

目标价: 1.24 港元

现价: 0.96 港元

首次评级 (增持)

0756.HK 中国天溢控股

NFC 果汁蓝海行业的先行者

2015年8月20日

市场数据

报告日期	2015/8/20
收盘价(港元)	0.96
总股本(亿股)	13.48
总市值(亿港元)	12.94
净资产(亿元)	16.18
总资产(亿元)	23.06
每股净资产	1.20

主要财务指标

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	569	453	625	824
同比增长(%)	8.26%	-20.40%	37.90%	31.89%
净利润(百万元)	117	68	92	175
同比增长(%)	74.24%	-42.03%	35.17%	91.17%
每股收益(元)	0.09	0.05	0.07	0.13

投资要点

- **NFC 作为果汁的消费升级产品, 处在爆发前夜, 市场容量有望超百亿:**
国内果汁饮料市场 1000 亿, 其中 100% 果汁市场 300 亿, 绝大部分是传统 FC (浓缩还原) 果汁, NFC 更加新鲜、健康, 是 FC 果汁的升级替代品:
 - 美国 NFC 占 100% 果汁消费量 60%, 中国仅占 2%; 美国人均消费 10L, 中国仅 0.01L。中国 NFC 果汁远期市场容量将超过 1000 亿元。
 - 中国果汁消费正在升级, 在含果汁饮料个位数增长的环境下, 100% 果汁保持 20-25% 的增长。对比高端水行业, 二者消费者群体、消费频次都比较类似, NFC 果汁短期行业空间有望达到 100 亿元。
- **NFC 行业壁垒高, 注定只有少数玩家能存活:** NFC 壁垒来自原料和冷链管理能力, 传统 (常温) 果汁企业很难短时间切入 NFC 果汁行业。进口品牌由于关税及保质期原因在国内难以普及。随着明年 NFC 行业国标出台, 行业将进一步规范, 部分以包装误导消费者的 FC 果汁将退出市场。
- **2016 年公司将成 NFC 橙汁龙头, 具备多项先发优势:** 1、橙汁中独家添加果粒 (囊包) 的企业, 产品口感具备极强差异化; 2、高管在饮料行业经验丰富, 运营总监及销售高管来自玛氏和汇源, 研发总监来自味全, 熟悉果汁市场运作方式; 3、公司经销商和运营团队冷链运作经验丰富, 明年销售将超过零度果坊跃升行业首位。
- **公司市场战略清晰, 精准营销高端消费者:** 产品定位高端白领等人群, 在一二线城市销售, 以高档超市和面包店、咖啡店、电影院等特渠为根据地 (明年全面进驻星巴克), 通过电商宣传口碑。营销策略上采用派样、试饮、微信分享等地面推广直接接触目标消费者, 实现精准营销和口碑营销。
- **首次给予“增持”评级:** NFC 果汁市场广阔, 公司具备较强优势, 我们看好公司新业务发展前景, 建议对新业务进展密切跟踪。预测公司 2015-2017 年净利润增速为-42%、35%、91%; EPS 分别为 0.05、0.07、0.13, 对应 PE 分别为 15X、11X、6X。给予 2016 年 15XPE, 目标价 1.24 元, 目标价距离现价有 29% 空间。

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(755) 2382-6005
(852) 3509-5999
luhj@xyzq.com.hk

联系人:
分析师: 陈嵩昆
chensongk@xyzq.com.cn
+86 21 38565613

目 录

1、我国 NFC 果汁行业爆发在即，行业空间或超百亿.....	- 4 -
1.1、NFC 果汁顺应健康趋势，与国外相比国内消费量严重偏低.....	- 4 -
1.3、对比奶业发展历史，NFC 果汁会随着消费者教育被逐渐接受.....	- 7 -
1.4、参考高端包装水行业，NFC 潜在市场可达 100 亿，单品可超 10 亿.....	- 8 -
2、NFC 果汁行业壁垒高，传统果汁企业及国外巨头难以切入.....	- 8 -
2.1、NFC 需要全程冷链，保质期短，传统果汁企业缺少低温产品运营经验..	- 8 -
2.2、新进入者的上游布局至少 3 年才能完成.....	- 9 -
2.3、NFC 行业国标即将出台，行业进入门槛抬高有利于公司.....	- 10 -
2.4、限于运输时间和关税，国外 NFC 巨头难以打入国内市场.....	- 10 -
3、公司具备先发优势，有望在三年成为行业龙头.....	- 11 -
3.1 全产业链保证安全性，加入“囊包”凸显产品差异化.....	- 11 -
3.2 管理团队从业多年，管理经验和经销商资源丰富.....	- 12 -
3.3、优质产品支撑高定价，为渠道留出足够毛利空间.....	- 13 -
3.4、公司在 NFC 行业已占据先机，明年有望成为领头羊.....	- 13 -
4、市场策略清晰：聚焦城市、聚焦渠道、聚焦消费者.....	- 14 -
4.1 以高档超市和特渠为根据地，电商宣传口碑.....	- 14 -
4.2 营销策略：用地面推广直接接触目标消费者.....	- 16 -
5、盈利预测、估值与投资建议.....	- 16 -

图 表

图 1、几种不同果汁的品质差别.....	- 4 -
图 2、NFC 与浓缩还原果汁的生产区别.....	- 4 -
图 3、中国 100%纯果汁保持高增长，低浓度果汁开始下滑.....	- 5 -
图 4、美国 1988 至 2008 年 NFC 份额大幅提升.....	- 6 -
图 5、发达国家 NFC 消费量远高于中国.....	- 6 -
图 6、美国饮料消费结构:NFC 占果汁市场 60%.....	- 6 -
图 7、中国饮料消费结构:NFC 及 100%果汁都刚刚起步.....	- 6 -
图 8、主要国家 100%果汁、牛奶消费比（1kg 牛奶消费量对应果汁消费量）.....	- 7 -
图 9、NFC 果汁冷链流程.....	- 9 -
图 10、橙树需要 3 年时间才开始进入收获期.....	- 10 -
图 11、香港和国内一线 5 城市的测试结果显示公司产品口味受消费者喜欢.....	- 12 -
图 12、特殊渠道仍然有非常大的扩张潜力.....	- 15 -
图 13、中国天溢控股 PE/PS 估值.....	- 18 -
表 1、高端瓶装水与 NFC 果汁定价类似.....	- 8 -
表 2、高管团队拥有丰富的快消品从业经验.....	- 12 -
表 3、NFC 市场参与者.....	- 13 -
表 4、2016 财年 NFC 橙汁销售收入预测.....	- 17 -
表 5、可比公司估值比较.....	- 17 -
附表.....	- 19 -

1、我国 NFC 果汁行业爆发在即，行业空间或超百亿

1.1、NFC 果汁顺应健康趋势，与国外相比国内消费量严重偏低

NFC(Not From Concentrate)果汁是纯鲜榨、无任何添加物（包括水）的高端饮料品类。

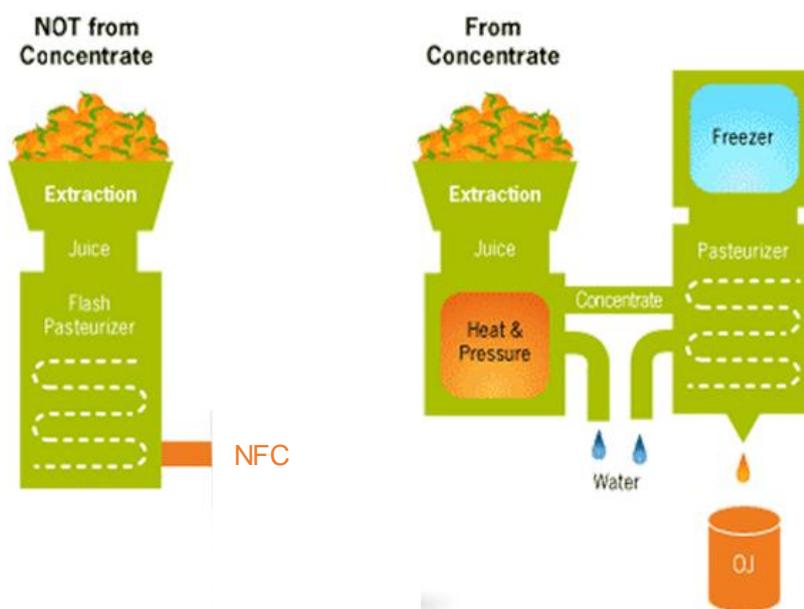
- 果汁类饮品按果汁含量可分为浓度低于 15%的果味饮料、高于 30%的中高浓度果汁、100%果汁以及 NFC 果汁。
- 其中果味饮料和中高浓度果汁，甚至 100%果汁（FC），都是浓缩果汁添加水、糖、添加剂等调配还原而成，而 NFC 果汁是鲜果压榨冷藏后不添加任何物质直接运输到消费者手中。

图 1、几种不同果汁的品质差别



数据来源：兴业证券研究所

图 2、NFC 与浓缩还原果汁的生产区别



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

NFC 果汁因营养健康在国外持续增长，目前我国 NFC 果汁消费量极低，有数百倍的增长空间。由于果味饮料和中高浓度果汁食品添加剂较多、不利于健康，已经逐渐被发达国家消费者抛弃，NFC 果汁由于压榨期短口感风味好、未经过浓缩还原营养丢失少，市场份额持续提高。

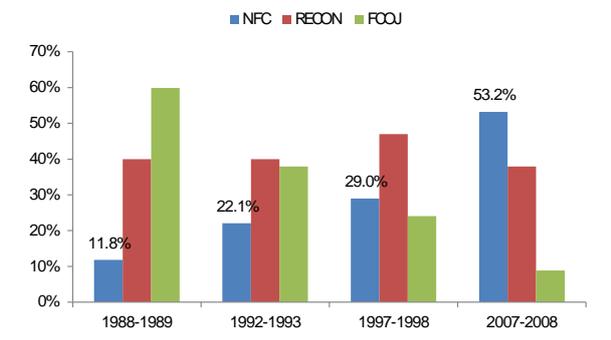
图 3、中国 100%纯果汁保持高增长，低浓度果汁开始下滑



数据来源：尼尔森，兴业证券研究所

- **美国 NFC 果汁已经是市场主导。**美国自 1980s 开始，NFC 的市场份额从 10%起步，目前美国 NFC 果汁消费量占比已高达 60%以上，并且还在持续增长。根据 Euromonitor 最新数据，在 2014 年美国果汁市场整体下滑 1%的情况下，NFC 果汁仍然实现了 4%的增长。
- **即使按照日本人均消费量估算，我国 NFC 果汁行业也有千亿市场规模。**我国 NFC 果汁人均消费量目前只有 0.013L，按照 40 元/L 价格估算，现有市场 5 亿元。欧美发达国家人均消费量超过 10L，即使和我们饮食结构类似的日本也达到 2.5L，据此估计，中国 NFC 最终规模可以达到 1000 亿元。

图 4、美国 1988 至 2008 年 NFC 份额大幅提升



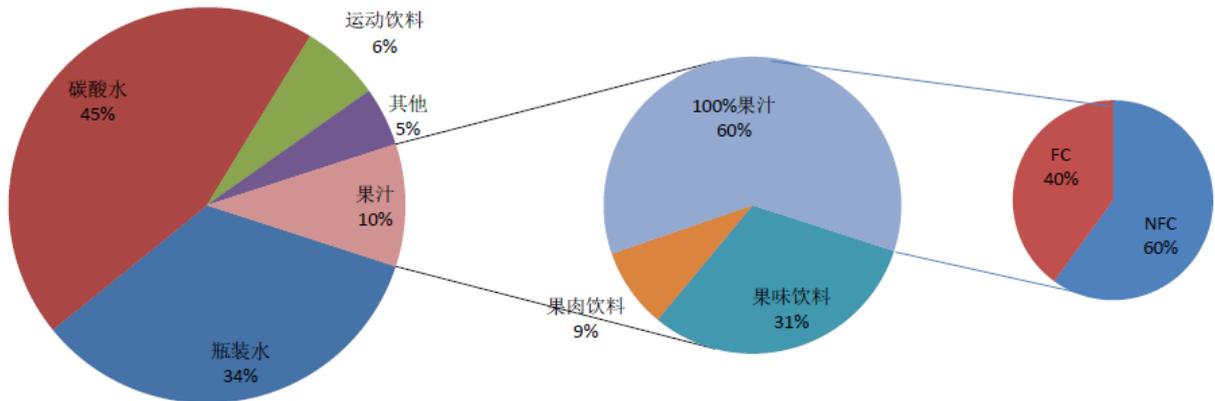
数据来源：网络资料，兴业证券研究所

图 5、发达国家 NFC 消费量远高于中国



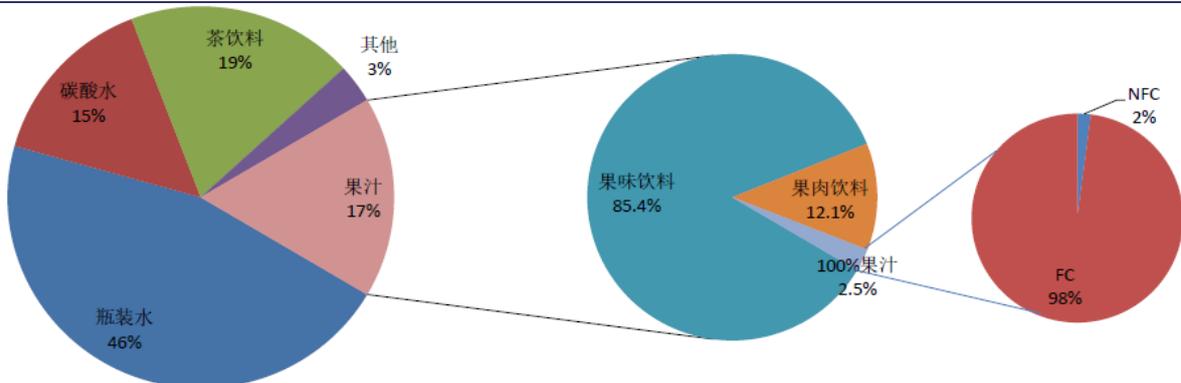
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 6、美国饮料消费结构:NFC 占果汁市场 60%



数据来源：Euromonitor，兴业证券研究所

图 7、中国饮料消费结构:NFC 及 100%果汁都刚刚起步



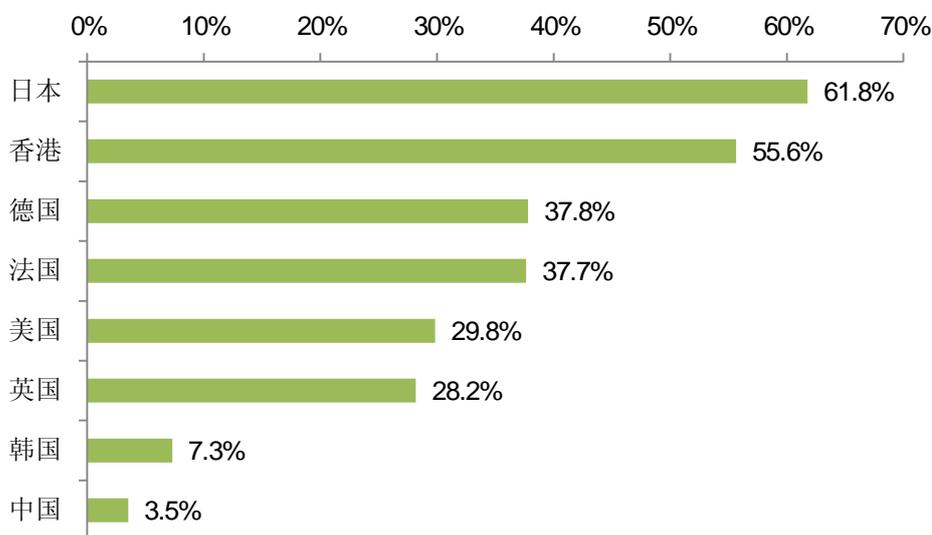
数据来源：Euromonitor，兴业证券研究所

1.3、对比奶业发展历史，NFC 果汁会随着消费者教育被逐渐接受

NFC 果汁行业与乳制品有两个相似点：①中国消费者最早都没有普遍的牛奶和果汁的消费习惯，均是市场教育的结果；②牛奶和果汁是天然营养的来源（蛋白质和维生素），随着对健康的重视，二者消费量都应增加。

- 对比牛奶行业，目前 100%果汁（包括 NFC 果汁）行业消费量偏低，随着居民收入增加以及对健康果汁的市场教育，未来果汁行业成长空间将会被打开。我国乳制品行业市场规模高达 3000 亿元，而果汁行业市场规模仅有 300 亿元，差距巨大。根据 Euromonitor 数据，2014 年我国 100%果汁（包含 NFC）、牛奶消费比为 3.5%，美国为 29.8%，而和我们饮食结构相似的近邻日本甚至高达 61.8%。

图 8、主要国家 100%果汁、牛奶消费比（1kg 牛奶消费量对应果汁消费量）



数据来源：Euromonitor，兴业证券研究所

乳品行业安全事件催生高端奶市场，随着对 FC 认识的加深以及对健康问题的关注，我国果汁行业消费升级趋势已现。

- 我国乳品行业前期走的是野蛮扩张路径，我国牛奶消费量成倍增长，但是供给不足导致原奶质量下滑。三聚氰胺事件爆发后，消费者对食品安全格外重视，高端品牌如经典、特仑苏、现代牧业等获得快速成长。
- 对比牛奶行业，目前我国果汁行业仍处于发展初期，果汁含量 15% 以下的低浓度果味饮料占据 80% 的市场份额。
- 但是 FC 由于经过高温加工，还原时加入糖分、添加剂等，实际营养价值很低，高端消费者迟早会发现这个问题。低浓度和中高浓度果味饮料销量已经持续下滑，而 100%FC 果汁和 NFC 果汁增速高达 20%-25%，产业升级趋势明显。

1.4、参考高端包装水行业，NFC潜在市场可达100亿，单品可超10亿

高端水与 NFC 果汁定价水平相当，消费频次类似，NFC 潜在市场容量有望达到 100 亿，单品有望突破 10 亿。

- 根据统计口径的不同，中国高端水的市场容量约为 40-100 亿元，但增速均在 40% 以上，因此我们预计高端水市场未来 3 年内突破百亿是大概率事件。
- 中国的中产阶级渐成规模，这群消费者逐渐开始追求生活品质，开始关注健康、有机、环保和品位。我们认为高端包装水的消费市场和 NFC 果汁具有相当高的消费者重叠性。
- 频次来看，1 号店上高端水卖的最好的是 4 瓶装和 6 瓶装，复购率约每周一次。我们认为 NFC 果汁的消费频次与此类似，因此 NFC 果汁潜在市场也在百亿级别。

表 1、高端瓶装水与 NFC 果汁定价类似

高档水	规格	定价	NFC 果汁	规格	定价
依云	500ml	10.8	森美	300ml	19.8
Perrier	330ml	11.5	零度果坊	300ml	16.8
VOSS	375ml	19.5	派森百	330ml	20

数据来源：兴业证券研究所

- 单品规模来看，我们根据欧睿咨询的市占率数据，估算依云水（Evian）2014 年在中国的销售规模约 10 亿元，我们认为这可以作为 NFC 果汁未来领导品牌单品规模的估计。但高端水的购买理由是个性和价值观，市场会相对分散，而 NFC 果汁仍然是品质和渠道取胜，市场集中度应高于包装水，因此 NFC 大单品体量很可能超过 10 亿元。

2、NFC 果汁行业壁垒高，传统果汁企业及国外巨头难以切入

2.1、NFC 需要全程冷链，保质期短，传统果汁企业缺少低温产品运营经验

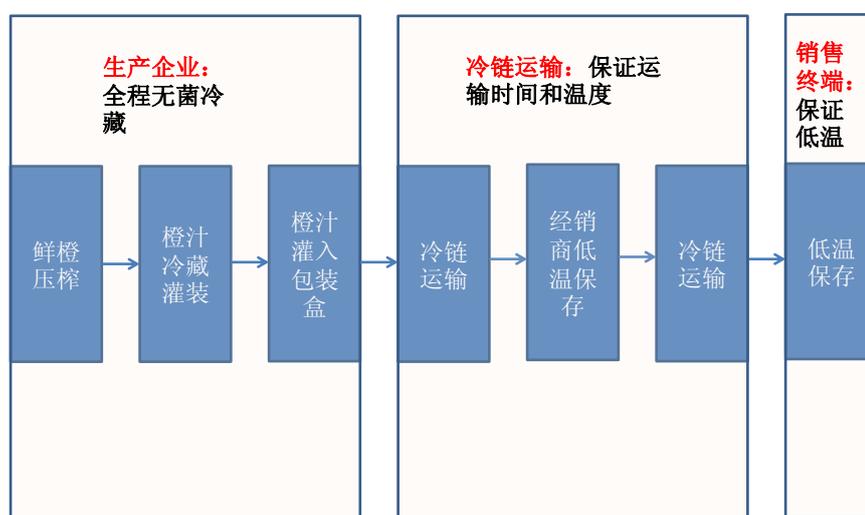
为保证到消费者手中的产品口味和营养，NFC 果汁必须保证全程冷链生产及运输，想要进入 NFC 果汁行业的企业必须具有冷链管理能力。

- 冷藏存储能力是重要的进入壁垒。NFC 橙汁榨季节只有每年 11 月到来年 3 月，和全年销售不匹配；另外，11 月到 3 月橙汁的甜度逐渐增加，最后成品需要通过不同甜度的橙汁混合保持固定的糖酸比。因此需要生产企业具有强大的冷藏储存能力。生产 NFC 果汁企业至少需要 2 万吨的

储存能力，天溢目前具有 6 万吨冷藏储存能力，业内领先。

- 下游经销商及终端与常温果汁渠道不重叠，常温果汁企业转换成本高。无论低果、高果还是 100% 果汁（FC），都通过常温渠道销售（个别伪装成 NFC 的除外）。NFC 销售所需的冷藏终端，以及具备低温运营经验的经销商是常温厂商不具备的。短保质期对货架管理能力提出很高要求，因此常温果汁企业要进入 NFC 领域，几乎需要完全重建渠道和经销商体系，对时间成本、资金成本和运营经验的要求都很高。

图 9、NFC 果汁冷链流程



数据来源：兴业证券研究所

NFC 果汁和常温产品有竞争关系，常温企业进入 NFC 会面临左右互搏的战略抉择。与乐事纠结于是否推出更健康的非油炸薯片，冲击现有的主业油炸薯片类似，FC 果汁巨头们也面临同样的艰难抉择。如果大肆宣传 NFC 的健康和营养，必然会使消费者意识到 FC 的不健康，可能影响现有现金牛业务的业绩，这种战略抉择很难在短时间内做出。

2.2、新进入者的上游布局至少 3 年才能完成

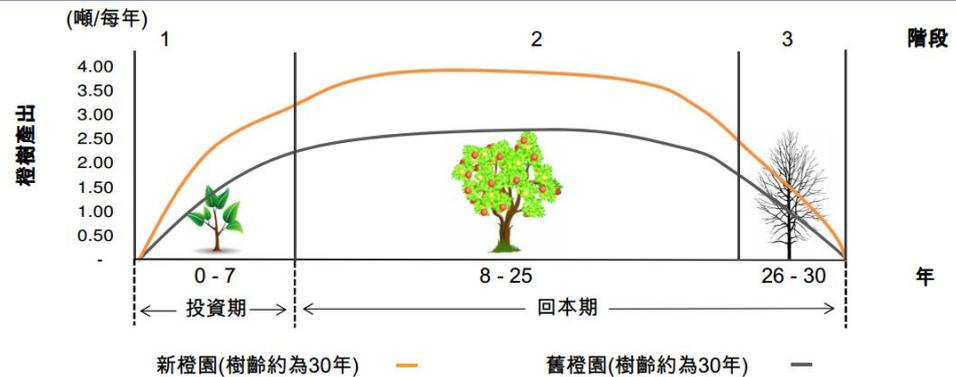
生产 NFC 橙汁必须拥有高品质的果园，因此传统果汁制造商在切入 NFC 果汁市场，生产出具有竞争力的产品之前，必须先解决稳定的鲜橙供应问题。

- NFC 橙汁为了保证口感和营养，需要在橙子采摘后立即进行筛选和压榨。外购橙难以保证新鲜度的要求，因此需要稳定的自有橙园。
- 而传统的果汁制造商主要通过从巴西、以色列、美国以及国内部分橙园

采购浓缩橙汁和鲜橙，之后对橙汁进行调配保证果汁的糖酸比，自有果园的很少。

- 因此虽然目前部分果汁企业希望切入 NFC 橙汁行业，但囿于没有自有果园，无法保证压榨用橙子质量，所以很难短时间生产出具有竞争力的产品。新进入企业至少需要 3 年完成购买/租赁橙园、购置机器设备、调试直至产出橙汁。

图 10、橙树需要 3 年时间才开始进入收获期



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

2.3、NFC 行业国标即将出台，行业进入门槛抬高有利于公司

公司作为 NFC 国标制定的主要参与者，努力提高 NFC 行业的进入门槛，这一标准明年一季度将出台，中国 NFC 行业发展混乱以及具有潜在风险的局面有望得到解决。

- 目前市面上，部分厂商通过包装、贮藏方式以及保质期误导消费者，让消费者误以为原本是还原果汁的产品是 NFC 果汁。这一欺骗如果被媒体放大，将对 NFC 行业造成巨大打击。
- 目前 100% 浓缩还原果汁并无明显标注“复原果汁”，消费者对 FC 和 NFC 的区别认识不够，因此 NFC 的发展过去比较缓慢。
- 公司力争在明年一季度有望出台的国标中禁止添加一切包括水、糖和添加剂在内的物质，杜绝类似乳业低标准引起的消费者不信任问题。同时，这使得市面上大部分假 NFC 退出市场，或升级标准。标准出台后的 1-2 年将是公司在几乎无竞争状态下发展的时间窗口。

2.4、限于运输时间和关税，国外 NFC 巨头难以打入国内市场

目前市面能见到的进口 NFC 果汁主要有 Tropicana 和 Florida's Nature。均是通过贸易商运作市场，距离保质期都比较近，销售情况一般。

由于 NFC 果汁保质期短，一般只有 60-90 天，国外产品运输到国内就需要近 1 个月，上到货架保质期一般只剩 1-2 个月，很快就要开始打折促销。同时运输储藏

成本高，还有 37% 的进口关税，经销商利润空间低，仅在上海等个别地区有销售。

3、公司具备先发优势，有望在三年成为行业龙头

3.1 全产业链保证安全性，加入“囊包”凸显产品差异化

公司自有果园位于优质产橙区，多年以来为可口可乐等企业提供浓缩橙汁，可以从源头保证产品质量及安全。

- 世界上橙子有三大产区：巴西、美国加州以及中国长江流域，三个产区橙子由于光照等因素影响质量较高。公司果园就布局在长江流域，目前有 4 家工厂，分别位于重庆开县、湖南怀化以及福建（两家）。公司果园生产的橙子质量优异，目前 NFC 果汁生产线位于重庆开化。公司自有果园，因此可以从源头保证产品质量，筛选出最优质水果做出果汁。
- 公司大部分生产流程在符合 GMP 的无菌条件下进行。公司为可口可乐、三得利、娃哈哈等企业供应浓缩汁，从未出现过食品安全问题，公司产品质量有保障。为美汁源提供囊包近 10 年，技术成熟。
- 公司采摘完毕后立即挑选压榨，保证橙汁口感和营养，之后会在 1° C 的无菌冷藏罐里冷藏。而家庭及果汁店购买橙子自榨橙汁由于橙子保存时间长（1 个月到 1 年），水分流失不够新鲜，口感不如公司产品。

森美 NFC 果汁加入囊包（果粒），构成了区别于其他品牌橙汁独一无二的口感，使得产品具有“记忆性”，我们认为这项技术将在较长时间内成为公司的产品壁垒。

- 公司为美汁源提供囊包多年，有丰富的囊包生产经验，国内目前只有 2 家企业具有囊包生产能力，另外一家体量非常小。
- **囊包生产效率是公司这一环节的壁垒。**囊包生产在技术上不困难，难点在于产出率和生产效率，公司通过十几年的努力，产出率可达 80%，一般新进入者低于 40%。这一技术诀窍由公司董事长的亲属团队拥有，技术外泄的可能性不大，我们认为这将构成公司较长期的技术优势。
- **加入囊包的产品口感独特，深受消费者喜欢。**DKSH 曾为公司做过盲测，将加有囊包的 NFC 果汁和不加囊包的 NFC 果汁产品给消费者试饮，80% 的消费者回应含有囊包的果汁更好喝。

图 11、香港和国内一线 5 城市的测试结果显示公司产品口味受消费者喜欢

主要调研对比项目	Summi	Tropicana	Floridas Natural	备注
口感	盲测	85%	7%	8%
	非盲测	80%	12%	8%
色泽	90%	5%	4%	选择率
橙囊胞/果肉对比	95%	2%	3%	
其他方面的对比				
原料	品种更适合	美国	美国	有浓缩汁混合
工艺	内溶物	含橙囊胞/独家技术	果肉/普通	果肉/普通
	设备	鲜榨/先进设备	广州/设备老化	
运输	近, 时间短	近, 时间短	远, 时间长	
储存	近	远	远	

数据来源: DKSH, 兴业证券研究所

3.2 管理团队从业多年, 管理经验和经销商资源丰富

公司高级管理团队均拥有国际大型饮料公司从业经验, 具有丰富的快消品管理经验和冷链物流管理经验。公司的代理商拥有蒙牛、伊利冷链的运行经验。公司研发总监具有 85 度 C、味全每日 C 等产品研发经验。

表 2、高管团队拥有丰富的快消品从业经验

团队成员	职务	履历
辛克	集团董事长	中国果品流通协会副会长、中国饮料工业协会果蔬汁分会副会长、福建省农业产业化龙头企业协会副会长、中国饮料工业协会常务理事
许弥坚	营运总监	曾在德记洋行、丹麦商宝隆洋行及美玛氏公司担任高管, 具有丰富的快消品经验
苏肇伟	研发总监	曾任 85 度 C 研发总监、味全研发部长
简永顺	NFC 事业部大区总经理	统一和味全每日 C 工作过, 具有极强的饮料行业营销能力
许氏	首席工程师	海南绿州食品、汇源、味源食品饮料公司, 具有丰富的果汁生产加工经验

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

公司分销依赖的冷链, 主要依靠专业的经销商去开发和维护, 公司高管与经销商有多年合作经验, 合理利用经销商提高运营效率。

- **1 周内上架, 运营效率领先竞争对手。**目前因销量较小, 公司采用订单制生产, 经销商下单后 48 小时内重庆工厂包装完毕, 经过约 30 小时冷藏运输到经销商仓库, 加上经销商预留的 2 天安全库存, 产品约在 1 周内可以上架。而我们了解到味全从生产到上架大约需要 2 周时间。
- **与大经销商合作运营冷链, 降低物流成本。**公司与拥有冷库的经销商合作, 公司负责生产端冷藏以及门到门冷链运输, 货物到销售区域以后的

冷藏和分销及终端冷链全部由合作经销商（例如华南区的伊藤忠）负责，这些经销商原本就有低温业务，边际成本增加不多，但节省了公司大量冷链费用。目前物流成本约 1-2 元/L，未来起量后有望降低到 1 元/L 以下。

3.3、优质产品支撑高定价，为渠道留出足够毛利空间

- 森美 NFC 果汁质量优异，定位高端，产品毛利率在 60% 以上。公司 300ML 的果汁定价 19.8 元，1L 果汁定价 48-50 元，1.75 果汁 78-80 元，产品定价高，而且不会采取降价策略。
- 渠道利润比较丰厚，对渠道吸引力大，同时屏蔽其他竞品。以超市系统为例，给超市终端环节 25% 的毛利，给代理商 30% 毛利，3 种规格产品出厂价是 10.5 元、25 元和 41 元。同时公司承担试饮和部分市场推广费用，因此渠道合作意愿强烈。

3.4、公司在 NFC 行业已占据先机，明年有望成为领头羊

公司产品的销售情况呈现良好的上升势头，3-5 月平均销量 300 万/月，6 月单月销量 600 万，7 月单月销量约 750 万，截至 7 月底全年销售已达 2200 万元，预计到明年 6 月底，整个财政年度销售不低于 2 亿元，将超过零度果坊成为 NFC 第一品牌。

其他几家 NFC 果汁参与者，目前都存在或多或少的问题：

- 零度果坊 2014 年市场份额最大，销售额约 8000 万，但因急于在大众渠道铺货，动销不畅导致部分超市下架，预计明年森美将超越零度果坊成为行业龙头。派森百由于渠道战略失误，销售业绩不佳。
- 味全虽有意进入 NFC 果汁市场，但目前没有自有橙园，因此短期内难以做出产品。如果 NFC 行业标准出台，目前的几款产品均有可能不允许标注 NFC。
- 汇源果汁虽然已经切入市场，但是公司从巴西采购橙、没有自有果园，因此产品质量很难保证。而且汇源没有冷链和短保质期产品运营经验，物流以及货架期维护可能出现的问题。

表 3、NFC 市场参与者

品牌	产品	生产商	果源	渠道	价格
派森百	橙汁	重庆派森百橙汁有限公司	重庆	电商、KA	1L (42 元)
					500mL (27 元)
					330mL (20 元)
					248mL (18 元)
零度果坊	鲜橙、芒果等	四川佳美食品工业有限公司	四川	电商、便利店、KA	180ML (11.5 元) 300ML (16.8 元) 960ML (48 元)
聚仙庄	杨梅	浙江聚仙庄饮品有限公司	浙江	电商	720mL (35 元)

可士可	橙汁	四川可士可果业股份有限公司	四川	电商、K A、面包房	1L (48 元) 500mL (28 元)
扬雅	西柚、苹果等	四川佳美食品工业有限公司	四川	电商、星巴克	320ml (16.8 元)
水果功夫	鲜橙	水果功夫	广东	电商、专卖店	250mL (21.5 元)
鲜榨坊	橙汁、芒果等	中国汇源果汁集团	进口	超市、电商	300mL (待定)
新元素	鲜橙、芒果等	新元素餐饮管理有限公司	无锡	餐厅、超市	300mL (20 元)
森美	橙汁	中国天溢控股	重庆	中高端百货超市、电商、特殊场所	300mL (19.8 元) 1L (48 元) 1.5L (78 元)
味全	苹果、葡萄等	杭州味全食品有限公司	杭州	电商、连锁便利店、KA	300ml (6.5 元) 900mL (19.7 元)
佛州鲜然	橙汁为主	美国柑橘种植者合作社	佛罗里达	电商、超市	1L (38 元)

数据来源：公司调研，兴业证券研究所

4、市场策略清晰：聚焦城市、聚焦渠道、聚焦消费者

公司 NFC 橙汁定位高端，目前消费者仍是小众群体。为了避免伤害品牌，浪费市场费用，公司没有采取“大水漫灌”的空中广告+渠道全覆盖打法，而是精选一二线城市的高档商超渠道和面包店、咖啡店等特殊渠道，瞄准高端消费人群，实现精准营销。

4.1 以高档超市和特渠为根据地，电商宣传口碑

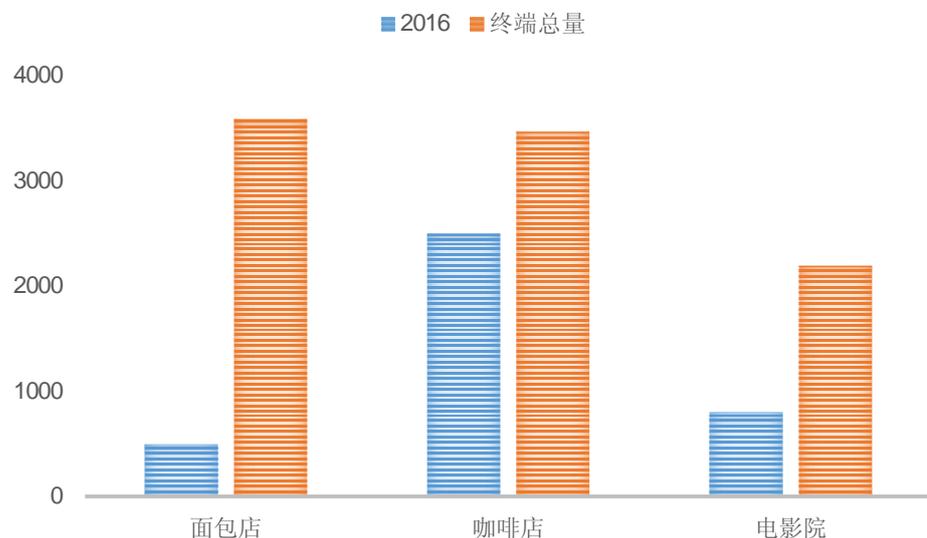
由于 NFC 果汁价格较高，市场刚刚起步，普通商超的消费者购买意愿较低，因此公司精选高档商超渠道，通过试饮来宣传产品。

- 商超渠道重点是高端商超（citysuper、久光等）、大型社区量贩店（家乐福、沃尔玛）以及高端便利系统，符合人群定位的大约有 3000 个终端。（参考：康师傅定价 3 元，铺货 35 万个终端；味全定价 6 元，铺货 3 万个终端）
- 截至 7 月底，已经进入 525 个商超终端，其中 47 个有导购员。预计 9-10 月进入 1000 个终端，今年底的目标是 1500 个终端。未来计划在 500 家店中派驻导购，同店有无导购的销售额可以相差 3 倍，公司目标是导购店的月均销量达到 2 万元，实现盈亏平衡。味全每日 C 曾达到单店 60 万/月的销量，因此公司对 2 万/月的目标较有信心。
- 便利系统的消费者目前在品牌认知和消费习惯上尚不能支撑足够的销量，公司会在市场宣传和品牌曝光度达到一定程度后再进入，初步预计明年如果条件成熟，将进入 3000 个高端的便利终端以及大型的社区量贩店（家乐福、沃尔玛）等。

特殊渠道方面公司主要通过和面包店及咖啡店合作推广，用渠道品牌为公司产品背书，同时公司填补特渠的产品空白，二者互利互惠不需支付上架费。未来也会切入婚宴以及火锅餐饮市场。

- **高端面包店渠道全国共有约 3700 家终端，公司选择 85 度 C 作为切入。**目前全国 400 家 85 度 C 中，已经进入超过 300 家符合定位及拥有冷链的终端，主要分布在北京、上海、南京、杭州、武汉、青岛、沈阳，平均月销量约 80 瓶/店。韩国 CJ 集团下的面包店“多乐之日”用买面包另加 8-10 元得一瓶森美果汁的方式做推广。
- **开发餐饮通路，首先在机场咖啡店销售，针对高端顾客。**1.75L 大包装非常受餐饮通路欢迎，机场伊示雅咖啡将大包装拆散按杯销售，售价 50 元/250ml，比鲜榨节省成本。但公司为了宣传品牌，要求餐饮通路必须同时销售带包装的产品。
- **2016 年公司将会为全国近 2000 家星巴克贴牌提供 NFC 果汁。**星巴克目前只有扬雅提供 NFC 果汁，明年起橙汁将由森美提供（合同每年一签），预计整个系统销量可达到 6 万瓶/日。公司也在与 Costa 等咖啡店谈判，全国高端面包、咖啡店、电影院近万家，是特渠的下一步待开发市场。
- **公司将战略性打入高端婚恋市场，替代酒水组合装中的普通类别的果汁饮料，提升婚宴档次同时也为产品做宣传。**公司也开始切入火锅店等餐饮市场，在北京和广州等地推广，目前华南单店一日可卖出 4 箱。

图 12、特殊渠道仍然有非常大的扩张潜力



数据来源：兴业证券研究所

电商渠道兼具渠道和广告作用，8 月底将上线 30 条电商渠道，未来 1 年目标 100 条电商渠道。

- 公司产品目前已在诸如京东、一号店、天猫等主流电商上线，通过电商

渠道铺货公司一方面可以打开市场，一方面可以通过评论实现口碑营销。

- 电商部分通过代运营商操作，与代运营商商定收入目标，超出目标后分成的方式结算。代运营商负责线上广告、运营等，公司负责发货和物流。省去的中间渠道费用，通过优惠券的形式投入市场费用。
- 目前公司产品在京东平台表现较好，6 月上线至今收到 550 个评价，好评率 100%。在 1 号店和天猫平台尚无销售。
- 公司未来目标做到 100 个渠道，每个渠道每天引流 1000 人，转化率为 5%，每天 5000 单销售，客单价 100 元左右，可实现近 2 亿元销售。

4.2 营销策略：用地面推广直接接触目标消费者

公司产品的消费者定位是白领上班族、妖精（夜场工作女性）、金融行业以及外企员工。首先锁定 10 万产品粉丝，通过 500 家高端超市，每天 5000 人流量，将其中的 5% 转化为自身消费者。

传统广告模式如地铁广告、电视广告属于大众媒体，很难有针对性地对高端目标群体精准营销，公司此前尝试过投放广告但效果不好，因此改为通过试饮、派样为主的营销方式。

- **为终端门店配备导购，吸引消费者首次尝试。**公司目标为 500 家门店配备导购，每名导购每天有 3 瓶试饮装。公司负担导购底薪，导购每销售一瓶 300ml、1L、1.75L 产品分别提成 1 元、3 元、5 元，由经销商负担提成。
- **在目标消费者聚集的地方试饮+派样。**上海在 6-7 月组织了 720 场试饮活动，同时在 CBD 办公楼的一楼采用扫二维码加关注，可以获赠试饮装的方式宣传。
- **微信+微博广告瞄准高端白领，加大新媒体营销。**由于公司产品定位于高端白领阶层消费者，而此类消费者在新的社交网络上活跃，因此通过微信和微博营销可以抓住目标消费群。公司通过微信朋友圈转发点赞后派样、微博宣传等方式实现营销目的。

5、盈利预测、估值与投资建议

收入预测：

NFC 果汁业务：2015-2016 年仍然以开发新网点和铺货为主，收入端主要由终端数量驱动。2016-2017 年当渠道开发基本完成后，收入主要由单店销售驱动。我们预测 2016 年公司高端超市部分将实现 1.16 亿元收入，特殊渠道部分将实现 3341 万收入，电商渠道可实现 3120 万收入，NFC 果汁业务可为公司贡献 1.82 亿元收入。

原有 FC 浓缩汁、鲜果业务：中国消费市场目前不甚景气，特别是果味饮料以及

非 100% 果汁增速较慢甚至下滑，因此公司客户对 FC 的采购量也出现较大幅度的下降。未来 2 年 FC 浓缩汁业务持平小幅下滑的概率较大。鲜果业务价格呈逐渐上涨的趋势。

表 4、2016 财年 NFC 橙汁销售收入预测

渠道	终端数量	单店日销量 (盒) (300ml 装)	月销量 (盒)	年销售额 (万元)	出厂口 径含税 (万元)	报表口径 (万元)
高超 (有导购)	500	41	1224	14892	7446	6364
高超 (无导购)	1000	17	504	12264	6132	5241
机场咖啡	200	8.3	249	1211.8	969	829
85 度 C	300	8	240	1752	876	749
星巴克	700	6.5	195	3322	1661	1419
多乐之日	100	3	90	219	110	94
其他 café	300	2.5	75	547.5	274	234
电商	100	50	1500	3650	3650	3120
合计				37857.8	21117	18049

数据来源：兴业证券研究所整理

注：年销售额为终端销售价格口径，按 5-8 折折算为出厂价口径含税，再剔除 17% 增值税折算为报表口径。

毛利率预测：

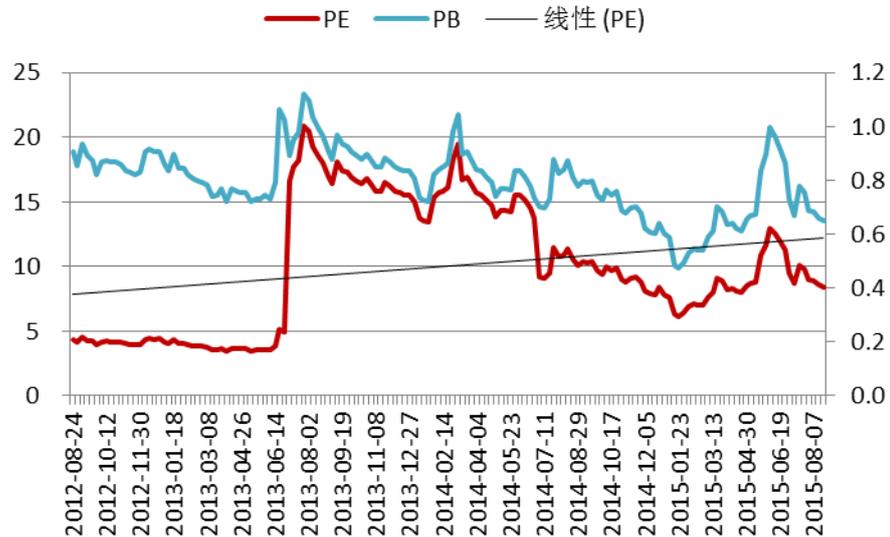
NFC 业务：公司产品的终端价基本固定，给不同渠道的出厂价折扣略有不同（从 5 折到 8 折），影响毛利率的主要因素在于原料橙的成本确认方式。NFC 用原料橙的品质介于鲜果和榨果之间，按照两种不同价格确认成本，毛利率将在 50-80% 之间。确认会计准则以后，未来毛利率的波动将主要受种植成本和渠道结构变化影响。

表 5、可比公司估值比较

股票代码	公司名称	PE			PS		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
1886.HK	汇源果汁	NA	NA	NA	0.62	0.61	0.61
1219.HK	天喔国际	10.38	9.93	9.13	0.85	0.75	0.69
0756.HK	天溢控股	15.66	11.59	6.06	2.35	1.70	1.29

数据来源：彭博，兴业证券研究所整理（对应现价）

图 13、中国天溢控股 PE/PS 估值



数据来源：wind，兴业证券研究所

首次给予“增持”评级：NFC 果汁市场广阔，公司具备较强优势，我们看好公司的新业务发展前景。但原有业务面临下滑，同时新业务刚刚起步，面临较大不确定性，因此给予“增持”评级，建议密切关注。预测公司 2015-2017 年净利润增速分别为-42%、35%、91%；EPS 分别为 0.05、0.07、0.13，对应 PE 分别为 15X、11X、6X。给予 2016 年 15XPE，目标价 1.24 元，目标价距离现价有 29% 的空间。

风险提示：市场开拓不达预期。

附表

损益表

百万元，财务年度截至6月底

	2014	2015E	2016E	2017E
收入	569	453	625	824
其他收入	64	93	63	71
营业成本	(361)	(334)	(406)	(476)
销售费用	(6)	(15)	(60)	(82)
管理费用	(72)	(95)	(110)	0
无形资产减值损失	(28)	(8)	0	0
其他开支	(3)	(3)	(3)	(3)
营业利润	163	91	109	193
财务费用	(49)	(23)	(16)	(16)
税前利润	114	68	93	177
所得税	3	0	0	0
税后利润	117	68	93	177
净利润	117	68	92	175
EPS	0.09	0.05	0.07	0.13

资产负债表

百万元，财务年度截至6月底

	2014	2015E	2016E	2017E
现金	482	547	641	753
应收账款	38	62	86	113
存货	31	133	161	189
其他流动资产	226	226	226	226
流动资产	777	968	1,113	1,281
固定资产	394	373	353	332
预付租金	104	104	104	104
其它	987	1,011	1,004	998
总资产	2,262	2,456	2,575	2,715
应付帐款	10	5	6	7
短期银行贷款	230	150	200	200
其它	17	14	17	20
流动负债	257	169	223	227
递延税项负债	33	33	33	33
其他	181	231	231	231
总负债	471	433	487	491
母公司股东权益	1,562	1,630	1,703	1,851
每股账面值(元)	1.24	1.21	1.26	1.37
营运资金	520	799	890	1,054

财务分析

百万元，财务年度截至6月底

	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力				
营业利润率(%)	36.6%	26.2%	35.0%	42.2%
税前利润率(%)	20.1%	15.1%	14.8%	21.5%
EBITDA 利率(%)	34.1%	27.0%	22.5%	27.3%
净利率(%)	20.5%	15.0%	14.7%	21.2%
增长率(%)				
营业收入	8.3%	-20.4%	37.9%	31.9%
经营利润	13.8%	-44.4%	19.7%	77.5%
净利润	74.2%	-42.0%	35.2%	91.2%
EBITDA	12.7%	-36.9%	14.8%	60.2%
财务状况				
负债/总资产	0.21	0.18	0.19	0.18
收入/总资产	0.25	0.18	0.24	0.30
总资产/股东权益	1.45	1.51	1.51	1.47
盈利对利息倍数	2.38	3.01	5.59	10.67

现金流量表

百万元，财务年度截至6月底

	2014	2015E	2016E	2017E
EBITDA	194	122	141	225
融资成本(收入)	16	23	16	16
营运资金变化	(141)	(4)	(57)	(65)
所得税	3	3	0	0
其它	(83)	(48)	(33)	(33)
营运性现金流	(11)	96	68	144
资本开支	(176)	(176)	(1)	(5)
其他投资活动	(116)	175	(4)	0
投资性现金流	(292)	(1)	(5)	(5)
负债变化	(19)	(38)	54	4
股息	(24)	0	(20)	(27)
其他融资活动	338	8	(4)	(4)
融资性现金流	295	(30)	30	(27)
现金变化	(8)	65	92	111
汇率影响	1	1	1	1
期初持有现金	489	482	547	641
期末持有现金	482	547	641	753

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。