

大消费、新蓝筹

买入维持

目标价：75元

引子：年初时，我们即坚定判断汤臣倍健 2012 增速不会低于 70%，当时市场都预计增速为 50%，基于此我们给予汤臣倍健 50 元（除权后）第一目标价。随着 2.9 我们组织 80 多人前往公司实地调研后，公司价值被越来越多机构投资者认可，一季报修正也加强了对全年 70% 增长的预期，现将近期观点整理如下：

- **募投产能 4-5 月将投产，下半年收入体量将好于上半年：**公司自去年年底开始就始终处于缺货状态，今年 5 月募投产能将投产，新增产能将是现有产能的 3X，将极大解决经销商缺货现象，现在一些热销产品如番茄红色、葡萄籽等都处于缺货状态，预计下半年收入体量将好于上半年。
- **1Q 将是全年净利率高点，源于费用率的控制，全年看销售费用率将保持 25%，对应品牌推广费为 10%：**去年 4Q 公司加大了广告宣传，因此今年 1Q 也有意压缩了推广力度；此外下半年公司将推出创新盈利模式的新品，届时将配合广告宣传，因此今年 1Q 将是全年净利率高点。而创新盈利模式的新产品推出目的旨在重新分配产业链利润，如果成功公司盈利能力还将有大幅提升空间。
- **立体式渠道平台正在搭建，向“全球营养品联合国”付出行动：**我们曾在《目标是无国界全球营养品联合国》一文中，将汤臣倍健远大目标用公司的语言拎出来，而实现这一目标的基础就是构建一个可以操作的渠道平台，目前线上、线下，传统、连锁等多种业态已经启动，平台搭建好后，就可以自由运作收购来的质地较好的品牌标的，公司向自己的理性付出了实际行动。
- **盈利预测及投资建议：**预计 12-14 年收入为 11.2 亿、18.5 亿和 29.5 亿，YOY 为 71%、64% 和 60%；EPS 分别为 1.48 元、2.51 元和 4.18 元，YOY 为 74%、69% 和 67%。去年底提出的第一目标价 50 元已达到，现给与 75 元第二目标价，对应 30X13PE，维持“买入”评级。

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	346.08	657.96	1124.73	1847.62	2951.33
YOY	68.58%	90.12%	70.94%	64.27%	59.74%
净利润	92.11	186.44	323.94	548.67	913.69
YOY	76.54%	102.41%	73.76%	69.37%	66.53%
EPS（元）	0.421	0.852	1.481	2.509	4.177

食品饮料行业

联系人：

苏青青

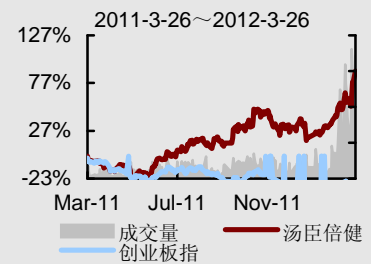
电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

郇彬（S1180511050001）

市场表现



相关研究

- 1 《汤臣倍健_300146_宏源证券-动态点评-汤臣倍健：没有最高只有更高-300146-食品饮料-苏青青》，2012.3
- 2 《汤臣倍健（300146）宏源证券-调研报告-汤臣倍健：目标是无国界全球营养品联合国-300146-食品饮料-苏青青》，2012.3
- 3 《汤臣倍健(300146) 宏源证券-动态点评-汤臣倍健：稳固后方支持，开辟前方疆土-300146-食品饮料-苏青青》，2012.2
- 4 《汤臣倍健（300146）宏源证券-公司研究-汤臣倍健：商界精英，五年后大蓝筹可期-300146-食品饮料-苏青青》，2012.2

目录

一、 开门红业绩印证年前即对其不低于 70%增长的判断.....	3
1、年初我们对市场说增速不低于 70%，开门红业绩不负众望.....	3
2、人的因素是公司最大竞争力，长期规划目标为 200 亿零售额.....	3
3、产能释放满足经销商客户需求，预计下半年收入多于上半年.....	3
4、供应链管理即将实施，毛利率可提升 3-4 个点.....	4
二、 渠道梯队搭建完成，未来销售将全面开花.....	4
1、经销模式-最早渠道模式，规范整顿和精细化管理是今后重点.....	4
2、连锁液态-种子选手在“健康微利”下运行.....	4
3、KA 事业部成立，渠道精细化管理拉开帷幕.....	5
4、商超渠道和电子商务将在今年加快步伐.....	5
三、 创新盈利模式的单品下半年将上市，毛利率仍有提升空间.....	6
1、继续推进条形码+黏性培育，未来 2 年单店同比增长高增长不用愁.....	6
2、创新盈利模式的新单品将用于重新分配产业链利润.....	6

一、开门红业绩印证年前即对其不低于 70%增长的判断

1、年初我们对市场说增速不低于 70%，开门红业绩不负众望

公司在近日上调了对一季度的盈利预测，将年报中预测的盈利同比增长 40%-60%上调到同比增长 150%-180%，净利润约为 1.02-1.15 亿元，一季度业绩不仅大幅超出市场预期，同时也超出公司的预期，我们认为直接因素无外乎以下几点：

- ◆ **2011 年熟店同比增速高于 40%**：随着以姚明为核心品牌推广效应在终端逐步显现，以及公司去年成立 KA 部，对百强医药连锁深耕策略取得明显进展，品牌拉力和渠道推力相结合的成果正在显现。去年新增的 8000 家新店销量逐渐提高到成熟店铺的水平，而 2011 熟店同店销售收入增幅超过 40%；另外，1.3 万家老店的条码数逐步增加；
- ◆ **一季度费用率低点推升净利率**：2010 年 8 月签约姚明，由于体量小短期费用急剧上升，导致去年 1Q 是营销费用率高点；去年 4Q 公司加大广告投入，销售费用率提高了 3 个百分点，因此公司在今年一季度也有意控制费用；以上两个原因造成了一季度费用的低点，但全年费用率还将符合公司的长期规划，营销费用率控制计划全年控制在 25%左右，对应品牌推广费约为 10%；
- ◆ 在费用开支将超过去年的情况下取得如此高的利润增速，增长质量比去年更好，去年的实际增长约为 60%。前期投资项目在今年开始计入折旧，公司下半年的新品计划还将增加新品的推广费用，同时随着产能释放、连锁店开设等投入增加，账面现金的财务费用收入也将减少，一季度可能是全年利润率的高点，但由于收入的高速增长，今年全年的实际增长预计很有可能超过去年。

2、人的因素是公司最大竞争力，短期发展为看到 200 亿零售额

我们写过很多有关公司经营模式、与对手对比分析的竞争力研究报告，但最后我们发现，除了机制、品牌、产品、招商模式等我们看到的这些已经成为既定事实的竞争优势之外，其实公司真正的法宝是核心管理团队。平均 20 年的从业经验、富有激情但不盲目自大、有雄心抱负且执行力强是我们认为公司能够创造以上竞争力的关键因素，也是我们认为其竞争对手无法复制公司模式的最大壁垒。

此外，本次公司也较为明确提出对未来增长的判断：过去收入和利润增速目标是 50%左右，公司认为今年将是其业绩的一个发力点，在经过今年的铺垫后，更加看好 13 年的业绩。但公司仍然保持了冷静的态度，认为如果增长超出预期太多，会主动控制增速，保持平稳快速的生长。

公司提出终端销售额短期内的目标是 200 亿元，假设按照出厂价为零售价三折这种较为保守的估算（因为公司后续将推出创新模式提升厂家利润空间），对应上市公司收入也有 60 亿元，而 2011 年底公司销售收入为 6.6 亿元，相当于短期内收入目标应有 9X 空间。

3、产能释放满足经销商客户需求，预计下半年收入多于上半年

随着终端销售旺盛，从去年下半年起，产能成为制约公司短期增长的一个小阻碍，而从终端草根调研情况看，我们也观察到很多缺货现象。目前生产车间已实行三班倒，但仍然无法满足需要。

今年5月份公司的募投项目的新厂区将投入使用,预计将缓解半年产能紧张的状况,募投产能将是已有产能的3X,因此我们预计下半年收入将多于上半年。

同时公司在2月22日公告投资1.6亿元用于扩大珠海生产基地产能项目,该项目对片剂、粉剂、软胶囊、硬胶囊的总产能分别比原募投计划产能增加约62%、313%、50%、100%,新产能将在2013年下半年和2014年陆续达产。

此外,公司已经规划,在“十二五”期间建立四个大型生产基地,以解决销售快速增长的需要。

4、供应链管理即将实施,毛利率可提升3-4个点

公司目前对于原料供应链是比较粗放式的管理方式,未来准备加强供应链管理。最近公司刚从保洁聘请了一位有经验的供应链管理专家,对公司的供应链进行整理,提高运行效率,预计从供应链角度可以提高公司毛利率3-4个百分点。

二、渠道梯队搭建完成,未来销售将全面开花

1、经销模式-最早渠道模式,规范整顿和精细化管理是今后重点

公司目前经销商数量在280-300家,并且实行经销商零门槛管理。终端网点数量在2011年超过2.1万个,未来5年经销模式的渠道终端的数量目标在10万个,即使不考虑单店收入的增加,仅粗放式增长的空间仍有4-5倍。

未来对最先做的经销模式的渠道管理目标一定会从粗放式的数量增长转变为单店收入增加的质量增长,因此公司已经主动控制终端数量,砍掉一些销售不好的店铺,今年将终端数量控制在3万个以内。同时随着经销渠道规模的扩大,窜货等问题也开始出现,公司今年对渠道工作的主要精力将放在渠道整顿而不是数量扩张上:

- ◆ 加强对窜货的管理:公司产品目前供不应求,销售不是主要问题,而窜货会损害经销商利益,危害渠道的稳定,。因此公司对经销商的窜货行为,第一次会警告,同时提高供货价,减少返点,第二次发现则直接取消经销商资格。公司近期砍掉了一个排名很靠前的经销商,相信能刹住经销商的窜货行为(这一点也证明了管理层的风格,说到做到,一视同仁);
- ◆ 对经销商进行精细化管理,发挥经销商的最大优势:
 - 1) 公司所有的销售计划都细分到渠道,新建设的ERP系统可以获得经销商销售的月度数据,未来将要求经销商强制联网,进行库存管理、加强客户的粘性,但现在还没有强大到能够强迫经销商接受,未来这将是领先于竞争对手新的壁垒。
 - 2) 通过分析经销商的数据,对经销商的销售区域将越拆越细,让经销商越来越集中到自己最擅长的区域,达不到50%增长的经销商都有被解约的可能。
- ◆ 如何让经销商更多分享到公司成长果实也将被考虑:从创业到现在,很多经销商都没有分享到公司的高速成长,没有获得超额利润,公司在考虑怎样联合经销商结成更亲密的伙伴关系,今年会参股一个主要的经销商4.98%的股份,签一个全面的协议,但其他方式也在考虑中。

2、连锁液态-种子选手在“健康微利”下运行

公司对广州佰健增资，把连锁业务发展成公司的种子业务。连锁店渠道在国外是保健品销售的主要渠道，销售额超过 30%，未来很可能成为国内的主流渠道。为了不对现有渠道产生太大压力，公司准备在健康微利的情况下来推进连锁渠道的建设，未来可能将收购的国外品牌放入连锁渠道经营。

- ◆ 公司把连锁渠道定位为客户服务的终端，短期内不准备发力。在五年规划中，连锁渠道的占比将达到 5-6%左右，连锁店将达到 2-3 千家；
- ◆ 连锁渠道的形式包括直营、联营和加盟三种，公司对渠道的选择十分谨慎。直营和联营的比例以前定的大约是 79%：21%，现在放开大约是 75%：25%；加盟店还处在试点阶段，今年最多开 10 家，分析效果后再决定是否放开加盟店的建设；
- ◆ 连锁店的盈利性没有问题，80%以上的直营店都是盈利的。广州佰健独立负责连锁店的运营，11、12 年预计的收入分别为 2000 万、6000 万，利润分别为 100 万和 500 万元。联营店规模到一定程度，盈利和收入会有跳跃式的增长，目前公司为了不影响经销商渠道，有意保持微利；
- ◆ 公司通过自有物业的形式，在每个地区设立 1-2 家管理中心店。一方面成为区域性的客户服务和体验中心，一方面自有物业有利于稳定对当地所有连锁店的管理，另外还与募投项目建立的各地市场办事处形成协同。

3、KA 事业部成立，渠道精细化管理拉开帷幕

去年设立 KA 渠道事业部，加深与百强药店的合作，成为销售的最大亮点。KA 部的设立为公司带来了以下三个方面的进步，是对渠道精细化管理的开始：

- ◆ 随着终端数量的增加，有营养顾问驻店的终端比例越来越低，全部依靠公司派驻营养顾问不现实，KA 部的工作之一是培养药店的销售力量成为公司的营养顾问；
- ◆ KA 部门负责深度营销，目的是提高单店收入。公司尽量不改变原来的经销模式、不影响原来代理商的利益，整个营销是公司自己完成，公司的单品销售数量都是占老百姓的第一名，KA 部的工作是针对这种大客户进行培训和宣传；
- ◆ KA 部从去年的 70 人扩大到今年超过 150 人，由 20 余人的队伍服务老百姓药方客户，调动他们的营业员成为公司的营养顾问，加强和百强的深度合作，培养他们的销售力量充当公司的营养顾问是 KA 部未来的工作方向。

4、商超渠道和电子商务将在今年加快步伐

商超和屈臣氏都是公司未来将要加快进入的渠道。商超渠道目前已经谈下和家乐福的合作，但限于产能问题没有大力发展；今年将加快进入屈臣氏的步伐：

- ◆ 屈臣氏的主要吸引力在于品牌展示和形象提升。很多企业都在做屈臣氏渠道，但盈利很难；
- ◆ 公司在 2010 年进入了 113 家终端，今年屈臣氏上面明显获得了更大的发展空间，应该可以做到第一位。屈臣氏有经销商经营的，也有公司自己负责的，现在的数字应该在 550 以上。

电子商务将是公司另一个发力的渠道。在去年年底公司委托第三方开设了淘宝旗舰店，未来三年以规范为主要目的。今年将在电子商务上加大投入，特别是启用刘璇作为形象代言

人，在电子商务渠道上推广一个新品牌。

三、创新盈利模式的单品下半年将上市，毛利率仍有提升空间

1、继续推进条形码+黏性培育，未来2年单店同比增长高增长不用愁

2011年公司熟店同比增速47%，我们认为除了行业平均20-30%增速外，公司熟店同比增长远高于行业的原因很重要是来自于更多条形码在已有渠道中的铺设。对于未来，我们认为公司成长性将始终高于市场预期，而驱动规模的快速增长因素，除了我们之前一直分析的对于“汤臣倍健”母体如何实现粗放式增长这一因素外，我们认为还有几点不能被市场忽视：

- ◆ **可能运用收购兼并手段，为母体发展保驾护航：**收购原则一个是风险控制，另一个则是协同效益，不是简单的规模体量的叠加，而一定要对母体汤臣倍健起到帮助，是公司短板的才会去考虑。去年已经接触了一批企业，对公司缺少什么、收购对象董事长成竹在胸。再融资、与资本市场结合是董事长希望借力的途径之一。
- ◆ 公司现有产品共80多个品类，而现在2.1万多个终端里面，平均仅有不到30个条形码被普遍下沉，今明2年一个工作重点即是要将剩下条形码强行铺设到已经占据的终端中，我们认为这也将驱动公司熟店继续快速提升；
- ◆ 此外，在粗放式开店已不再成为公司担心的问题时，现在管理层考虑的问题是如何加强客户的黏性管理，使得更多的消费者回头买自己的产品，并通过口碑传播带来更多的客户。而公司发力连锁店建设的原因之一是作为营养中心，进一步提升公司的品牌力。营养中心作为姚明空中营销的地面配合，通过传播健康观念、推广健康生活方式、定制个人营养计划等方式与消费者产生更直接的互动，强化在消费者心目中的品牌形象。
- ◆ 营养中心要成为中国家庭的“营养顾问”，以服务力带动品牌力。通过营养中心为顾客提供营养顾问服务，不仅可以对消费者需求做出更及时的反应，并且对优质消费者的培养提高品牌忠诚度和续销率，树立更好的品牌形象。

2、创新盈利模式的新单品将用于重新分配产业链利润

新单品是五年规划中的试验，同样强调品牌的打造，未来有望能做成大众消费品。可以与之类比的模式，国外包括善存和钙尔奇，国内就是养生堂。新产品的推出主要是用于重新分配产业链环节的利润：

- ◆ 善存单品的量，等于NBTY+纽崔莱+GNC，全球去年销售大约100亿美元。公司希望能模仿一下。想以这个为标版来建立一个全新的模式，整个完全是颠覆性的，下半年上市以后，就会出来具体做法；
- ◆ 养生堂是平均七折就出货，分销商主要承担通路商角色，市场行为都是厂家操作。深度分销的这种模式，太阳神在做，可乐等其他企业也在做，公司可能会回归到一般的快速消费品的做法；
- ◆ 公司将从6月份开始新品的推出，如果成功，每两年左右就推一个新的单品，成立独

立的渠道，独立的分公司，独立的团队来运作。渠道上尽量避开现有的渠道，去寻找最适合的渠道，特别连锁的渠道肯定会利用。

图表 1: 分产品盈利预测分拆表

		2008	2009	2010	1H2011	2011	2012E	2013E	2014E
蛋白质/维生素/矿物质	收入 (百万)	44	61	121	100.9594	250.71	391	625	938
	YOY	137%	39%	98%	91%	107%	70%	60%	50%
	成本 (百万)	18	24	45	39	94	145	225	328
	YOY		36%	89%		107%	40%	56%	46%
	毛利率 (%)	60%	61%	63%	62%	63%	63%	64%	65%
补钙及骨骼健康	收入 (百万)	22	33	54	41.4081	106.64	194	311	467
	YOY	186%	50%	64%	53%	98%	80%	60%	50%
	成本 (百万)	8	12	17	15	37	68	109	163
	YOY		43%	45%		116%	58%	60%	50%
	毛利率 (%)	62%	64%	68%	63%	65%	65%	65%	65%
心脑血管健康	收入 (百万)	11	15	21	16.299	36.6887	71	114	171
	YOY	108%	36%	40%	60%	78%	70%	60%	50%
	成本 (百万)	6	7	10	8	17	32	50	77
	YOY		21%	46%		74%	66%	56%	53%
	毛利率 (%)	50%	56%	54%	51%	54%	55%	56%	55%
女性健康	收入 (百万)	16	28	41	44.0584	70.1403	132	212	318
	YOY	59%	75%	46%	108%	70%	70%	60%	50%
	成本 (百万)	5	8	12	14	19	36	57	86
	YOY		75%	46%		55%	53%	60%	50%
	毛利率 (%)	70%	70%	70%	69%	73%	73%	73%	73%
婴幼儿/儿童/青少年健康	收入 (百万)	16	21	39	30.5859	67.6963	119	179	269
	YOY	59%	31%	86%	80%	72%	70%	50%	50%
	成本 (百万)	6	8	14	12	27	48	72	107
	YOY		28%	89%		92%	172%	50%	50%
	毛利率 (%)	63%	64%	63%	60%	59%	60%	60%	60%
男性健康	收入 (百万)	3	5	9	5.6887	11.762	31	46	69
	YOY	160%	67%	80%	32%	36%	80%	50%	50%
	成本 (百万)	1	1	2	2	3	8	11	17
	YOY		43%	74%		35%	80%	50%	51%
	毛利率 (%)	70%	74%	75%	63%	74%	75%	75%	75%
草本植物健康产品	收入 (百万)	12	18	24	15.8543	34.42	73	182	456
	YOY	115%	50%	33%	31%	42%	60%	150%	150%
	成本 (百万)	5	7	10	6	12	26	36	91
	YOY		46%	39%		26%	40%	43%	150%
	毛利率 (%)	60%	61%	60%	63%	64%	65%	80%	80%
功能性健康产品	收入 (百万)	16	22	33	23.2142	70.89	107	171	256
	YOY	85%	38%	50%	58%	117%	70%	60%	50%
	成本 (百万)	6	8	11	8	23	35	56	84
	YOY		33%	41%		110%	70%	60%	50%
	毛利率 (%)	63%	64%	67%	67%	67%	67%	67%	67%
膳食营养补充剂	收入 (百万)	140	203	342	278	649	1119	1841	2943
	YOY		45%	68%		90%	71%	65%	60%
	成本 (百万)	54	75	122	103	233	397	617	955
	YOY		39%	63%		91%	59%	56%	55%
	毛利率 (%)	62%	63%	64%	63%	64%	65%	66%	68%
品牌使用及管理费	收入 (百万)	0	1	2.45	2.4	5.7099	6	7	8
	YOY			145%			20%	17%	14%
	成本 (百万)	0	0	0			0	0	
	YOY								
	毛利率 (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	200%
其他业务	收入 (百万)	1	0.79	1.3667			0	0	0
	YOY	753%	-21%	73%			20%	20%	120%
	成本 (百万)	1	1	1			0	0	0
	YOY		-13%	66%			#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	毛利率 (%)	14%	4%	8%			7%	7%	107%
合计收入	收入 (百万)	141	205	346	280	655	1125	1848	2951
	YOY		45%	69%		89%	71%	64%	60%
	成本 (百万)	55	75	123	103	233	397	617	947
	YOY		38%	63%		89%	59%	56%	53%
	毛利率 (%)	61%	63%	64%	63%	64%	65%	67%	68%

资料来源: 宏源证券研究所

图表 2: 三张财务报表摘要

利润表					资产负债表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	658	1125	1848	2951	货币资金	1349	1425	1758	2371
YOY	90%	71%	64%	60%	应收和预付款项	128	225	394	564
营业成本	236	397	617	947	存货	114	203	291	467
毛利	422	728	1230	2004	其他流动资产	1	0	1	1
% 营业收入	64%	65%	67%	68%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	7	12	19	31	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产和在建工程	257	319	332	340
销售费用	181	281	462	738	无形资产和开发支出	11	60	104	142
% 营业收入	27%	25%	25%	25%	其他非流动资产	7	4	0	0
管理费用	51	84	139	207	资产总计	1867	2236	2879	3885
% 营业收入	8%	8%	8%	7%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-36	-31	-36	-46	应付和预收款项	111	155	249	342
% 营业收入	-6%	-3%	-2%	-2%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	2	1	1	1	其他负债	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	111	156	250	342
投资收益	0	0	0	0	股本	109	109	109	109
营业利润	217	381	645	1075	资本公积	1366	1366	1366	1366
% 营业收入	33%	34%	35%	36%	留存收益	280	604	1153	2067
营业外收支	3	0	0	0	归属母公司股东权益	1756	2080	2629	3542
利润总额	220	381	645	1075	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	33%	34%	35%	36%	股东权益合计	1756	2080	2629	3542
所得税费用	33	57	97	161	负债和股东权益合计	1867	2236	2879	3885
净利润	186	324	549	914					
归属于母公司所有者的净利润	186	324	549	914					
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	174	36	282	427	毛利率	64%	65%	67%	68%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	30%	30%	31%	30%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	28%	31%	33%	35%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	30%	34%	35%	37%
固定资产投资	-48	-411	-416	-322	销售净利率	28%	29%	30%	31%
其他	-1921	0	0	0	ROE	11%	16%	21%	26%
投资活动现金流净额	-1969	-411	-416	-322	ROA	10%	16%	21%	26%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	77%	72%	78%	98%
股权融资	1865	0	0	0	销售收入增长率	90%	71%	64%	60%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	72%	91%	74%	69%
筹资成本	0	-43	-59	-84	EBITDA 增长率	72%	96%	72%	65%
其他	-6	0	0	0	净利润增长率	102%	74%	69%	67%
筹资活动现金流净额	1859	-43	-59	-84	总资产增长率	7%	20%	29%	35%
现金净流量	37	-417	-192	21	股东权益增长率	8%	18%	26%	35%
					经营营运资本增长率	13%	105%	60%	58%
					流动比率	14.4	12.0	9.8	10.0
					速动比率	13.4	10.6	8.6	8.6
					应收账款周转率	23.0	24.2	24.1	24.6

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年加盟宏源证券研究所。**推介成绩:** 在 2011 年 6 月 13 日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达 40%; 成功在 57 元时推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达 70%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在 58-64 元, 股价表现与分析结论一致; 11 年 11 月挖掘并持续推荐酒鬼酒的投资机会。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。