

00756.HK 中国天溢控股

增持 (维持)

终端销售超预期，渠道创新拥抱 O2O

2015 年 12 月 08 日

市场数据(港币)

报告日期	2015-12-07
收盘价(元)	1.35
流通市值(百万)	1819.61
日成交额(百万)	6.88
流通股本(百万)	1347.86
日成交量(百万)	5.14
净资产(百万)	1645.7
总资产(百万)	2283.85
每股净资产	1.22

相关报告

《中国天溢控股：NFC 业务蓬勃发展，基本面拐点有望到来》
2015-9-20

《中国天溢控股：NFC 果汁蓝海行业的先行者》2015-8-21

分析师：

鲁衡军
注册国际投资分析师 CIAA
(SFC: AZF126)

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

陈嵩昆
chensongk@xyzq.com.cn
S0190515080001

王晓明
wangxm@xyzq.com.cn
S0190514080001

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	471	665	888	1,155
同比增长(%)	-17.28%	41.33%	33.45%	30.07%
净利润(百万元)	78	104	222	347
同比增长(%)	-33.24%	33.56%	112.75%	56.66%

投资要点

- **健康的终端动销接替铺货成为销售增长的驱动力：**天溢森美 NFC 橙汁在 3 月上线后，截至 10 月销售额已达 6000 万元，其中 10 月单月销售额 1400 万，环比 9 月增加 40%。这一销售业绩是在 10 月几乎没有新开店的情况下，依靠单店增长实现的。我们认为这一销售业绩超出市场预期。
- **便利系统和咖啡店是启动下个阶段增长的主要力量：**11 月森美在“全家”便利店全面上线，销售终端已扩充至 1503 家。明年初产品将入驻星巴克，与此前的代工不同，将在产品包装上保留品牌 Logo，销售的同时也成为高端展示渠道，未来也有望进入 Costa 等其他咖啡店。12 月-2 月各种节庆活动增加，有望成为下一个销售旺季，明年 2 亿收入目标达成概率较大。
- **与三全鲜食合作，有望在盒饭机 (FunBox) 中销售，公司拥抱创新的态度值得赞赏：**三全鲜食的白领消费者与 NFCOJ 的定位相似，12 月开始试点捆绑促销，推出买三全鲜食晒单送森美橙汁活动。目前仅在有销售人员的三全鲜食点售卖森美橙汁，待明年 1 月 FunBox 推出升级版后，森美橙汁有望放入机器内进行自动售卖。公司与新业态及创新公司碰撞产生的新的销售机会值得期待。
- **开发全新高端社区 F2C 渠道，通过 O2O 模式教育和营销消费者：**公司正在开发社区、美甲店、健身房、美容院、学校等社区 F2C (Factory to customer) 渠道，通过社区活动进行品牌渗透，对消费者进行产品教育并使其逐步形成消费习惯，同时利用会员模式增加购买黏度。运营模式为“森美+物业”或“森美+物业+代运营商” (选择成熟的 O2O 公司和运营社区的公司做代运营商)，物业公司作为运营执行者 (订单、支付、仓储、物流配送、活动支持等) 可以获得 10%-15% 的利润空间。
- **董事长执行力强，根据市场变化迅速调整策略，公司具备消费品企业基因：**公司董事长适应性强，公司从原 B2B 业务转变成拥有自己品牌的 B2C 模式并取得阶段性成果仅花了一年时间。高超渠道铺货完成后，董事长敏感认识到动销的重要性，迅速调整销售渠道，由过去反应较慢的总部决策，转为各区域负责人下到市场当地主抓动销，与三全、五洲物业等 O2O 渠道的合作也显示出公司决策灵活，管理层创新思维较强。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 16-18 年收入 6.65 亿、8.88 亿、11.55 亿，EPS 为 0.08、0.16、0.25 元。公司 B2C 业务进展顺利，上调目标价至 1.75 元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**市场拓展不及预期。



1、天溢森美 NFC 橙汁 10 月单月销售额 1400 万元，环比增 40%

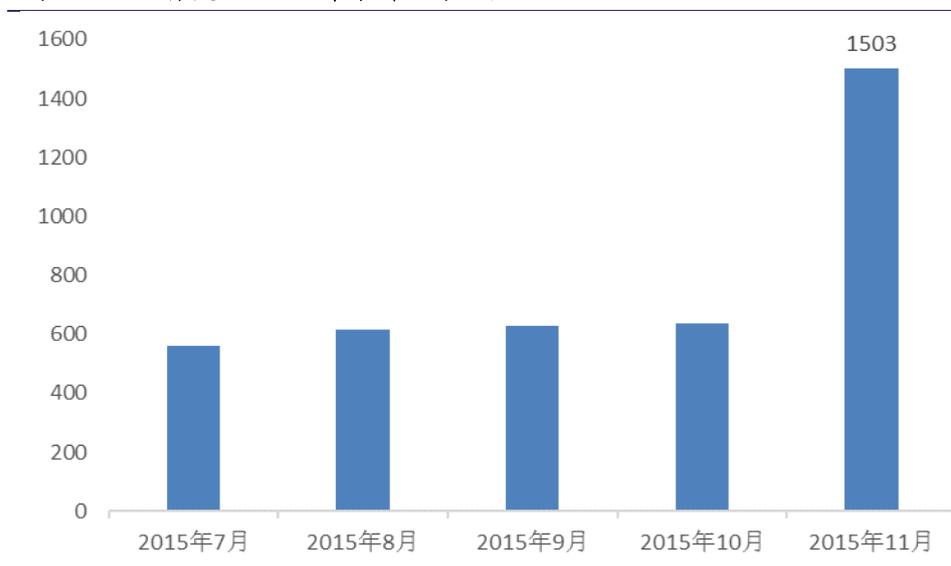
图 1、天溢森美 NFC 橙汁销售 10 月环比增 40%



数据来源：公司调研、兴业证券研究所

2、11 月森美在 CVS 渠道上线，目前销售终端已扩充至 1503 家

图 2、天溢森美 NFC 橙汁累计上架点数达 1503



数据来源：公司调研、兴业证券研究所

3、正在逐步进入全家和星巴克等渠道

图 3、11月下旬进入“全家”等便利店系统



资料来源：公司调研、兴业证券研究所

图 4、星巴克将于明年初上架，将以自有品牌而非代工品亮相



资料来源：公司调研、兴业证券研究所

4、与三全鲜食合作，1月有望全面上架

图 5、森美与三全鲜食合作，12月试点推广，1月有望入机自动售卖



资料来源：公司调研、兴业证券研究所

4、开发全新社区 F2C 渠道，通过 O2O 模式获得忠实消费者

图 6、F2C 渠道运营模式为“森美+物业”或“森美+物业+代运营商”



资料来源：公司调研、兴业证券研究所

附表

损益表

百万元，财务年度截至6月底

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	569	471	665	888	1,155
其他收入	64	60	60	68	77
营业成本	(361)	(301)	(426)	(508)	(603)
销售费用	(6)	(21)	(60)	(89)	(115)
管理费用	(72)	(82)	(95)	(110)	(139)
无形资产减值损失	(28)	(18)	(8)	0	0
其他开支	(3)	(2)	(3)	(3)	(3)
营业利润	163	107	134	246	372
财务收入	0	0	0	0	0
财务费用	(49)	(33)	(33)	(26)	(25)
税前利润	114	74	101	220	347
所得税	3	4	4	4	4
税后利润	117	78	105	224	351
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	117	78	104	222	347
EPS	0.09	0.06	0.08	0.16	0.25

资产负债表

百万元，财务年度截至6月底

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	482	431	472	715	869
应收账款	38	79	100	134	174
存货	31	69	169	202	239
其他流动资产	226	213	317	213	213
流动资产	777	791	1,058	1,263	1,495
固定资产	394	427	515	487	459
预付租金	104	105	105	105	105
其它	987	961	972	966	959
总资产	2,262	2,284	2,650	2,821	3,018
应付帐款	10	12	11	13	15
短期银行贷款	230	228	148	198	198
应付即期税项	0	0	0	0	0
其它	17	56	31	37	44
流动负债	257	297	190	248	258
递延税项负债	33	25	25	25	25
其他	181	317	367	367	367
总负债	471	638	582	640	649
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司股东权益	1,562	1,646	1,751	1,942	2,224
每股账面值(元)	1.24	1.22	1.27	1.41	1.62
营运资金	520	494	868	1,015	1,237

财务分析

百万元，财务年度截至6月底

	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力				
营业利润率(%)	36.1%	36.0%	42.8%	47.8%
税前利润率(%)	15.8%	15.2%	24.8%	30.0%
EBITDA 利率(%)	30.8%	26.0%	32.1%	35.6%
净利率(%)	16.6%	15.7%	25.0%	30.1%
增长率(%)				
营业收入	-17.3%	41.3%	33.4%	30.1%
经营利润	-34.6%	25.5%	83.3%	51.1%
净利润	-33.2%	33.6%	112.8%	56.7%
EBITDA	-24.4%	19.3%	64.7%	44.2%
财务状况				
负债/总资产	0.28	0.22	0.23	0.22
收入/总资产	0.21	0.25	0.31	0.38
总资产/股东权益	1.39	1.51	1.45	1.36
盈利对利息倍数	2.38	3.16	8.51	13.94

现金流量表

百万元，财务年度截至6月底

	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	145	173	285	411
融资成本(收入)	26	33	26	25
营运资金变化	(44)	(75)	(35)	(166)
所得税	4	4	4	4
其它	(92)	(66)	(52)	(50)
营运性现金流	40	70	228	224
资本开支	0	0	(1)	(5)
其他投资活动	9	(1)	(4)	0
投资性现金流	9	(1)	(5)	(5)
负债变化	167	(57)	58	9
股本变化	0	0	0	0
股息	(24)	0	(31)	(67)
其他融资活动	(242)	27	(8)	(9)
融资性现金流	(99)	(30)	19	(67)
现金变化	(50)	39	242	152
汇率影响	1	1	1	1
期初持有现金	482	432	472	715
期末持有现金	432	472	715	869

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	zhusd@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	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@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。