

天地壹号：醋饮料行业领军者

2016年08月15日

新三板	商业模式
-----	------

——新三板公司商业模式研究之三十三

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
岳鹏	联系人	
	yuepeng@dxzq.net.cn	010-66554013
张高艳	联系人	
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn	010-66554030
韩宇	联系人	
	hanyu@dxzq.net.cn	010-66554131
洪一	联系人	
	hongyi0214@qq.com	010-66554046

1. 公司情况

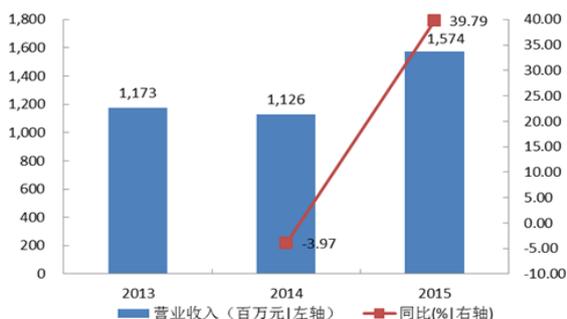
1.1 主营业务

天地壹号饮料股份有限公司是一家集研发、生产、销售醋饮料及其他饮料的股份企业，是具有中国元素的新锐健康饮料产品的价值挖掘者和品牌运营商。经过多年的市场培育和品牌运营，“天地壹号”醋饮料凭借独特口感与健康功效，日益成为消费者喜爱的新一代佐餐饮料，在全国醋饮料行业中拥有较高的市场占有率和品牌美誉度。近年来，公司相继开发了百草壹号、巴马壹号等健康饮品，致力于将天地壹号打造成综合的健康饮料提供商。

1.2 业绩表现

2013年公司营业收入117272万元，2014年公司营业收入112616万元，同比增长-3.97%，2015年公司营业收入157429万元，同比增长39.97%。2013年归属母公司股东的净利润为31445万元，2014年归属母公司股东的净利润为25263万元，同比增长-19.66%，2015年归属母公司股东的净利润为44159万元，同比增长74.80%。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 2：归母公司净利润及增速

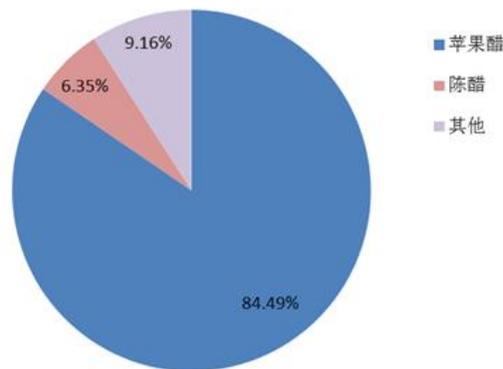


资料来源：WIND，东兴证券研究所

1.3 业务构成

2015 年全年，苹果醋、陈醋和其他饮料分别占当期公司营业收入的 84.49%、6.35%和 9.16%，苹果醋业务仍然是公司营业收入的主要组成部分。

图 3：主营业务构成（2015 年）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.4 发展战略

公司成立之初即定位为优质饮料制造商，专注于健康的佐餐饮料。公司采用品牌经营策略，以广东市场为根据地，辐射周边省份，深耕细作，不断宣扬健康的佐餐理念，投入巨大的人力物力做醋饮料市场的培育工作，已经构建过去十多年的高速增长。天地壹号在广东地区销售占比 8 成以上，为区域龙头，目前已启动了全国化布局，公司在九江、廊坊等地新建生产基地，围绕新建工厂展开华东和华北地区的推广。

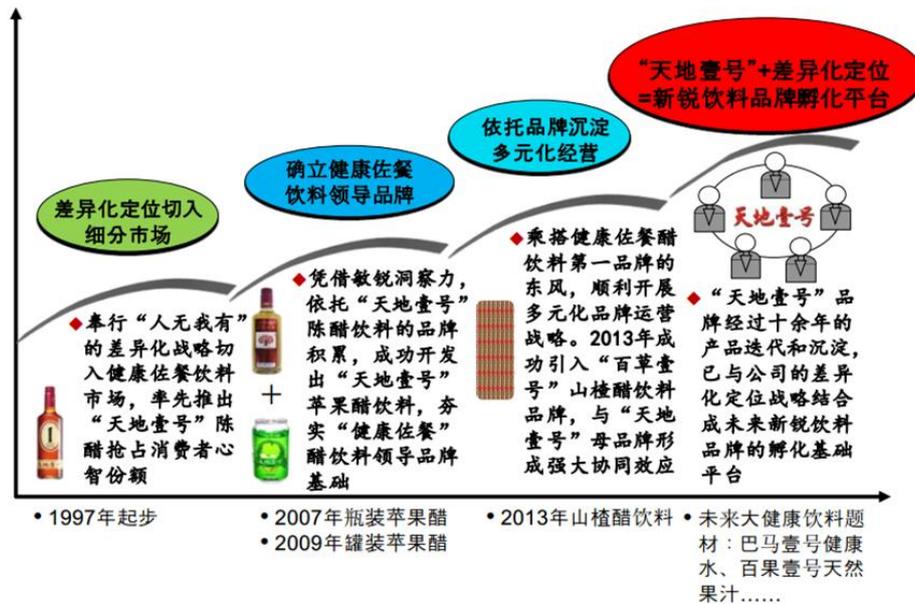
未来，公司将继续专注于产品价值的挖掘和提升，加大营销推广，并在消费者中建立和加强健康醋饮的理念，影响消费者的购买行为，提高含醋佐餐饮料市场的整体规模。另外，依托自身强大的“点对点”线下营销策划能力和下游渠道把控能力，将利用线下的巨大用户流量，逐步建立和完善包含仓储、配送环节在内的全国销售布局。

2. 公司亮点

2.1 产品定位

在差异化经营策略的主导下，天地壹号凭借对饮料行业变化敏锐的洞察力和新品开发、运营的高效执行力，依托细分领域的先发优势，深耕细作中国醋饮料市场。截至目前，公司已成为醋饮料领域领军企业。未来公司会进一步推广“百草壹号”山楂醋饮料品牌（定位于休闲饮用），同时将着力开发包括“巴马壹号”健康饮用水、“百果壹号”150%天然果汁等在内的健康特色饮料品牌。在“天地壹号”这块品牌孵化的土壤上，预计未来会有越来越多小而美的特色“壹号”健康新锐饮料品牌面世，满足各个细分领域消费者的偏好体验。公司将产品定位于“健康佐餐饮料”，这一差异化新锐饮料的定位给了公司更大的定价自由度。同时，公司的产品是能给消费者带来独特价值，在保证口感的同时符合现代消费者健康、养生的消费理念，消费者愿意支付更高价格。

图 4：公司差异化定位策略



资料来源：公司公告,东兴证券研究所

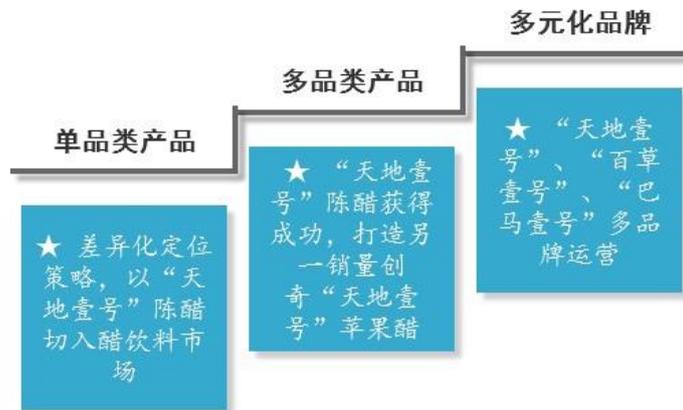
2.2 品牌渠道

经过多年的品牌推广和市场培育，依托行业的快速增长和市场的巨大潜力，并深刻研究消费者的需求变化，“天地壹号”品牌已经深入人心，拥有众多忠实的消费者。公司凭借可靠的产品质量、良好的企业形象和深入的市场推广，使得“天地壹号”品牌的市场影响力和渗透力得到了迅速的提升，得到了销售区域消费者的高度认可。2012年“天地壹号”注册商标被认定为“中国驰名商标”；2014年天地壹号与可口可乐、怡宝等行业巨头荣获“中国饮料行业实践社会责任优秀企业”称号。“天地壹号”历经十几年的积淀与发展，成为消费者值得信赖的优选品牌。

公司建立了广泛的经销网络，拥有几百家经销商，经销商通过数千家分销商及零售商在数十万个销售终端销售公司产品，并且销售区域正在逐渐扩大中，同时，公司建立了包括大型商场、连锁超市和酒楼餐饮等多层次的经销网络。公司通过“激励”与“培育”双管齐下打造与经销商之间稳定持久的合作共赢模式，促进了销售业绩的良性增长，互惠共赢。公司注重在酒楼、饭店等餐饮渠道的销售，该部分消费群体对酒店饮料价格的敏感度较低，而对饮品的品质、功能和品牌比较关注，“天地壹号”系列产品恰恰符合该部分消费群体的消费心理，所以“天地壹号”系列产品作为具有高知名度和优质口感的健康饮品在餐饮渠道广受欢迎，而产品于酒店渠道的售价较商超渠道更高，使得公司能够获得更高的消费溢价。

由于饮料行业下游终端消费者对饮料产品的口味喜好变化较快，因此新品类或新品牌的培育能力对行业主体而言至关重要。成立至今，公司经营经历了单品类运营（天地壹号陈醋）到多品类运营（天地壹号陈醋、苹果醋）再到多元化品牌运营（天地壹号、百草壹号、巴马壹号）的发展阶段，期间培育成功了天地壹号陈醋、天地壹号苹果醋，百草壹号山楂醋等特色新锐饮品，同时在天然饮用水和果汁饮料等新领域有了充足的技术储备，新品牌和新品类的培育、量产、商业化具备了更强大的基础平台。以公司2013年上市的新品牌百草壹号为例，仅仅通过两年的时间其累计销售收入就接近7000万元水平，而传统品牌天地壹号苹果醋实现这个成绩用了足足三年的时间。可以看出，“天地壹号”的品牌效应和公司强大的品牌运营平台，为新品牌的衍生、发展提供了良好孕育土壤。

图 5：公司的差异化定位策略



资料来源：公司公告,东兴证券研究所

2.3 原材料及生产工艺

由于原材料生产环节直接决定原材料的品质水平，进而影响终端产品的口感稳定度，而且原材料的生产工艺水平，直接影响产品的良品率，优秀的饮料企业通常对原材料的把控极为重视。

公司高度重视醋饮料核心技术及相关发酵技术的研发工作，不仅建立了专门的内部研发团队，而且将产学研相结合，与高校及研究机构合作，与国内领先的中国食品发酵工业研究院、华南理工大学、天津科技大学等科研机构开展合作，共同开发或委托开发与产品相关的新配方与新技术。2015年4月1日实施的苹果醋国家标准，天地壹号便是起草单位之一，充分显示了公司较强的技术工艺与行业认可度。2015年12月，天地壹号与天津科技大学联合申报的课题《优良果醋饮料发酵菌种选育及发酵关键技术研究与应用》在天津市2015年科技奖励大会上荣获科技进步一等奖。

表 1：公司的对原材料及生产环节的控制

项目	大部分醋饮料企业	天地壹号	效果对比说明
管理模式	原材料生产以外包为主,较难控制原材料品质的标准化和稳定性	全资子公司管理模式,原材料品质有强大的机制保障	控制力度差异: 天地壹号在原材料的品质控制力度方面高于大多数竞争主体。
工艺流程	苹果醋发酵环节采用的发酵罐机械水平和工艺水平较低	苹果醋发酵环节采用的发酵罐在机械水平和工艺水平方面较高,已获得若干专利	口感差异: 天地壹号的产品口感稳定度要高于大多数竞争主体。 良品率差异: 醋饮料的原材料生产良品率在90%的水平,而天地壹号的原材料生产良品率达到接近
菌种驯化	使用“通用菌种”	将“通用菌种”驯化培育成能获得更高稳定性果醋的“菌种”	100%水平。较高的良品率有利于控制单位生产成本和大规模量产。
材料产地	各地取材,对原材料产地要求不高	老陈壹号地处山西酿醋第一村“怀仁村”,接近老陈醋最佳原材料产地,保证产品口味正宗	文化气息差异: 相较大多数醋饮料竞争主体,天地壹号陈醋饮料的原材料取自怀仁村的老陈醋,多出一分醋文化古风的原汁原味,也为产品品牌构建增添厚重的人文气息。

资料来源：公司公告,东兴证券研究所

3. 同行业标的对比

目前国内规模较大的饮料行业中，**汇源果汁（1886.HK）**属于公司同行业标的。汇源果汁自成立多年来，创建了多个现代化化工厂，链结了标准化水果生产基地，建立了基本遍布全国的销售服务网络，构建了一个全国性的果汁产业化经营体系。公司拥有多条世界先进的水果加工、饮料灌装等生产线。水果原浆加工的冷破碎、浓缩果汁加工的超威过滤、饮料灌装的 UHT 超高温瞬时灭菌、无菌冷灌装等项工艺、技术，均处于世界领先地位。虽然两公司主要产品存在差别，但产品定位、市场渠道一致性较高，具有较强可比性。

表 2：公司与同行业相关标的对比

	天地壹号（832898.0C）	汇源果汁（1886.HK）
一、财务指标		
2013-2015 年营收（百万元）	1172.72/ 1126.16/ 1574.29	4523.18/4611.73/5749.36
2013-2015 年增长率（%）	----/ -3.97%/ 39.79%	12.96%/ 1.96% / 24.84%
2013-2015 年净利润（百万元）	307.06/ 241.45 / 409.46	228.46 / -126.77/-228.82
2013-2015 年增长率（%）	----/ -21.37/ 69.58%	----/ 76.81% / -29.87%
净资产收益率（%）	38.02%	-2.21%
每股收益（元）	1.10	-0.09
PE	19.26	-29.05
PB	4.81	0.62
二、产品特点		
主要产品	公司的主要产品是“天地壹号”系列醋饮料、陈醋及其他饮料；近年来，公司相继开发了百草壹号、巴马壹号等果汁、纯净水饮品，致力于将天地壹号打造成综合的健康饮料提供商。	汇源果汁主营果汁以及果汁饮料；按照果汁浓度以及产品功能，公司产品主要分为四大类：百分百果汁、中浓度果汁、果汁饮料、水以及其他饮料产品。
产品优势	产品定位于饮料行业中的特色醋饮料细分领域，耕细作醋饮料市场，从最初单一品类运营，现已切换到多品牌运营模式。同时，公司作为苹果醋国标主要起草单位，技术优势突出；“天地壹号”品牌已经深入人心，拥有众多忠实的消费者。2015 年“天地壹号”的销售规模达 15.74 亿，占据全国约 40%、广东 80% 以上市场份额，公司为国内醋饮料行业领先企业。	公司是中高端浓缩果汁市场的龙头企业，100%果汁以及中浓度果蔬汁市场占有率第一。按产品质量划分，公司在果蔬汁中高端市场占据绝对优势。公司构建了一个全国性的果汁产业化经营体系，拥有多条世界先进的水果加工、饮料灌装等生产线，多项工艺均处于世界领先地位。
三、业务布局新方向		
新业务依托及布局内容	依托： 技术储备和多元化品牌运营（天地壹号、百草壹号、巴马壹号），在天地壹号陈醋、天地壹号苹果醋成熟的的品牌效应和强大的品牌运营平台，为新品牌的衍生、发展提供了良好孕育土壤。	依托： 作为全国农业产业化重点龙头企业，汇源果汁产业拥有 100 多条世界先进的水果加工、饮料灌装等生产线。作为国内最为知名的果汁饮料商，在消费者中的良好口碑和强大的线下拓展能力，助力新业务的成长。

	<p>同时公司在消费者良好的口碑与强大的市场渠道将帮助新产品快速增长。</p> <p>内容：“百草壹号”山楂醋、“巴马壹号”健康饮用水、“百果壹号”天然果汁等特色新锐饮品，满足各个细分领域消费者的偏好体验，不断壮大“壹号”系列的品牌效应。</p>	<p>内容：公司通过并购三得利饮品，拓展了在茶饮料，功能饮料等市场的布局；在 2016 年，汇源果汁将力推“萌果星球”100%果汁、“维+”维生素饮料、“V.L.V”天然苏打水等新品，涵盖果汁、轻口味功能饮料、苏打水等多品类，完善企业的多元化布局。</p>
新业务板块业绩表现	<p>成功的推出了天地壹号陈醋、天地壹号苹果醋，百草壹号山楂醋等特色新锐饮品，同时在天然饮用水和果汁饮料等新领域有了充足的技术储备，新品牌和新品类的培育、量产、商业化具备了更强大的基础平台。公司于 2013 年推出的新品牌百草壹号，仅两年的时间其累计销售收入就接近 7000 万元水平，通过“天地壹号”的品牌效应和公司强大的品牌运营平台，为新品牌的衍生、发展提供了良好孕育土壤。</p>	<p>在新产品上，汇源果汁似乎略显疲态。低浓度果汁新品等反响平平，以及茶饮料冰茶、植物蛋白饮料、功能饮料等几经受挫，推广不利。随着健康与营养消费意识的提高，低浓度果汁饮料市场增长在明显放缓，同比不到 3%，汇源果汁产品不聚焦、渠道不集中、营销体系不更新等问题凸显。</p> <p>食品饮料行业将呈现年轻化愈演愈烈、健康饮品兴起等多重趋势，2016 年汇源果汁深入推进运营变革，有针对性研发的上市新品，但目前市场上仍较为平淡。</p>

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

4. 竞争能力分析

采用波特五力模型对公司的核心竞争能力进行分析,每个维度满分为 5 分,总计 25 分,公司总得分为 19 分,核心竞争力较强。

表 3：公司波特五力模型分析

天地壹号 (832898.0C)：波特五力模型分析	
潜在进入者 (3.5)	<p>饮料行业领域进入壁垒很低，产品更新换代快，要求进入企业具有精准的产品定位和线下的渠道拓展能力。公司以广东市场为根据地，辐射周边省份，深耕细作，不断宣扬健康的佐餐理念，投入巨大的资源培育醋饮料市场，已经构建过去十几年的高速增长。区域性的醋饮料市场已经建立，就全国而言，饮食消费习惯存在较大差异，企业在向全国拓展的过程中必将遭遇更多的竞争者。</p>
买方议价能力 (4.0)	<p>公司将产品定位于“健康佐餐饮料”，这一差异化定位给了公司更大的定价自由度。在保证口感的同时符合现代消费者健康、养生的消费理念，消费者愿意支付更高价格。“天地壹号”品牌知名度和消费者使用率在区域内领先其他竞争对手，使得天地壹号产品较竞争对手产品拥有更高品牌溢价能力,企业具有较强的议价能力。</p>
卖方议价能 (4.0)	<p>醋饮料：公司拥有自己的原材料全资子公司，保证了原材料供应与品质。</p> <p>包装物：采用长期合作和短期竞价并行的模式，包装市场属于充分竞争行业，企业的订单数量巨大，在议价上拥有较大的主动权，企业具有较强的议价能力。</p>
替代品的威胁 (4.0)	<p>醋饮料健康的佐餐理念，包括已形成的区域性醋饮料市场，短时间的内替代品威胁较小。</p>

同业竞争程度 (3.5)	企业在广东市场具有垄断式地位，南方各省市场也在不断拓展，增速较快；而在长江以北区域，公司知名度较低，市场渠道薄弱，面对区域竞争者较强的竞争压力。
总分(19)	企业核心竞争力较强。

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

5. 风险因素

◆ 消费者偏好变化的风险

消费者的喜好包括产品包装、味道、安全及健康益处等方面的偏好。消费者对产品的偏好可能会受多个方面不利影响，包括竞争对手的营销工作以及媒体对公司产品的负面报道等。如果公司未能应消费者喜好或消费模式的变化来及时调整公司产品组合、营销及定价，可能导致产品销量下滑。

◆ 新产品推广和新市场拓展风险

公司正在布局全国市场。新市场的市场环境、竞争情况、消费者喜好及消费模式可能有别于公司目前所在的市场，令新市场开拓不确定性加大。公司可能在扩充业务及新市场拓展方面产生比预期更高的支出，且不能保证公司的市场扩展顺利开展。

◆ 品牌形象受损的风险

作为直接面对广大消费者的饮料企业，品牌形象对公司而言至关重要。随着公司的不断发展壮大，公司及品牌亦可能存在被恶意攻击、侵权的风险。公司产品被他人仿冒、模仿可能影响公司的利益及品牌形象，公司及品牌被竞争对手或其他第三方恶意攻击、侵权将可能动摇消费者对公司及产品的信任度、忠诚度，从而对公司的财务状况和经营成果造成不利影响。

6. 总体结论

近年来饮料行业增速放缓，同时消费水平的提高伴随着消费需求的多样化，更多新品、厂商参与到竞争中来，存量市场竞争也会越来越激烈。同时饮料消费结构进一步升级，醋饮料等新锐健康饮料的需求空间巨大，具有快速增长的潜质。基于对自身产品定位、产品价值和消费者消费习惯的深刻理解，将公司主导产品“天地壹号”定位于“健康佐餐饮料”，通过差异化饮料品牌运营，赢得更多品牌溢价权。企业建立了营销团队与经销商协同的渠道体系，形成对销售网络的有效控制与渗透，销售区域逐渐北扩。成立至今，公司经营经历了单品类运营到多品类运营再到多元化品牌运营的发展阶段，期间成功培育了天地壹号陈醋、苹果醋，百草壹号山楂醋等特色产品，同时在植物饮料和饮用水等新领域有了充足的技术与资源储备。凭借固有的品牌、渠道、研发和技术积累，为企业战略新品及新市场的培育、量产和商业化构建了更强大的平台。企业在不断开拓新的业绩增长区域和增长点，公司未来前景可期，值得投资者关注。

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

岳鹏

中科院机器人学硕士，3年机器人研发及管理经验，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板领域。

张高艳

清华大学工业工程硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有2年市场咨询研究经验。2016年进入东兴证券研究所，关注TMT领域。

洪一

CIIA,中山大学金融硕士，2年新三板投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、社会服务领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。