

1219.HK 天喔国际

未评级

向品牌商转型持续,上半年饮料业务低于预期

2016年8月24日

市场数据

报告日期	2016.8.24
收盘价(港元)	1.98
总股本(百万股)	2,074
总市值(百万港元)	4,106
净资产(百万元)	2,862
总资产(百万元)	6,549
每股净资产(元)	1.38

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	4,252	4,725	5,084	4,908
同比增长(%)	12.1%	11.1%	7.6%	-3.5%
净利润(百万元)	221	286	345	351
同比增长(%)	40.4%	29.7%	20.6%	1.6%
毛利率(%)	12.8%	15.6%	16.8%	18.7%
净利率(%)	5.2%	6.1%	6.8%	7.1%
净资产收益率(%)	30.2%	17.7%	14.0%	13.0%
每股收益(元)	-	0.170	0.170	0.169

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

天喔国际 (1219.HK) -2015 年业绩点评-20160323

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉
wangjiahui@xyzq.com.cn
SFC: BAD529
SAC: S0190516030002

投资要点

- **二季度天气影响非酒精饮料表现, 主品牌收入增长低于预期:** 公司 1H16 实现收入 24.8 亿元, 同比微增 0.8%, 其中自有品牌收入 10.9 亿元, 同比增长 10.9%, 贡献总收入 44%。自有品牌全品类呈同比增长, 食品、酒和调味品收入分别同比增长 11.8%、15.8% 和 31.8%, 但饮料收入同比增长 7.1%, 但受二季度偏冷天气影响增速低于预期。第三方品牌产品收入同比西江 6%, 代理品牌酒类收入同比增长 3.4%, 主要是葡萄酒快速增长。
- **毛利润率提升, 但费用增长快于收入增长:** 公司整体毛利润率提升 3.6ppts 至 21%。自有品牌毛利润率同比提升 3.3ppts, 主要受饮料毛利润率从 1H15 的 27.3% 提升到 39.1% 的拉动, 茶庄总代理权的回收起到正面作用。第三方品牌毛利润率同比提升 2.1ppts, 主要是公司降低了第三方品牌的销售规模, 但选择代理高毛利产品进行销售。鉴于饮料总代理权的回收, 销售及行政费用同比增长 47%, 占收入比重从去年同期 8.1% 提升到 11.7%。上半年实现净利润 1.25 亿元, 同比下降 15.5%, 剔除上半年出售南浦 2% 股权所得收益及捐赠, 净溢利 1.45 亿元, 同比下降 2.2%, 拟每股派现 2.71 港仙。
- **我们的观点:** 公司致力于培养自有品牌的拳头产品, C 满意上半年销售同比增长 50%。七月天气转热, 加上公司今年饮料新品和明星产品 C 满意及茶庄新口味上市以及南浦代理权回收后磨合期结束, 公司预计下半年饮料增长会环比上半年有明显好转。自有品牌全年收入占比达到 50%, 毛利可能贡献到 70% 以上。根据 Wind 市场一致预期, 2016 年公司收入/净利润同比增长 4%/7%, 目前公司股价对应 2016 年 P/E 为 9 倍, 建议投资者关注。
- **风险提示:** 食品安全; 新品市场表现不达预期; 原料价格显著变动

报告正文

二季度天气影响非酒精饮料表现，主品牌收入增长低于预期

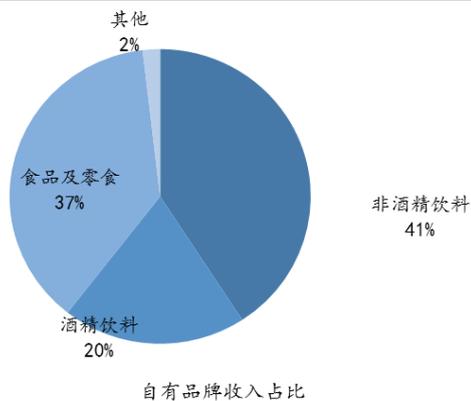
公司 1H16 实现收入 24.8 亿元，同比微增 0.8%，其中自有品牌收入 10.9 亿元，同比增长 10.9%，贡献总收入 44%。自有品牌全品类呈同比增长，食品、酒和调味品收入分别同比增长 11.8%、15.8%和 31.8%，但饮料收入同比增长 7.1%，但受二季度偏冷天气影响增速低于预期。第三方品牌产品收入同比西江 6%，代理品牌酒类收入同比增长 3.4%，主要是葡萄酒快速增长。

图表 1、公司 2015 年收入结构

RMB mn	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	1H16QoQ	1H16YoY
自有品牌产品	823.7	879.4	983.6	1,089.3	1,090.7	0%	11%
非酒精饮料	369.2	302.6	415.7	312.5	445.2	42%	7%
酒精饮料	156.9	93.0	185.8	184.6	215.1	17%	16%
食品及零食	283.6	441.3	366.7	566.5	410.1	-28%	12%
其他	14.1	42.4	15.4	25.7	20.3	-21%	32%
第三方品牌产品	1,434.8	1,946.2	1,476.1	1,359.0	1,389.0	2%	-6%
非酒精饮料	20.6	37.4	20.8	27.1	19.6	-28%	-6%
酒精饮料	1,044.0	1,420.7	1,012.1	950.7	1,046.5	10%	3%
食品及零食	326.5	390.2	354.6	323.8	284.8	-12%	-20%
其他	43.7	97.9	88.5	57.5	38.1	-34%	-57%

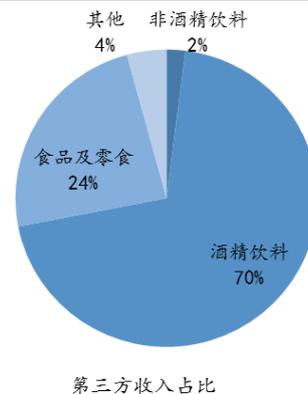
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图表 2、公司 2015 年自有品牌收入结构



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图表 3、第三方品牌收入结构

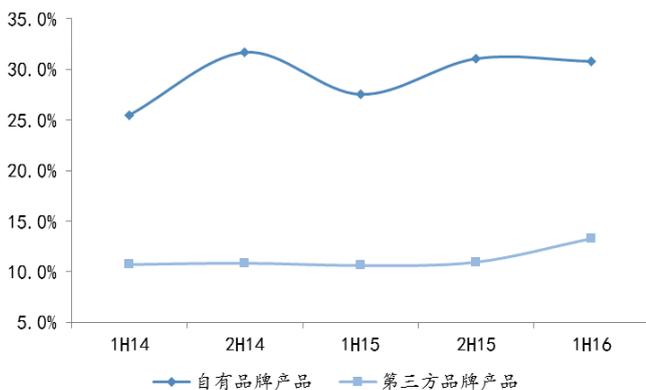


数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

毛利润率提升，但费用增长快于收入增长

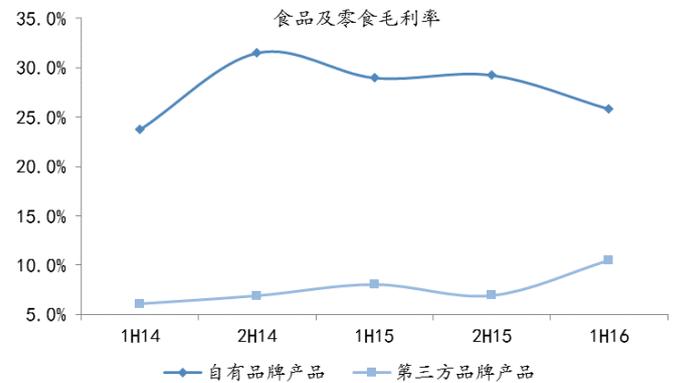
公司整体毛利润率提升 3.6ppts 至 21%。自有品牌毛利润率同比提升 3.3ppts，主要受饮料毛利润率从 1H15 的 27.3% 提升到 39.1% 的拉动，茶庄总代理权的回收起到正面作用。第三方品牌毛利润率同比提升 2.1ppts，主要是公司降低了第三方品牌的销售规模，但选择代理高毛利产品进行销售。鉴于饮料总代理权的回收，销售及行政费用同比增长 47%，占收入比重从去年同期 8.1% 提升到 11.7%。上半年实现净利润 1.25 亿元，同比下降 15.5%，剔除上半年出售南浦 2% 股权所得收益及捐赠，净溢利 1.45 亿元，同比下降 2.2%，拟每股派现 2.71 港仙。

图表 4、1H16 第三方品牌毛利润率显著提升



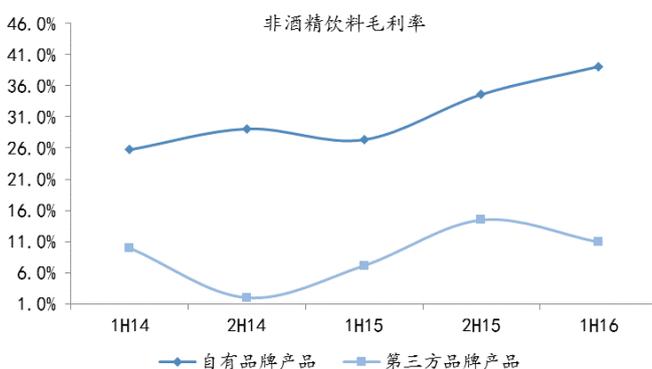
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图表 5、自有品牌食品毛利润率回落



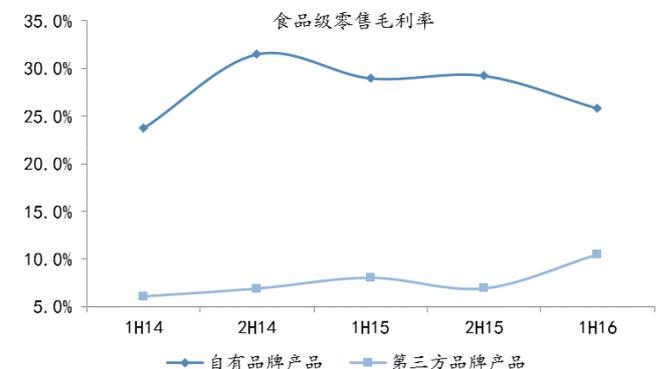
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图表 6、非酒精饮料毛利润率提升



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图表 7、酒精饮料自有品牌毛利润率上升显著



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

我们的观点

公司致力于培养自有品牌的拳头产品，C 满意上半年销售同比增长 50%。七月天气转热，加上公司今年饮料新品和明星产品 C 满意及茶庄新口味上市以及南浦代理权回收后磨合期结束，公司预计下半年饮料增长会环比上半年有明显好转。自有品牌全年收入占比达到 50%，毛利可能贡献到 70% 以上。根据 Wind 市场一致预期，2016 年公司收入/净利润同比增长 4%/7%，目前公司股价对应 2016 年 P/E 为 9 倍，建议投资者关注。

业绩会 Q&A:

Q: C 满 E 卖的比较好，成功的原因？

A: 品牌力和产品力是分不开的。产品本身开发是成功的，我们的代言人也有好的作用，推广做的也很好，未来有可能成为爆品。未来费用投放会更加精准。

Q: 半年前经营利润率可能会持平或上升的结果，但目前看到由于天气原因经营利润率有所压力，那么未来的展望是什么？

A: 第二季度有雨茶庄和公司的预期还是有差别，公司原来预计 10% 左右的水平，但出来 11% 的费用率，目前看天气还可以，看看是否可以在收入端追回来一些。但全年来看，还是朝向好的方面，不敢确定，但明年的费用率应该会有明显的改善。17 年 18 年线上的推广会转到线下的推广，费用会降低，例如校园行等等，在费用上得以控制。

Q: 第三方品牌的展望

A: 第三方品牌收入环比去年下半年是环比增长 2.2% 的，目前代理品牌是挑一些高毛利的产品。

Q: 预调酒的情况

A: 公司预调酒从夜店开始做起，同比去年有所增长，没有增长的时候一个月 3000 - 4000 箱，现在一个月一万箱左右。现在的销售团队做的比较好。大投入肯定会亏损的，我们是小投入，还有赚钱，10 万箱全年应该没有问题。范冰冰的代言费可以赚回来，推广做的比较精准。夜店里面推的效果非常好。

Q: 椰子水市场品类较多，公司有什么差异化的定位吗

A: 在上海的商超没有在推，主要是在餐饮里面推，每个月在餐厅大概卖一万多箱。

Q: 进军乳品行业是否有计划?

A:做高端，餐饮渠道和烘焙店

Q: 饮料、休闲食品竞争激烈的情况下，天喔在一个小的基础在发展自由品牌有成长，未来两三年的成长如何?

A:天喔主意的是健康、时尚的方向

风险提示: 食品安全；新品市场表现不达预期；原料价格显著变动

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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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(香港证监会中央编号: AYE823)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。