

**汤臣倍健 (300146.SZ)**
**是，但不仅仅是渠道扩张**
**评级： 增持**
**前次：**
**目标价 (元)：**
**77.88-86.11**

分析师

分析师

胡德军

谢刚

S0740511070005

S0740510120005

021-20315083

021-20315178

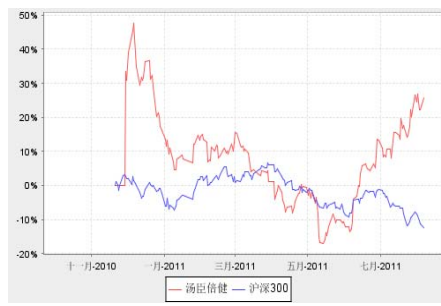
hudj@qlzq.com.cn

xiegang@qlzq.com.cn

2011年8月22日

**基本状况**

总股本(百万股)	109.36
流通股本(百万股)	27.36
市价(元)	67.30
市值(百万元)	7359.93
流通市值(百万元)	1841.33

**股价与行业-市场走势对比**

**业绩预测**

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	205.29	346.08	573.14	921.94	1,392.45
营业收入增速	44.72%	68.58%	65.61%	60.86%	51.03%
净利润增长率	95.37%	76.54%	92.99%	59.87%	50.62%
摊薄每股收益 (元)	1.27	1.68	1.63	2.60	3.91
前次预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
偏差率 (本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率 (倍)	0.00	89.05	41.84	26.17	17.37
PEG	0.00	1.16	0.45	0.44	0.34
每股净资产 (元)	2.61	29.71	13.67	7.64	4.43
每股现金流量	1.02	1.00	1.44	0.84	0.72
净资产收益率	48.76%	5.67%	10.57%	15.11%	19.63%
市净率	0.00	5.05	4.97	8.90	15.35
总股本 (百万股)	41.00	54.68	109.36	109.36	109.36

备注：市场预测取聚源一致预期

**投资要点**

- **公司是专营膳食营养补充剂的上市公司：**公司是国内非直销领域第一品牌，市场占比超过 10%，产品涵盖软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂等多个剂型，主打三大品牌分别为“汤臣倍健”、“十一坊”和“顶呱呱”；
- **由表及里，公司未来将不会拘泥于终端拓展：**在全国约 40 万个药店和商超终端中，公司 2011 年底终端覆盖有望达到 20000 个，占比为 5%；假设公司终端覆盖 10%-15%，预计未来公司终端覆盖个数将达到 4 万—6 万家，表明终端市场依然有 2-3 倍空间；但考虑到目前公司对终端扩张采用有选择性进入的策略，我们认为终端扩张的同时更需要关注单个终端销售额的快速增长，拘泥于终端拓展只能是短期行为；
- **终端拓展的背后更是单个终端营业额的快速增长，未来三年公司多重举措确保复合增长率 60%以上：**假设公司已终端保持医药零售行业 14%增速，新开终端当年实现盈亏平衡，推算 2011-13 年公司复合增长率可达 70%（见正文），高于公司 60%的产能增速，因此短期公司将主要受制于产能瓶颈；而公司终端销售快速增长源于：1、非直销领域膳食营养补充剂行业增速保持 20-30%；2、药品降价增加药店销售保健品热情，有利于公司进行渠道建设和快速扩张；3、吸取安利品牌塑造经验，通过姚明等形象代言人树立本土健康品牌，符合未来产品社会需求和发展趋势；4、不断推出新产品来增加目标人群；我们认为如果公司通过并购无疑将加速产品多元化和渠道扩张步伐；
- **未来产能瓶颈将逐步缓解：**根据公司规划，公司募投项目达产后片剂产能是 2009 年的 3.55 倍，粉剂灌装产能增长 1.57 倍，粉剂袋装产能增长 4.38 倍，软胶囊产能增长 3.04 倍，硬胶囊产能增长 1.75 倍；
- **我们预测公司 2011-12 年的营收分别为 5.73 亿元、9.22 亿元和 13.92 亿元；净利润分别为 1.78 亿元、2.84 亿元和 4.28 亿元，同比分别增长 92.99%、59.89%和 50.62%，实现每股收益分别为 1.63 元、2.60 元和 3.91 元；综合绝对估值和相对估值法其合理价值区间为 77.88-86.11 元/股，首次给予“增持”评级。**

请务必阅读正文之后的重要声明部分

## 内容目录

公司业绩增长的关键点.....	- 4 -
<b>精耕非直销领域，终端扩张预示未来三年高增长</b> .....	<b>- 5 -</b>
保守预计公司未来三年依然有 2-3 倍终端市场可以挖掘.....	- 5 -
精耕非直销领域，积极渠道建设策略确保快速终端覆盖：.....	- 6 -
从销售方式看：非直销渠道是全球行业主流，占美国 66%膳食市场.....	- 6 -
从行业来看：中国非直销领域正处于快速增长期，未来三年增速 20-30% ..	- 7 -
公司非直销领域销售冠军，未来三年将投 1.23 亿元进行渠道建设 .....	- 8 -
<b>业绩增长不仅仅依托于终端的快速覆盖</b> .....	<b>- 9 -</b>
2013 年开始终端销售增速将成为关键.....	- 9 -
终端覆盖+终端销售额快速增长确保 2011-2012 年复合增长率 60%以上 ..	- 10 -
公司多种方式确保终端销售保持高速增长： .....	- 11 -
1、从营销模式上：三种营销模式确保终端销售能力.....	- 11 -
2、精选优质合作客户资源，保证终端价格全国统一和公司毛利率水平 ...	- 12 -
3、树立健康品牌，把握最有前途的运动产品市场 .....	- 13 -
4、紧抓产品研发和品质，确保产品多元化和品质差异化 .....	- 14 -
5、政策因素：药品降价有利于膳食补充剂在药店的推广 .....	- 15 -
<b>我们认为公司短期扩张主要受限产能瓶颈</b> .....	<b>- 16 -</b>
历史数据表明公司产品销量的增长速度远远高于产能的增长速度 .....	- 16 -
上市募投项目实施有助产能释放 .....	- 16 -
<b>盈利预测、估值与投资建议</b> .....	<b>- 17 -</b>
假设前提与盈利预测.....	- 17 -
绝对估值：估值为 77.88 元/股.....	- 18 -
PE 相对估值法：72.76—86.11 元/股 .....	- 19 -
公司合理估值区间：77.88—86.11 元/股 .....	- 19 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 19 -</b>

## 图表目录

图表 1：公司未来业绩驱动力分析.....	- 4 -
图表 2：公司零售终端拓展计划.....	- 5 -
图表 3：公司终端扩张预测图 .....	- 5 -
图表 4：膳食营养补充剂销售模式对比情况.....	- 6 -
图表 5：美国不同销售渠道主要以非直销渠道为主 .....	- 6 -
图表 6：我国膳食营养行业发展历程 .....	- 7 -
图表 7：我国膳食营养补充剂规模增长情况.....	- 7 -
图表 8：中国膳食营养补充剂未来市场规模预测.....	- 8 -
图表 9：公司单季度销售收入及增长情况 .....	- 8 -
图表 10：公司单季度净利润及增长情况.....	- 8 -

图表 11: 公司销售网点个数快速增长.....	- 9 -
图表 12: 我国连锁门店数及增长率.....	- 9 -
图表 13: NBTY 历年销售及增长情况.....	- 9 -
图表 14: 假设单靠终端拓展下公司业绩增速.....	- 10 -
图表 15: 我国零售终端 2001-2010 年复合增长率为 19.45%.....	- 10 -
图表 16: 公司单个销售终端销售额和增长情况.....	- 11 -
图表 17: 以终端增长为模型下复合增长达 70%.....	- 11 -
图表 18: 公司目前产能保持公司复合增长为 60%.....	- 11 -
图表 19: 公司连锁店建设的三种盈利模式.....	- 12 -
图表 20: 公司连锁店未来规划.....	- 12 -
图表 21: 合作客户标准.....	- 13 -
图表 22: 美国膳食补充剂市场种类分布.....	- 13 -
图表 23: 欧洲膳食补充剂市场种类分布.....	- 13 -
图表 24: Amway 历年销售及增长情况.....	- 14 -
图表 25: 公司品牌建设历程.....	- 14 -
图表 26: 美国不同膳食类产品增速预测.....	- 14 -
图表 27: 美国人选用膳食补充剂的主要标准.....	- 14 -
图表 28: 膳食营养补充剂与传统保健食品的区别.....	- 15 -
图表 29: 我国保健品零售终端销售额及增长情况.....	- 16 -
图表 30: 公司各个产品基本处于超负荷生产状态.....	- 16 -
图表 31: 公司上市后募投项目关系示意图.....	- 17 -
图表 32: 公司产能扩张情况.....	- 17 -
图表 33: 公司期间费用率和所得税预测表.....	- 18 -
图表 34: 三阶段模型主要假设.....	- 18 -
图表 35: 绝对估值的主要假设条件.....	- 18 -
图表 36: 可比公司估值.....	- 19 -
图表 37: 公司销售收入盈利预测表.....	- 20 -

## 汤臣倍健业绩增长的关键点

### ■ 我们认为公司未来五年快速增长动力在于：

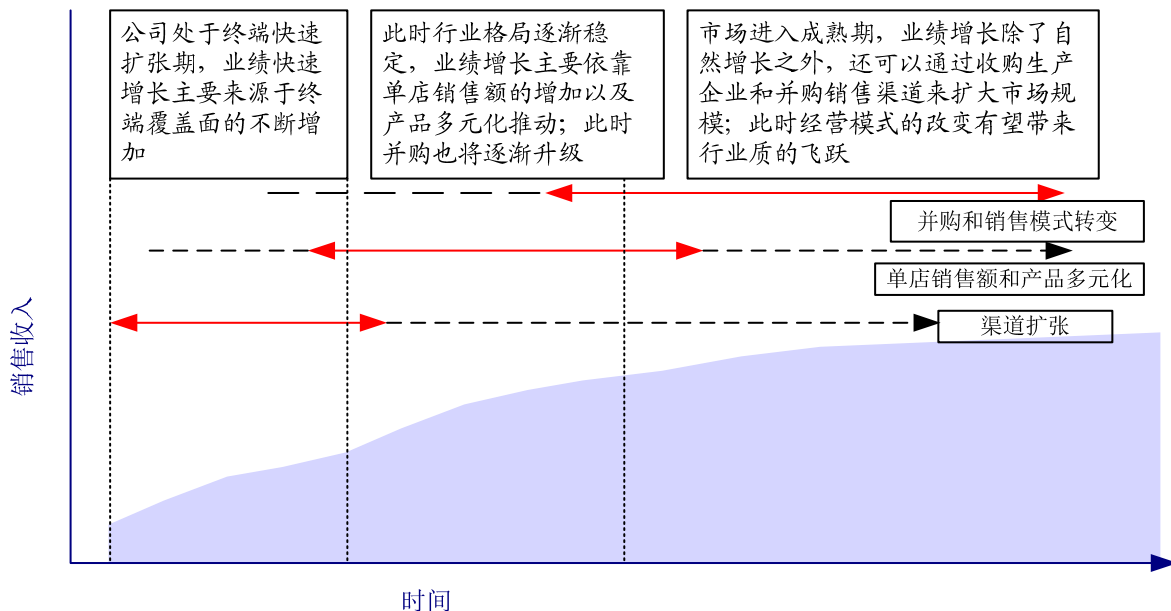
- 1、终端覆盖面的快速拓展：我国二三级城市的市场尚待深度开发，假设公司市场占有率 10-15%，考虑到我国药店总数每年保持 5% 以上的增长，我们保守估计公司未来终端覆盖数目可以达到 4-6 万个；
- 2、单个销售终端销售额的快速增长：
 

我国零售终端销售额未来三年仍有望保持 15% 的行业平均增速，而膳食营养补充剂行业增速更是达到 20-30%；

随着药品降价，单纯药品销售很难支撑药店发展，未来药店中营养类产品销售占比有望不断增加：美国膳食营养补充剂已占药店经营额的 30%，在日本已占 40% 的份额，而我国的这个占比仅为日本的 1/25，美国的 1/20；

产品种类的不断丰富有助于单店销售额的快速增长：美国 NBTY 旗下拥有超过 150 个国际知名品牌，产品品类逾 3,000 种，单品超过 22,000 个；而我国膳食营养补充剂产品数量虽然达到 25,000 个，但这些产品主要是以普通食品形态存在，取得营养素补充剂及保健食品批准证书的只占到产品总数的 4%；汤臣倍健目前只有 140 多个产品，三大品牌，未来品类和品牌上都还有很大的提升空间；
- 3、同时我们认为未来公司如果实行收购，无疑将加速终端覆盖速度和产品多元化进程；

图表 1：公司未来业绩驱动力分析



来源：齐鲁证券研究所，附注：红色线表示该段时间公司业绩增长的主要推动力

### ■ 销售和品牌塑造吸取安利和 NBTY 之精华，谋求公司长期可持续健康发展：

- 渠道铺垫取道 NBTY，精细耕耘非直销领域；
- 品牌树立取道安利，通过体育明星树立健康品牌形象；

## 精耕非直销领域，终端扩张预示未来三年高增长

保守预计公司未来三年依然有 2-3 倍终端市场可以挖掘

- 从区域来看，全国 333 个地级市场中，公司只开发了 200 多个城市，仅占 60%。未来随着中国膳食营养补充剂市场的日渐成熟，剩余的 40% 空白地级市场有待进一步开发，我们认为布局上公司依然有待加强；
- 从终端数目来看，在全国 38 万个药店终端中，公司目前只开发了 16000 余个（截止到 2011 年 6 月底），仅占 4.17%
- 我们认为，公司短期的主要增长点在于渠道的不断拓展，其中药店和商超未来发展的潜力巨大；我们假设公司未来市场占有率提升到 10%-15%，目前药店终端和商超总共约 40 万家，每年以 5% 的速度增长，按照目前市场占有率我们预计公司未来终端覆盖个数约在 4 万—6 万家；
- 我们预计公司今年覆盖终端约在 2 万家左右，因此未来保守预计还有 2-3 倍的终端市场有待挖掘；
- 需要强调的是，目前国内部分优秀的医药公司 OTC 终端覆盖一般都能达到 6-8 万个药店，我们认为未来 2-3 倍的终端市场依然存在一定的保守成分；

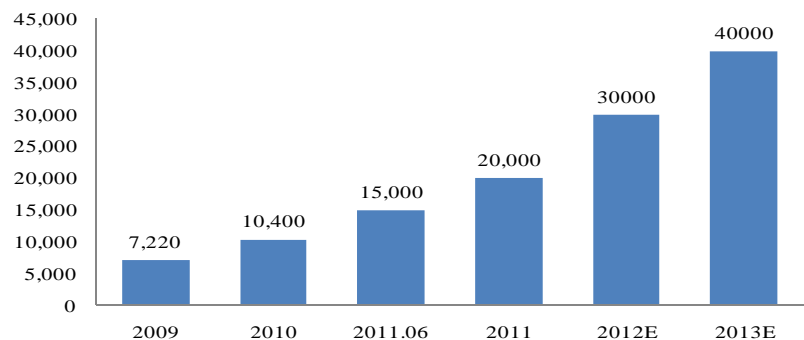
图表 2：公司零售终端拓展计划

项目		2009.12	2010.12	2011.12	2012.12
销售终端个数合计		7,220	10,400	18,000(按照目前覆盖情况应该可以达到 20000)	20,000(实际可能达到 30000 个)
药店销售终端	总数	6,800	9,800	14,300	19,200
	新增	-	3000	4,500	4,900
商超销售终端	总数	420	600	700	800
	新增		180	100	100

来源：齐鲁证券研究所

- 我们预测到 2014 年公司终端覆盖将超过 50000 个，即平均每年约增加 1 万多个销售终端，比公司目前规划的增速相对要高；

图表 3：公司终端扩张预测图



来源：齐鲁证券研究所



精耕非直销领域，积极渠道建设策略确保快速终端覆盖：

从销售方式看：非直销渠道是全球行业主流，占美国 66%膳食市场

- 膳食营养补充剂的销售渠道主要包括直销渠道和非直销渠道，其中，非直销渠道包括传统渠道、品牌连锁、邮购渠道三种形式；

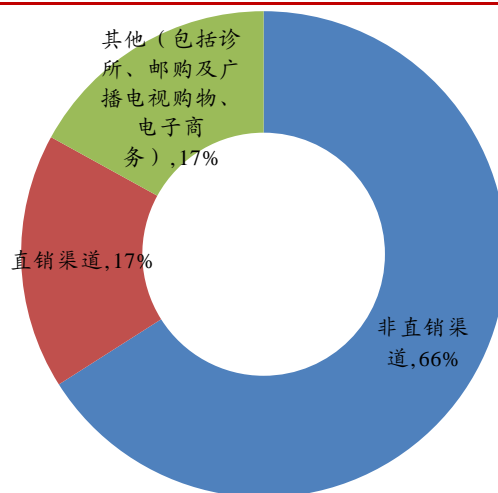
图表 4：膳食营养补充剂销售模式对比情况

渠道类别	优势	劣势	现状及成长性
传统渠道	固定资产投入少，依托渠道的客户，覆盖面广，符合当前消费习惯	可控性差，终端铺面竞争激烈，与竞争对手区隔难，容易遭受终端拦截	相当长的时间内仍然是主要渠道，主要包括药店和商超
直销渠道	覆盖面广，推介新品新牌灵活，利于消费者教育	申请直销牌照难，管理复杂，人员管理成本高	目前主要渠道，未来主要渠道
品牌连锁	可控性强，缩短通路，利于信用与品牌建设，利于消费者教育	成本费用高，扩张速度慢，消费习惯有待培养	国外领先企业的主流模式，国内逐步开始发展，随着消费意识的增强成长空间广阔
目录邮购	方便灵活，固定投资少，新品牌推介快	受传统消费观念制约，物流过程难以控制	目前客户主要是青少年，成长速度快

来源：齐鲁证券研究所

- 作为最大的膳食消费品大国，美国超过 66%的产品销售通过健康产品专卖店和综合商超(包括大型超市、药店、便利店等)产生，是美国膳食营养补充剂目前与未来的主要销售模式；
- 目前美国直销或传销渠道的市场占有率仅为 17%。与其他销售渠道强劲而稳定的增长势头相比，直销或传销模式的销售额增幅缓慢，甚至出现负增长，市场占有率也在逐年降低。其他销售渠道还包括专业的营养诊所及广播电视购物、电子商务等多种营销模式；

图表 5：美国不同销售渠道主要以非直销渠道为主



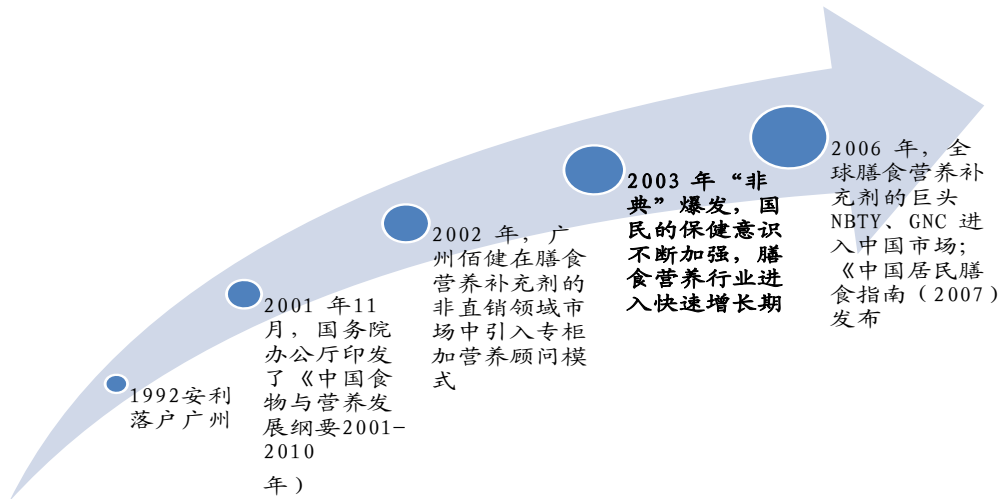
来源：齐鲁证券研究所

- 从国内市场来，目前近 90%的市场依然是直销渠道占领，从合理性来看和国外依然存在差别，我们认为随着未来国家《保健食品功能范围调整方案》的实施，非直销领域对产品功能性优势有望得到进一步体现，未来有望不断侵蚀直销市场份额；

从行业来看：中国非直销领域正处于快速增长期，未来三年增速 20-30%

- 截至 2008 年末我国膳食营养补充剂的市场份额在 550 亿元左右，其中以安利中国、完美中国为代表的直销企业占据着约 490 亿的市场份额，市场占比达到 90%；

图表 6：我国膳食营养行业发展历程



来源：齐鲁证券研究所

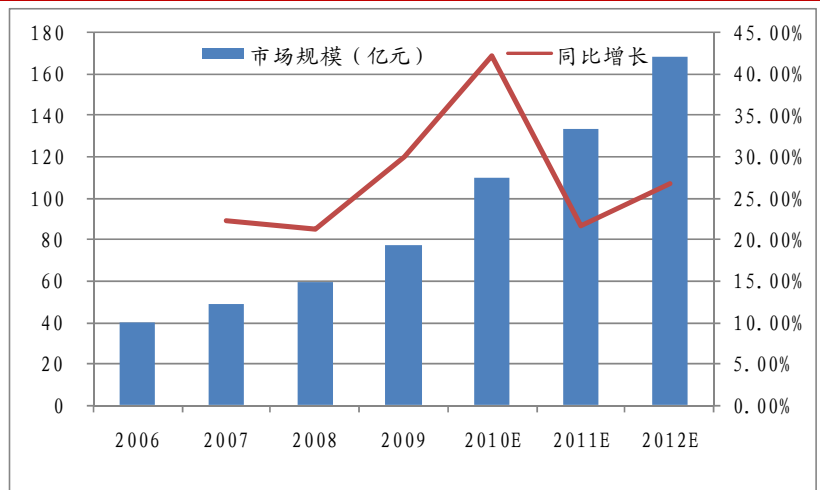
- 在非直销领域当中，美国 NBTY 已经部分进入中国市场，同时，美国 GNC 已于今年在美国纽交所上市，并已部分进入中国市场；加拿大的杰美森也已进入中国；
- 国内非直销企业中，近年来以汤臣倍健、益生康健为代表的企业发展迅速，2008 年市场份额已达到 60 亿元，2010 年市场规模应该超过 90 亿元；

图表 7：我国膳食营养补充剂规模增长情况

项目	市场规模（亿元）	企业数量（余个）	品牌数量（余个）	产品数量（余个）
2007 年	50	300	1000	20000
2008 年	60	330	1200	25000
同比增长	20%	10%	20%	25%

来源：齐鲁证券研究所

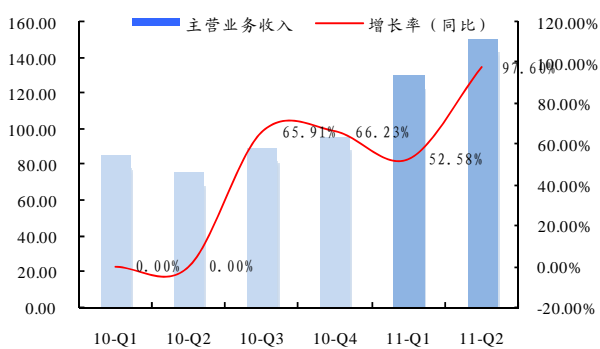
- 如果中国经济在未来数年内不低于 8% 的增速，膳食营养补充剂的市场规模将保持目前的增长速度，到 2012 年膳食营养补充剂非直销领域市场规模将超过 160 亿元，未来三年行业年均增速预计在 20-30%；

**图表 8：中国膳食营养补充剂未来市场规模预测**


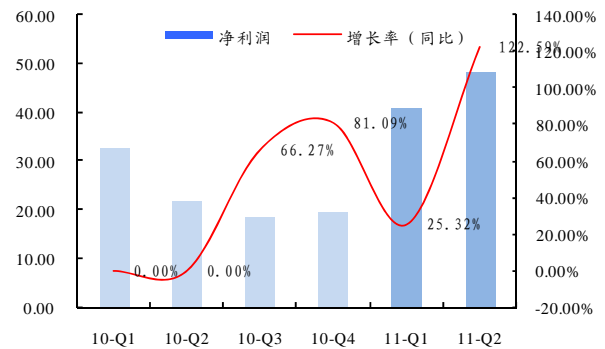
来源：《2009 年膳食营养补充剂（非直销）报告》，齐鲁证券研究所

**公司非直销领域销售冠军，未来三年将投 1.23 亿元进行渠道建设**

- 国内非直销领域集中度不高，竞争充分：截至 2008 年底，非直销领域约有企业 330 家，市场零售额已达到 60 亿元，排前 10 名的企业合计销量占总销量的 41.8%；
- 汤臣倍健已连续第六年夺得非直销领域销售冠军；汤臣倍健产品在 2008 年的零售额约为 6 亿元，市场份额约为 10%；在 2009 年以终端零售额计算的市场规模已突破了 10 亿元，荣登膳食营养补充剂非直销领域第一品牌美誉；

**图表 9：公司单季度销售收入及增长情况**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 10：公司单季度净利润及增长情况**


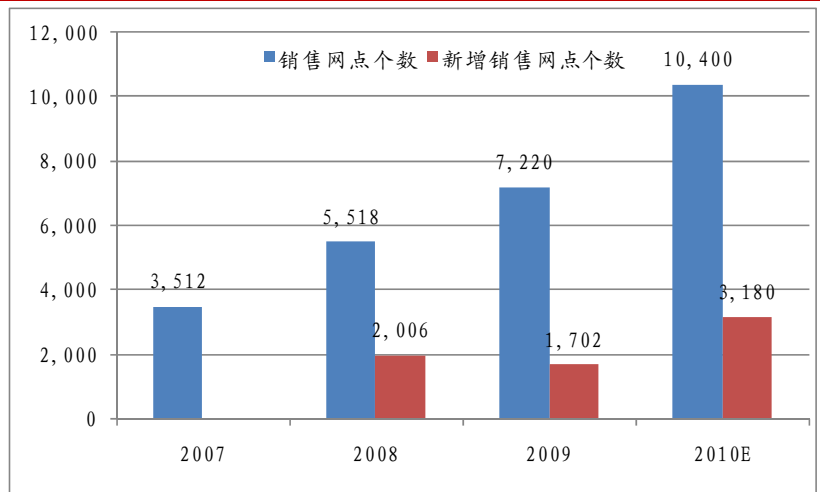
来源：齐鲁证券研究所

- 公司拥有行业非直销领域领先的销售网络和优质经销商资源：截至 2010 年底，公司在全国拥有了 280 多家经销商，产品销售终端数量在全国已达到了 13,000 多个，公司产品已经进入了 83 个全国百强连锁药店和 11 个全国百强商业超市，在同行业中销售渠道规模处于领先地位；
- 公司计划未来三年投入 1.23 亿元进行渠道建设：公司计划实现传统终端从 2010 年 6 月 30 日的 9000 多个扩展到 2012 年底的 20000 个，并大力发展具备消费者体验功能的“汤臣倍健营养中心”，每家店中都有专业营养师进行消费咨询和健康指导，这种营养中心将从 2010 年 6 月 30 日的



164 家扩展到 2012 年底的 600 余家;

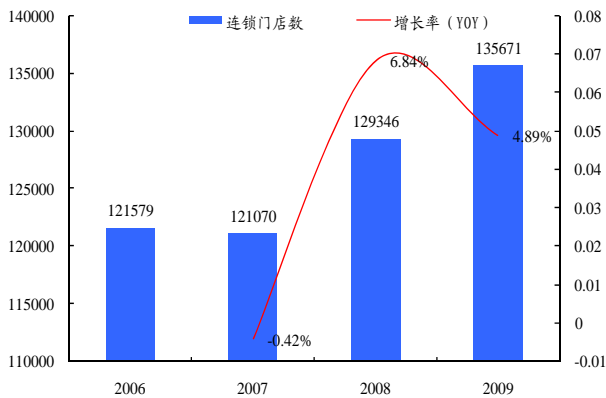
**图表 11: 公司销售网点个数快速增长**



来源: 齐鲁证券研究所

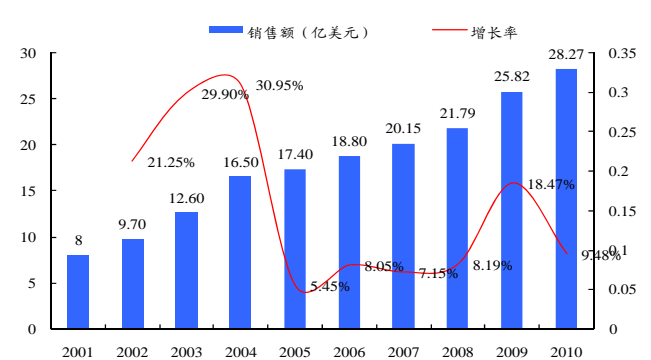
- 公司从 2009 年开始借鉴 NBTY 和 GNC 的成功经验, 积极拓展销售模式, 在国内膳食营养补充剂行业中开设连锁经营店。截至 2011 年 6 月末, 专卖公司产品的连锁经营店已有 296 家, 虽然是目前国内膳食营养补充剂连锁店数量较多的企业, 但覆盖率还不到 3%, 未来还有很大的空间可以挖掘; 我们认为利用连锁店有利于公司快速进行渠道扩张, 先于竞争对手实现终端覆盖;

**图表 12: 我国连锁门店数及增长率**



来源: 齐鲁证券研究所

**图表 13: NBTY 历年销售及增长情况**



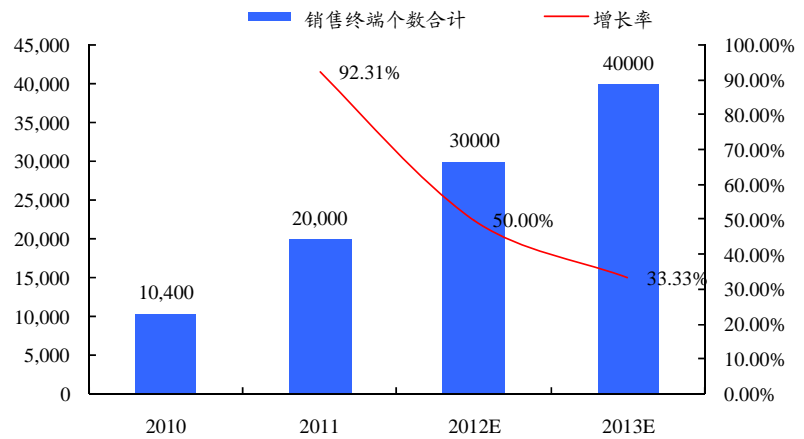
来源: 齐鲁证券研究所

## 业绩增长不仅仅依托于终端的快速覆盖

### 2013 年开始终端销售增速将成为关键

- 我们假设公司终端销售保持稳定, 那么到 2013 年公司如果医药终端覆盖就只能维持 30% 左右的增长, 因此我们认为 2013 年开始单个终端销售情况将成为公司业绩增长的另一主要动力;

**图表 14: 假设单靠终端拓展下公司业绩增速**

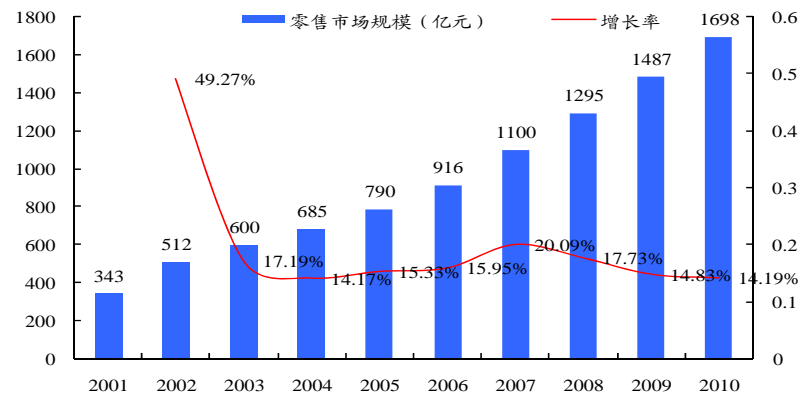


来源: 齐鲁证券研究所

**终端覆盖+终端销售额快速增长确保 2011-2012 年复合增长率 60%以上**

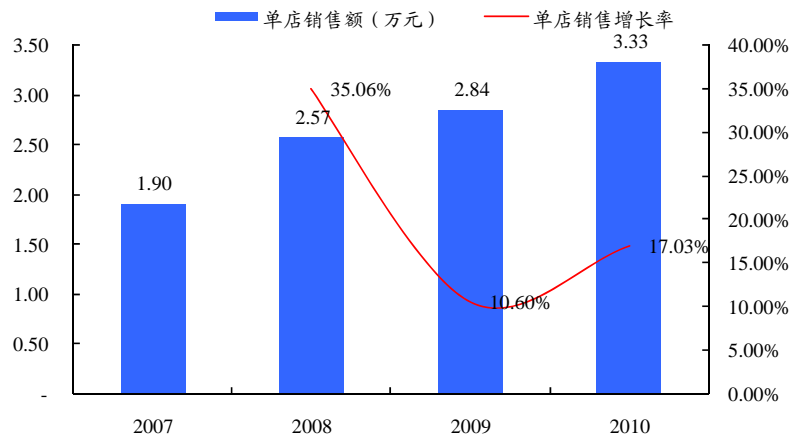
- 目前公司销售终端一般在 4 个月左右可以达到盈亏平衡, 因此在销售额上也存在一定的滞后效应, 受此原因影响, 我们认为未来两年公司单个销售终端的销售额增长不会太快, 但对公司整体业绩的推动作用不容忽视;
- 从行业来看, 2001 年到 2010 年中国药品零售终端市场规模的复合增长率为 19.45%。2010 年达到 1698 亿元, 同比增长了 14.19%;

**图表 15: 我国零售终端 2001-2010 年复合增长率为 19.45%**



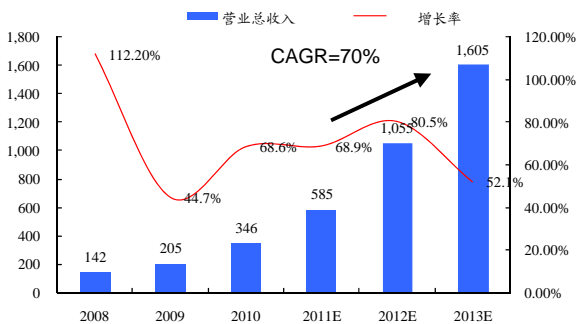
来源: 齐鲁证券研究所

- 公司 2011 上半年销售收入增长 30% 来源于单个终端销售额的快速增长, 因此我们综合目前行业增速和公司在终端上的种种措施, 预计未来成熟店面的年销售增速应该高于 20%;

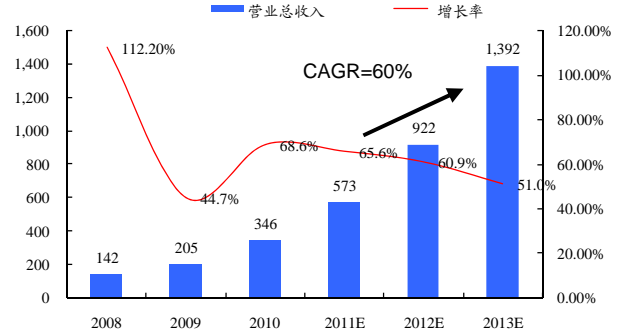
**图表 16: 公司单个销售终端销售额和增长情况**


来源: 齐鲁证券研究所

- 我们保守假设目前成熟终端销售保持 14% 的零售行业增速, 新增终端第一年能够实现盈亏平衡, 则 2011-13 年公司复合增长率将达到 70% 以上, 我们考虑公司目前产能状况预计未来三年复合增长率 60% 以上, 因此短期公司不仅需要加强终端覆盖和单个销售终端销售快速增长之外, 还需要不断扩充产能才能保持公司高速增长态势;

**图表 17: 以终端增长为模型下复合增长达 70%**


来源: 齐鲁证券研究所, 假设前提: 2011-13 年每年增加 1 万个销售终端, 其中已有终端保持零售行业平均增收 14%, 新增终端当年实现盈亏平衡, 平均单个终端销售超过 1.9 万元。

**图表 18: 公司目前产能保持公司复合增长为 60%**


来源: 齐鲁证券研究所

### 公司多种方式确保终端销售保持高速增长:

#### 1、从营销模式上: 三种营销模式确保终端销售能力

- 2009 年初, 公司正式实施连锁店经营战略, 全面规范已开设的各地品牌专卖店, 将其规范为公司连锁店中的加盟店类型; 同时公司在 2009 年下半年和 2010 年上半年分别开发了 53 家和 48 家直营店和联营店;

**图表 19：公司连锁店建设的三种盈利模式**

名称	定义	盈利模式	策略
直营店	指由公司投资、公司直接经营管理的店铺。	专卖店销售产品的全部利润。	以广东、青岛为重点，另选择全国主要市场每个城市开设 1-2 家，以对当地专卖店、传统终端进行指导和服务。
联营店	公司负责选址、提供设备、装修和操作规范。公司定期收取品牌使用及管理费，并指导联营店按照统一业务模式、经营规范进行经营。公司的投资包括：连锁店的装修费、专柜费、设备购置费、经营专卖店的技术、门店管理软件、顾客管理软件等。专卖店的租赁费、押金、开店后的各项营运费用由店铺独立承担并承担经营风险和法律责任。	公司向联营店收取品牌使用及管理费。合作第一年为 2,500 元/店/月；第二年为 2,650 元/店/月；第三年为 2,800 元/店/月。联营店向当地授权经销商采购产品，而不直接向公司采购产品。	选取品牌知名度较高、经营条件成熟的地级以上城市开设。
加盟店	之前由经销商开设的品牌专卖店，2009 年初将其规范为公司连锁店中的加盟店类型。	公司向加盟店收取 1,500 元/店/月的品牌使用及管理费。加盟店向当地授权经销商采购产品，而不直接向公司采购产品。因此，公司还可以向经销商多销售产品获取利润。	暂不新开加盟店。

来源：齐鲁证券研究所

- 根据公司规划，预计到 2012 年将增加到 490 家 2010 年-2012 年将新设 490 家直营店和联营店，使得公司的直营店和联营店数量达到 543 家，加上现有的 63 家加盟店，公司到 2012 年底的连锁店总数将达到 606 家；

**图表 20：公司连锁店未来规划**

模式	店型	2010 年-2012 年计划新增数量				小计	合计
		2009	2010	2011	2012		
直营	旗舰店	0	1	2	4	7	129
	商业店	5	6	7	8	21	
	社区店	0	3	3	3	9	
	店中店	14	20	23	30	73	
	小计	19	30	35	45	110	
联营	商业店	11	45	65	95	205	414
	社区店	1	7	18	30	55	
	店中店	22	28	42	50	120	
	小计	34	80	125	175	380	
直营店和联营店合计		53	110	160	220	490	543

来源：齐鲁证券研究所

## 2、精选优质合作客户资源，保证终端价格全国统一和公司毛利率水平

- 公司在销售过程中，根据客户的类型、合作条件、业务表现授予不同信用额度及期限，以达到精选合作客户的目的；

- 我们认为，通过精选客户资源，公司保证了产品价格的稳定，保证了产品在市场上的竞争力；
- 我们对部分网络销售终端进行调研发现，目前公司对网上销售价格控制非常严格，我们随访的几个终端都曾由于串货受到过公司处罚，因此这也一定程度上保证了公司产品价格的相对稳定；

图表 21：合作客户标准

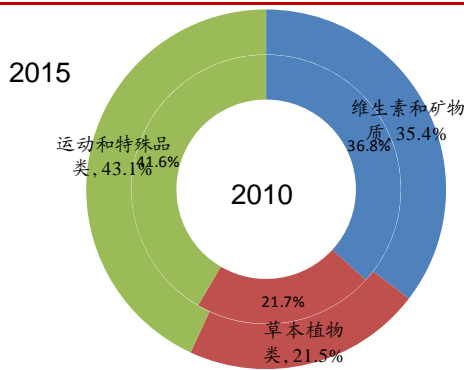
序号	客户类型	评定标准	信用额度	信用期限	审批流程
1	大型直供终端客户	如：屈臣氏、沃尔玛、大润发等企业规模大的连锁客户，根据合作条件协商确定信用额度。	双方确认的销售或委托代销金额	不超过 90 天	根据合同执行，不需额外审批
2	重点客户	1、年度发货目标 400 万以上的客户；2、主营公司产品、市场销售增长潜力大或有较强经营能力的客户	不超过全年发货目标的 10-20%	不超过 90 天	1、客户提出由销售人员申请；2、订单中心审核；3、销售总监审核；4、总经理审批；5、财务部备案
3	其他客户	不符合以上标准	现款现货	无	根据合同执行，不需额外审批

来源：齐鲁证券研究所

### 3、树立健康品牌，把握最有前途的运动产品市场

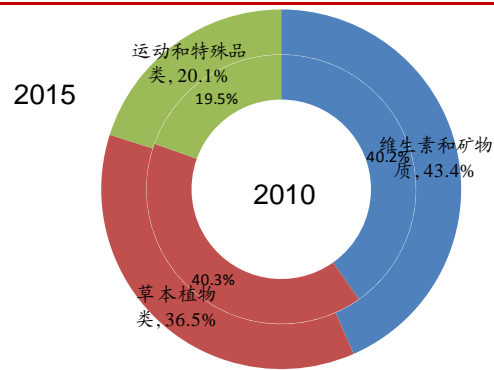
- 从全球市场来看，未来运动类膳食将不断蚕食草本类和维生素类市场份额，对比美国和欧洲膳食市场，美国主要以运动类和维生素类为主，占到市场的 80%，而欧洲草本类占到 40%，我们认为未来两个市场的趋势都是运动和维生素类膳食将不断增加市场份额；

图表 22：美国膳食补充剂市场种类分布



来源：齐鲁证券研究所

图表 23：欧洲膳食补充剂市场种类分布

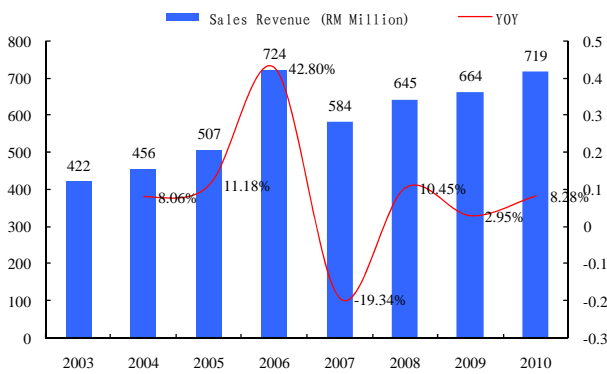


来源：齐鲁证券研究所

- 公司聘请姚明担任形象代言人，意在加强健康品牌建设：2010年8月，公司聘请姚明作为形象代言人，是公司品牌提升战略的具体实施步骤之一；
- 我们认为公司通过姚明正是学习 Amway 的品牌建设模式，利用体育人士来达到健康意识的宣传，同时我们认为未来运动系列的膳食类将成为市场主流，因此品牌和产品的切合点正好符合公司长远规划；

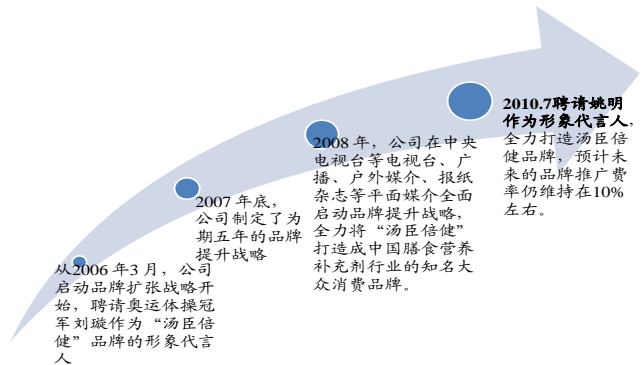


图表 24: Amway 历年销售及增长情况



来源: 齐鲁证券研究所

图表 25: 公司品牌建设历程

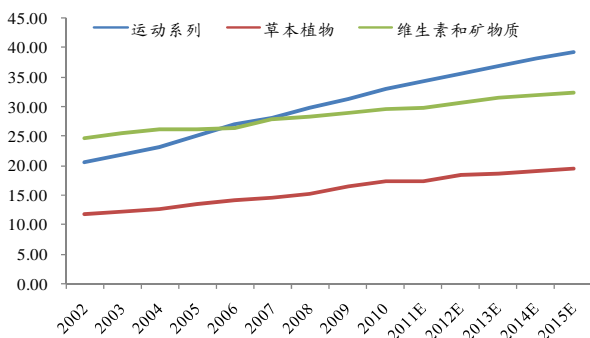


来源: 齐鲁证券研究所

#### 4、紧抓产品研发和品质, 确保产品多元化和品质差异化

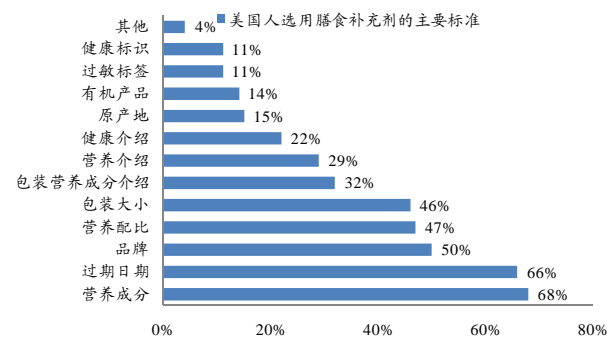
- 公司将每年推出20-30个新产品, 以增加终端覆盖的消费人群数量: 对比NBTY, 其旗下拥有超过150个国际知名品牌, 产品品类逾3,000种, 单品超过22,000个, 销往全球90多个国家和地区。而公司目前产品只有140多种, 三个大品牌, 远远不能满足市场需求, 因此公司未来产品多元将大幅增加单店销售能力, 大幅提升单店覆盖人群数量;
- 宣传“取自全球, 健康全家”的品牌理念, 加速公司产品品质差异化优势, 同时确保公司产品和传统的保健食品区分开来;
  - 原料控制: 公司实际控制人及创业团队确定了“取自全球, 健康全家”的品牌理念, 充分考虑原料种植或饲养的环境因素, 在全球范围内甄选高品质原料, 提供更优质、更具特色的产品给消费者, 实现产品的差异化;

图表 26: 美国不同膳食类产品增速预测



来源: 齐鲁证券研究所

图表 27: 美国人选用膳食补充剂的主要标准



来源: 齐鲁证券研究所

- 生产环节控制: 公司通过GMP、ISO9001、ISO22000、HACCP质量认证体系, 确保产品质量稳定可靠;
- 流通环节控制: 公司引进国际领先的内外码结合的产品防伪追踪系统, 每瓶产品被赋予唯一编码, 实现从产品生产到最终消费可控、可追溯, 保障产品质量和消费者权益;

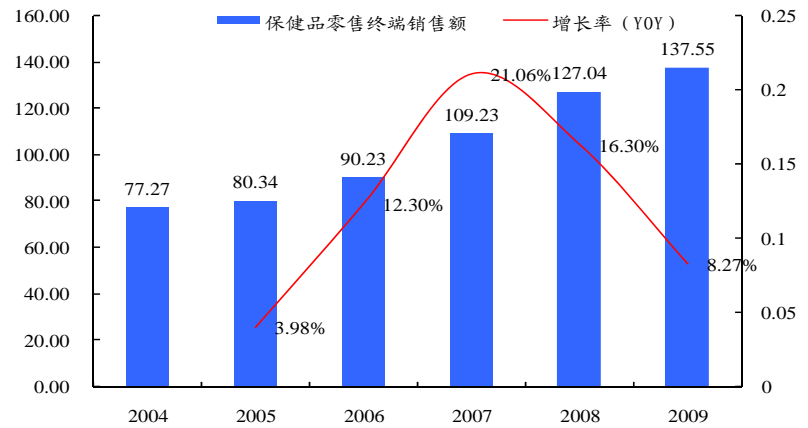
**图表 28：膳食营养补充剂与传统保健食品的区别**

项目	膳食营养补充剂	传统保健食品
定义	以维生素、矿物质及动植物提取物为主要原料，通过口服补充人体必需的营养素和生物活性物质，达到提高机体健康水平和降低疾病风险的目的。	具有特定保健功能的食品。即适宜于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的食品。
理论依据	以现代营养学和预防医学为理论基础，营养素摄入不足或营养失衡是导致各种慢性病和亚健康的重要原因。如孕妇普遍需要补充叶酸，否则胎儿畸形的概率大大增加。	大部分是以中医理论为基础。
原料	维生素、矿物质、动植物提取物。	以药食同源的中草药或动植物提取物为主要原料。
组方依据	各国根据本国国民饮食和生活方式，制定膳食指南及营养素摄入量的指导性文件，并以此作为膳食营养补充剂配方的主要依据。如《中国居民膳食指南（2007）》和《美国膳食指南（2005）》。	大部分是以中医配方为依据。
作用	<b>解决营养素摄入不足和营养失衡所引发的问题，提高机体健康水平，降低疾病风险。</b>	<b>针对某种症状进行机能调节，如帮助肥胖者减肥。</b>
适用人群	各种营养素缺乏的人群，如需要补充高叶酸的孕妇、需要补钙的儿童。	针对有特定需求的人群设计，如便秘者、肥胖人群等。
推广模式	以营养与健康观念教育为主，以品牌广告推广为辅。	一般以产品概念和产品功效为基础，以功能性广告推广为主。
代表企业品牌	安利“纽崔莱”、NBTY“自然之宝”、GNC“健安喜”、汤臣倍健、益生康健。	太阳神、红桃K。
代表产品	蛋白质粉、多种维生素及矿物质、鱼油等。	太阳神口服液、红桃K口服液。

来源：齐鲁证券研究所

### 5、政策因素：药品降价有利于膳食补充剂在药店的推广

- 从国外市场来看，美国膳食营养补充剂已占药店经营额的30%，在日本已占40%的份额，而我国的这个占比仅为日本的1/25，美国的1/20，因此从长远规划来看未来膳食营养补充剂未来有望成为药店主要销售产品；
- 从国内政策来，持续的药品降价使得很多药店难以为继，而保健品相对折扣和利润率更好，因此我们认为未来多元化是大势所趋，“大健康”概念产品将是未来药店利润的重要来源；

**图表 29: 我国保健品零售终端销售额及增长情况**


来源: 齐鲁证券研究所

## 我们认为公司短期扩张主要受限产能瓶颈

历史数据表明公司产品销量的增长速度远远高于产能的增长速度

- 从公司目前产能利用率来看, 近三年基本维持高负荷生产, 2010年上半年除粉剂(罐)外, 产能利用率都超过了100%, 我们预计未来三年产能依然是公司需要解决的关键因素之一;

**图表 30: 公司各个产品基本处于超负荷生产状态**

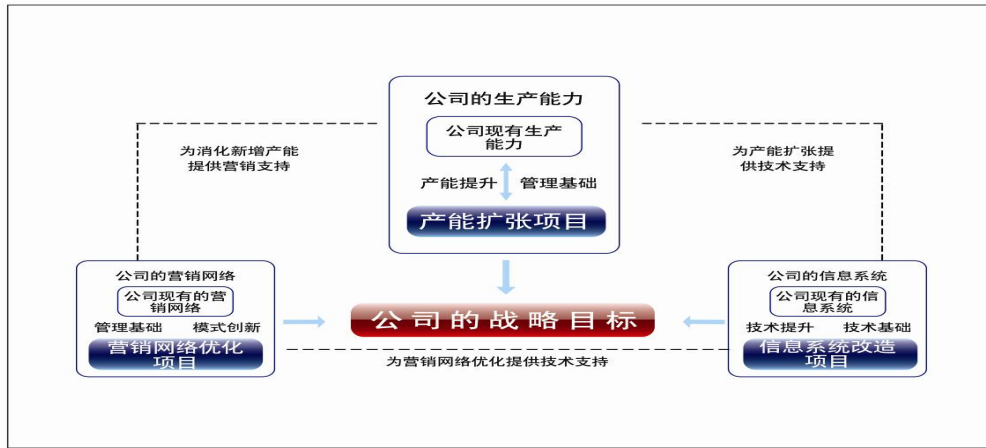
年份	产品分类	产能	自产产量	含外协加工 产量合计	销量	产能利用率
2009年	片剂(万片)	33,792	33,097.02	44,842.35	40,670.92	97.94%
	粉剂(万罐)	63.36	56.03	56.03	49.68	88.43%
	粉剂(万袋)	1140.48	1,117.77	1,569.96	1,503.57	98.01%
	软胶囊(万粒)	14,784	14,960.07	39,276.16	35,716.99	101.19%
	硬胶囊(万粒)	5,702.40	5,379.59	5,379.59	4,831.11	94.34%
2010年1-6月	片剂(万片)	16,896	26,992.26	26,992.26	27,848.54	159.76%
	粉剂(万罐)	95.04	59.55	59.55	47.65	62.65%
	粉剂(万袋)	1098.24	1,118.70	1,118.70	915.89	101.86%
	软胶囊(万粒)	7,392	12,154.63	22,608.11	22,441.77	164.43%
	硬胶囊(万粒)	2,851.20	3,508.59	3,508.59	3,534.17	123.06%

来源: 齐鲁证券研究所

## 上市募投项目实施有助产能释放

- 公司上市后募投项目主要包括产能扩张项目、营销网络优化项目以及信息系统改造项目, 我们认为公司网络建设和信息系统改造短期都围绕产能状况展开, 因此产能是公司的重中之重;

图表 31: 公司上市后募投项目关系示意图



来源: 齐鲁证券研究所

- 公司 2010 年上市募投项目达产期为 4 年, 达产后片剂产能将在 2009 年的基础上增长 3.55 倍, 粉剂灌装产能增长 1.57 倍, 粉剂袋装产能增长 4.38 倍, 软胶囊产能增长 3.04 倍, 硬胶囊产能增长 1.75 倍, 我们认为, 公司未来三年公司终端建设仍然快于产能建设, 因此产能依然是制约公司增长的因素之一;

图表 32: 公司产能扩张情况

产品分类	截止 2009 年 12 月 31 日的产能情况	募投新增	新增幅度
片剂 (万片)	33,792.00	120,000.00	355.11%
粉剂 (万罐)	63.36	100	157.83%
粉剂 (万袋)	1140.48	5,000.00	438.41%
软胶囊 (万粒)	14,784.00	45,000.00	304.38%
硬胶囊 (万粒)	5,702.40	10,000.00	175.36%

来源: 齐鲁证券研究所

## 盈利预测、估值与投资建议

### 假设前提与盈利预测

- 我们对公司的盈利建立在以下几个重要假设之上:
  - 未来三年公司产品依然处于产销两旺, 公司依然处于超负荷生产状态;
  - 公司销售终端网络建设能够及时跟上; 公司产能建设三年内平均释放;
  - 由于公司未来将继续提高出厂价格, 公司产品整体毛利率会小幅上升 (详情见销售收入预测表);
  - 公司期间费用率和税率假设如下表:

**图表 33: 公司期间费用率和所得税预测表**

项目 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业费用	-29.76	-45.80	-85.79	-137.34	-223.47	-336.24
%销售收入	20.98%	22.31%	24.79%	23.96%	24.24%	24.15%
管理费用	-18.10	-20.23	-27.61	-49.31	-77.39	-117.85
%销售收入	12.76%	9.86%	7.98%	8.60%	8.39%	8.46%
财务费用	-0.06	-0.17	1.51	33.31	36.15	39.15
%销售收入	0.04%	0.08%	-0.44%	-5.81%	-3.92%	-2.81%
所得税	-7.76	-9.18	-15.80	-32.36	-51.74	-77.93
所得税率	22.51%	14.97%	14.64%	15.40%	15.40%	15.40%

来源: 齐鲁证券研究所

- 我们预测公司 2011-12 年的营业收入分别为 5.73 亿元、9.22 亿元和 13.92 亿元, 同比分别增长 65.6%、60.9%和 51.0%; 归属母公司净利润分别为 1.78 亿元、2.84 亿元和 4.29 亿元, 同比分别增长 92.99%、59.89%和 50.62%, 实现每股收益分别为 1.63 元、2.60 元和 3.91 元。

**绝对估值: 估值为 77.88 元/股**

- 我们采用三阶段模型对公司价值进行现金流贴现: 1、按照我们盈利估值预测未来 2011-2013 年保持快速增长, 收入增速分别达到 65.6%、60.9%和 51.0%; 2、公司采用非直销的轻资产运营模式, 未来费用率保持稳定; 3、不考虑公司可能发生的并购以外协带来的产能扩张;
- 基于以上假设下的 FCFE 法公司估值为 77.88 元;

**图表 34: 三阶段模型主要假设**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
销售收入增	72.48%	65.97%	69.63%	55.80%	29.74%	28.01%	30.49%	27.66%	21.37%	18.94%	16.63%	16.48%
毛利率	35.53%	35.42%	33.76%	32.73%	31.69%	30.72%	29.79%	28.86%	28.05%	27.18%	26.38%	25.59%
销售费用率	24.79%	23.96%	24.24%	24.15%	24.18%	24.17%	24.17%	24.17%	24.17%	24.17%	24.17%	24.17%
管理费用率	7.98%	8.60%	8.39%	8.46%	8.44%	8.45%	8.45%	8.45%	8.45%	8.45%	8.45%	8.45%
股利分配比	59.37%	69.22%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 35: 绝对估值的主要假设条件**

永续增长率	2.00%	所得税率	15.40%
无风险利率	3.60%	风险溢价	10.00%
行业平均 Bata	0.95	股权比重	99.07%
Kd	7.00%	债务比重	0.93%
Ke	14.10%	WACC	14.02%

来源: 齐鲁证券研究所



**PE 相对估值法：72.76—86.11 元/股**

- 公司是第一家以膳食营养补充剂为主营业务的上市公司，目前市场上没有相关上市企业，我们选取具有保健品业务以及中药保健相关的上市企业作为参照公司，计算出平均估值水平 2012 年为 28x，2013 年为 22x，我们根据 2012-13 年业绩，对于公司合理估值区间为 72.76—86.11 元；

**图表 36：可比公司估值**

证券代码	公司名称	最新收盘价(元)	EPS					PE					2010 Y
			2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013	
600332	广州药业	14.92	0.25	0.39	0.46	0.56	0.69	60.33	38.41	32.43	26.45	21.61	3.37
000538	云南白药	63.79	0.88	1.36	1.78	2.33	3.00	72.23	46.79	35.85	27.40	21.26	9.69
600518	康美药业	15.39	0.29	0.34	0.50	0.67	0.87	52.20	44.99	30.49	23.09	17.72	3.99
600436	片仔癀	70.64	0.95	1.24	1.66	2.15	2.85	74.65	57.18	42.43	32.90	24.81	9.85
600085	同仁堂	16.71	0.59	0.25	0.32	0.40	0.48	28.18	66.55	52.12	42.12	34.81	6.83
000423	东阿阿胶	46.06	0.60	1.00	1.36	1.83	2.37	77.02	46.02	33.92	25.16	19.42	10.06
600252	中恒集团	20.61	0.49	0.35	0.82	1.12	1.44	42.03	58.43	25.10	18.37	14.32	15.30
	均值							<b>58.09</b>	<b>51.20</b>	<b>36.05</b>	<b>27.93</b>	<b>21.99</b>	<b>8.44</b>

来源：齐鲁证券研究所（以 11 月 30 日收盘价计算）

**公司合理估值区间：77.88—86.11 元/股**

- 我们根据公司现金流贴现计算公司合理价值为 77.88 元，同时我们结合目前市场增提估值水平得出公司的价值区间应该在 72.62—86.21 元；我们综合两种方法，考虑到公司未来的高成长和目前在 A 股市场的唯一性选取两者的较高区域，给予公司合理价值区间为 77.88—86.21 元/股，对应公司 2011 年预测 EPS 的 PE 区间为 44.76-52.98x，2012 年预测 EPS 的 PE 区间为 28.00-33.14x。

**风险提示**

- **食品安全性风险：**根据 2009 年 6 月 1 日国家开始施行的《中华人民共和国食品安全法》要求，未来将进一步强化了食品生产者的社会责任，确立了惩罚性赔偿制度，加大了对违法食品生产者的处罚力度。公司存在质量控制出现失误而带来的产品质量和食品安全风险；
- **国外非直销企业不断涌入，**给公司销售和盈利能力造成影响而带来的业绩下滑风险；
- **国家政策性打压价格**对公司产品毛利润造成的负面影响。

**图表 37：公司销售收入盈利预测表**

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>片剂</b>						
销售收入(百万元)	57.45	78.37	128.10	209.36	405.62	695.67
增长率(YOY)	—	36.41%	63.46%	63.43%	93.74%	71.51%
毛利率	66.91%	66.60%	68.76%	68.27%	68.26%	68.25%
销售成本	19.01	26.18	40.02	66.44	128.74	220.86
增长率(YOY)	—	37.69%	52.88%	66.02%	93.79%	71.55%
毛利	38.44	52.19	88.09	142.93	276.88	474.81
增长率(YOY)	—	35.78%	68.77%	62.25%	93.72%	71.49%
占总销售额比重	40.50%	38.17%	36.79%	36.53%	44.00%	49.96%
占主营业务利润比重	45.22%	39.85%	40.13%	38.62%	45.34%	50.69%
<b>粉剂(罐)</b>						
销售收入(百万元)	10.39	18.92	43.70	56.71	71.33	98.92
增长率(YOY)	—	82.12%	130.93%	29.77%	25.78%	38.67%
毛利率	49.65%	54.63%	48.27%	49.65%	49.74%	49.83%
销售成本	5.23	8.59	22.61	28.55	35.85	49.63
增长率(YOY)	—	64.11%	163.30%	26.31%	25.56%	38.42%
毛利	5.16	10.34	21.10	28.16	35.48	49.29
增长率(YOY)	—	100.39%	104.04%	33.48%	26.01%	38.92%
占总销售额比重	7.33%	9.22%	12.55%	9.90%	7.74%	7.10%
占主营业务利润比重	6.07%	7.89%	9.61%	7.61%	5.81%	5.26%
<b>粉剂(袋)</b>						
销售收入(百万元)	9.46	13.15	27.63	44.02	63.48	84.57
增长率(YOY)	—	38.94%	110.17%	59.30%	44.22%	33.22%
毛利率	58.87%	60.57%	64.05%	65.83%	67.43%	68.89%
销售成本	3.89	5.18	9.93	15.04	20.67	26.31
增长率(YOY)	—	33.20%	91.61%	51.44%	37.44%	27.24%
毛利	5.57	7.96	17.70	28.97	42.81	58.27
增长率(YOY)	—	42.95%	122.25%	63.71%	47.74%	36.11%
占总销售额比重	6.67%	6.40%	7.94%	7.68%	6.89%	6.07%
占主营业务利润比重	6.55%	6.08%	8.06%	7.83%	7.01%	6.22%
<b>软胶囊</b>						
销售收入(百万元)	50.97	75.25	119.14	218.71	318.36	429.31
增长率(YOY)	—	47.64%	58.32%	83.57%	45.56%	34.85%
毛利率	52.19%	62.14%	60.06%	62.94%	65.44%	67.62%
销售成本	24.37	28.49	47.58	81.05	110.03	139.02
增长率(YOY)	—	16.91%	67.01%	70.32%	35.76%	26.34%
毛利	26.60	46.76	71.56	137.66	208.33	290.30
增长率(YOY)	—	75.78%	53.02%	92.39%	51.34%	39.34%
占总销售额比重	35.93%	36.66%	34.22%	38.16%	34.53%	30.83%
占主营业务利润比重	31.29%	35.70%	32.60%	37.19%	34.11%	30.99%
<b>硬胶囊</b>						
销售收入(百万元)	12.38	17.37	25.45	39.74	58.08	78.41
增长率(YOY)	—	40.28%	46.49%	56.16%	46.16%	35.00%
毛利率	73.29%	71.34%	72.07%	73.96%	75.61%	77.07%
销售成本	3.31	4.98	7.11	10.35	14.17	17.98
增长率(YOY)	—	50.52%	42.77%	45.59%	36.89%	26.95%
毛利	9.08	12.39	18.34	29.39	43.92	60.43
增长率(YOY)	—	36.55%	47.98%	60.26%	49.42%	37.60%
占总销售额比重	8.73%	8.46%	7.31%	6.93%	6.30%	5.63%
占主营业务利润比重	10.68%	9.46%	8.35%	7.94%	7.19%	6.45%
<b>其它产品</b>						
销售收入(百万元)	1.20	2.22	4.18	4.60	5.06	5.57
增长率(YOY)	—	85.95%	87.98%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	13.25%	59.56%	65.58%	65.58%	65.58%	65.58%
销售成本	1.04	0.90	1.44	1.58	1.74	1.92
增长率(YOY)	—	-13.31%	60.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	0.16	1.32	2.74	3.02	3.32	3.65
增长率(YOY)	—	735.58%	106.98%	10.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	0.84%	1.08%	1.20%	0.80%	0.55%	0.40%
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—
<b>销售收入小计(百万元)</b>	<b>141.86</b>	<b>205.29</b>	<b>348.21</b>	<b>573.14</b>	<b>921.94</b>	<b>1392.45</b>
<b>销售成本小计(百万元)</b>	<b>56.85</b>	<b>74.31</b>	<b>128.69</b>	<b>203.01</b>	<b>311.21</b>	<b>455.71</b>
<b>毛利(百万元)</b>	<b>85.01</b>	<b>130.98</b>	<b>219.52</b>	<b>370.13</b>	<b>610.73</b>	<b>936.74</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>59.92%</b>	<b>63.80%</b>	<b>63.04%</b>	<b>64.58%</b>	<b>66.24%</b>	<b>67.27%</b>

来源：齐鲁证券研究所

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-08-22	增持	67.30	77.88 ~ 86.11
2	***_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**
3	***_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	142	205	346	573	922	1,392
增长率	112.20%	44.7%	68.6%	65.6%	60.9%	51.0%
营业成本	-56	-76	-123	-203	-311	-456
% 销售收入	39.7%	36.8%	35.5%	35.4%	33.8%	32.7%
毛利	86	130	223	370	611	937
% 销售收入	60.3%	63.2%	64.5%	64.6%	66.2%	67.3%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-7	-10	-16
% 销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.2%	1.1%	1.2%
营业费用	-30	-46	-86	-137	-223	-336
% 销售收入	21.0%	22.3%	24.8%	24.0%	24.2%	24.1%
管理费用	-18	-20	-28	-49	-77	-118
% 销售收入	12.8%	9.9%	8.0%	8.6%	8.4%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	36	62	106	177	299	466
% 销售收入	25.7%	30.0%	30.7%	30.8%	32.5%	33.5%
财务费用	0	0	2	33	36	39
% 销售收入	0.0%	0.1%	-0.4%	-5.8%	-3.9%	-2.8%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	0	0
% 税前利润	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	35	61	107	210	336	506
营业利润率	24.6%	29.9%	31.0%	36.6%	36.4%	36.3%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	34	61	108	210	336	506
利润率	24.3%	29.9%	31.2%	36.7%	36.4%	36.3%
所得税	-8	-9	-16	-32	-52	-78
所得税率	22.5%	15.0%	14.6%	15.4%	15.4%	15.4%
净利润	27	52	92	178	284	428
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	27	52	92	178	284	428
净利润率	18.8%	25.4%	26.6%	31.0%	30.8%	30.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	27	52	92	178	284	428
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	4	7	5	6	7
非经营收益	1	0	0	1	0	0
营运资金变动	-4	-15	-45	-7	-82	-81
经营活动现金净流	25	42	55	177	208	354
资本开支	15	32	79	21	20	20
投资	-6	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-21	-32	-79	-21	-20	-20
股权募资	0	7	1,436	3	0	0
债权募资	9	3	58	-70	0	0
其他	0	0	-7	-1	-123	-85
筹资活动现金净流	9	10	1,487	-68	-123	-85
现金净流量	14	20	1,463	88	65	248

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	21	41	1,504	1,591	1,656	1,904
应收账款	8	9	16	22	35	53
存货	17	33	67	78	122	177
其他流动资产	5	9	89	106	182	256
流动资产	51	92	1,676	1,798	1,995	2,390
% 总资产	65.9%	61.9%	95.6%	95.1%	94.9%	95.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	20	46	65	81	96	110
% 总资产	25.6%	30.7%	3.7%	4.3%	4.6%	4.4%
无形资产	7	11	13	12	11	11
非流动资产	26	57	78	93	108	122
% 总资产	34.1%	38.1%	4.4%	4.9%	5.1%	4.8%
资产总计	77	149	1,754	1,891	2,103	2,512
短期借款	9	12	70	0	0	0
应付账款	20	26	51	73	117	173
其他流动负债	6	5	8	136	105	158
流动负债	35	42	129	209	222	331
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	35	42	129	209	222	331
普通股股东权益	42	107	1,624	1,682	1,881	2,181
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	77	149	1,754	1,891	2,103	2,512

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.890	1.272	1.684	1.445	1.155	0.870
每股净资产 (元)	1.409	2.610	29.707	13.671	7.644	4.431
每股经营现金流 (元)	0.845	1.021	0.999	1.436	0.845	0.718
每股股利 (元)	0.000	0.000	1.000	1.000	0.346	0.261
回报率						
净资产收益率	63.17%	48.76%	5.67%	10.57%	15.11%	19.63%
总资产收益率	34.59%	34.91%	5.25%	9.40%	13.51%	17.04%
投入资本收益率	93.41%	67.29%	47.59%	164.82%	112.58%	142.60%
增长率						
营业总收入增长率	112.20%	44.72%	68.58%	65.61%	60.86%	51.03%
EBIT增长率	112.98%	69.34%	72.48%	65.97%	69.63%	55.80%
净利润增长率	120.22%	95.37%	76.54%	92.99%	59.87%	50.62%
总资产增长率	71.67%	93.57%	1073.53%	7.86%	11.19%	19.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.6	13.6	10.8	11.7	11.4	11.5
存货周转天数	103.9	121.9	149.2	140.1	143.2	142.1
应付账款周转天数	52.0	41.3	43.7	42.9	43.2	43.1
固定资产周转天数	34.6	58.3	54.1	39.8	28.7	21.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.55%	-27.18%	-88.26%	-94.61%	-88.04%	-87.31%
EBIT利息保障倍数	654.2	370.1	-70.3	-5.3	-8.3	-11.9
资产负债率	45.24%	28.39%	7.37%	11.07%	10.56%	13.19%

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话: 021-20315181  
手机: 18616512309  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话: 021-20315112  
手机:18621368050  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

济南  
联系人:阴红星  
电话:0531-68889520  
手机:13969199716  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308