Wind，东兴证券研究所

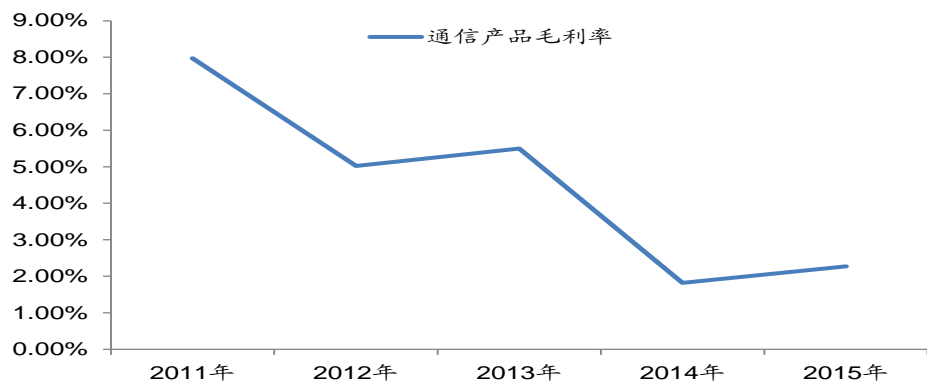
**图 16: 智能手机出货量及其累计同比**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 17: 智能手机市场占有率**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

据我们了解, 2015 年我国排名前十的手机品牌中国外品牌有苹果和三星, 市占率分别为 11% 和 7.7%, 国产品牌中华为和小米排名靠前, 市占率分别为 13.6% 和 10.5%。我们认为随着国产手机企业的崛起, 国产手机品牌已经对国际品牌手机的市场份额造成了很大的冲击, 未来行业内的竞争会进一步加剧, 盈利将趋于微薄。2011 年~2015 年公司通信销售业务的毛利率也是逐年下滑, 由 2011 年 8% 左右下降到了 2015 年 2.27%。

**图 18: 公司通信销售业务毛利率**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

目前公司是摩托罗拉、诺基亚、三星、索尼爱立信、LG 五大国际知名品牌手机的全国一级代理商和在中国的重要战略合作伙伴, 并且与夏普、飞利浦、多普达、戴尔、酷派、中兴、华为等品牌深入合作。我们认为公司销售的手机产品品牌丰富, 覆盖了国内市场排名前十的优势产品, 随着苹果手机占公司销售比重的提高, 平均销售单价还有继续提高的空间, 在缩减人工成本的情况下, 未来有望稳定盈利。

## 2.2 渠道多样, 终端数量多

公司手机分销渠道可以分为三个层次, 第一个层次是传统的门店终端分销渠道, 覆盖一、二、三线城市, 目前公司约有门店终端 84000 个; 第二个层次是电商渠道, 即

天联网平台，覆盖四、五、六线城市；第三个层次是 FD 模式，目前主要与三星合作。

电商渠道方面：天联网是专注于四至六线城市用户的 B2B 电商网站，通过整合上下游资源，打造手机电商生态体系。天联网旗下拥有手机采购县级服务平台天联在线以及以智能产品为核心、涵盖数码产品与小家电等的电商平台天联智家。

我们认为天联网具有 4 大核心竞争力：

- ◆ **客户基础广泛**：完成在 28 个省上线，在四至六线城市，天联网将合作 20 万家以上优质零售商。
- ◆ **商品种类齐全**：目前天联网日常商品数超过 100 个品牌、1500 多款型号，合作品牌包括 APPLE、诺基亚、三星、索尼、联想、华为、酷派、小米、魅族、天语、步步高国内外知名品牌，充分满足客户采购需求。
- ◆ **价格优势明显**：手机一级厂商直供，剔除中间流通环节的层层加价。
- ◆ **运营商关系紧密**：与移动、联通、电信运营商分区域合作，提供灵活的套包、合约机等。

图 19:公司天联网平台发展历程



资料来源：互联网，东兴证券研究所

**FD 模式**：我们认为 FD 模式是代理模式与直供模式的中间模式，运营流程为厂家在各省建立 FD，FD 归厂家管理，对厂家负责，实现省级直供销售，减少中间环节，加强厂家对终端的管理以及对价格的掌握。

此外，天音控股收购掌信彩通，二者可以形成良好的协同效应。线下渠道方面，深圳穗彩覆盖了 6 万左右的终端数量，天音可以通过在彩票销售门店销售手机卡、充值卡以及一些其他手机配件。

### 3. 1+N 战略布局初露端倪

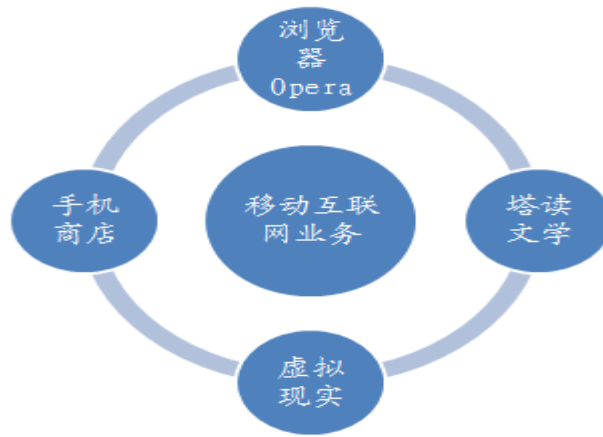
上文我们介绍了公司收购掌信彩通布局彩票产业链以及核心业务手机分销，天音在不断完善和强化核心业务的同时，通过外延式的发展，逐步增添新的业务，在移动互联

网业务、移动转售业务方面均有布局, 形成了“1+N”模式的业务格局。

### 3.1 移动互联网业务

公司的移动互联网业务目前定位于手机浏览器、手机阅读、手机游戏、手机商店四大业务。

图 20: 公司移动互联网业务结构



资料来源: 东兴证券研究所

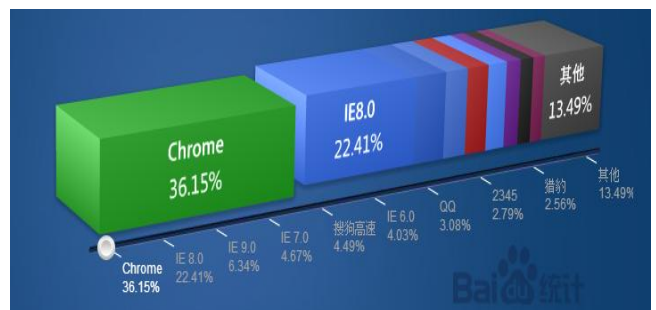
公司 2011 年通过控股子公司天音通信与 Opera 成立合资公司, 以浏览器为平台拓展移动互联网业务。据我们了解, Opera 浏览器拥有 Opera Turbo 压缩引擎技术, 其优势在于可以节省手机上网流量, 在低速网络环境下, 帮助用户更快的访问互联网。我们认为国内手机市场智能手机的覆盖率已经达到 90%左右, 手机浏览器市场也将迎来发展机遇。

图 21: Opera 浏览器



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

图 22: 各浏览器市场份额



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

天音通过全资子公司北京易天新动网络科技有限公司整合阅读、APP 商店业务。阅读方面公司拥有互联网及手机阅读平台“塔读文学”, 内容涵盖都市、穿越、玄幻、历史、武侠、灵异、军事等题材。其盈利模式是通过签约原创作者向在线阅读平台提供原创内容, 以优质内容吸引大量用户, 用户端的收入主要是付费章节分成、打赏分成以及广告收入, 平台还可以将原创内容授权第三方平台使用, 获得版权收入。据易

观智库数据显示，2015 年第 3 季度塔读文学在移动阅读领域的市场份额是 11.1%。APP 商店方面公司开发有基于安卓平台的“开奇商店”，为安卓手机用户提供多样的手机应用。

图 23:塔读文学与开奇商店平台



资料来源：互联网，东兴证券研究所

公司控股子公司天音通信与华谊兄弟、瑞成汇达、光启松禾共同对北京暴风魔镜科技有限公司进行投资，交易完成后，天音通信将持有暴风魔镜 5% 股权。据我们了解，暴风魔镜成立于 2015 年 1 月，主营业务为虚拟现实业务的开发与研究，拥有顶尖虚拟现实技术研发团队，目前在国内已经推出一款虚拟现实设备。我们认为通过此次投资，公司可以提前布局虚拟现实领域，加深在移动互联网产业的布局。

图 24:暴风魔镜产品



资料来源：互联网，东兴证券研究所

综上所述，天音在移动互联网业务布局方面已经云集了移动互联网入口、移动阅读、手游三个领域。

### 3.2 移动转售业务

虚拟运营商业务是指公司通过租用基础电信运营商网络资源，独立开展发行 SIM 卡、计费、计费等电信业务，以自己独立的品牌向用户提供电信业务。虚拟运营商自身不拥有无线网、核心网、传输网等通信基础设施。

2013 年 12 月，天音通信获得工信部发放的第一批移动转售业务牌照。牌照的发放分为 5 个批次，供给 42 家企业获得移动转售业务资格。目前公司与移动、联通、电信三家运营商签署了移动转售业务合作协议，创造了天音移动的品牌，在提供资费产品

的同时, 还提供智能手表、行动卡等产品。

**表 2: 公司与三家运营商签署移动转售业务合作协议**

日期	事件
2013 年 10 月	公司控股子公司天音通信与中国联通签署附生效条件的《移动通信转售业务试点合作协议》
2013 年 10 月	公司控股子公司天音通信与中国电信签署附生效条件的《移动通信转售业务试点合作协议》
2014 年 4 月	公司控股子公司天音通信与中国移动签署《移动通信转售业务合作协议》

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

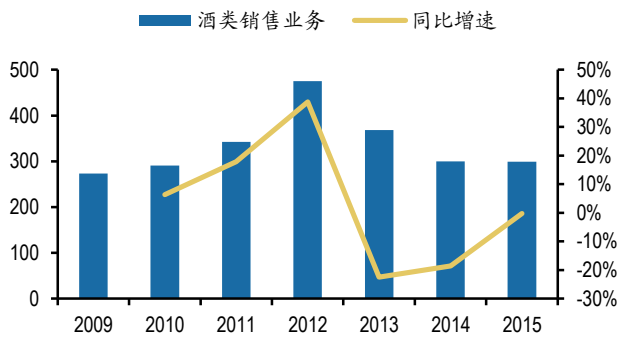
公司与基础运营商之间的合作方式分为两种, 其一是套餐代理模式, 基础运营商将现有套餐以折扣价格提供给虚拟运营商, 虚拟运营商将其包装为自有品牌进行销售; 其二是资源池模式, 基础运营商提供通话和流量的价格, 虚拟运营商自己设定套餐。

目前公司活跃客户规模约为 150 万人, 我们预计 2016 年末客户规模可以达到 300 万人, 公司的虚拟运营业务将脱离亏损, 达到盈亏平衡状态。

### 3.3 白酒业务

公司子公司江西章贡就业有限责任公司是江西省重点白酒生产企业之一, 地方品牌优势显著, 旗下拥有私家洞藏、苏区荣耀、洞藏原浆系列、66 度原浆、珍品系列、醇和章贡王 C 系列等产品。

**图 25: 公司酒类销售收入及其增速**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 26: 公司白酒产品系列**



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

天音在通信业务方面已经覆盖 8 万家门店的手机分销网络, 并且以天联网电商平台为核心, 打造了一网一平台的战略, 以“云、管、端”策略为发展方向, 不断完善和强化公司的核心业务, 通过产业并购的方式, 逐步叠加新的业务, 已经初步形成了“1+N”模式的业务布局, 搭建了以 Opera 浏览器、塔读文学、VR 为内容的“云”, 以天联网、天联智家、天音移动、Opera 浏览器和流量宝为支撑的“管”模式, 以智能手机、智能硬件和彩票销售终端为核心的“端”模式。未来公司将发展成为集手机分销、移动互联网、移动转售、彩票等业务为一体的集团化公司。

假设深圳穗彩在年中并表的情况下, 天音通信承诺 2016~2018 年净利润分别不低于

1.58 亿元、2.75 亿元和 3.85 亿元，深圳穗彩承诺 2016~2018 年的净利润分别不低于 1.17 亿元、1.4 亿元和 1.68 亿元。我们预计公司 2016~2018 年的营业收入分别为 501.15 亿元、613.78 亿元和 752.69 亿元，对应的增速分别为 16.46%、22.48%和 22.63%；净利润分别为 2.16 亿元、4.13 亿元和 5.51 亿元，对应的增速分别为 157.8%、91.03%和 33.46%。

表 3：天音控股收入测算（单位：亿元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	430.3	501.15	613.78	752.69
YoY	24.38%	16.46%	22.48%	22.63%
净利润	-3.74	2.16	4.13	5.51
YoY	3.38%	157.8%	91.03%	33.46%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

估值：公司收购掌信彩通布局彩票产业链，掌信彩通承诺 2016 年~2018 年净利润不低于 1.17 亿元、1.4 亿元和 1.68 亿元，天音通信预计 2016~2018 年净利润可以达到 1.58 亿元、2.75 亿元和 3.85 亿元，在掌信彩通年中并表的情形下，我们预计公司 2016 年净利润为 2.16 亿元。综合考虑目前彩票业务 85x 的估值和手机分销业务 95x 的估值，我们给予公司 90x 的估值水平，对应的估值为 19.8 元。

表 4：相关业务可比上市公司 PE

股票代码	股票名称	2015A	2016E	2017E	2018E
600158.SH	中体产业	183.37	84.18	63.97	71.97
002416.SZ	爱施德	134.95	94.06	68.52	-

资料来源：Wind，东兴证券研究所

综上所述，我们看好公司收购掌信彩通切入彩票产业链，本次收购兼并完成后可以帮助公司布局彩票全产业链，公司的净利润可以得到大幅改善。我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 501.15 亿元、613.78 亿元和 752.69 亿元；净利润分别为 2.16 亿元、4.13 亿元和 5.51 亿元；每股收益分别为 0.22 元、0.43 元和 0.57 元，对应 PE 分别为 55x 和 29x 和 21x；首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级，目标价位 19.8 元。

## 5. 风险提示

1. 手机分销行业竞争格局更加激烈的风险；
2. 彩票终端机行业竞争格局更加激烈的风险；
3. 移动互联网行业发展方向、经营热点快速转换的风险；
4. 移动转售业务在行业政策和发展方向存在不确定性的风险。



**表 5: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	9890	9949	12052	14835	17270	<b>营业收入</b>	34597	43030	50115	61378	75269
货币资金	4452	4864	6057	7419	8901	<b>营业成本</b>	33555	41764	48062	58626	71863
应收账款	1168	622	1209	1480	1573	营业税金及附加	82	73	102	125	145
其他应收款	128	87	102	125	153	营业费用	1261	947	1103	1350	1656
预付款项	1594	382	634	942	498	管理费用	296	337	393	481	590
存货	2056	3375	3414	4165	5339	财务费用	302	265	174	252	289
其他流动资产	297	327	327	327	327	资产减值损失	104.31	21.01	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	1052	1241	1010	958	906	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	493	560	560	560	560	投资净收益	932.67	4.62	0.00	0.00	0.00
固定资产	355.48	367.24	326.67	282.64	238.62	<b>营业利润</b>	-72	-373	281	544	727
无形资产	65	82	74	66	57	营业外收入	14.33	15.87	15.10	15.10	15.36
其他非流动资产	60	101	0	0	0	营业外支出	11.66	4.64	8.15	8.15	6.98
<b>资产总计</b>	10942	11190	13062	15794	18176	<b>利润总额</b>	-69	-361	288	551	735
<b>流动负债合计</b>	8151	8761	10649	13215	15376	所得税	293	13	72	138	184
短期借款	4075	2970	4656	5977	6376	<b>净利润</b>	-362	-374	216	413	551
应付账款	998	847	1186	1447	1661	少数股东损益	-380	-147	1	1	1
预收款项	362	208	235	268	205	归属母公司净利润	18	-227	215	412	550
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	329	18	508	848	1068
<b>非流动负债合计</b>	128	123	1	1	1	<b>EPS (元)</b>	0.02	-0.24	0.22	0.43	0.57
长期借款	1	1	1	1	1	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	8280	8884	10650	13216	15377	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	459	330	331	332	333	营业收入增长	15.89%	24.38%	16.46%	22.48%	22.63%
实收资本 (或股	947	947	959	959	959	营业利润增长	-431.15%	420.98%	-175.53%	93.28%	33.63%
资本公积	240	240	240	240	240	归属于母公司净利	-194.61%	91.45%	-194.61%	91.45%	33.54%
未分配利润	917	687	720	782	864	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	2203	1976	2074	2239	2459	毛利率 (%)	3.01%	2.94%	4.10%	4.48%	4.53%
<b>负债和所有者权</b>	10942	11190	13055	15787	18169	净利率 (%)	-1.05%	-0.87%	0.43%	0.67%	0.73%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
单位: 百万元						ROE (%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		0.17%	-2.03%	1.65%	2.61%	3.03%
<b>经营活动现金流</b>	-783	1339	-375	540	1703	<b>偿债能力</b>					
净利润	-362	-374	216	413	551	资产负债率 (%)	76%	79%	82%	84%	\
折旧摊销	98.85	124.94	0.00	52.23	52.23	流动比率	1.21	1.14	1.13	1.12	1.12
财务费用	302	265	174	252	289	速动比率	0.96	0.75	0.81	0.81	0.78
应收账款减少	0	0	-586	-272	-93	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	27	33	-63	总资产周转率	3.08	3.89	4.13	4.26	4.43
<b>投资活动现金流</b>	133	-233	179	0	0	应收账款周转率	27	48	55	46	49
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	29.17	46.63	49.30	46.63	48.44
长期股权投资减	0	0	78	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	933	5	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.02	-0.24	0.22	0.43	0.57
<b>筹资活动现金流</b>	1437	-1296	1389	822	-221	每股净现金流 (最新	0.83	-0.20	1.24	1.42	1.55
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	2.33	2.09	2.16	2.33	2.56
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	12	0	0	P/E	614.00	-51.17	54.71	28.57	21.40
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	5.28	5.88	5.68	5.26	4.79
<b>现金净增加额</b>	787	-190	1193	1361	1483	EV/EBITDA	34.16	554.39	20.43	12.19	8.66

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 孙金琦

轻工造纸行业研究员，硕士研究生，2015年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能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。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。