

战略转型初见曙光

海外公司动态

我们上周拜访天溢控股，同公司 COO 深入交流公司发展战略。公司正从之前主营浓缩果汁 B2B 业务，转型为以非浓缩还原 (NFC) 果汁产品销售为主的 B2C 模式。公司筹备 NFC 产品多年，于年初正式推出产品并已在这一高速成长的新兴市场中迅速成为领先品牌之一。

◆非浓缩还原果汁 (NFC) 市场迎来发展机遇

中国果汁市场规模在过去若干年保持双位数增长，然而 100% 果汁消费仅占总果汁消费金额不到 5% (2012 年)，远低于亚洲其他国家。而 NFC 果汁考虑到生产、运输等环节的难点，到 2014 年以前占比微乎其微。然而，随着居民消费升级以及冷链运输、电商渠道等配套设施的完善，中国的 NFC 果汁市场正快速起步。参考美国市场 2004 年至 2012 情况，成熟市场 NFC 的销量要高于 FC (浓缩还原果汁)，而且占比逐年提高。

◆受益于一体化经营模式及二十多年产业链积累，公司产品品质突出

公司于重庆经营 76,000 亩有果橙园及 70,000 亩在建橙园，是极少数在上游经营橙园的中国浓缩汁生产企业，能确保对公司 NFC 产品提供高质量的原材料。公司独有的囊胞技术，挂树保鲜，以及 24 小时榨取，使得公司“森美”品牌 NFC 橙汁差异化显著。根据 DKSH 盲测结果显示，消费者对公司产品的认可程度超越多个国内外知名品牌。

◆营销渠道拓展成效显著

公司采取聚焦经营战略。自 2014 年春节后正式向市场推出 NFC 产品以来，到 6 月中旬已经进入全国六大目标省份，十二大城市的 133 个高端超市。同时正在通过直销方式进入上海数百家连锁咖啡店。到年底，公司预计将进入国内近千家高端超市以及数千家连锁咖啡店。受益于高品质产品以及高毛利的定价策略，公司有充足利润空间做线下促销推广，同时也能给经销商足够的激励。

◆盈利贡献可期

根据公司渠道建设及市场推广进展，我们预计公司 2015 年下半年 NFC 销售收入在 1.2 亿左右，2016 财年（截止 2016 年 6 月 30 日）实现 NFC 销售收入 3.5 亿左右，净利润率约 30%。

主要财务指标：

指标	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入 (百万元)	479	455	651	526	569
营业收入增长率		-5.13%	42.93%	-19.24%	8.39%
净利润 (百万元)	157	154	250	67	117
净利润增长率		-1.78%	62.75%	-73.20%	74.24%
EPS (元)	0.16	0.15	0.22	0.06	0.09
ROE (归属母公司) (摊薄)	28.77%	21.60%	24.10%	5.03%	7.95%
P/E	33.87	15.36	8.75	4.49	16.98
P/B	3.26	3.06	1.02	0.83	0.79

无评级

当前价：0.92 元

分析师

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)

021-22169323

qinbo@ebscn.com

市场数据

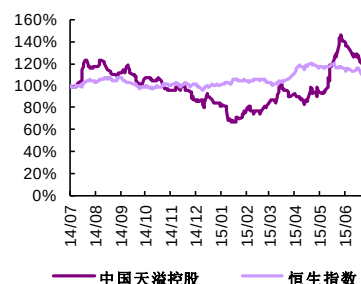
总股本(亿股)：13.48

总市值(亿元)：12.40

一年最低/最高(元)：0.68/1.59

近 3 月换手率：96.3%

股价表现(一年)



收益表现

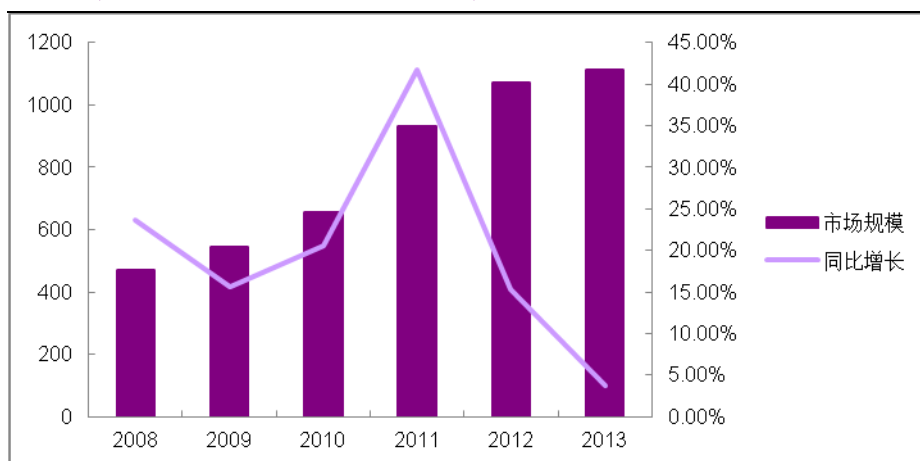
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-29.5	-0.9	-19.3
绝对	-37.8	-2.1	-13.2

1、非浓缩还原果汁（NFC）市场迎来发展机遇

非浓缩还原果汁（NFC: not from concentrated）与传统浓缩还原果汁（FC: from concentrated）同为 100%果汁，区别在于，NFC 为直接鲜榨，不添加水，保留水果原有的新鲜风味。而传统 FC 果汁经过蒸馏浓缩，再添加水还原，同时经过多次消毒杀菌过程，虽便于保存，但新鲜度和口感大幅下降。

中国的果汁市场随经济发展水平的提高快速增长，除 2013 年受事件性因素影响增速放缓到 10%以下，之前均保持 15%以上高速增长。2014 年随着事件性影响消除，增速再次恢复到高双位数。

图 1：中国果汁市场规模及增速(人民币 亿元)



资料来源：前瞻产业研究院

然而，在消费结构中，中低浓度的果汁消费占比过高。100%果汁人均消费金额占总果汁消费金额不到 5%。而日本、澳大利亚、新加坡，100%果汁消费占全部果汁消费 70%左右，新西兰、韩国在 35%以上，台湾的 100%果汁消费占比也达到 12%。

图 2：2012 年人均果汁消费金额（美元）

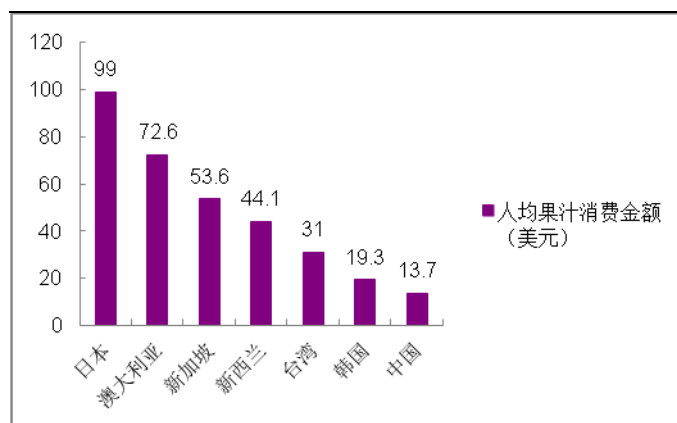
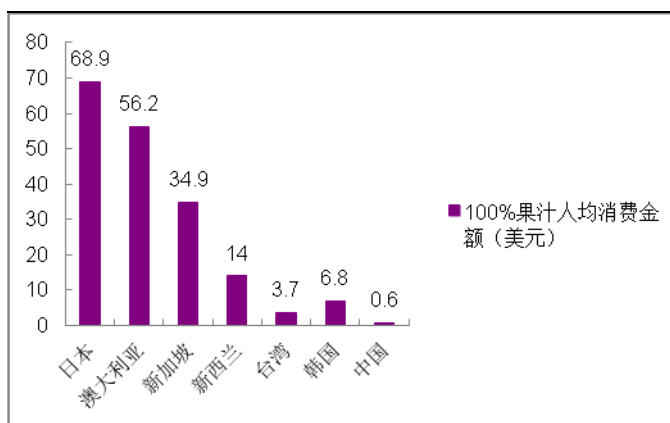


图 3：2012 年 100%果汁人均消费金额（美元）



资料来源: Euromonitor, 网络资料整理

由于 100% 果汁市场发展还未达到发达国家水平, 中国的 NFC 发展更为滞后。据了解, 2011 年左右, 开始有国产的 NFC 产品推出市场, 但是在 2014 年之前, 中国的 NFC 果汁占比几乎可以忽略不计。主要原因在于 NFC 果汁生产要求高, 运输存储需要全程冷链, 存储期较短而且售价偏高。然而我们认为, 随着居民尤其是一二线城市居民消费升级, 以及大城市冷链运输、仓储、电商渠道逐步完善, NFC 市场在 2015-2016 将开始实现快速增长。

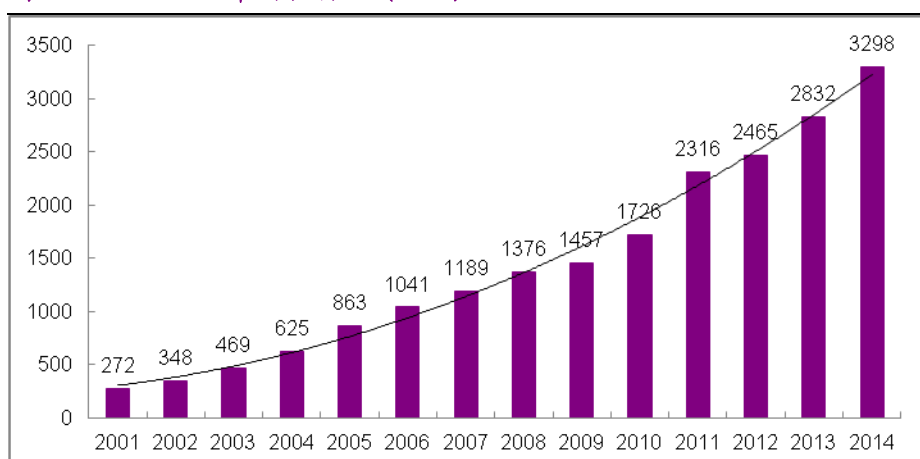
根据美国市场经验, NFC 的市场份额将显著超越 FC, 同时 FC 的市场会逐渐萎缩被 NFC 取代。我们同样可以参考中国乳业市场, 随着居民消费水平提高, 中国乳业市场规模从 2001 年的 270 亿成长为 2014 年的 3300 亿, 复合增速达到 21%。而产品结构也逐渐从普通奶升级到特仑苏、金典, 再到进口奶。

图 4: 2004-2012 美国橙汁销售



资料来源: Citrus reference book 2013, 巴西柑橘出口协会 2013

图 5: 2001-2014 中国乳制品 (亿元)



资料来源: 国家统计局

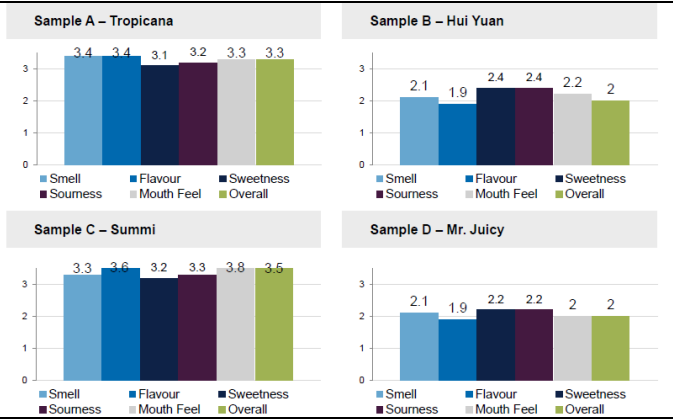
2、受益于一体化经营模式及二十多年产业链积累，公司产品品质突出

公司成立二十多年，一直致力于橙产业链。之前公司是可口可乐、味全、娃哈哈等果汁生产商的上游供应商，提供浓缩果汁以及其他橙加工产品。公司在重庆、湖南、福建等中国主要橙产区拥有四个生产厂房，在重庆自营橙园 146,000 亩（76,000 亩有果橙园，70,000 亩在建橙园）。是中国极少数在上游经营自营橙园的浓缩汁生产商。

公司已经钻研 NFC 技术多年，除了自主控制上游果园，保证最优质的原材料，公司独有的囊胞技术使公司的森美品牌 NFC 橙汁，在口感上显著差异与市面上其他 NFC 产品。

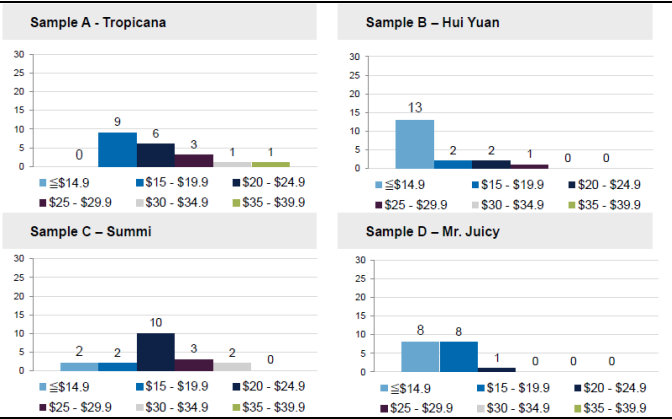
根据 DKSH 的盲测结果显示，公司的森美（Summi）果汁产品优于其他竞争产品。

图 6：果汁产品盲测打分（口感，甜度，气味等）



资料来源：公司资料

图 7：果汁产品盲测打分（认知价值）



公司采用纸盒包装，最优赏味期限达到 90 天，而市面上多数竞争产品采用塑料瓶包装，保质期仅为 28 天左右。而跟国外进口产品相比，由于 NFC 产品苛刻的运输条件和运输时间，国内产品在新鲜度和储存时间上都要更有优势。

图 8：竞争品牌：维乐鲜



资料来源：公司资料

图 9：竞争品牌：零度果坊



3、营销渠道拓展成效显著

由于 NFC 产品属于高端产品，公司采取了聚焦经营的策略，聚焦少部分高端消费人群。主要分为现代渠道，特殊渠道和电商渠道。

现代渠道：公司 2014 年春节后正式推出 NFC 产品。六月中旬已经在上海、北京、重庆、成都、广东、江苏六个省份，十二个城市的 133 个高端超市上架。公司定位于全国 7 万家超市中的 1500 家高端超市，年底会进入 1000 家左右。高端定位带来的高利润空间，使得公司可以在现代渠道做更多的促销推广活动，从而通过“记忆销售”模式，推广公司品牌同时节省大规模广告投入费用。

特殊渠道：公司在上海地区试点开展同面包咖啡店的直营促销合作，目前已经进入多家“85 度 C”和“多乐之日”，年底预计将会推广到上述城市数千家门店。其他诸如政府、学校、公司客户团购、婚庆渠道等都已经顺利开展。果汁市场特殊渠道的销量客观，将来预计可以占到公司整体销量 30% 以上。由于部分特殊渠道可以通过直营方式开展，利润空间比现代渠道更高。

电商渠道：公司电商渠道采取代运营模式，交给有丰富线上销售经验的合作伙伴共同经营。京东旗舰店已经开始运营。到三季度末公司即将上线 30 条电商销售渠道，截止年底公司计划推出 100 条左右的电商渠道。电商渠道采取销售收入分成，因此不会产生额外固定费用。

图 10：森美 NFC 果汁



资料来源：

图 11：森美 NFC 果汁超市陈列（久光静安寺店）



图 12：森美进入 85 度 C

图 13：森美进入 CJ 多乐之日蛋糕店



资料来源：

4、盈利贡献可期

根据公司渠道建设及市场推广进展，我们预计公司 2015 年下半年 NFC 销售收入在 1.2 亿左右，2016 财年（截止 2016 年 6 月 30 日）实现 NFC 销售收入 3.5 亿左右，净利润率约 30%。

考虑到行业进入快速增长期，公司在产品品质和渠道推广上具备较强的竞争优势，同时公司控制上游原材料和生产环节，能够确保成本和产量，我们认为公司实现我们业绩预期的可能性较高。

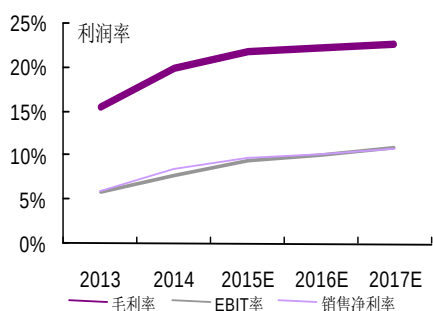
5、风险提示

公司新进入 B2C 行业，销售收入可能会弱于预期。

表 1：可比公司估值

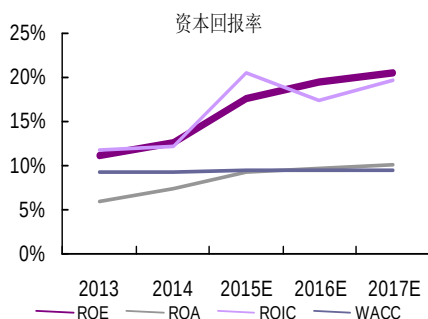
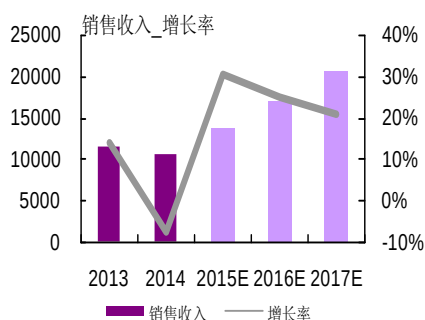
代码	证券简称	总市值(万元)	流通市值(万元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值 /EBITDA(倍)
				TTM	15E	16E		
1886.HK	汇源果汁	713,328	713,328	--	--	--	0.68	51.11
0151.HK	中国旺旺	8,498,684	8,382,664	22.07	18.67	16.91	6.68	16.91
0322.HK	康师傅控股	6,582,940	6,365,365	28.41	21.87	19.2	3.43	13.47
0288.HK	万洲国际	5,721,449	5,721,449	12.2	10.91	9.57	1.82	12.32
2319.HK	蒙牛乳业	5,578,894	5,578,894	23.73	20.12	16.9	2.6	19.98
0220.HK	统一	2,515,262	2,515,262	88.07	32.32	30.22	2.32	22.01
6863.HK	辉山乳业	1,740,106	1,740,106	19.92	13.05	12.89	1.28	180.38
1112.HK	合生元	978,357	978,357	12.12	11.08	10.16	3.35	9.77
0506.HK	中国食品	816,656	816,656	--	38.87	20.64	1.76	39.13

资料来源：Wind



利润表 (百万元)	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入	479	455	651	526	569
营业成本	-294	-314	-403	-328	-361
生物资产公允价值变动收益	77	113	109	30	51
其他收入-经营	3	7	11		
其他经营净收益				10	13
销售费用	-25	-24	-11	-8	-6
管理费用	-45	-53	-68	-69	-72
无形资产减值损失					-28
其他支出-经营	0	-1	-12	-17	-3
营业利润	195	183	277	144	163
利润总额	194	166	250	100	114
少数股东损益	2				
归属母公司净利润	157	154	250	67	117

资产负债表 (百万元)	2010	2011	2012	2013	2014
总资产	818	1,091	1,691	1,870	2,263
流动资产	533	677	797	900	777
货币资金	429	556	513	489	482
生物资产	42	46	83	73	90
应收账款	39	50		100	
预付租金	15	13	48	85	82
存货	5	8	34	33	31
持有到期金融资产	0	0	0	0	16
土地使用权	11	11	18	18	24
预付租金-非流动资产	127	124	343	538	748
商誉			57	57	57
固定资产	143	159	235	245	394
无形资产			120	112	76
总负债	185	301	403	490	701
流动负债	22	274	170	246	487
非流动负债	162	26	233	244	214
股东权益	634	790	1,287	1,380	1,562
股东权益合计(不含少数股)	634	790			1,562
股本	9	9	11	11	12
储备	625	781	1,277	1,369	1,550
少数股东权益					



现金流量表 (百万元)	2010	2011	2012	2013	2014
经营活动现金流	123	161	-77	-10	-11
净利润	157	154	250	67	117
折旧摊销	8	12	22	28	31
净营运资金增加	19	96	-264	-168	-141
其他	-60	-100	-85	62	-17
投资活动产生现金流	-47	-147	-18	-28	-292
净资本支出	-48	-34	-38	-33	-191
长期投资变化	0	3	-1	0	-16
其他资产变化 (包括出售)	1	-116	20	5	-85
融资活动现金流	160	113	52	15	295
股本变化	2	-1	7	-13	88
债务净变化	150	114	55	42	222
其他筹资活动产生的现金	7	-9	-13	-13	-16
净现金流	236	127	-43	-23	-8

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2010	2011	2012	2013	2014
成长能力 (%YoY)					
收入增长率		-5.13%	42.93%	-19.24%	8.39%
净利润增长率		-1.78%	62.75%	-73.20%	74.24%
EBITDA/EBITDA 增长率		1.78%	54.42%	-41.03%	13.09%
EBIT/EBIT 增长率		44.21%	94.68%	-41.11%	38.76%
估值指标					
PE	33.87	15.36	8.75	4.49	16.98
PB	3.26	3.06	1.02	0.83	0.79
EV/EBITDA	10.77	10.44	6.34	3.7	8.09
EV/EBIT	92.38	66.33	32.59	19.49	34.86
EV/NOPLAT	20.41	15.39	-30.17	-79.95	-179.74
EV/Sales	5.23	5.44	3.57	1.52	3.47
EV/IC	4.37	2.96	1.47	0.43	0.80
盈利能力 (%)					
毛利率	38.70%	31.04%	38.09%	37.66%	36.56%
EBITDA 率	42.36%	43.32%	45.88%	32.74%	34.04%
EBIT 率	5.66%	8.20%	10.95%	7.80%	9.95%
税前净利润率	40.50%	36.48%	38.40%	19.01%	20.04%
税后净利润率 (归属母公司)	32.99%	33.85%	38.40%	12.74%	20.56%
ROA	23.86%	16.11%	18.00%	3.77%	5.66%
ROE (归属母公司) (摊薄)	28.77%	21.60%	24.10%	5.03%	7.95%
经营性 ROIC					
偿债能力					
流动比率	24.23	2.47	4.69	3.66	1.60
速动比率	4.73	0.44	1.67	1.67	0.61
归属母公司权益/有息债务					
有形资产/有息债务					
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.16	0.15	0.22	0.06	0.09
每股净资产	0.63	0.77	1.07	1.12	1.17

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebsecn.com
深圳	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com