

# 螺旋藻事件不改公司成长逻辑

## 买入维持

目标价格：75 元

### 引子:

近日公司被媒体报道旗下产品“螺旋藻”铅含量超标，虽然国家食品药品监督管理局迅速出面澄清，但还是对消费者和投资者情绪造成了一定的负面影响。我们希望通过本篇报告重新梳理汤臣倍健的制胜逻辑，检查其长中短期的成长逻辑是否发生改变，盈利能力是否减弱，其牛股根基是否发生动摇。

### 报告摘要:

- **汤臣倍健的三大制胜因素未发生改变:** 梳理汤臣倍健的成长史会发现，其借助安利对消费者教育的成果，利用药店渠道的空白，成功成为非直销领域保健品的王者。我们总结的三个制胜因素：产品品质、渠道关系以及管理团队在本次事件中均未发生改变，因此公司的成功根基并未被动摇。
- **汤臣倍健的短期业绩受到此次事件的影响较小:** 本次事件国家药监局的迅速澄清使得负面消息流传时间较短，对消费者影响有限。短期内，今年5月份募投项目的投产将缓解近几个月公司产品供不应求的局面，部分被压制需求的释放将对需求形成支撑。
- **汤臣倍健的长期成长逻辑不会因此而改变:** 我们一再强调，公司所拥有的经验丰富、踏实肯干的管理团队是汤臣倍健长期成长的最宝贵财富。公司已看清未来保健品行业的发展方向，目标是成为营养品的“联合国”，多元化渠道建设正在稳步推进，新品推出和品牌收购预计下半年也将有所进展，本次事件只是发展道路上的一个小坎坷，对中长期的成长逻辑没有造成任何不利影响。
- **股价短期回调是绝佳买入机会:** 公司股票复牌后当天曾触及跌停，随后在当日和次日开始反弹，我们认为市场负面情绪已基本宣泄完毕，股价短期见底。公司自我们推荐后估值始终处于高位，本次事件影响淡化后，投资者会重新对今年70%左右的增长以及未来两年超过60%的增长进行正确预期，股价会重新回到长牛的轨道上。因此我们认为最近股价非理性大跌是最好的买入机会，我们继续维持75元的目标价(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

### 食品饮料研究组

#### 联系人:

苏青青

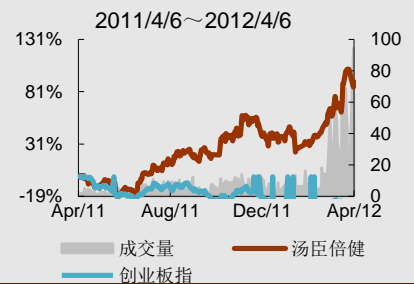
电话: 021-51782237

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-动态跟踪-汤臣倍健：雨过天晴，坚守牛股不动摇-300146-食品饮料-苏青青》，2012.4
- 2《汤臣倍健(300146) 宏源证券-动态点评-汤臣倍健：大消费、新蓝筹-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：没有最高只有更高-300146-食品饮料-苏青青》，2012.3
- 4《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

## 目录

<b>一、制胜因素再梳理：汤臣倍健三大成功基因未变</b> .....	<b>3</b>
1、产品原料全球采购，真金不怕火炼.....	3
2、药店渠道是短期难以撼动的壁垒.....	3
3、优秀的管理团队是公司最关健的核心竞争力.....	3
<b>二、目标宏大，立足脚下，成长趋势不可挡</b> .....	<b>4</b>
1、长期看战略：通过收购实施多渠道品牌对应战略，目标成为营养品“联合国”.....	4
2、中期看渠道：新渠道模式搭建快速推进，开启品牌收购后销售将多点开花.....	6
3、药店终端复制性好，零售额成长空间较大.....	6
4、短期得益于品牌推广效应和产能释放，年内业绩有保障.....	7
<b>三、毛利率将持续提升，盈利能力还有改善空间</b> .....	<b>8</b>
1、加强供应链管理将短期内提升毛利率 3-4 个百分点.....	8
2、下半年新单品推出意在收回渠道利润.....	8

## 一、制胜因素再梳理：汤臣倍健三大成功基因未变

### 1、产品原料全球采购，真金不怕火炼

中国保健品品牌多昙花一现，各种名目繁多的品牌“各领风骚三五年”，然后归于平寂。而汤臣倍健从 2002 年即开始运作，至今已近 10 年。我们认为公司能够跳出保健品怪圈的原因在于，**执着于产品品质，致力于做成百年老店：**

- ◆ 原料全球采购保证优秀质量：营销为王是中国保健品行业在野蛮生长时期的一个误区，褪黑素仅凭借广告攻势销售也超 10 亿元，但公司坚持认为消费者可欺骗一时，但骗不了一世，产品品质才是生存的根本。因此公司 73% 的主要原料采购于全球最优秀的原料产地，保证最优秀的产品品质；
- ◆ 政府强制“蓝帽”认证将规范市场行为：广州政府已经要求未获得“蓝帽”的产品不能进入药店销售，未来这一要求有望扩展到全国。公司目前有 40 多个获得保健品批文的“蓝帽”产品，对规范经营一如既往的追求，将使公司在趋紧的行业监管中受益。

### 2、药店渠道是短期难以撼动的壁垒

**产品好卖+利润丰厚是药店渠道对公司巨大粘性的原因。**公司以 3-4 折向药店供货，为渠道留出足够大的利润空间。随着品牌提升战略效果的显现，品牌拉力日益增强，新店在 2-3 个月内即可盈利，熟店的销售增速同比超过 40%，巨大的赚钱效应为药店提供了足够的推广动力。

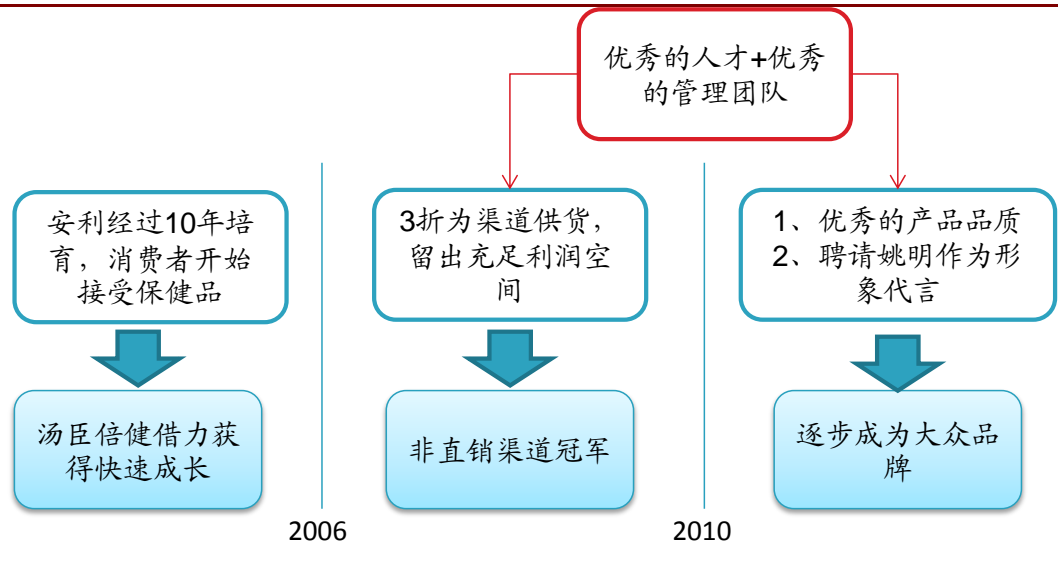
- ◆ 2011 年设立 KA 渠道事业部，加深与百强药店与商超的合作，凭借精细化管理提高单店收入。公司不改变原来的经销模式、不影响代理商的利益和积极性，KA 部针对大客户进行培训和宣传，调动其营业员成为公司的营养顾问，以更专业的服务挖掘消费者的消费潜力。

### 3、优秀的管理团队是公司最关键的竞争力

**正如我们前几次报告中一再强调，优秀的管理团队是公司最关键的竞争力：**团队平均从业经验 20 年以上，激情、个性、聪明且踏实是给人最深刻的印象。在本次事件中，我们再一次看到了一个优秀管理团队高效的协同作战能力，以及公司内部成熟的危机处理流程，这是公司能够在激烈竞争中取胜的重要壁垒：

- ◆ 汤臣倍健的创业者团队和高管主要来自于太阳神，特别是董事长梁允超的工作和创业经历贯穿了中国保健品行业发展的过程。我们可以看到，公司今天的发展是对行业发展经验的总结和适应；
- ◆ 核心团队将汤臣倍健不是看作一份工作，更多的是当成一份事业来做，领袖人物梁允超更是激情四射之外让人感受到企业家的睿智与沉稳。人才是最大的财富，这是最终我们认为汤臣倍健异于其他竞争对手/食品公司的最大利器。

图 1： 汤臣倍健的成长过程和制胜因素



资料来源：宏源证券研究所

## 二、目标宏大，立足脚下，成长趋势不可挡

我们从公司长期发展战略，中期传统渠道的潜力以及新渠道的建设情况，短期品牌推广效果显现和产能瓶颈缓解的角度，对公司的成长性进行分析。我们再次强调，无论从长中短期来看，公司都拥有持续、快速成长的潜力。

### 1、长期看战略：通过收购实施多渠道品牌对应战略，目标成为营养品“联合国”

汤臣倍健的梦想是，打破品牌运营商的限制，希望成为为消费者提供满足各种需求的营养品公司，做营养品的联合国：

- ◆ 成为“联合国”的方式是将优秀的营养品品牌逐步纳入到汤臣倍健体系平台中：公司的目光不仅限于国内，而是希望可以汇集全球最好的营养品。希望能够以收购或者代理的形式将其产品引入公司的产品平台；
- ◆ “联合国”不是单纯将品牌相加，而是新品牌与现有品牌的互补和协同：公司的目标不是单纯做一个品牌运营平台，而是把业务分成三块，核心业务（如汤臣倍健）、增长性业务（如十一坊）和组织业务（如连锁店）。通过吸收新品牌为三块业务补足短板，提升整个平台和品牌的价值。

公司凭借多渠道品牌对应战略实现“联合国”梦想。公司战略是利用渠道和品牌运营优势，在合适的渠道中推广合适的品牌，实现收入和品牌力的双双提升：

- ◆ 成功案例：NBTY 实践多渠道品牌对应战略。我们在《商界精英，五年后大蓝筹可期》报告中详细介绍了 NBTY 的多渠道品牌对应战略。NBTY 分别收购渠道和品牌资产，通过重组渠道和品牌使其最佳匹配，成功打造了零售、经销商、直销和连锁四大渠道及对应品牌；

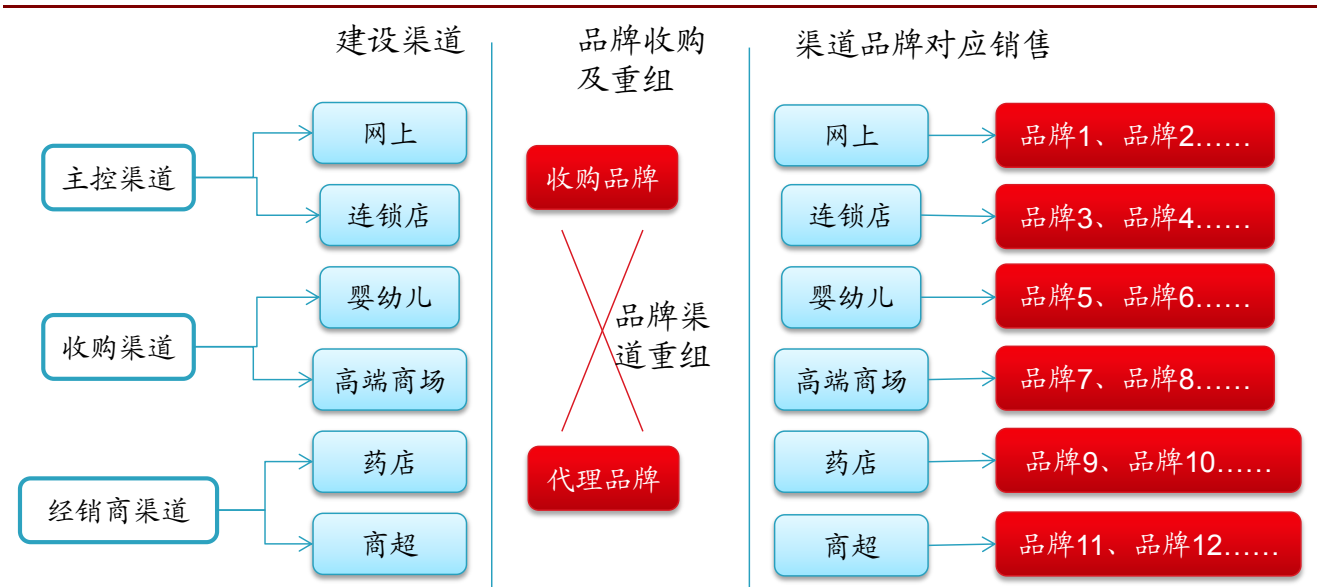
图 2: NBTY 的渠道品牌对应战略

渠道	品牌	定位
英国独立零售连锁	Holland & Barrett	受过良好教育的英国精英, 愿意为高质量的膳食营养补充剂支付更高的溢价
经销商渠道	Nature's Bounty	面对价格敏感的大众消费者, 以低价和促销吸引消费者购买
美国直销渠道 (邮件及网购)	Puritan's Pride	价格敏感型消费者和寻求方便的消费者, 价格比零售商店中有折扣
北美连锁店渠道	Vitamin World	一站式购物, 用金卡等形式对消费者产生粘性, 兼做宣传和形象展示功能

资料来源: 宏源证券研究所

- ◆ 汤臣倍健未来将逐步构建婴幼儿、商超、连锁、网上以及药店五大渠道网络, 每个渠道独立推广符合渠道特点的品牌和产品。渠道之间独立运作, 针对不同渠道设置不同代言人 (如姚明和刘璇分别负责线下和线上), 不同的品牌和产品将由不同的公司生产和运作;
- ◆ 多渠道品牌对应战略分三步实现: 第一步通过自建、收购等方式建立和完善销售渠道; 第二步以收购和代理等方式将优秀品牌纳入合适的渠道体系; 第三步针对渠道和品牌特点进行营销和销售。

图 3: 公司的多品牌多渠道运营战略



资料来源: 宏源证券研究所

**收购是实现多品牌战略的重要手段:** 收购的目的不是购买其他企业的收入和利润, 而是首先考虑风险管理和市场切割, 目的是希望对增强现有业务和弥补企业短板有所帮助:

- ◆ 协同性是收购首要考虑因素: 收购不是简单体量的叠加, 主要目的在于提升品牌, 希

望对综合能力有所提升。公司最大短板在于，品牌厚度和全球知名膳食营养补充剂企业相比还有较大差距，因此希望通过收购弥补在品牌厚度上的不足；

- ◆ 将借助资本市场实现跨越：在兼并收购上，公司还处于摸索阶段，公司提出了几种收购合作模式，很多操作细节都还在梳理，年内有望形成较为清晰的收购路径，未来公司也会考虑通过资本市场带领企业迈上更高的台阶。

## 2、中期看渠道：新渠道模式搭建快速推进，开启品牌收购后销售将多点开花

公司将连锁业态定位为种子业务，有望成为保健品销售主流渠道：连锁店渠道在国外是保健品销售的主要渠道，销售额占比超过 30%，未来有望成为国内的主流渠道，公司准备在健康微利的情况下来推进连锁渠道的建设，可能将收购国外品牌通过连锁渠道经营：

- ◆ 公司把连锁渠道定位为客户服务的终端，通过形象展示和深度服务提升客户黏性。2015 年，连锁店将达到 2-3 千家，直营与联营的比例约为 1:3，目前还不准备放开加盟店的建设；
- ◆ 盈利性未来将出现跳变：目前 80% 以上的直营店都是盈利的，公司为了不影响经销商渠道，有意保持连锁店的微利发展，联营店规模到一定程度，盈利和收入将会有跳跃式的增长。

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。

公司今年将加大电子商务渠道的投入：2011 年 10 月底公司委托第三方开设了淘宝旗舰店，今年将启用刘璇作为线上推广和营销活动的形象代言人，准备在电子商务渠道上推广一个新品牌。

图 4：公司的多渠道策略及定位

渠道	现有品牌	定位	策略
药店	汤臣倍健	目前主要销售力量	注重单店销量和店铺数量提升
连锁店	汤臣倍健	未来主要销售渠道	短期内健康微利运营，十二五数量提高到 2-3 千家
商超	汤臣倍健	形象展示与品牌提升	高价供货，大量条码下沉，暂不以盈利为目的
网上	汤臣倍健	顺应网购渠道兴起	作为重点渠道加大投入，启用新的形象代言人，导入新品牌
婴幼儿	顶呱呱	细分专业销售渠道	培育渠道网络，未来注入优质品牌
高端商场	十一坊	细分专业销售渠道	培育渠道网络，未来注入优质品牌

资料来源：宏源证券研究所

## 3、药店终端复制性好，零售额成长空间较大

公司和安利销售终端最大的不同在于：公司的终端是稳定有组织的连锁药店，而安利是零散的销售员个体。连锁药店拥有固定场所、固定销售人员，对销售人员的培训相对较规范，人员素质也较高，同时连锁店的开店计划有良好的规划，较强的标准化有助于中端数量稳步提升。而安利的销售代表成分复杂，管理体系松散，多是依靠朋友关系；职业素养较低，人员扩张的随意性较大，终端复制效率较低且质量不稳定：

- ◆ 安利 2011 年中国区销售额约为 250 亿元，其中 60%即约 150 亿元为纽崔莱营养保健品，近 5 年销售收入增速已经下滑到 15%左右。安利目前拥有 240 个店铺，全职营销人员约为 12 万人，兼职销售人员超过 300 万人；
- ◆ 由于公司销售终端的可复制性优于安利，我们认为公司可以凭借持续更长时间的终端扩张实现高速的成长，按照公司和安利目前的销售增速，预计未来 5-10 年内公司的销售规模将超过安利纽崔莱。

**公司零售额成长空间较大：**2011 年底公司销售收入为 6.6 亿元，由于公司后续将推出新模式提升厂家利润空间，我们保守估计出厂价为零售价三折，未来追平安利纽崔莱的销售额还将使零售额提升约 9 倍：

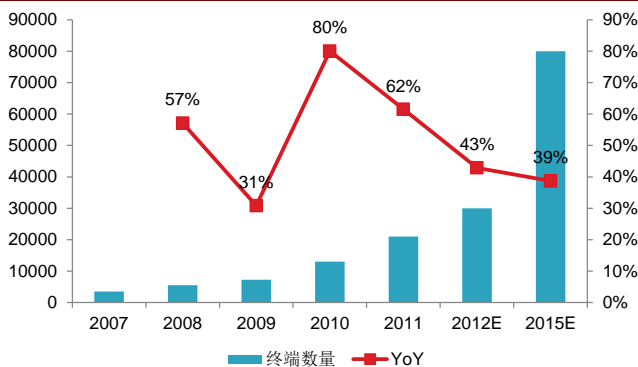
- ◆ 粗放式增长空间仍有 4-5 倍：公司目前经销商数量在 330 家，终端网点数量在 2011 年超过 2.1 万个，今年预计达到 3 万个。参考同样主打药店渠道的碧生源，我们认为可以预见的最终网点数量将超过 12 万个；
- ◆ 精细化增长开始成为药店渠道管理重点：1) 成立 KA 部，加强对经销商的管控；2) 加大对窜货的管理，对发现两次窜货行为的经销商直接取消资格；3) 加强 ERP 系统的建设和推广，通过数据分析对经销商销售区域拆细，将经销力量集中到优势区域，保持 50%以上增长；4) 通过参股等方式与经销商结成更亲密的关系，与经销商更多分享公司成长果实。

#### 4、短期得益于品牌推广效应和产能释放，年内业绩有保障

公司年内销售的驱动因素有三个：品牌推广在终端产生的销售拉动，熟店销售的增加以及产能释放的进度。如果原材料瓶颈获得解决，销售还将出现超预期的可能：

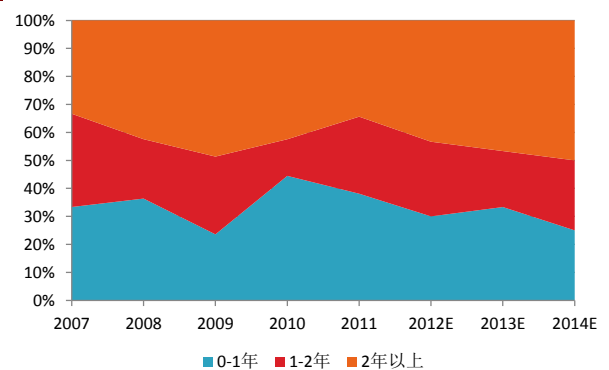
- ◆ 公司渠道建设始终快于品牌建设，因此品牌推广计划实施后销售出现的大幅增长是对渠道潜力的释放。在 2011、2012 年终端数量 60%和 40%的高增长下，我们依然看好品牌推广带来的乘数效应；
- ◆ 熟店销售有望继续保持 40%以上的增速：店龄结构在今年得到改善，熟店比例从去年 62%提高到 70%；KA 部经过一年磨合，相信今年工作效果会有明显提升；加上熟店条码数的增加都将推动单店销售的增加；

图 5：终端数量继续保持高速增长



资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

图 6：熟店比例开始逐渐提高



资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

- ◆ 募投产能 5 月投产，缓解供不应求状况：从去年下半年起，公司产品就开始出现缺货现象，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；
- ◆ 海外原料基地谈判带来超预期因素：销售占比超过 8%的拳头产品蛋白质粉受限于原料新西兰乳清蛋白的供应，公司目前正在积极联系希望在海外建立原料供应基地，解除原料瓶颈问题，若成功，蛋白质粉的销量将有很大提升空间。

## 三、毛利率将持续提升，盈利能力还有改善空间

### 1、加强供应链管理将短期内提升毛利率 3-4 个百分点

公司目前对于原料供应链是比较粗放式的管理，未来准备加强供应链管理。最近公司刚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。

### 2、下半年新单品推出意在收回渠道利润

公司将在下半年推出一款全新的单品，作为一种新的运营模式的尝试。新单品将与现有的产品完全不发生冲突，不共用现有的经销商渠道，而是公司自行运作。新单品将不再以较大的折扣为终端供货，而是尝试以快速消费品的运作方式，压缩渠道的利润空间，重新分配产业链环节的利润，提高公司的毛利率：

- ◆ 新品以善存和养生堂为范本，分销商主要承担通路商角色，市场行为都是厂家操作。产品的分销更加类似于快速消费品，厂家拥有通路的主动权，相应压缩渠道的利润空间；
- ◆ 新品将在 6 月份推出，若成功，将每两年左右推出一个新的单品，成立独立的渠道、独立的分公司以及独立的团队来运作。尽量避开现有的渠道，更侧重公司控制力强的渠道（例如连锁渠道）来运作，长期来看将提高公司的盈利能力。

通过上述分析，我们认为，螺旋藻事件并未改变汤臣倍健的制胜基因，因此公司的长期成长趋势并未改变，正如我们在多篇报告中描绘的，汤臣倍健具有未来五年大蓝筹的潜力，长期持有必将获取不菲收益，因此我们维持 75 元的目标价（对应 30x13PE），维持“买入”评级。



图 7: 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 8: 三张财务报表摘要**

<b>利润表</b>					<b>资产负债表</b>				
	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					
<b>现金流量表</b>					<b>财务指标</b>				
	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。