

電商渠道及新產品雙管齊下 自家品牌業務高速增長

投資要點

- 由於收入增速略低於預期及行政開支略高於預期，2016 年上半年經調整淨利潤略低於預期：**天韻國際 2016 年上半年收入按年增長 21.2% 至 3.1 億元人民幣，其中，OEM、自家品牌及新鮮水果和其他產品的收入分別為 1.7 億元人民幣、0.9 億元人民幣及 0.5 億元人民幣，按年分別增長 7.7%、80.9% 及 3.1%。OEM 增長主要由採購訂單和活躍客戶數量同比增加所帶動，自家品牌銷售則受惠分銷商數目持續增加及來自微信電商銷售的產品需求所致。然而，2016 年上半年收入略較我們預期為低。毛利為 9,424 萬元人民幣，按年增長 23.5%，毛利率略升 0.6 個百分點至 30.6%，大致符合我們預期，主要由於以塑料杯和玻璃瓶容器包裝的經加工水果產品(現有包裝類型中毛利率較高的產品)的銷售及銷量增加所致。經調整經營溢利(不包括上市費用)同比上升 25.6% 至 8,211 萬元人民幣。經調整淨利潤按年增長 20.8% 至 6,166 萬元人民幣，略較我們預期低，主要由於收入增速略低於預期及行政開支略高於預期。公司建議派發中期息 1.6 港仙。
- 微信電商銷售強勁，自家品牌業務將維持高速增長：**公司積極發展線上市場，拓展內地微信電商平台，銷售新增的自家品牌「果三十」，和固有品牌「果小懶」及「天同時代」，管理層有信心電商銷售收入於 2016 年將可貢獻 3%-5% 整體收入，我們預期 2016 年電商銷售收入可佔自家品牌收入 10%。此外，公司的新研發產品水果泥已於上半年推出市面，預期水果霜升級產品及果凍(啫喱)亦將於下半年推出，並將增加木瓜和芒果等熱帶水果種類，預計將可為公司吸納新客戶群。同時，我們預期分銷商數量將持續上升，自家品牌業務將維持高速增長，但略下調 2016 年自家品牌業務增長至 94%，基於上半年增速略低於預期。
- 新產品陸續推出市面，預期 OEM 訂單將保持增長：**公司 2016 年上半年活躍 OEM 客戶數目為 39 個，同比增加 6 個，但較 2015 年底減少 2 個，主要由於季節性因素，公司相信下半年內地及海外 OEM 客戶數目均會回復增長。另外，公司於下半年將推出新產品，我們預期下半年及明年 OEM 採購訂單將可保持增長態勢，唯下調 2016 年 OEM 業務增長至 10%，基於上半年銷量增速低於預期。
- 估值與評級：**我們分別下調 2016/2017 年淨利潤預測 9.2%/7.5%，現價相當於 5.5 倍 2016 年預測市盈率，大幅低於同業。公司積極拓展傳統分銷商和電商網絡，及研發新加工水果產品及種類，預期自家品牌業務將維持高速增長，我們按行業加權平均折讓約 20% 計算，以 2016 年預測市盈率 7.2 倍為目標，給予目標價 1.20 元，維持增持評級。
- 風險提示：**1) 罐頭水果行業發展不及預期；和 2) 公司擴展不及預期。

指標/年度	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入(百萬元人民幣)	448	554	689	871	1,033
增長率(%)	20.8	23.7	24.5	26.4	18.6
經調整淨利潤*(百萬元人民幣)	91	117	143	181	220
增長率(%)	28.3	29.1	21.7	26.9	21.5
Consensus 淨利潤(百萬元人民幣)			n. a.	n. a.	n. a.
經調整每股盈利*(人民幣)	0.121	0.135	0.143	0.181	0.220
經調整市盈率*(倍)	6.5	5.9	5.5	4.4	3.6

資料來源：公司資料，西證證券

* 撇除上市費用

2016 年 8 月 25 日

秦婷

jennifer.chun@swsc.hk
(852) 2238 9303

評級

增持(維持)

目標價

1.20 (此前 1.70)

現價

0.91

升幅

32.0%

主要數據

52 周區間(元)	0.57/1.94
3 個月平均成交量(百萬)	2.87
流通股數(百萬)	1,000.00
市值(百萬元)	910.00
主要股東(%)	楊自遠(44.62%)
審計	PWC
業績日期	2017-03

公司簡介

天韻國際為內地加工水果產品的生產和銷售商。公司 2003 年起以原廠委託製造代工方式(OEM)向中國和海外國家銷售加工水果產品，近年以自家品牌「天同時代」及「續果時代」在內地銷售，並於 2015 年建立自家品牌「果小懶」，在內地第三方網購平台「天貓」進行銷售。

股價表現



資料來源：彭博

表1：業績回顧

百萬元人民幣	1H15	1H16	同比變動 (%/ppt)	
收入	254	308	21.2	OEM 同比增長 7.7%，佔總收入 55.5%；自家品牌同比增長 80.9%，佔總收入 29.3%
毛利	76	94	23.6	
經營利潤	49	82	66.2	2015 年上半年包括上市費用約 1,600 萬元人民幣
經調整經營利潤*	65	82	25.6	2016 年上半年錄得外匯收益約 5.3 百萬元人民幣，去年同期為零
淨利潤	35	62	75.9	
經調整淨利潤*	51	62	20.8	
毛利率 (%)	30.1	30.6	0.6	OEM 毛利率同比上升 0.6 個百分點至 32.5%；自家品牌毛利率同比上升 1.4 個百分點至 31.1%
經營利潤率 (%)	19.5	26.7	7.2	
經調整經營利潤率* (%)	25.8	26.7	0.9	
淨利潤率 (%)	13.8	20.0	6.2	
經調整淨利潤率* (%)	20.1	20.0	-0.1	

資料來源：公司資料，西證證券

* 撇除上市費用

表2：盈利預測

百萬元人民幣	最新			此前			調整 (%/ppt)		
	FY16E	FY17E	FY18E	FY16E	FY17E	FY18E	FY16E	FY17E	FY18E
收入	689	871	1,033	721	887	1,038	-4.4	-1.8	-0.5
毛利	219	281	335	226	280	329	-3.3	0.3	1.9
經營利潤	189	240	291	200	250	295	-5.6	-3.9	-1.1
淨利潤	143	181	220	157	196	231	-9.2	-7.5	-4.8
每股盈利 (人民幣)	0.143	0.181	0.220	0.157	0.225	0.265	-9.2	-7.5	-4.8
毛利率 (%)	31.7	32.2	32.4	31.4	31.6	31.7	0.4	0.7	0.8
經營利潤率 (%)	27.4	27.6	28.2	27.8	28.1	28.4	-0.4	-0.6	-0.2
淨利潤率 (%)	20.7	20.8	21.3	21.8	22.1	22.3	-1.1	-1.3	-1.0

資料來源：西證證券

表3：同業估值比較

公司名稱	股票編號	市值 (百萬港元)	市盈率 (倍)			市賬率 (倍)			股息率 (%)	股本回報率 (%)
			FY15A	FY16E	FY17E	FY15A	FY16E	FY17E		
中國海升果汁	359 HK	442	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
天溢森美	756 HK	1,267	12.5	13.1	9.2	0.6	0.6	0.6	0.0	4.7
匯源果汁	1886 HK	7,427	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	0.6	0.6	n.a.	(0.8)
安德利果汁	2218 HK	1,281	14.9	n.a.	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
DEL MONTE PACIFIC	DELM SP	3,954	n.a.	9.7	9.9	2.0	1.7	1.0	6.0	18.1
SINO GRANDNESS FOOD	SFGI SP	2,065	8.2	5.4	n.a.	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
簡單平均			11.8	9.3	9.5	0.9	1.0	0.7	3.0	7.4
加權平均			11.1	9.0	9.7	1.0	0.9	0.7	4.5	5.7

資料來源：彭博

表4：財務報表

損益表						資產負債表					
12月31日年結(百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	12月31日年結(百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
OEM	314	372	410	460	516	物業、廠房及設備	73	127	201	298	370
自家品牌	50	100	195	322	422	租賃土地及土地使用權	0	60	100	108	106
新鮮水果及其他	83	81	84	89	95	其他	0	46	0	0	0
總收入	448	554	689	871	1,033	非流動資產	73	232	301	406	476
銷售成本	(312)	(382)	(470)	(591)	(698)	存貨	41	56	62	77	83
毛利	135	172	219	281	335	貿易及其他應收款項	50	71	125	122	143
其他淨收入	1	0	3	4	4	現金及現金等價物	32	227	264	299	314
銷售及分銷成本	(11)	(11)	(14)	(16)	(17)	其他	0	0	3	4	4
一般及行政開支	(10)	(30)	(19)	(29)	(31)	流動資產	122	354	454	501	545
經營利潤	116	131	189	240	291	貿易及其他應付款項	29	25	30	35	40
財務收入淨額	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	銀行借款	33	68	68	68	0
所得稅開支	(24)	(32)	(43)	(55)	(68)	其他	15	5	25	40	52
淨利潤	89	97	143	181	220	流動負債	76	97	123	143	91
經調整淨利潤*	91	117	143	181	220	非流動負債	0	0	26	12	0
每股盈利 (人民幣)	0.119	0.111	0.143	0.181	0.220	股東權益	118	489	606	753	929
經調整每股盈利 (人民幣)	0.121	0.135	0.143	0.181	0.220	每股賬面值 (人民幣)	0.158	0.489	0.606	0.753	0.929
每股股息 (港元)	n.a.	0.030	0.040	0.050	0.060	財務比率					
現金流量表							FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
12月31日年結(百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	收入增長 (%)	20.8	23.7	24.5	26.4	18.6
稅前利潤	114	129	186	237	288	毛利增長 (%)	20.9	27.1	27.2	28.3	19.4
折舊及攤銷	4	6	11	20	30	經營溢利增長 (%)	23.7	12.7	44.8	26.9	21.4
其他	2	3	3	3	3	淨利潤增長 (%)	26.0	8.5	47.4	26.9	21.5
營運資金變動	(16)	(40)	(1)	(10)	(27)	經調整淨利潤增長 (%)	28.3	29.1	21.7	26.9	21.5
利息及稅項	(26)	(39)	(48)	(58)	(71)	毛利率 (%)	30.2	31.1	31.7	32.2	32.4
經營活動現金流	78	59	152	192	224	經營利潤率 (%)	25.9	23.6	27.4	27.6	28.2
資本開支	(36)	(165)	(125)	(125)	(100)	淨利率 (%)	19.9	17.5	20.7	20.8	21.3
其他	2	0	1	1	1	經調整淨利率 (%)	20.3	21.2	20.7	20.8	21.3
投資活動現金流	(34)	(165)	(124)	(124)	(99)	資產收益率 (%)	45.8	16.5	18.9	20.0	21.6
集資及注資淨額	60	273	(0)	0	0	股東資金回報率 (%)	75.5	19.8	23.6	24.1	23.7
淨借款	(8)	35	0	0	(68)	存貨周轉天數	42.0	46.5	46.0	43.2	42.0
股息	(70)	0	(26)	(35)	(44)	應收帳款周轉天數	33.5	38.9	42.5	44.0	46.0
其他	(12)	(7)	36	2	2	應付帳款周轉天數	10.1	10.3	10.0	11.0	10.5
融資活動現金流	(29)	301	10	(33)	(110)	現金轉換周期	65.3	75.2	78.5	76.2	77.5
現金變動	14	195	37	35	15	流動比率 (倍)	1.6	3.6	3.7	3.5	6.0
期初淨現金	18	32	227	264	299	速動比率 (倍)	1.1	3.1	3.2	3.0	5.1
期末淨現金	32	227	264	299	314	淨負債比率 (%)	7.5	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
						淨利息覆蓋比率 (倍)	48.7	81.7	55.6	73.0	91.6
						派息比率 (%)	n.a.	22.6	24.4	24.0	23.7

資料來源：公司資料，西證證券

* 撇除上市費用

分析員核證

分析員（等）主要負責擬備本報告並謹此聲明 -

- (1) 本報告所表達意見均準確反映分析員（等）對所述公司（等）及其證券之個人見解；
- (2) 分析員（等）之補償與本報告的推薦或意見或企業融資部並沒有直接或間接的關係；
- (3) 分析員（等）不是直接或間接地受企業融資部監管或隸屬於企業融資部；
- (4) 分析員（等）就報告中論述的證券，並沒有違反安靜期限制；
- (5) 分析員（等）並沒有任何與報告中論述的公司（等）的董事職銜或擔任要員。

評級定義

公司評級

買入：未來一年，公司絕對收益率為 50%以上
增持：未來一年，公司絕對收益率介於 20%與 50%之間
中性：未來一年，公司絕對收益率介於-20%與 20%之間
回避：未來一年，公司絕對收益率為-20%以下

行業評級

買入：未來一年，行業整體絕對收益率為 50%以上
增持：未來一年，行業整體絕對收益率介於 20%與 50%之間
中性：未來一年，行業整體絕對收益率介於-20%與 20%之間
回避：未來一年，行業整體絕對收益率為-20%以下

免責聲明

本報告內容或意見僅供參考之用途，並不構成任何買入或沽出證券或其他金融產品之要約。過去之成績不可作為未來成績的指標，同時未來回報是不能保證的，你可能蒙受所有資金的損失。本報告並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、財務狀況、或風險承受程度，投資者在進行任何投資前，必須對其投資進行獨立判斷或諮詢所需之獨立顧問意見。

雖然本報告資料來自或編寫自西證(香港)證券經紀有限公司(「西證證券」)相信為可靠之來源，惟西證證券並不明示或暗示地聲明或保證任何該等資料之準確性、完整性或可靠性。本報告內所提及之價格僅供參考之用途，投資產品之價值及收入可能會浮動。本報告內容或意見可隨時更改，西證證券並不承諾提供任何有關變更之通知。

西證國際證券股份有限公司(「西證國際」)及其附屬公司、要員、董事及僱員在任何時間可持有本報告所提及之任何證券、認股證、期貨、期權、衍生產品或其他金融工具的長倉或短倉。西證國際及其附屬公司可能與報告中論述的公司（等）擁有或正尋求業務關係，包括但不限於企業融資業務關係。因此投資者應留意報告的客觀性可能受潛在的利益衝突所影響。

西證國際或西證國際任何其他成員在任何情況下，均不會就由於任何第三方在依賴本報告內容時之作為或不作為而導致任何類型之損失（無論是直接、間接、隨之而來或附帶者），負上法律責任或具有任何責任。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

未經西證國際事先書面授權，任何人不得為任何目的複製、發出、發表此報告，西證國際保留一切權利。