



汇源果汁投研报告

目录

- 汇源业务分析
- 汇源投资建议

目录

- 汇源业务分析
- 汇源投资建议

股东	股份数量（亿股）	比例
朱新礼	16.12	63.31%
闫炎	2.25	8.84%
淡马锡	2.2	8.63%
中国泛海集团	2	7.85%
合计	22.57	89%

中国泛海集团新进股东，一家中国知名的房地产企业，卢志强为董事长

淡马锡新进股东，一家新加坡的国有投资控股集团。2015年汇源在新加坡设立常驻办事机构

- 2015年以向三得利控股公司发行新股的方式收购三得利（上海）。本次收购主要看中三得利在中国的营销渠道，汇源希望借三得利强大的南方市场来改变汇源南方市场的弱势。其次，三得利茶饮料亦希望能共享汇源在北方的强势市场。
- 汇源出售18.12亿资产，此资产主要为汇源的闲置厂房，其目的是调整资产结构，提高产能利用率。

品类	主打产品	主打新品
100%果汁	100%果汁系列（主推橙汁、苹果汁和桃汁）	鲜榨坊（NFC）、果100（冷链果汁），两项新品已进入南航头等仓、商务仓和VIP室。 早啊（100%混合果蔬汁，营养早餐）
中果	果肉系列；果鲜美；全有系列	无
低果	冰糖葫芦汁；果汁饮料；鲜果饮；果汁果乐	无
水及茶饮料		三得利茶饮料系列

营业所	1200家	覆盖90%以上地级市及50%以上县级市
经销商	3000+家	
直营公司	无数据公布	销售收入同比增长30%+
中石化易捷	进驻17400家易捷门店	

- 汇源营销亮点：
- 1、继续聚焦纯果汁，稳固高果的龙头地位，引导纯果汁市场的潮流；
 - 2、2015年全方位开展国际业务合作，在香港、马来西亚、新加坡设立分支机构。

汇源业务分析

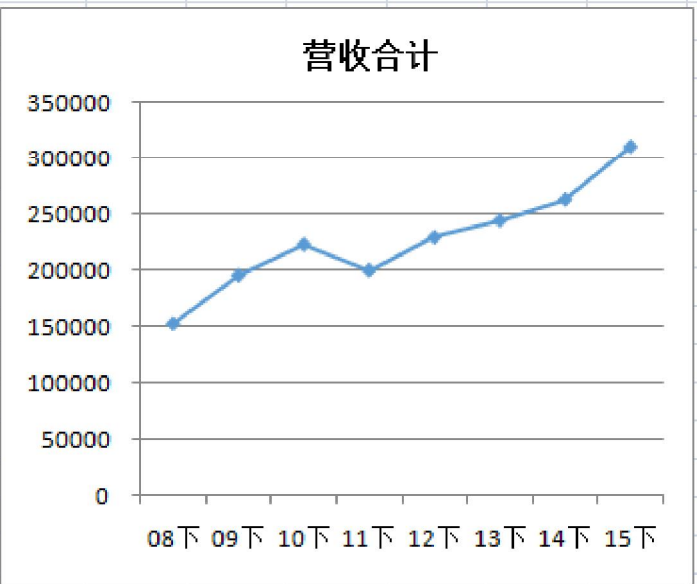
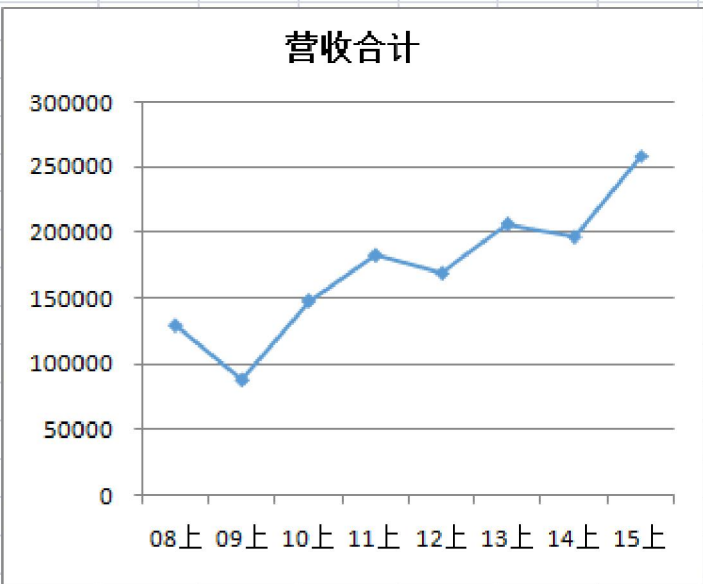
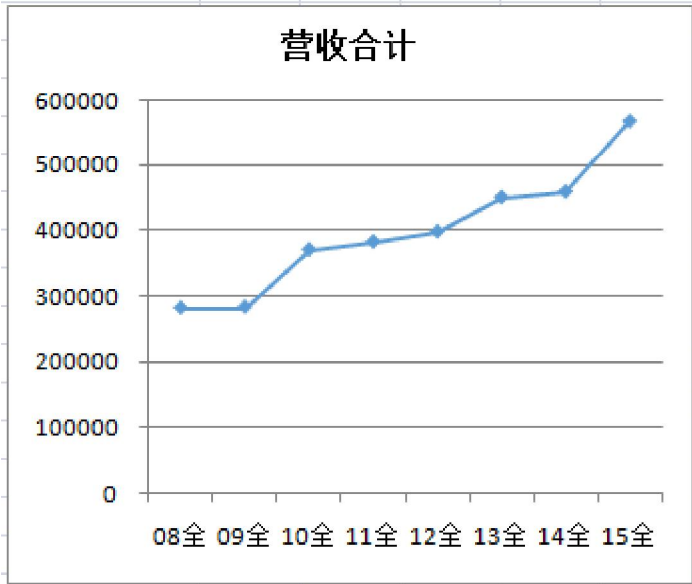
营收分类

营收(万元)	08上	08下	08全	09上	09下	09全	10上	10下	10全	11上	11下	11全	12上	12下	12全	13上	13下	13全	14上	14下	14全	15上	15下	15全
百分百果汁	24982	33180	58162	17858	46060	63918	27993	59671	87664	42285	51598	93883	37842	72961	110803	42381	78085	120466	39371	86759	126130	52583	107227	159810
中浓度果蔬汁	49446	72048	121494	36508	90869	127377	53320	93361	146681	57574	72852	130426	34607	70384	104991	50950	94661	145611	58934	75353	134287	58216	77344	135560
果汁饮料	43880	41215	85095	26743	50716	77459	49024	56346	105370	50881	53222	104103	38160	47028	85188	58433	42688	101121	43590	55381	98971	58782	58668	117450
水和其他饮料	11132	6091	17223	6862	7647	14509	17773	13308	31081	31931	22217	54148	58406	38689	97095	54597	28594	83191	54745	45071	99816	88508	66912	155420
合计	129440	152534	281974	87971	195292	283263	148110	222686	370796	182671	199889	382560	169015	229062	398077	206361	244028	450389	196640	262564	459204	258089	310151	568240

- 从国内外饮料行业的数据来看，未来的一年，中国饮料市场仍深处“严冬”
- 消费结构的不断升级，健康、天然的产品发展潜力巨大
- 青年消费群体数量的不断增加，令行业消费总量仍将保持增长的趋势
- 纯果汁市场前景仍将一片光明

汇源业务分析

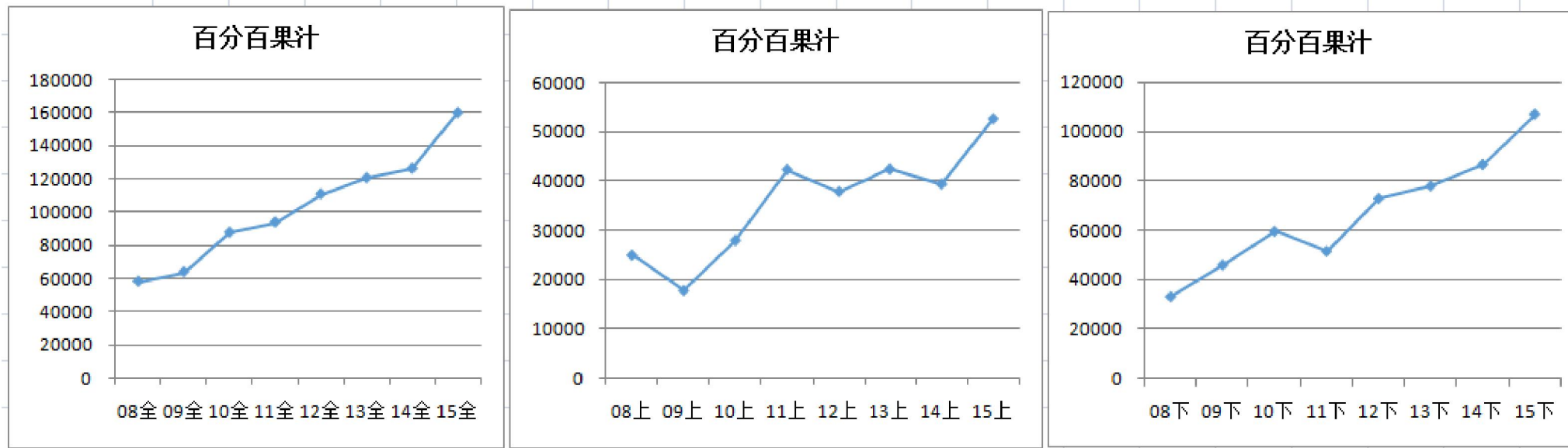
营收增长趋势



汇源果汁营收从上市以后，一直持续增长，虽增幅有限，但持续增长更重要。2015年的加速增长，与汇源并购三得利（中国）有关。

汇源业务分析

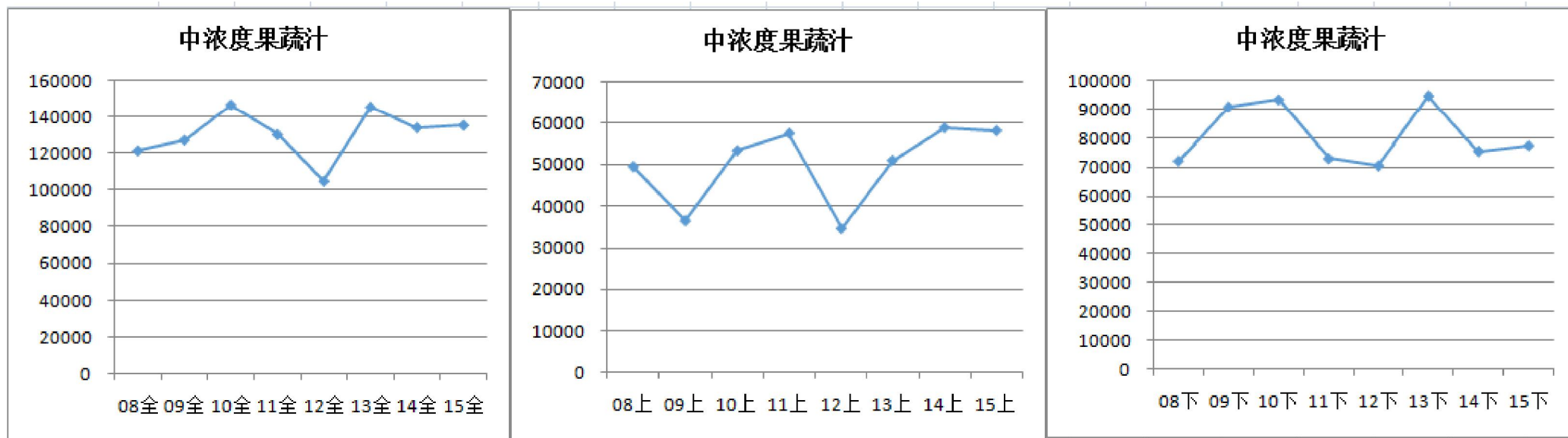
高果增长趋势



汇源果汁的高果一直占据中国纯果汁市场的第一位，2015年占有率高达59.2%，处于绝对的龙头地位。**从高果的增长趋势上看，2015年出现加速增长，要特别引起注意。**

汇源业务分析

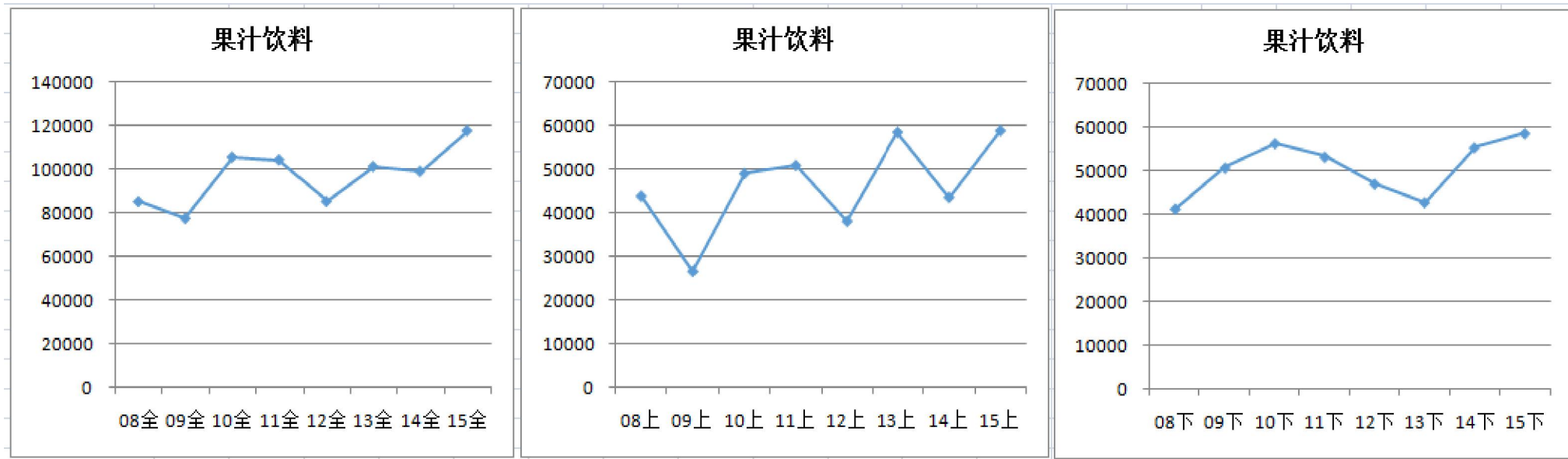
中果增长趋势



汇源中果虽然仍处于龙头地位，2015年占有率持续增长至41.9%。但中果的营收趋势仍在一个箱体里运行，没有突破之势。反观高果的持续增长到加速增长，说明消费者升级后，对健康、对营养的诉求越来越重视了。因此，可以判断出来，纯果汁市场仍会加速，中果和低果市场会步入饱和后的低迷。汇源自2014年调整战略主攻纯果汁市场的路子是正确的。

汇源业务分析

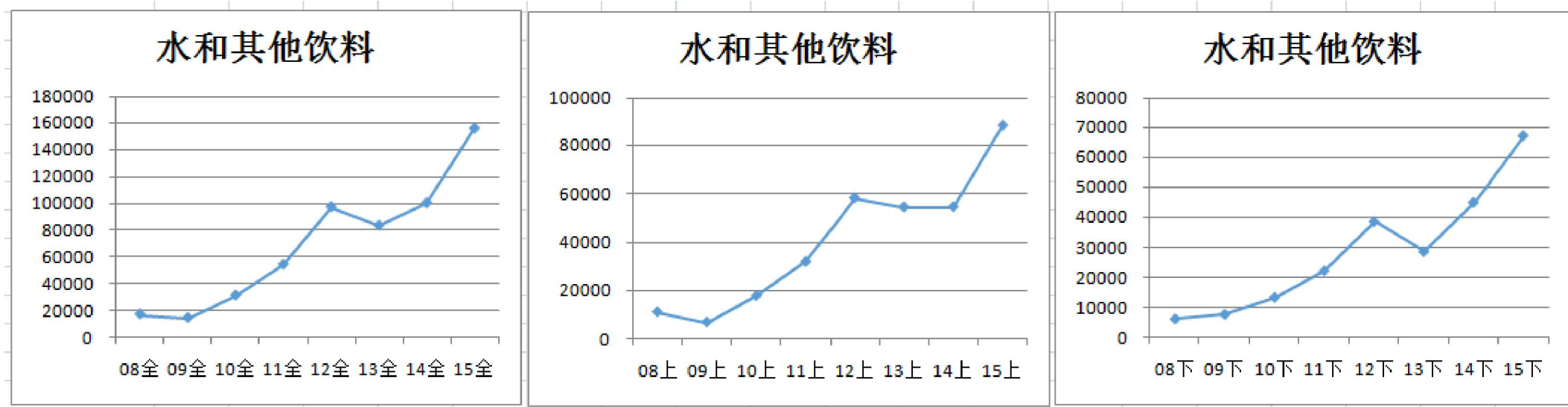
低果增长趋势



汇源在低果市场由于缺乏产品创新能力，市占率持续下降，2015年仅为3%。低果在汇源的营收组合里是不稳定，营收长期无增长，徘徊在10亿左右。2015年低果有较好的表现，这跟新出的几款新品热销有关，但持续性如何，仍要观察。

汇源业务分析

水及茶饮增长趋势

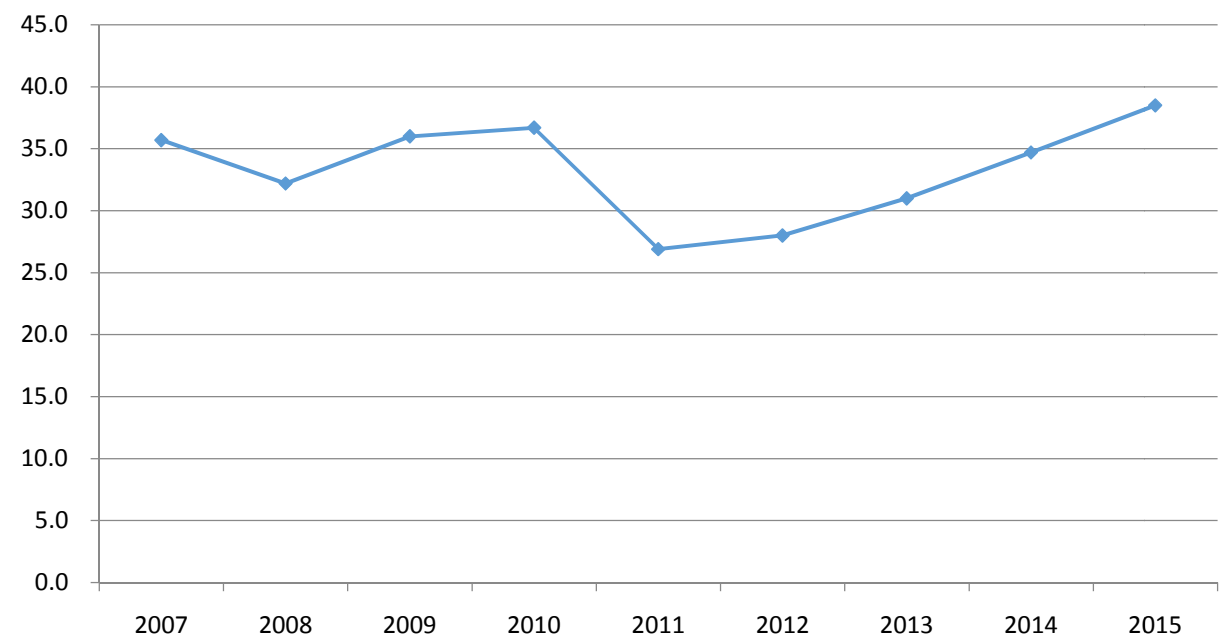


汇源的营收组合里，最有潜力的是三得利的茶饮料。自上市以来，汇源的这块业务营收都是持续上涨的。2014年收购三得利让这块业务锦上添花，2015年实现大幅增长。并购的协同效应出来了。能不能持续，仍需观察。但从汇源的历史数据上看，这块业务的趋势一直是持续上升的。

营收（万元）	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
百分百果汁	58162	63918	87664	93883	110803	120466	126130	159810
中浓度果蔬汁	121494	127377	146681	130426	104991	145611	134287	135560
果汁饮料	85095	77459	105370	104103	85188	101121	98971	117450
水和其他饮料	17223	14509	31081	54148	97095	83191	99816	155420
合计	281974	283263	370796	382560	398077	450389	459204	568240
百分百果汁占比	21%	23%	24%	25%	28%	27%	27%	28%
中浓度果汁占比	43%	45%	40%	34%	26%	32%	29%	24%
果汁饮料占比	30%	27%	28%	27%	21%	22%	22%	21%
水和其他饮料占比	6%	5%	8%	14%	24%	18%	22%	27%

汇源的营收占比里纯果汁的比重较稳定，中果是持续下降的，低果基本上维持在20%+，但有进一步下降的趋势。最大的看点是汇源的水和茶饮，比重已经与高果接近了。**说明，汇源通过近几年的产品结构调整（也是经营策略的调整），正在逐步改善公司的资产负债表，最明显的就是毛利率从2014年的34.7%提升到了38.5%，提升了3.8%。如果再放长些看，从2011年起，汇源的毛利率是持续上升了四年。**

毛利率

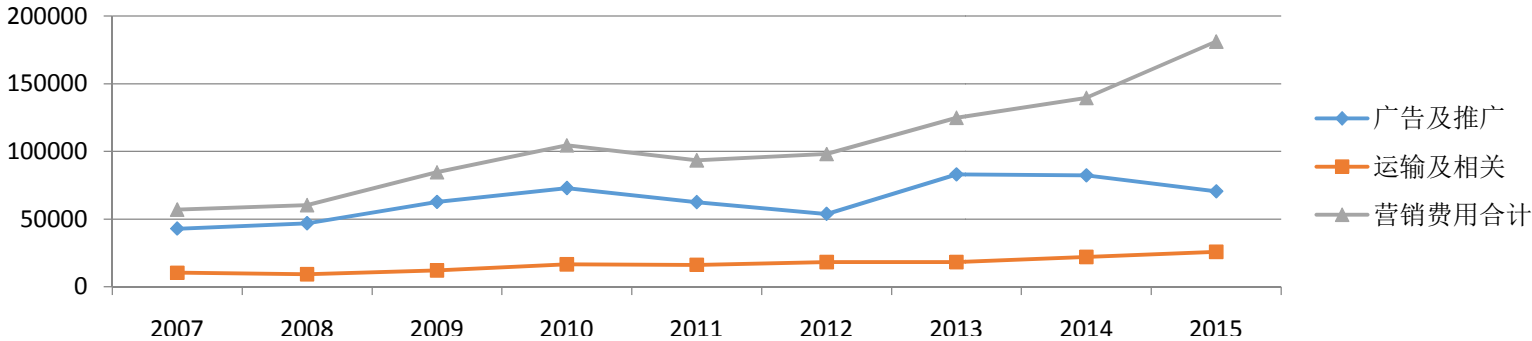


汇源通过近几年的产品结构调整（也是经营策略的调整），正在逐步改善公司的资产负债表，最明显的就是毛利率从2014年的34.7%提升到了38.5%，提升了3.8%。如果再放长些看，从2011年起，汇源的毛利率是持续上升了四年。

汇源业务分析

营销费用

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
广告及推广	42851	46803	62636	72920	62437	53761	83043	82331	70475
运输及相关	10312	9205	12132	16473	16183	18249	18159	22012	25797
营销费用合计	56968	60364	84589	104456	93387	98056	124888	139569	181233
营业收入	265634	281974	283263	370796	382560	398077	450389	459204	568240
营销费用占比	21.4%	21.4%	29.9%	28.2%	24.4%	24.6%	27.7%	30.4%	31.9%



汇源营销费用持续增长，2015年增长较快，营销费用占营收的比重近几年越来越大，2015年达32%左右。我们注意到，汇源在2010-2012年里营销费用占比是下降或持平的，对应的营收也是增长十分缓慢的。2013年营销费用占比提升较快，营收随之增长。**但总的来说，汇源营销能力还是弱了，营销费用的增长并没有给汇源营收带来大的改善。汇源营销费用里对营销人员的激励开支一直不大，也是造成营收增长缓慢的原因之一，但是2015年，18亿多的营销费用里营销激励开支占了近一半，汇源已经开始高度重视营销了。**

项目/年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
存货	74204	76056	98858	106863	114956	160521	132526	121122	129336
原材料	66578	63092	82447	69333	71175	109458	89689	72459	67986
制成品	7627	12964	16411	16945	15728	17115	10495	16803	25050
配件及消耗材料				20585	28054	33948	32342	31860	36300

- 汇源的存货管理有改善，从2012年起存货的平均储存期持续下降，2012-2015年汇源的存货储存期分别为：204天、156天、147天及134天。
- 原材料认列金额下降，这与包装物及白糖价格近几年持续下降有关。我们预计2016年随着原材料的涨价，认列金额将呈上升趋势。
- 库存商品2015年达到一个峰值2认列了2.5亿，为上市以来的最高。反映汇源的销售情况并不理想，这会在接下来要分析的应收款大幅增长中能看到更多的销售方面的不利信息。**

帐龄/年份	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
应收款	17338	14943	34795	41108	60606	78735	108359	162411	174183
3个月内	14301	9686	30715	31224	45284	63208	67221	103833	122683
4-6个月	2565	1102	2135	6450	7072	7771	6356	36865	11974
7-12个月	457	2307	751	1425	5430	4077	32666	9757	25581
1-2年	14	1847	1192	1616	1821	2316	2115	11213	7198
2年以上				393	999	1363	0	742	6747

•汇源的应收款持续的增长，应收款回款周期从2012年起持续上升，极不正常。2012-2015年应收款回款天数分别为：73天、91天、126天和110天。而在2012年前，应收款回款也才一个月多些。既使是一个月的回款期，对快消品企业来说都是不可思议的，康师傅、统一是在10天内就回款了。汇源可以达到4个月的回款期。汇源的资金长期被渠道里的销售商们占据。

•回款周期过长的问题，一直没有解决。关键问题不是出在产品上，是出在营销管理能力上。汇源的营销很“暴力”太粗线条了，一味向终端压货，手段就是给予终端足够长的帐期，当然终端乐意了。这些资金能被终端占据长达3-4个月，已经可以用汇源的钱做好多次其他快消品的周转了。汇源4个月赚了一道钱，人家终端用汇源的钱又多赚了好几道。

•快消品企业营销方式都差不多，汇源应收款帐期过长，只能说明汇源营销能力和管理太弱。

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
固定资产	180349	228862	269716	298278	354053	399637	613500	673094	643382
在建工程	43762	81384	60133	249555	243668	202933	83356	72196	113463
固定资产合计	224111	310246	329849	547833	597721	602570	696856	673094	756845

- 2012年和2013年汇源的在建工程全部顺利转固，2014-2015年却又投入了11亿在在建工程上，还没有转固。汇源产能利用率低下是众所周知的，产能利用率不足25%。
- 汇源2014年开始进行资产结构调整，2015年卖掉了18.12亿的资产包，全部是闲置的加工厂，以期提升产能利用率。但是一边在卖资产包，一边又在大兴“土木”，真的不知何故？也许卖 资产包这种营业外收入获利很大，玩上瘾了？主营业务从上市以来就没有赚过钱啊。
- 汇源是一家重资产的快消费品企业，折旧费用大，在主营业务还没有达到规模效益前，很影响利润。汇源2015年虽然在卖资产包，但固定资产并没有下降反而仍在上升，已经高达75亿了。

现金流量表	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业现金流	1012	19471	13670	24778	25859	14194	72987	4430	37453
资本性支出	79506	116816	84098	234089	76912	46537	33399	48380	84498
折旧费用	13993	17232	21038	26954	29628	36273	44074	51888	51889
摊销费用	1465	1436	1262	2018	2011	3554	3885	5221	5221
短期借款		46024	40325	74825	244059	180756	194876	313066	190805
长期债务	145650	154767	98353	217782	77830	195455	267485	118816	362952

- 这么多年来，不管汇源主营业务有多差，也不管产品创新能力、营销能力有多弱。汇源的经营现金流净额都始终是正的，这全部得力于汇源巨额的折旧摊销非现金支出。所以，虽然汇源在主营业务上始终无法获利，但银行等金融机构仍然会借贷给汇源。经营现金流确保了债务人的安全垫。
- 但对汇源来说，长期背负巨额的债务，几乎所有的资本性开支和企业正常经营的流动资金都是由债务支撑至今的。
- 2015年汇源又开始新一轮大兴“土木”了。资本性支出暴涨到8.5亿。一边卖工厂，一边又建工厂，这个游戏玩的什么名堂呢？

汇源之所以长期估值偏低，就是因为汇源主营业务没有达到规模效益。要达到规模利益，必须主营业务先达到盈亏平衡

- 1、确保营收的持续稳定增长。内生性的增长主要靠聚焦纯果汁和三得利茶饮；外延式的营收增长，主要是并购更多的渠道；走国际化合作道路，让汇源的产能走出去。
- 2、控制经营成本，提升毛利率。继续调整优化资产结构，变重资产为轻资产，提高产能利用率。降低折旧开支。
- 3、汇源最大的短板是营销，长期以来营销支出与产出根本不匹配，大投入小产出，钱花出去不少，但营销效果非常一般。前面讲的应收款回款的问题和存货问题，都是用数据在印证营销短板所带来的结果。
- 4、当然，另一个汇源的老问题，就是管理问题。这个又是造成汇源营销不力的根本原因。

•汇源的营收增长应该可以确保，前面都分析过了；假以时日汇源就这样慢慢地发展，也总有一天能达到主营业务盈亏平衡的，但这个时间非常长，也许再过5年、10年都是可能的。要尽快让汇源达到主营业务的盈亏平衡，就要从前面讨论过的第2、3、4点入手：

- 1、提升毛利率，汇源毛利率的提升主要是固定成本上还有空间，就是折旧和摊销支出，这块费用降低，通过汇源持续的优化资产结构是可以解决的。
- 2、降低销管费用的绝对金额。
- 3、管理！管理！朱董事长曾经试过（启用苏盈福），但失败了。

我们经过测试，若毛利率能提升到40%并维持住，销管费用支出能控制在30亿，在汇源营收达到80亿时，就能实现汇源主营业务的盈亏平衡。按汇源营收的内生性增长计算，只需要4年就能实现。若考虑外延并购或国际化合作运作成功，可能在未来的2-3年就能实现盈亏平衡。

- 前面所有的研究和讨论，都是为了解决汇源的规模利益。因为一旦汇源的规模利益出来了，快消品高达25-30%的边际利润率（有些龙头企业可能更高）就显现它的威力了，这对汇源的估值是颠覆性的，是质的变化。
- 假如，汇源营收在80亿时达到主营业务盈亏平衡，这个80亿的营收就是汇源产生规模利益的营收。那么，以后汇源营收每增长10%，利润的增长相应就是25-30%，那么汇源的估值，就会被PE这个放大镜放大N倍。到那时，汇源的股价涨5-10倍到20-30元多并不是梦想而是完全可以实现的。

目录

- 汇源业务分析
- 汇源投资建议

汇源是快消品企业中的另类

汇源果汁是一个集优点和明显的缺点与一身的快消品企业。他让投资者既爱又恨。爱的是，汇源至始至终牢牢地抓住了饮料食品企业的最根本的东西-----上游水果资源。优质的水果才有好喝的果汁；恨的是，汇源产品创新能力弱、营销能力弱、经营管理更是..... 哎！

汇源的优势，让他“一种味道”、“一个产品”（100%果汁），就能屹立不倒，不论这个产业风起云涌，竞争多么激烈，汇源总是能做到闲庭信步般地增长。而这时，其他的快消品企业却在忙于产品创新、忙于营销模式的改新.....

汇源的劣势，又让他长期陷入债务的泥潭不能自拔，企业经营长期低效。

做汇源投资的长跑者

为什么要做汇源果汁的投资长跑者？汇源的优势别人无法取代也无法复制，朱董事长抓住了根本性的东西，确保了汇源的基业常青。汇源的劣势，却是汇源和朱董事长可以改变的，假以时日，汇源身上的毛病少了、没了，那时的汇源会不会是另一番景象。

这就是我投资汇源的原因：下有安全垫（资源确保基业常青），改掉一身的毛病未来就还有很大的发展空间，但需要时间去改变，而且这个时间可能较长。所以，投资汇源只能做长跑者。