

评级：强烈推荐（维持）
食品饮料
公司跟踪报告
证券研究报告

分析师 李镜池 S1080511060001

联系人 晁岱秀 S1080110100006

电话：0755-82485059

邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

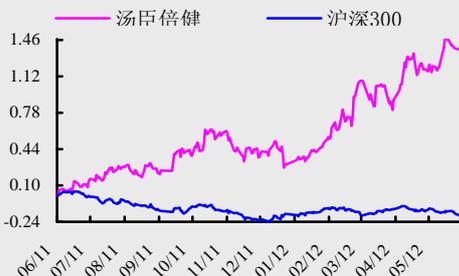
汤臣倍健(300146)跟踪报告之二：
从国际巨头，看汤臣倍健的发展空间
预测价格区间(元) 71 ~ 83

交易数据

上一日交易日股价(元)	64.3
总市值(百万元)	14,064
流通股本(百万股)	65
流通股比率(%)	29.76

资产负债表摘要(03/12)

股东权益(百万元)	1,754
每股净资产(元)	8.02
市净率(倍)	8.02
资产负债率(%)	5.94

公司与沪深300指数比较

相关报告

《汤臣倍健(300146)-两翼齐发育 雏鹰展翅》-20110620

《汤臣倍健(300146)-未来5年保持50%以上增长目标价90~100元》-20110901

《汤臣倍健(300146)-得天时地利人和者得天下》-20111227

《汤臣倍健(300146)-渠道建设持续提速一季度业绩或超预期》-20120201

《汤臣倍健(300146)-业绩再次大幅超预期，去年的故事将延续》-20110321

《汤臣倍健(300146)-“螺旋藻风波”平息，雏鹰继续高飞》-20120405

事件：

自我们推出首篇深度报告《两翼齐发育 雏鹰展翅》以来，资本市场对汤臣倍健的认识逐渐清晰，股价亦有很大涨幅，然而对膳食营养补充剂行业仍存很多疑惑，是不是骗子行业？能不能做起来？国际上有没有此类优秀的公司？为此，我们写了此篇跟踪报告，并探讨我国膳食营养补充剂以及汤臣倍健的发展空间。

要点：

- **发达国家的膳食营养补充剂发展受益于老龄化加速** 美国、日本的膳食营养补充剂市场发展相当成熟，已成为消费者的日常消费品，年人均消费已达到90美元和128美元为我国的13倍和18倍，其快速发展受益于老龄人群的快速增加。
- **全球有众多优秀的膳食营养补充剂企业** NBTY、GNC、VSI为传统零售销售领域的优秀代表，业绩增长依靠新增网店和提升单店盈利。近年来，GNC、VSI未受到金融危机影响，净利润增速都接近30%，股价涨幅皆超过100%。辉瑞健康事业部运作的两个单品善存、钙尔奇在中国的销售额皆在7亿元以上。
- **我国老龄化加速将推动膳食营养补充剂的快速发展** 我国膳食营养补充剂经过30年发展已达660亿元，占保健食品的份额达30%，年平均增长率在10%左右，并为更多消费者接受，随着我国老龄化进程加速将推动其快速增长。另外，“审批制”的政策壁垒必将使我国出现2~3家市场占有率超过10%的企业。
- **汤臣倍健正实现从卓越向伟大的蜕变，为绝佳的长期价值投资品种。** 我们看好公司的高管团队、管理制度、发展战略，随着公司发展将获得超过10%的份额，市场规模将超百亿。预测12~14年EPS分别为1.60(40X)、2.37(27X)、3.57(18X)，12个月目标区间为71~83元，继续“强烈推荐”。
- **风险提示：** 行业发生食品安全事件；宏观经济的恶化

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	346.1	658.0	1,203.1	1,864.7	2,797.1
同比(%)	68.6%	90.1%	82.8%	55.0%	50.0%
营业毛利	223.1	422.1	781.3	1,207.2	1,810.7
同比(%)	71.9%	89.2%	85.1%	54.5%	50.0%
归属母公司净利润	92.1	186.4	349.4	518.1	781.8
同比(%)	76.5%	102.4%	87.4%	48.3%	50.9%
总股本(亿股)	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19
每股收益(元)	0.42	0.85	1.60	2.37	3.57
ROE	5.7%	10.6%	17.5%	20.6%	23.7%
P/E(倍)	153	75	40	27	18



目 录

1 发达国家的膳食营养补充剂发展受益于老龄化加速	5
1.1 日本保健食品的快速发展与老龄化进程同步	6
1.2 美国膳食营养补充剂仍有 5% 以上的增长.....	8
2 国际上存在众多优秀的膳食营养补充剂企业	10
2.1 膳食营养补充剂专卖店经营巨头—GNC	10
2.2 全球销量最大的单品营养素—善存、钙尔奇	13
3 我国膳食营养补充剂市场规模将“赶英超日”	18
3.1 国内对营养补充剂的认识和需求趋于理性	19
3.2 老龄化进程加速将促使国内营养补充剂飞速发展.....	22
3.3 政策壁垒为国内品牌发展留下空间	25
4 汤臣倍健为绝佳的价值投资品种	26
4.1 从卓越向伟大的蜕变.....	26
4.2 12 个月目标区间 71~83 元，继续“强烈推荐”	30
4.3 风险提示	30



表 1 选择膳食营养补充剂的理由	22
表 2 善存、钙尔奇在众多国家的同系列产品中名列前茅	14
表 3 专卖店计划每年新增 350 多家	28
表 4 直营门店主要分布在一线城市	28
表 5 盈利预测	30
图 1 保健食品定位于亚健康人群	5
图 2 亚太、北美、欧洲为保健食品的主要消费地区	6
图 3 日本国家规定的保健食品的分类和定义	6
图 4 在 2004 年之前，日本健康食品都保持快速增长	7
图 5 1985-2000 年，日本 65 岁以上人口增长率都在 4% 的高水平	7
图 6 日本老龄化加剧，65 岁以上人口比重已超过 22.7%	8
图 7 自 2000 年以来，美国保健食品市场销售额平均增速在 5% 以上	9
图 8 美国 65 岁以上人口增长率	9
图 9 GNC 自 2011 年上市以来股价增长 120%	11
图 10 VSI 自上市以来股价涨幅超过 125%	11
图 11 2011 年 GNC 的主营业务收入增长达到 14%	11
图 12 自 2009 年，GNC 摊薄后的 EPS 增速皆保持 30% 以上	11
图 13 GNC 的毛利率和净利率持续增加	12
图 14 GNC 单店销售额从 44 万美元提升至 50 万美元	12
图 15 GNC 营业收入超过 73% 来自专卖店零售	12
图 16 GNC 专卖店的组成情况	12
图 17 健康药物部为辉瑞多元化发展的重要组成	13
图 18 辉瑞的复合维生素产品—善存	14
图 19 辉瑞旗下的补钙产品—钙尔奇	14
图 20 善存占全球维生素市场份额为 4.3%，仅次于纽崔莱	15
图 21 善存为国内医院渠道绝对龙头，占比达 42%	16
图 22 善存占国内零售渠道的市场份额为 21%	16
图 23 钙尔奇在中国的发展历程	17
图 24 钙尔奇占全球补钙制剂市场份额的 7%	17
图 25 钙尔奇占国内医院渠道的市场份额达到 32%	18
图 26 钙尔奇占国内零售渠道的市场份额为 31%	18
图 27 我国传统保健食品发展波段	19
图 28 2011 年中国膳食营养补充剂市场销售额达到 660 亿元	20
图 29 2010 年钙类、复合维生素类产品的销售分别达到 14 亿美元和 10 亿美元	21
图 30 2010 年钙类、复合维生素类产品市场份额分别为 17% 和 12%	21
图 31 营养补充剂以礼品形式消费的比例仅有 19%	22
图 32 2010 年，美国保健食品市场销售额为我国的 3 倍	23
图 33 2010 年，日本年人均消费额为我国的 18 倍	23
图 34 过去 12 月食用过营养补充剂的比例仅有 29%	23
图 35 我国 60-70 年代的新增人口高峰将进入老年 单位：万人	24
图 36 GDP 维持高速增长，65 岁以上人口增速呈现加速趋势	24
图 37 0-14 岁人口比重快速下降至 19%	25



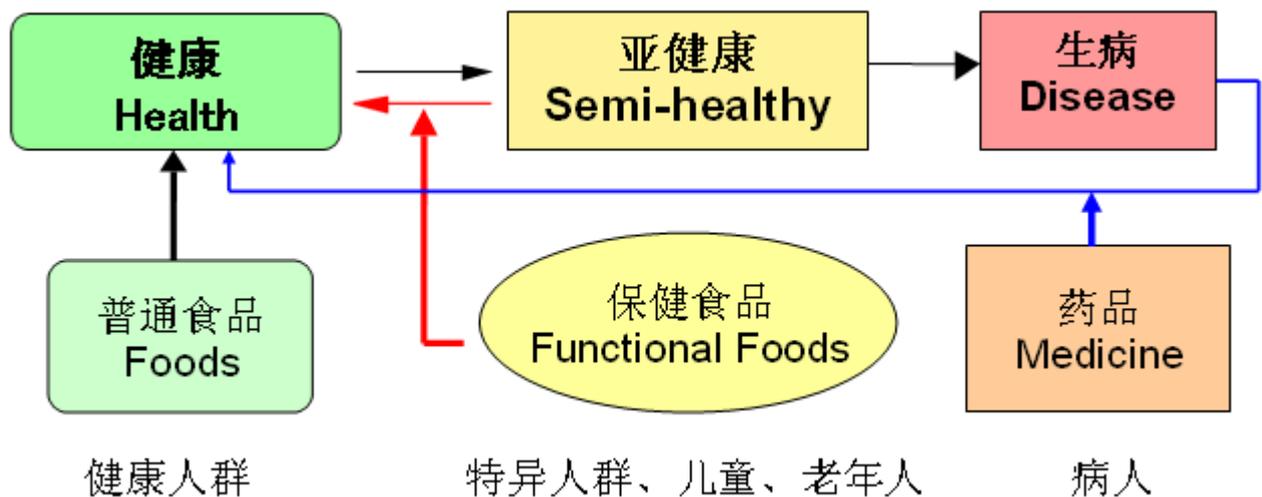
图 38 保健食品申报流程.....	26
图 39 连锁营养中心内部布局图.....	28
图 40 专卖店首先覆盖经济发达的城市.....	29
图 41 区域经销模式占公司营业收入的 78%.....	29

1 发达国家的膳食营养补充剂发展受益于老龄化加速

保健食品的定义为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，其产品主要定位于现代社会中越来越多的亚健康人群。

保健食品中的功效成分（功能因子）主要有活性多糖、膳食纤维、低聚糖、活性肽、活性蛋白质、多不饱和脂肪酸、类脂、多酚、染料木苷元、大豆苷元、皂甙、褪黑素、类黄酮、乳酸菌、维生素、矿物质、大蒜素、番茄红素、胆碱、植物固醇等。

图 1 保健食品定位于亚健康人群



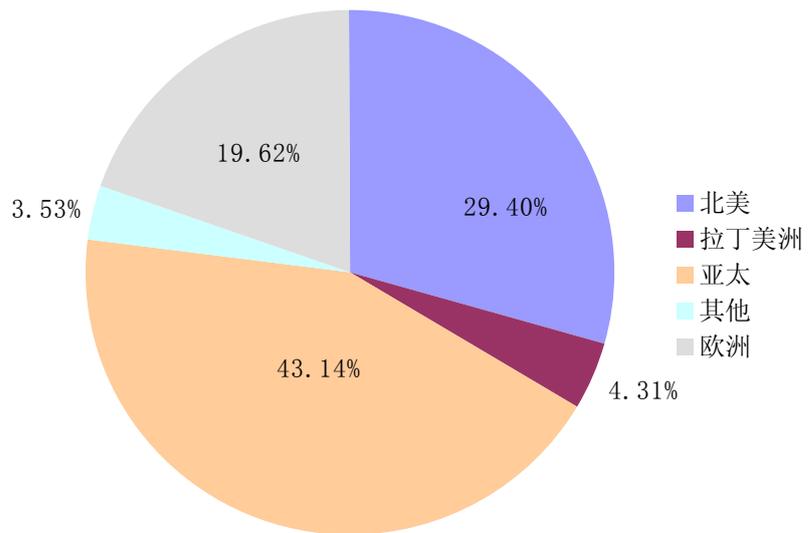
资料来源：第一创业证券研究所

保健食品的发展受益于消费升级、“亚健康”人群增多、老龄化加速。随着消费者生活水平的提升，消费者对健康的需求越来越高；工作生活的节奏加快，“亚健康”人群逐渐得到大众的注重；另一方面，世界大多数国家老龄化进程加速，都促进了保健食品的快速发展。

国际上，膳食营养补充剂自 20 世纪 60 年代兴起，并取得了飞速发展。2010 年全球膳食营养补充剂市场规模超过 930 亿美元，其消费主要分布在经济比较发达的地区，北美占全球消费额的份额为 29.4%，欧洲为 19.6%，人口数量最多的亚太地区的份额为 43.1%。



图 2 亚太、北美、欧洲为保健食品的主要消费地区

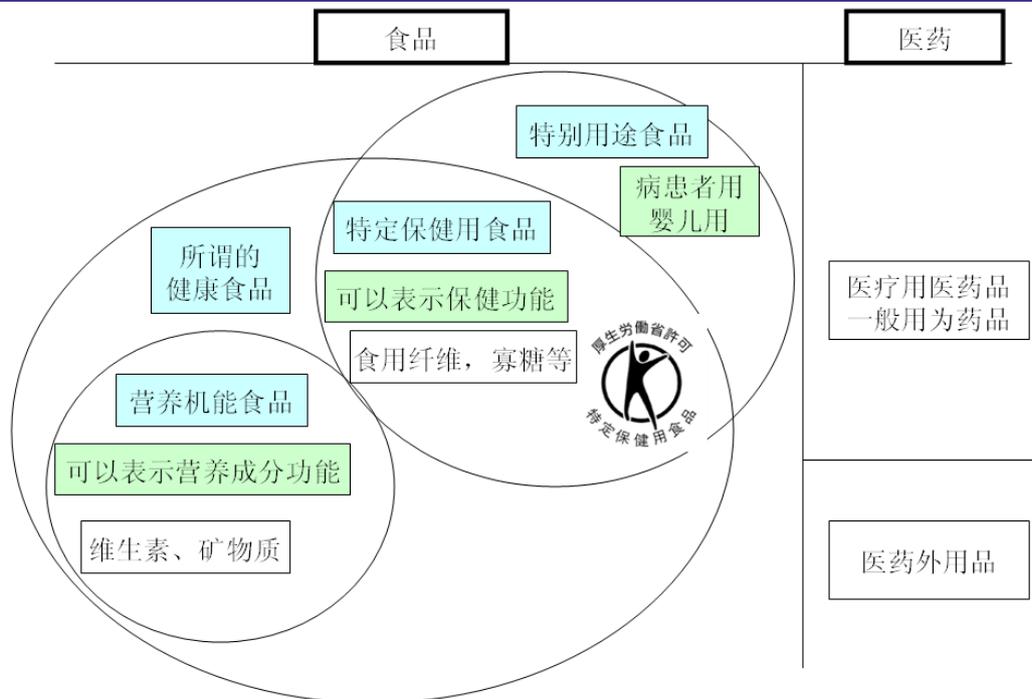


资料来源: Euromonitor 第一创业证券研究所

1.1 日本保健食品的快速发展与老龄化进程同步

日本对保健食品管理与我国较为相似。在日本，保健食品被划定为特定保健用食品（FOSHU），从 2001 年开始，日本又实施了“保健功能食品制度”，进一步规范保健食品市场，以确保食品的安全性、有效性，并向消费者提供准确的说明。

图 3 日本国家规定的保健食品的分类和定义



资料来源: 第一创业证券研究所

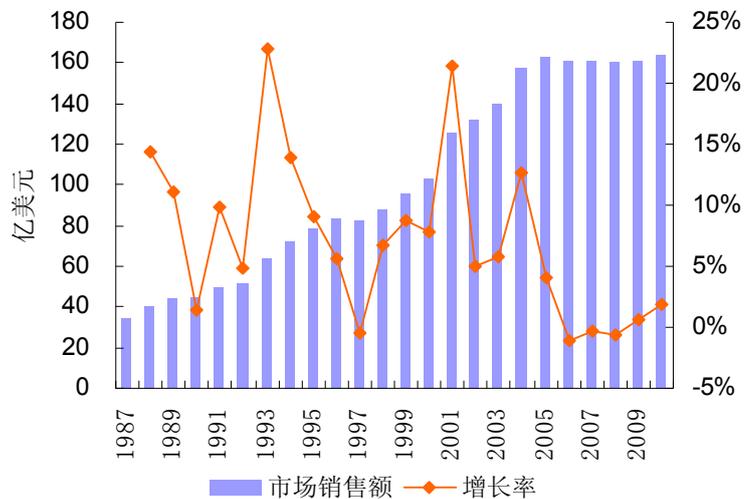
日本保健功能食品制度把保健食品分为一般食品（所谓的健康食品）和“保健功能食品”。“保健功能食品”又分为“特定保



健食品”和“营养机能食品”。对于这些食品的内含，根据法律都有明确的规定。审批手续有针对“特定保健食品”的“个别许可型”，和针对“营养机能食品”的“规格标准型”，比我国的保健食品审批还要严格。

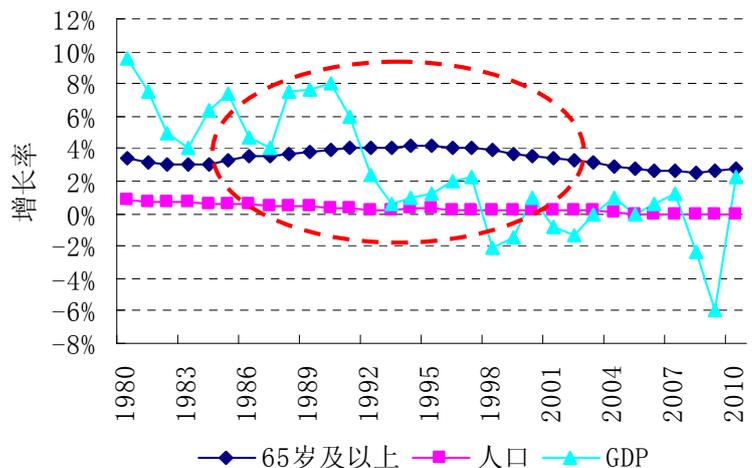
日本的健康食品从20世纪60年代中期兴起的，从现有的数据来看，2004年以前发展速度都保持在5%~20%，到2004年市场规模已达到160亿美元。90年代初，日本经济的增长速度连续数年徘徊在1~2%，但此时健康食品仍保持着10%左右的增长。自2005年以后，进入缓慢的发展阶段，此时日本健康食品的年人均消费已超过120美元。近两年其发展速度才有所恢复，到2010年，日本保健食品规模已达164亿美元，仅次于美国，位居世界第二。

图4 在2004年之前，日本健康食品都保持快速增长



资料来源: Euromonitor2011 第一创业证券研究所

图5 1985-2000年，日本65岁以上人口增长率都在4%的高水平

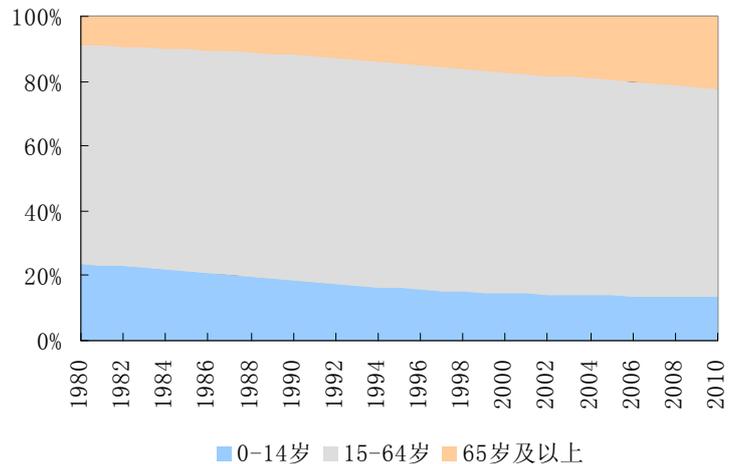


资料来源: WIND 第一创业证券研究所



我们将健康食品的增长速度与日本 GDP、人口、以及 65 岁以上人口的增长速度进行比较，发现老龄人口的增长速度与健康食品的增长同步。日本自 70 年代进入老龄化，80 年代老龄化进程加速，1985-2000 年间，日本 65 岁以上人口增长率一直在 4% 左右，正是这一时期，日本经济增长处于停滞阶段而健康食品仍维持在 10% 左右的增长。

图 6 日本老龄化加剧，65 岁以上人口比重已超过 22.7%



资料来源：WIND 第一创业证券研究所

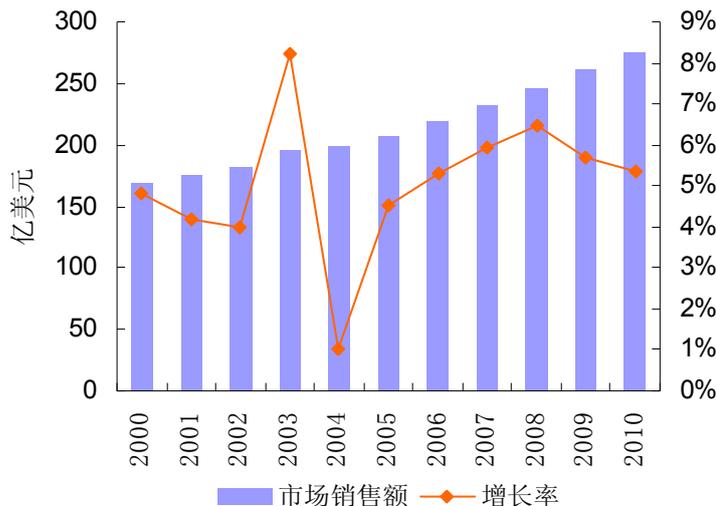
1.2 美国膳食营养补充剂仍有 5% 以上的增长

世界各国对保健食品的界定和管理有较大差异。美国未划分出保健食品的范畴，其相关产品的研发、生产以及上市流通只需向美国食品药品监督管理局（即 FDA）备案。至今美国尚未建立一部管理健康食品的法规，也没有一个明确的官方定义。美国的健康食品一般包括：天然健康食品（Natural Health Food），设计食品（Design Food），功能食品（Functional Food），营养药物食品（Nutraceutical），膳食补充品（Dietary Supplement）。

美国保健食品约在上世纪 60 年代初开始流行，到 2009 年健康食品的市场规模为 1083 亿美元，其中膳食营养补充剂占比约为 24%。从现有数据来看，美国膳食营养补充剂的市场规模从 2000 年至今都维持在 5~6% 的增长速度，到 2010 年销售额达到 275 亿美元，仍然有 5.6% 的增长，好于 Euromonitor 前期预测的 4.5%。



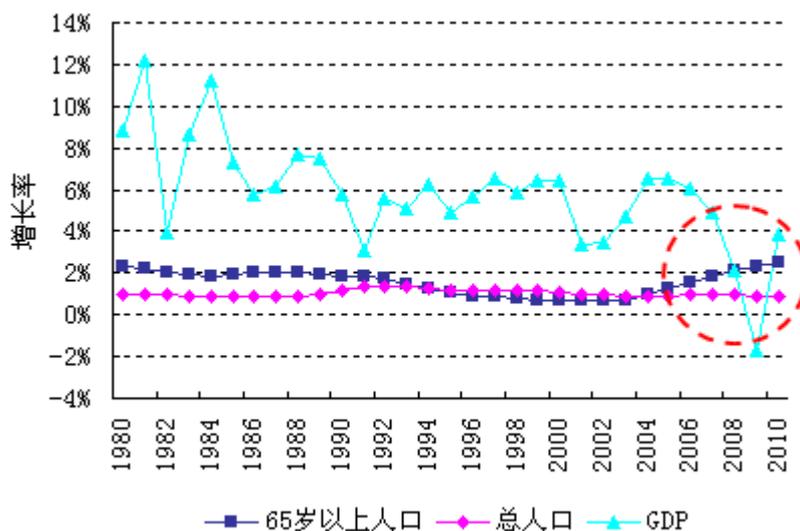
图7 自2000年以来，美国保健食品市场销售额平均增速在5%以上



资料来源：Euromonitor2011 第一创业证券研究所

与日本相比，美国膳食营养补充剂市场也是相当成熟的市场，然其增速仍维持在5%以上，这与人口结构有较大关系。美国自20世纪70年代也进入老龄化，65岁以上人口比重为9.8%，但其老龄人口数量增长较为缓慢，65岁以上人口数量增速都在2%以下，自2006年开始，其增速超过2%，这也给膳食营养补充剂行业发展提供增长的动力。

图8 美国65岁以上人口增长率



资料来源：WIND 第一创业证券研究所

从整个美国的销售渠道的业绩分布来看，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，这是美国膳食补充剂目前的主要销售模式，直销或传销渠道的市场占有率仅为17%。

美国膳食营养补充剂行业已经非常成熟，维生素、矿物质、蛋白粉等膳食营养品已成为日常消费品，部分消费者更是随身携带



带，在便利店都可买到。另外，膳食营养品的价格也较为廉价，五折促销活动也经常出现。

2 国际上存在众多优秀的膳食营养补充剂企业

2.1 膳食营养补充剂专卖店经营巨头—GNC

美国的膳食营养补充剂行业发展的相当成熟，成就了有很多优秀的企业，如 NBTY、GNC、辉瑞、VITAMIN SHOPPE 等等，可谓百花齐放、百家争鸣，然每一家所占的市场份额均不大，NBTY、GNC 所占的市场份额都在 6% 左右，这与美国实施备案制有关。

美国保健食品的销售都是以商超、专卖店为主，典型代表是 NBTY 和 GNC，NBTY 的具体情况请参考我们 2011 年 9 月发表的跟踪报告之一：《未来 5 年保持 50% 以上增长 目标价 90-100 元》。在此报告中，我们重点介绍 GNC 的具体情况。

GNC（在中国称为“健安喜”）最早成立于 20 世纪 50 年代，总部位于宾夕法尼亚匹兹堡，是全球最大的专业的营养产品零售商之一，产品包括维生素，矿物质、草药和其它专业补充品以及运动营养、饮食和能量产品。

1994 年起，GNC 开始全球化进程，目前在全球 52 个国家开展业务，在美国拥有 4000 家零售店（包括 1000 多家特许经营店和 1200 家来得爱（Rite Aid）店中店），在美国以外 48 个国际市场里特许经营，并拥有 3000 多家加盟店，在亚洲地区包括新加坡、台湾、菲律宾、日本、马来西亚、印尼、泰国、香港等地均有连锁店的成立。然而，受中国保健食品实施“审批制”的限制，GNC 尚未进入国内市场。

GNC 创造了成功的保健品导购模式和“金卡”客户策略。透过营养顾问的分析协助，优异的高品质服务，全球超过 600 多万个金卡会员。

GNC 拥有完整和富有竞争力的产品线，主打天然概念，产品包括减肥类、运动类、男女保健、健脑、睡眠辅助、草本植物萃取、维生素、矿物质等 1000 余种。在中国有 200 多个产品通过国外代购和网上销售的形式在销售，但这并非 GNC 官方的正常销售渠道。

GNC 对保健品研发进行持续投入，严格要求标签内容如实声明，保证产品成分的安全性及有效性，是保健品行业中的标杆模范企业。

GNC 背后有其美国工厂（Nutra）强大的生产能力进行支持，Nutra 不仅为 GNC 提供产品，也为 NBTY（自然之宝）、康宝莱、安利等世界知名保健品企业提供代工。

2006 年，高盛将 GNC 私有化（退市），并与 2011 年 1 月再



次成功登陆纽约交易所,自从新上市以来,股价涨幅已超过120%,为投资者带来颇丰的投资收益。

图9 GNC自2011年上市以来股价增长120%



图10 VSI自上市以来股价涨幅超过125%



图11 2011年GNC的主营业务收入增长达到14%

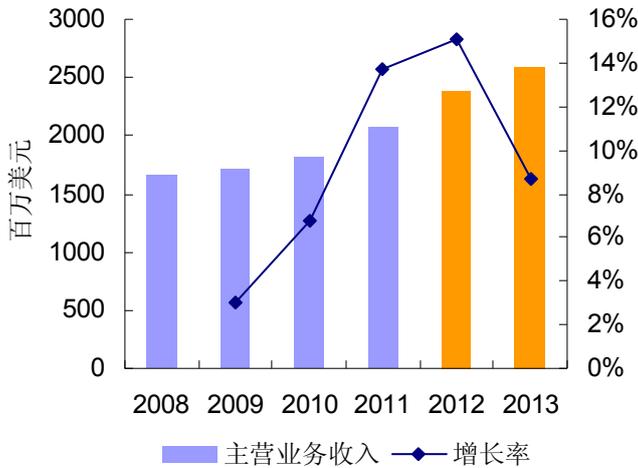
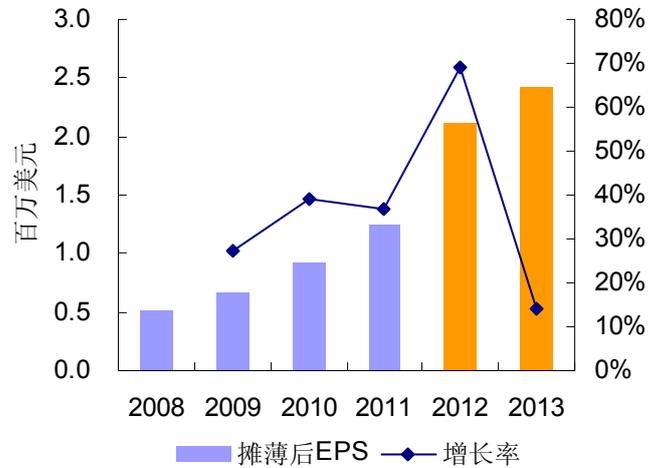


图12 自2009年,GNC摊薄后的EPS增速皆保持30%以上

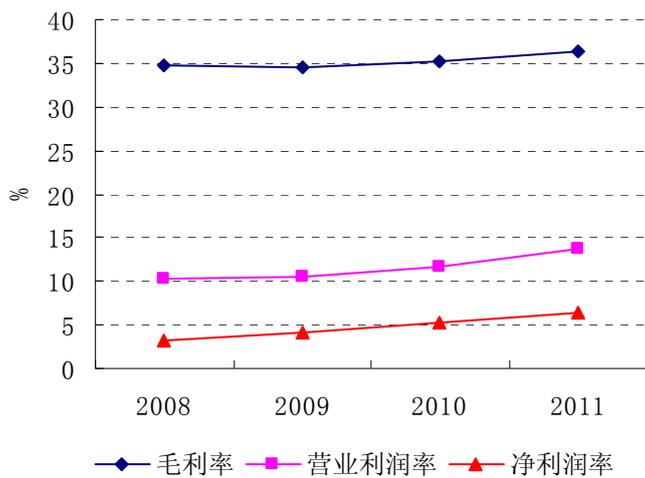


GNC自2008年以来,营业收入的增速逐渐提升,2011年更有14%的增长,达到20亿美元。而净利润皆保持30%以上的增长,预计2012年将会有更好的业绩的增速。

GNC盈利的增长主要来自于专卖店数量的增加和单店销售额的提升。专卖店的数量已达到7685家,每年保持5%左右的增长,单店销售额从44万美元提升至50万美元。这也促使了毛利率和净利率的提升,自2008年毛利率、净利率分别从34.6%、3.3%提升至36.4%、6.4%,净利率几乎翻了一倍。

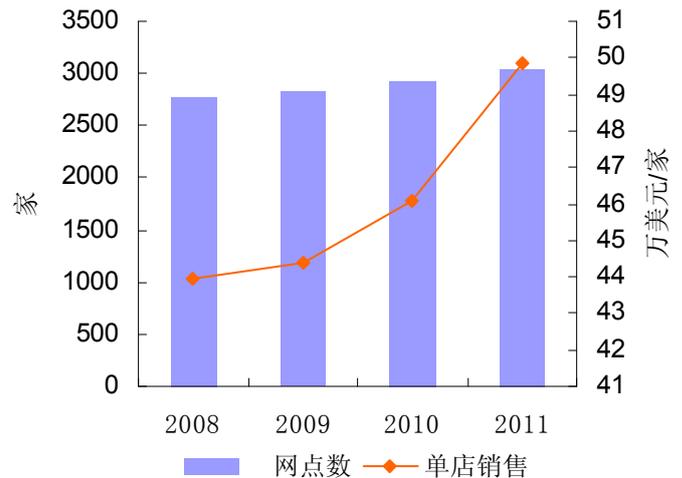


图 13 GNC 的毛利率和净利率持续增加



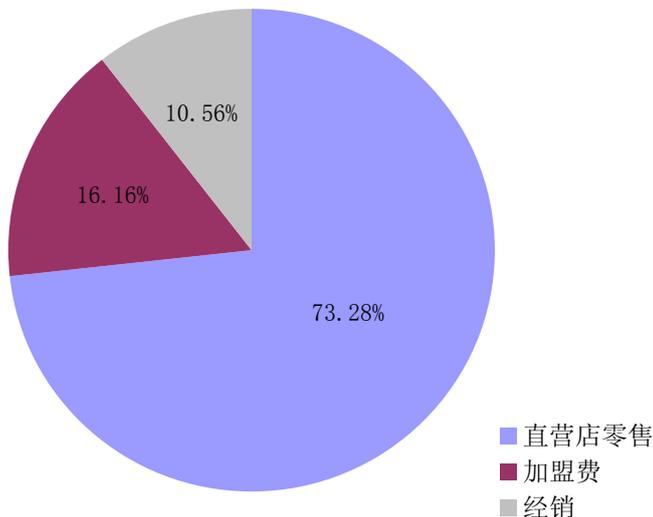
数据来源: Bloomberg 第一创业证券研究所

图 14 GNC 单店销售额从 44 万美元提升至 50 万美元



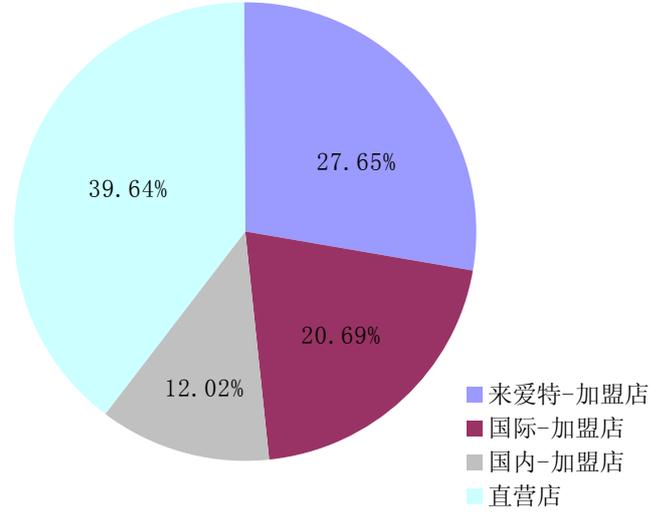
数据来源: Bloomberg 第一创业证券研究所

图 15 GNC 营业收入超过 73% 来自专卖店零售



数据来源: Bloomberg 第一创业证券研究所

图 16 GNC 专卖店的组成情况



数据来源: Bloomberg 第一创业证券研究所

GNC 的专卖店也分为直营店和加盟店 (即特许经营店), 截止到 2011 年直营店已达 3046 家, 每年新增 100 多家, 保持稳定增长; 加盟店为专卖店的主要形式, 占比已达 60%, 数量已达到 4639 家 (其中 924 家国内加盟店, 1590 家国际加盟店和 2125 家来得爱 (Rite Aid) 店中店), 每年新增接近 300 家。在销售额方面, 直营店为营业收入的主要贡献者, 超过 73% 的营业收入来自直营专卖店的零售, 已超过 15 亿美元; 而公司加盟店的收入主要来自店面加盟费和产品分销收入。

GNC 的毛利率为 36%, 远远低于国内保健食品 60%~70% 的毛利率, 我们认为主要有: 1、国内仍处于发展的初期阶段, 营养补充剂消费仍为偏高档消费, 而美国营养补充剂产业已相当成熟, 已属于消费者的日常消费品; 2、美国实施“备案制”, 行业充分竞争, 而国内实施“审批制”有政策壁垒, 可享受适当的溢价。



GNC 的成功经验可总结为:

- 1、优异的产品仍是长期发展的基石;
- 2、盈利的增长来自专卖店数量的增加和单店销售额的提升;
- 3、创造了成功的保健品导购模式,专业的营养顾问为客户提供定制的营养补充方案;
- 4、“金卡”客户策略,以优异的高品质专业化服务赢得客户青睐;
- 5、多种多样的促销活动,不定时对某种产品进行 5 折促销。

2.2 全球销量最大的单品营养素—善存、钙尔奇

辉瑞 (Pfizer) 是一家拥有 150 多年历史的以研发为基础的跨国制药公司。辉瑞公司包括三个业务领域: 医药保健、动物保健、以及消费者保健品。公司的创新产品行销全球 150 多个国家和地区。2011 年全球销售收入高达 674 亿美元。

图 17 健康药物部为辉瑞多元化发展的重要组成



资料来源: IMS Hospital Audit China National 第一创业证券



2009年辉瑞以680亿美元的价格收购竞争对手惠氏公司，以促进其业务的多元化发展，并成功将善存、钙尔奇、奶粉等业务收于麾下。2011年4月又将奶粉业务以118亿美金出售给雀巢，由此来看，辉瑞更看好膳食营养补充剂的未来发展。

辉瑞健康药物部作为辉瑞全球的一员，是世界上名列前茅的非处方药公司，总部位于美国新泽西州，业务遍及全球65个国家，产品销往140多个国家和地区。

辉瑞中国健康药物部旗下有三大产品系列：善存、钙尔奇和惠菲宁。辉瑞的营养品2010年的销售额为18.67亿美元，2011年达到21.38亿美元，同比增长14.5%。

善存、钙尔奇可谓膳食营养补充剂中单品运作的典范，在多个国家名列前茅，其中善存占全球维生素市场份额为4.3%，仅次于安利纽崔莱；钙尔奇已是全球最大的补钙产品，其占全球补钙系列产品市场份额的7%，而位居第二名的安利纽崔莱仅有4%。

图 18 辉瑞的复合维生素产品—善存



数据来源：第一创业证券研究所

图 19 辉瑞旗下的补钙产品—钙尔奇



数据来源：第一创业证券研究所

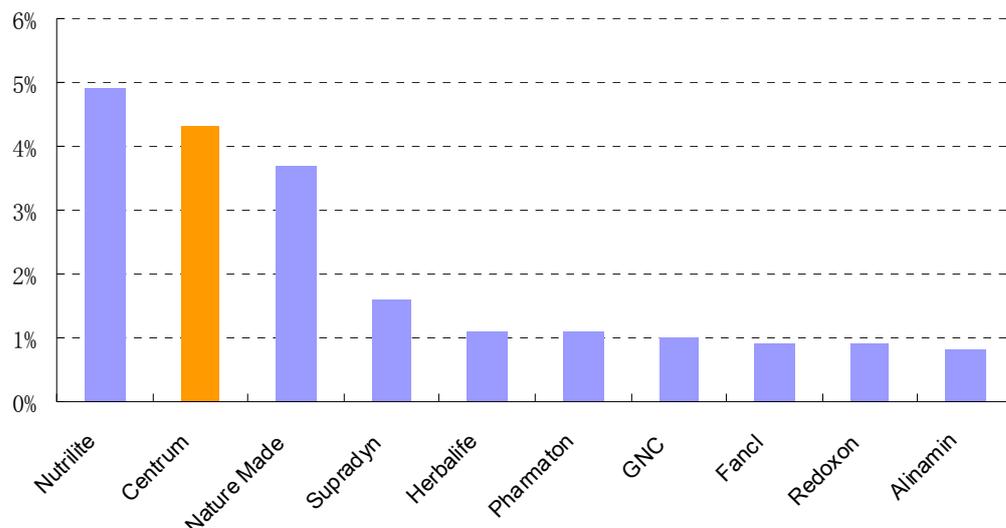
表 1 善存、钙尔奇在众多国家的同系列产品中名列前茅

市场	排名	
	多种维生素	钙
美国	1	2
加拿大	1	2
意大利	2	2
中国	2	1
德国	2	N/A
澳大利亚/新西兰	5	1
英国/爱尔兰	5	5
巴西	1	3
哥伦比亚	2	1
墨西哥	4	1

资料来源：Pfizer 第一创业证券研究所



图 20 善存占全球维生素市场份额为 4.3%，仅次于纽崔莱



资料来源：Pfizer 第一创业证券研究所

善存，1978 年在美国上市。20 世纪 90 年代初，开始拓展全球市场，至今风靡全球 30 余年，逐渐成长为全球著名维生素矿物质品牌。目前已在超过 80 个国家销售，受到全世界诸多国家消费者支持与欢迎，其中包括美国、加拿大、德国、澳大利亚、南非、新加坡、韩国等地区，已成为家喻户晓的健康品牌，并在多个市场中取得市场第一。

善存 1997 年进入中国，迅速成为中国维生素矿物质市场的领军品牌，销售已经遍及全国 116 个城市，满足了不同年龄层消费者的各类健康需求，零售份额在 16 大城市的同类产品取得第一。

善存是中国市场上配方最科学全面的维生素矿物质产品，系列齐全，适合不同人群对维生素矿物质的需求。覆盖不同年龄段的 3 种非处方药产品包括小儿善存片、善存多维元素片、善存银片和 1 种保健食品：善存佳维片。

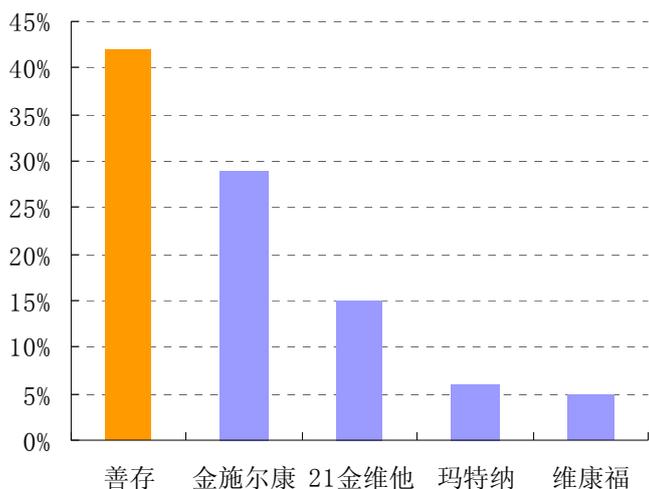
邀请著名麻辣主持人“小 S 徐熙娣”作为形象代言人，宣传口号“挑战亚健康”，在央视、及多家卫视保持高频率播放。

善存在中国经过 16 年的发展，在多种维生素品类中的市场份额已牢牢占据第一的位置，销售网络已覆盖医院、药店、药妆店以及商超等各个渠道，其中在医院渠道占据 42% 的份额，处于绝对垄断地位，在零售渠道也达到 21% 的份额。

据某专业机构统计，善存 2010 年在中国的终端销售额已超过 6 亿元。

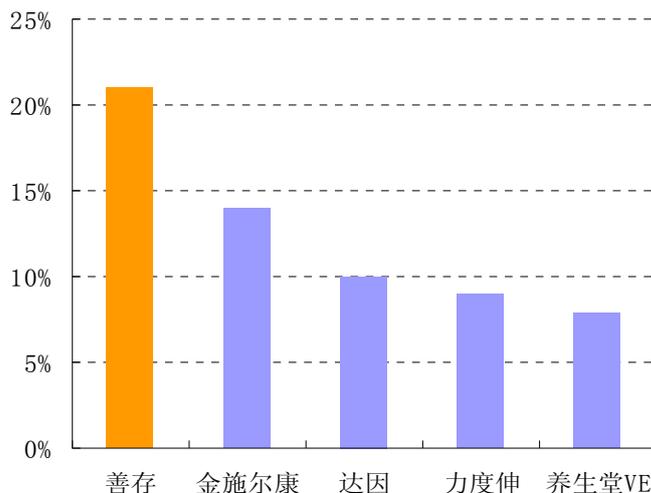


图 21 善存为国内医院渠道绝对龙头，占比达 42%



数据来源：IMS Hospital Audit China National 第一创业证券研究所

图 22 善存占国内零售渠道的市场份额为 21%



数据来源：IMS Retail Audit 16 Cities 第一创业证券研究所

辉瑞旗下另一款单品——钙尔奇-D3片，由美国惠氏-百宫制药有限公司出品，于1984年在美国上市。目前，钙尔奇已是全球最大的补钙产品，其占全球补钙制剂产品7%市场份额，而位居第二名的安利纽崔莱仅有4%。

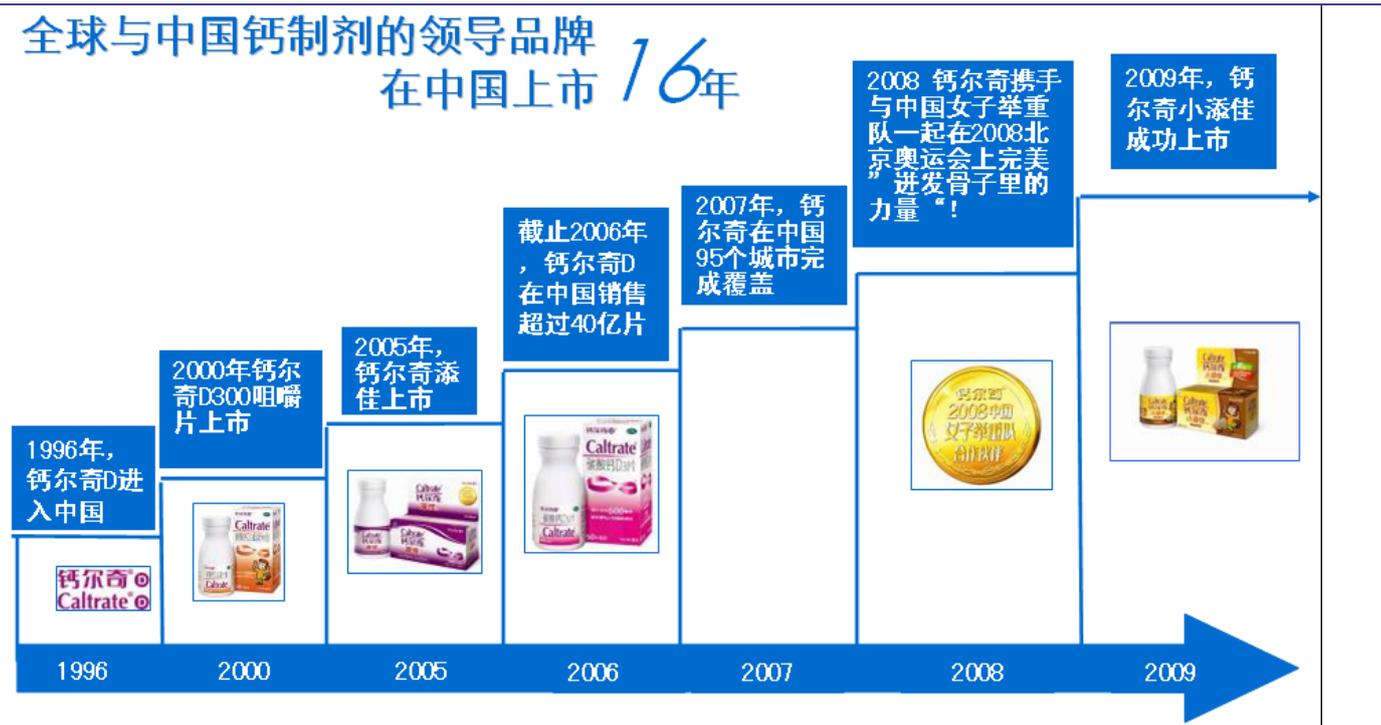
1996，钙尔奇碳酸钙D3片在中国上市，成为第一个进入中国的国际知名钙补充剂品牌，被众多中国医学专家和营养学专家推荐用于预防和治疗骨质疏松症，揭开了钙尔奇在中国不断发展壮大的序幕。至2011年，其销售已经遍及全国146个城市。

钙尔奇针对不同年龄阶段的不同需求，开发不同的产品。目前，已上市产品有钙尔奇碳酸钙D3片、碳酸钙D3咀嚼片(II)、钙尔奇牌添佳片和钙尔奇小添佳咀嚼片。

钙尔奇成功运作中国女子举重队奥运公关项目，以2008中国女子举重合作伙伴的身份，共同分享“2008中国奥运首金”及“2008女子举重项目金牌大满贯”的光辉成绩，完美“迸发骨子里的力量”！之后，又成功邀请著名排球运动员“郎平”为骨质疏松关爱大使。

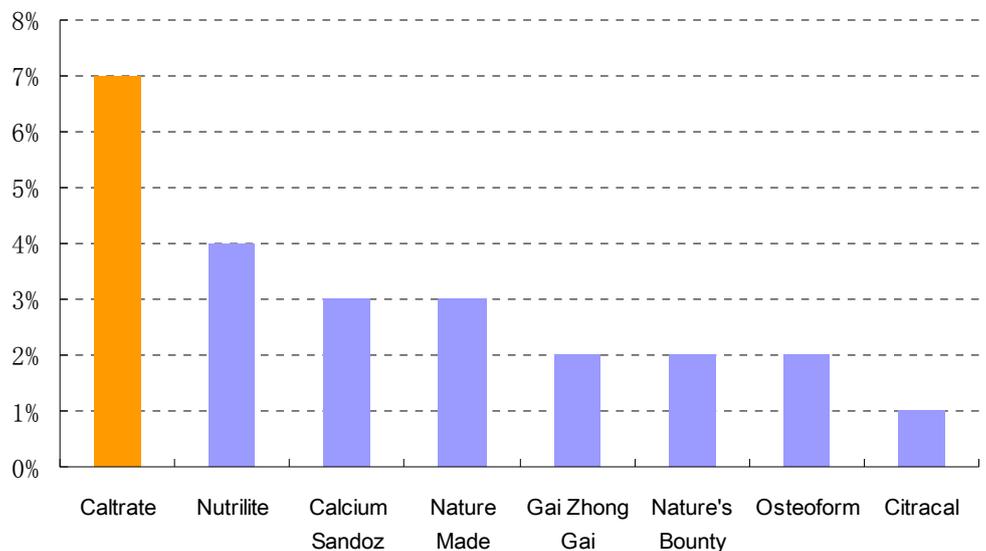


图 23 钙尔奇在中国的发展历程



资料来源：第一创业证券研究所

图 24 钙尔奇占全球补钙制剂市场份额的 7%

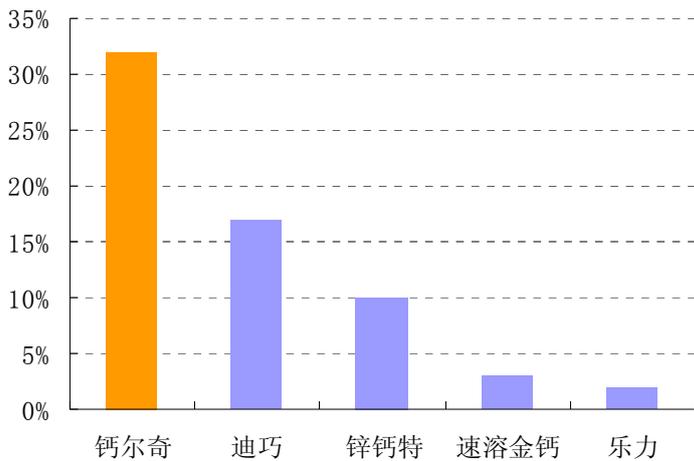


资料来源：Pfizer 第一创业证券研究所

钙尔奇在国内的占比更是高高在上，无人能及。钙尔奇在医院渠道和零售渠道的市场份额占比都超过 30%，并成功进入一些省级的基本药物目录，可医保消费！经我们粗略计算，其在中国的销售额应在 10 亿元左右。

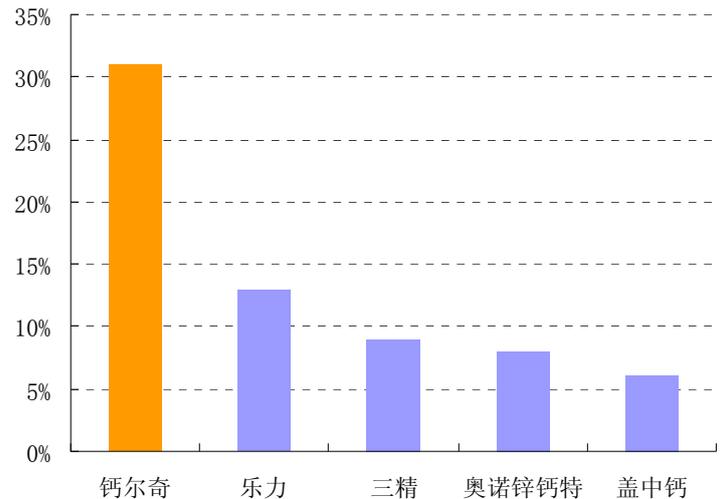


图 25 钙尔奇占国内医院渠道的市场份额达到 32%



数据来源：IMS Hospital Audit China National 第一创业证券研究所

图 26 钙尔奇占国内零售渠道的市场份额为 31%



数据来源：IMS Retail Audit 16 Cities 第一创业证券研究所

善存、钙尔奇都是有惠氏运作的，现在已整合到辉瑞旗下，其成功的经验可总结为以下几点：

- 1、单品的发展空间足够大，原料不受限制；
- 2、优异的产品系列组成，针对不同消费者开发不同的产品；
- 3、产品营养全面，号称配方最全面的营养素补充剂，历经 16 年的发展，产品品质得到消费者的一致认可；
- 4、产品定位，挑战亚健康，预防和治疗骨质疏松症；
- 5、进入医院渠道，通过医生推荐和宣传中美林县研究成果，增加产品的可信度，其中钙尔奇成功进入一些省级基本药物目录；
- 6、渠道深耕，不仅覆盖各地的医院、药店、药妆店，还率先进入商超渠道；
- 7、邀请知名人士为品牌代言，并保持频繁的广告投放。

3 我国膳食营养补充剂市场规模将“赶英超日”

我国的中医和养生文化源远流长，经过几千的历史筛选，留下众多绝佳的营养品如片仔癀、冬虫夏草、阿胶等等，已深入消费者的潜意识中。与传统保健食品相比，膳食营养补充剂的产品丰富多样、针对性强、食用方面、性温和老少皆可使用等特点，已获到较多消费者的认可。据统计，2011 年我国膳食营养补充剂市场约有 10% 的增长，达到 660 亿元，经过短短 20 年的发展，其约占我国保健食品市场 30% 的份额。

膳食营养补充剂的发展受益于消费升级、亚健康人群增多、老龄化进程加速。随着我国居民生活水平的不断提升，高压力、快节奏的生活导致亚健康人群急剧增加，快速增长的老龄人群，都将推动我国膳食营养补充剂的快速发展。在不久的将来，我国膳食营养补充剂市场规模将超过 1500 亿元，甚至可能达到 2000 亿元，成为第一大消费国。

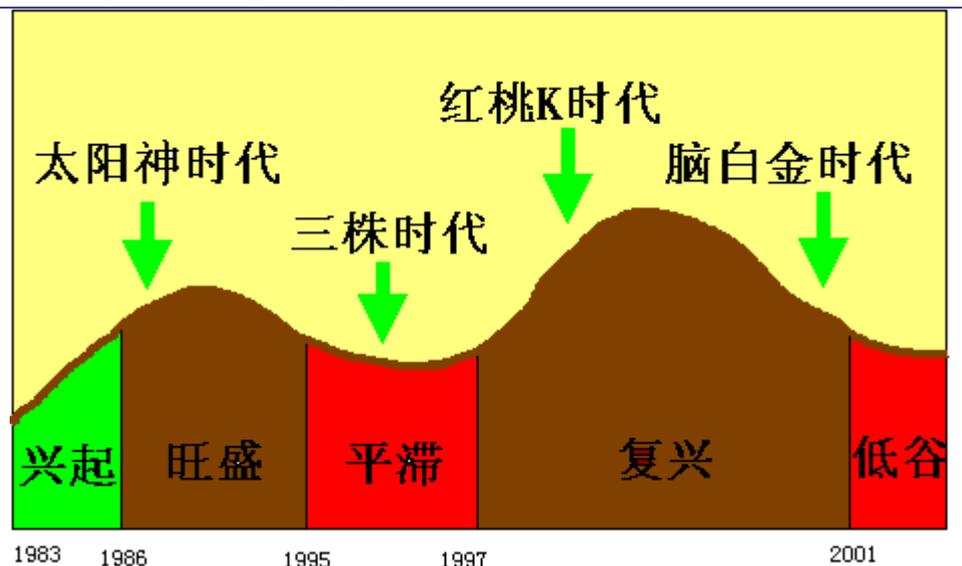
我国保健食品实施“审批制”，有很强的政策壁垒，有利于获得较多保健食品批文的企业发展，在我国或出现 2~3 家市场占有率超过 10% 的企业。

3.1 国内对营养补充剂的认识和需求趋于理性

我国消费者对保健食品的认知来自古代传统医学的保健观，既“药食同源”、“药补不如食补”、“三分治、七分养”等等。轰轰烈烈的保健食品运动始于 20 世纪 80 年代，出现过多家轰动一时的企业，从太阳神、三株、红桃 K、脑白金等，伴随着这些企业的发展，国内保健食品行业也经过多次波折。近期，自 2003 年“非典”以来，保健食品行业又呈现快速复苏的迹象。

我们对国内保健食品企业快速兴起又快速灭亡的现象进行总结，他们都有几点共性：1、创业者怀着捞一把就走的心态，并未有太长远的规划；2、产品较为单一，都是一个产品打天下；3、通过媒体轰炸，人海战术，销售规模快速崛起，然而市场根基不牢；4、夸大、透支产品功效，把自己的产品宣传成灵丹妙药，包治百病。

图 27 我国传统保健食品发展波段



资料来源：第一创业证券研究所

1985 年中美合作开展中美林县营养干预研究，该研究历时 6 年，涉及 32000 余人，是人类历史上第一次大规模双盲试验验证补充复合维生素矿物质对慢性疾病的干预作用。结果证明，补充多



种维生素、矿物质，总死亡率下降 9%，癌症死亡率下降 4%，食管癌死亡率下降 17%，食管癌发生率下降 10%，降低老年人核性白内障发生率达 36%，有效降低男性患者的血压(平均降低 2.02mmHg)，有效降低男性高血压的发生率达 57%。有效降低脑卒中的死亡率达 37%，并降低男性脑卒中的累积死亡率达到 58%。

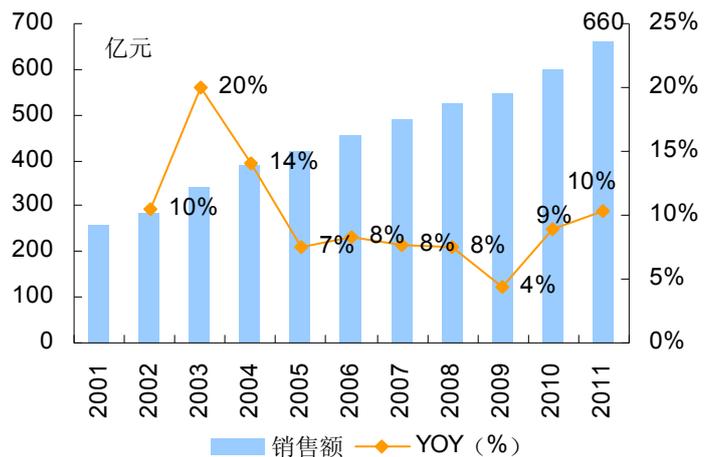
林县营养干预研究时间较早，当时中国的整体的生活水平较差，群众的营养严重不足，补充维生素、矿物质能很明显的改善身体状况。

现在，中国居民的生活水平已得到很大改善，已由“温饱”向“小康”转变，然而健康方面又出来新的问题，消费者中肥胖人群的越来越多，“高血压、高血糖、高血脂”等富贵病逐渐增多，“三高”健康问题的频繁发生是由于蛋白质、糖、脂肪这三大营养素摄取过多而运动较少造成的，而同时对人体必需的微量营养素的摄入量难以保证，缺乏这些微量营养素，身体就会出现各种不适，中医称为“上火”，西医称为“亚健康”，大多数解决的办法，中医会开“降火”的药，而西医会开各种“维生素、矿物质”，补充维生素矿物质的方法效果更为显著。

另一方面，通过“合理饮食可达到营养均衡”的状态，可保持身体健康，但现阶段，生活节奏越来越快的中国，又有多少人能做到合理饮食、营养均衡？

膳食营养补充剂有别于传统保健食品，其定位于日常饮食的营养补充，主要补充人体必需的微量元素，如维生素、矿物质、蜂胶等，产品丰富多样、针对性强、食用方面、性温和老少皆可使用等特点，已获到较多消费者的认可。

图 28 2011 年中国膳食营养补充剂市场销售额达到 660 亿元



资料来源：Nutrilite 第一创业证券研究所

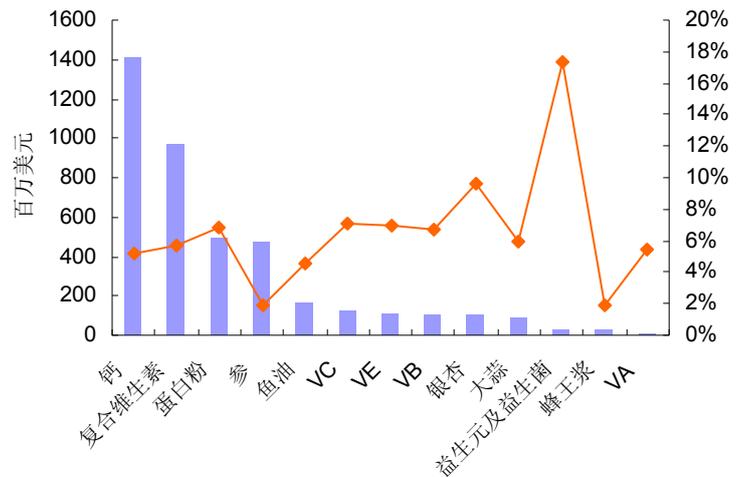
中国膳食营养补充剂行业起步较晚。90 年代安利纽崔莱进入中国，才推动了膳食营养补充剂在中国的发展，二十年来行业几乎都保持着 8% 左右的增长，到 2011 年，我国膳食营养补充剂的销售额已接近 660 亿元，为 2001 年的 3 倍。而安利纽崔莱也已成为国内膳食营养补充剂行业的绝对龙头，约占中国 30% 的市场份额。



而绝大部分市场份额都集中在直销渠道，除了安利纽崔莱意外，无限极、完美等企业也分别有 80 亿、50 亿的销售额；而对传统零售渠道的发展才刚刚起步，零售渠道的龙头汤臣倍健 2011 年的终端零售市场规模才只有 20 亿左右。

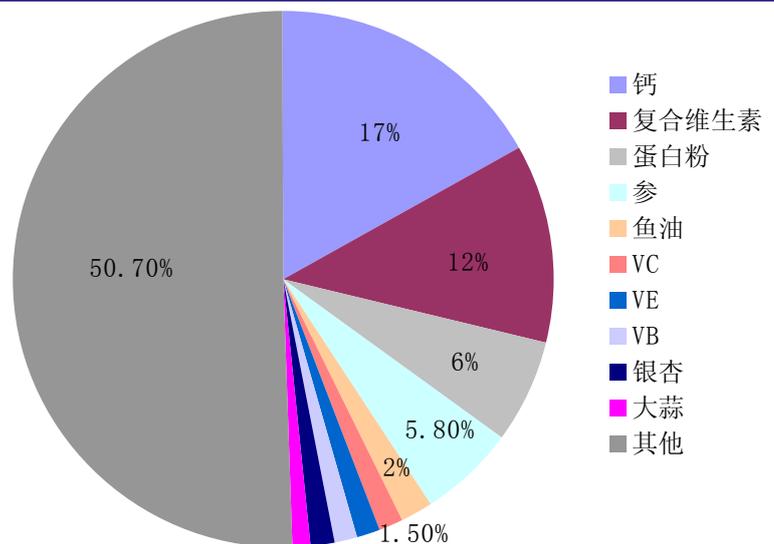
我国膳食营养补充剂的产品构成与国际市场是一致的，补钙、复合维生素、蛋白粉为前三大产品系列，2010 年的市场份额分别为 17%、12%、6%，补钙、复合维生素产品系列的终端零售销售都已超过 10 亿美元。

图 29 2010 年钙类、复合维生素类产品的销售分别达到 14 亿美元和 10 亿美元



资料来源: Euromonitor2011 第一创业证券研究所

图 30 2010 年钙类、复合维生素类产品市场份额分别为 17%和 12%



资料来源: Euromonitor2011 第一创业证券研究所

据安利纽崔莱对消费者选择膳食营养补充剂的理由的调研结果，显示消费者巩固身体健康仍是选择营养补充剂的主要理由。另外，满足家人健康需求的比例下降，而满足自身消费需求的比重增



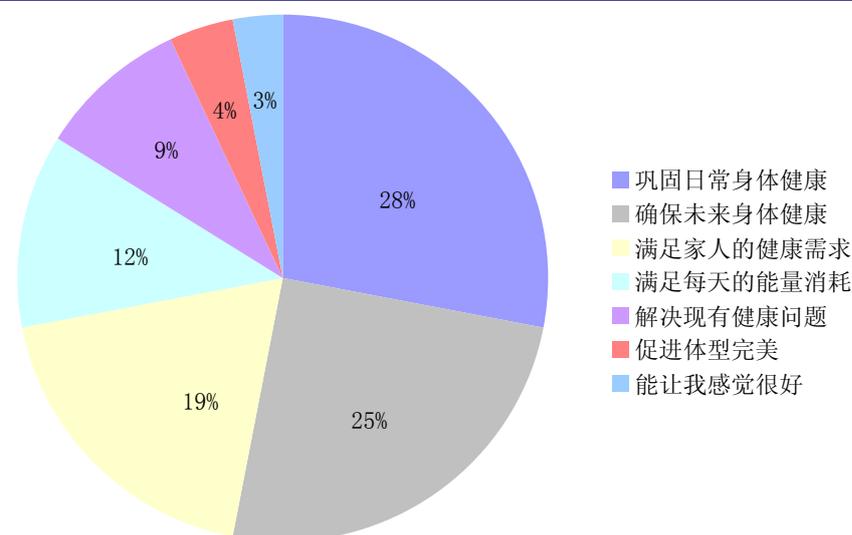
加,说明营养补充剂的消费中以礼品增速家人的比例减少,现在的消费更加真实,更加理性。

表 2 选择膳食营养补充剂的理由

选择营养补充剂的理由	2003	2010	增减
巩固日常身体健康	23%	28%	+5 pts
确保未来身体健康	28%	25%	-3 pts
满足家人的健康需求	33%	19%	-14 pts
满足每天的能量消耗	5%	12%	+7 pts
解决现有健康问题	3%	9%	+6 pts
促进体型完美	2%	4%	+2 pts
能让我感觉很好	6%	3%	-3 pts

资料来源: Nutrilite 第一创业证券研究所

图 31 营养补充剂以礼品形式消费的比例仅有 19%



资料来源: Nutrilite 第一创业证券研究所

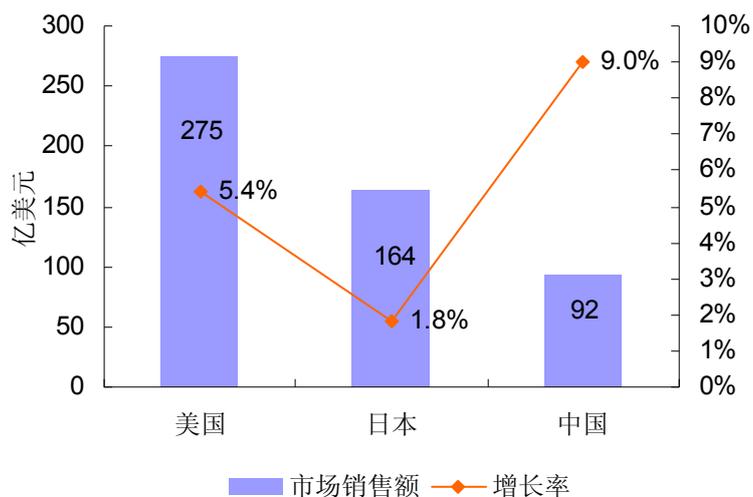
3.2 老龄化进程加速将促使国内营养补充剂飞速发展

截止到 2011 年,我国膳食营养补充剂的销售额已达 660 亿元,发展速度约有 10%,保持者全球最快的增速。但市场规模与发达国家相比,仍有巨大的差距,美国、日本分别达到 275 亿美元和 164 亿美元,分别为我国的 3 倍和 1.8 倍。我国年人均消费额仅有 6.87 美元,美国、日本分别为 90 美元和 128 美元,分别为我国的 13 倍和 18 倍。

P12M usage 为过去 12 个月食用过膳食营养补充剂的人群占总人数的比例,为安利纽崔莱分析营养补充剂市场成熟程度的重要指标,美国 P12M usage 为 53%,而我国的指数仅有 29%。从发展时间、产品种类、以及消费者的认知程度来看,我国正处在膳食营养补充剂发展的初级阶段。

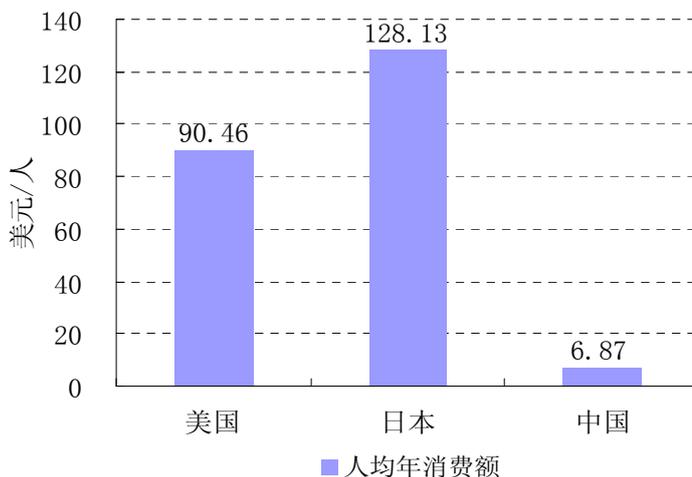


图 32 2010 年，美国保健食品市场销售额为我国的 3 倍



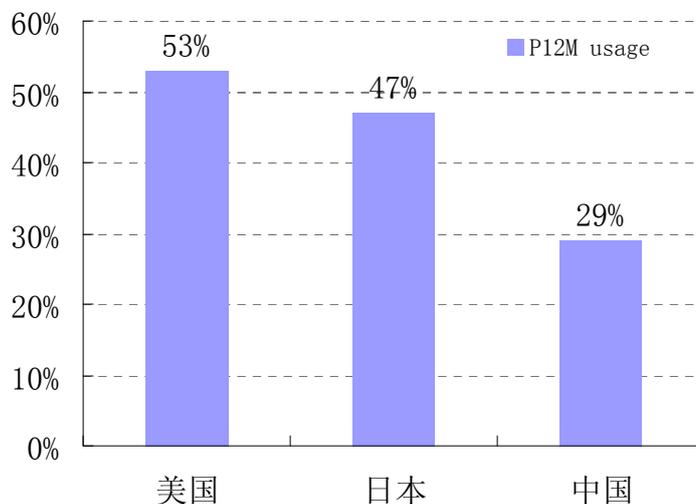
资料来源: Euromonitor2011 第一创业证券研究所

图 33 2010 年，日本年人均消费额为我国的 18 倍



资料来源: Euromonitor2011 第一创业证券研究所

图 34 过去 12 月食用过营养补充剂的比例仅有 29%



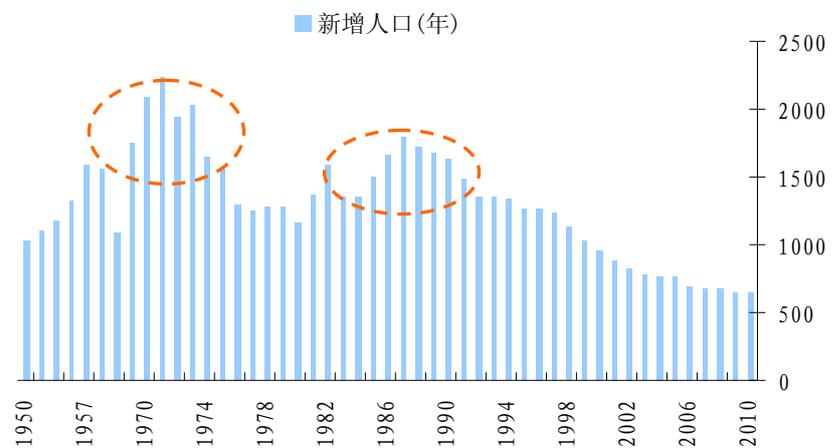
资料来源: Euromonitor2011 第一创业证券研究所



我国社会老龄化进程加速，为保健食品的飞速发展提供了强劲推力。目前，我国新增人口的数量逐渐减少，14岁以下儿童所占的比例已下降到19%，而65岁以上人口所占的比重已达8.2%，而六七十年代的人口高峰将进入老年。另一方面，自2009年，我国65岁以上人口数量的增速有所增加，并呈继续向上的趋势，我国老龄化进程将进入加速阶段。

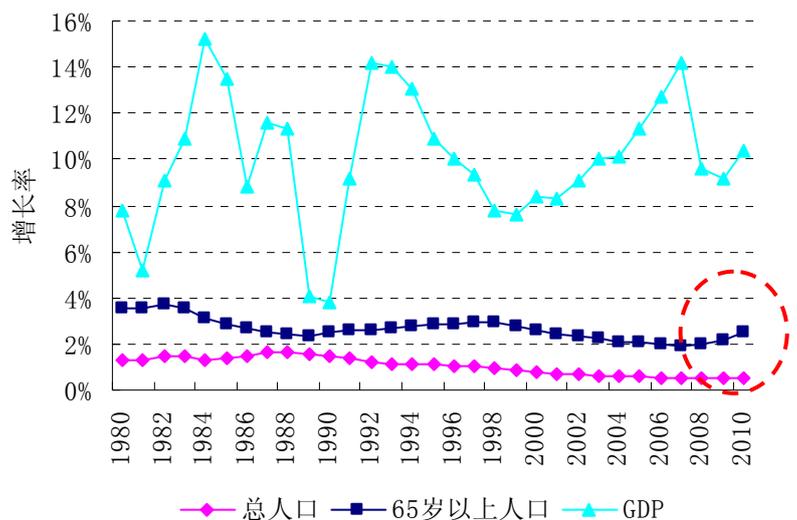
我国社会的发展阶段与日本六七十年代非常相似，经济保持高速发展、生活节奏加快、人口老龄化持续加速，为保健食品行业的飞速发展提供了强劲动力。

图 35 我国 60-70 年代的新增人口高峰将进入老年 单位：万人



资料来源：wind 第一创业证券研究所

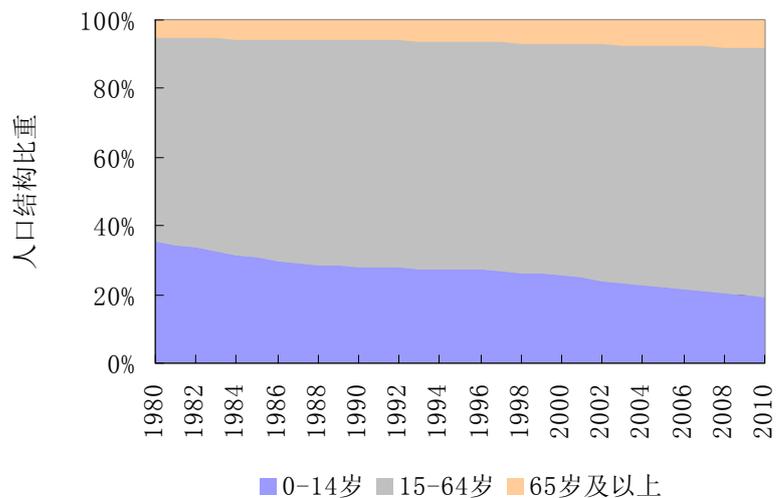
图 36 GDP 维持高速增长，65 岁以上人口增速呈现加速趋势



资料来源：wind 第一创业证券研究所



图 37 0-14 岁人口比重快速下降至 19%



资料来源: wind 第一创业证券研究所

3.3 政策壁垒为国内品牌发展留下空间

我国保健食品市场一直都处于不稳定状态, 乱象丛生: 产品资格批号混乱、使用伪劣原材料、肆意发布虚假的产品广告等等, 这些不良行为严重破坏了保健食品行业的正常秩序, 同时也使消费者的利益遭到了侵害。2009年公布《保健食品监督管理条例(试行)》(送审稿), 以规范行业秩序, 虽然《保健食品监督管理条例》的终审稿至今仍在研讨中, 已有很多与之配套法规制度出台, 从趋势来看, 保健食品市场的监管会越来越严。

《医学科技发展“十二五”规划》首次将“治未病”写进“十二五”规划, 注重亚健康评价与干预研究, 实现由“治已病”向“治未病”的转变, 有效降低疾病的患病风险与发生率。加强功能性食品、保健品和以中医养生保健理论及诊疗技术为基础的新型健康产品的研究, 为公众健康水平的提高提供一批健康产品。

国内对保健食品实施“行政审批程序”将国际巨头挡在国门之外, 为国内品牌留下发展空间。我国对每个产品实施审批准入的模式, 国内企业审批周期一般都在 2-3 年, 而国外产品审批周期甚至长达 5 年, 这严重限制了国际品牌在国内的发展。NBTY 和 GNC 的产品都超过 2000 种, 至今尚未获得任何批文, NBTY 产品只能在药妆店销售, 而主流销售渠道的药店和专卖店都未能进入, 而 GNC 目前仍未进入中国市场。

图 38 保健食品申报流程



资料来源：第一创业证券研究所

另外，维生素（包括 V_A、V_C、V_B、V_E、12 种复合维生素等）、补钙产品（包括碳酸钙、碳酸氢钙 D3、葡萄糖酸钙）、滋补类产品等多种膳食营养补充剂已经进入国家基本药物目录，可享受医保。经我们统计，2010 年版的国家以及各省级的基本药物目录招标的维生素产品达到 227 种，补钙产品达到 127 种，另外益气补血，滋补肝肾的产品达到 633 种。

4 汤臣倍健为绝佳的价值投资品种

4.1 从卓越向伟大蜕变

关于汤臣倍健的相关情况，我们已在前期的报告中已多次讲述，在此重点讲述其从卓越向伟大蜕变的理由。

1、行业空间足够大，可容纳 2~3 家市场占有率超过 10% 的企业。消费升级、亚健康人群增多、老龄化加速都将快速推动膳食营养补充剂的发展，其市场规模将超过 1000 亿元，甚至达到 2000 亿元。

2、“审批制”的政策壁垒为国内企业留下了较大的发展空间。国内保健食品实行“审批制”，国内产品审批需要 2 年以上，国外产品的审批长达 5 年，有利于保健食品批文较多的国内企业的发展。另一方面，也会是国内龙头企业拥有更高的市场占有率和品牌溢价。截止到 2011 年底，汤臣倍健目前已有 41 项保健食品批文，



另有 17 项在审批阶段，30 多项处于研发中，为行业数量最多的企业。

3、下游渠道销售膳食营养补充剂有足够的利润驱动。医改以来，医药经销商和药店在药品销售方面的利润一直下滑，甚至出现亏损的情况，他们开始将注意力转向高毛利的保健食品。

4、优异的管理团队。①管理层和销售人員持有公司股权，并有从事保健食品销售的丰富经验。②公司实行严格的制度化管理，任何人不能凌驾于制度之上。③战略规划清晰明确。公司未来规划详尽细致，操作性强，从公司的品牌推广规划就可看出。④员工执行力强，后勤人员与销售人員一样热情四射，快乐工作成为公司文化主旋律。⑤从众多知名公司邀请精英充实中层管理队伍。

5、选取全球最优质的原料，保证产品品质。坚持“取自全球，健康全家”品牌理念，未来计划将分为“三步走”：“全球原料采购”→“全球原料专供基地”→“全球有机农场”，已与巴西签署天然针叶樱桃粉和绿蜂胶粉的专供协议。生产过程实行“全程跟踪制度”和“一票否决制度”，保证产品优于国家质量标准。

6、注重品牌塑造。邀请刘璇、姚明为形象代言人，打造国际化、诚信、健康的品牌形象。为品牌推广费制定硬性指标，每年投入不低于营业收入的 12%，并将品牌的推广力度与渠道建设程度结合在一起。非常重视公司在消费者、投资者心中的良好形象，并将在 2012 年 9 月至 12 月密集投放广告，提升品牌美誉度，适当教育市场。

7、抓住历史机遇，快速扩张渠道。公司抓住国内巨头尚未进入国内、传统零售渠道未形成强势企业、下游渠道有利润驱动的发展机遇，快速扩张渠道。目前公司进驻的药店已达 2.7 万家，预计 2012 年新增销售终端 9000 多家达到 3 万家的目标将提前完成。相对于我国 40 万家的药店来说，仍有巨大的发展空间。

8、渠道管理更加严厉。要求经销商跟上公司发展步伐，禁止串货和乱价情况发生。产品直接发送到终端，减少业务员接触的机会，有效减少串货发生；并实施严格的价格管控，各销售终端不得擅自促销，一旦发现就对销售终端和相应经销商进行处罚，若多次违规就会提高对经销商的出场价，甚至取消经销商资格。成立 KA 部直接负责百强连锁药店，减少销售环节、加强销售终端的管控。

9、建设连锁营养中心布局未来长远发展。连锁营养中心为渠道扩展、直接服务客户的重要平台。连锁营养中心在 2011 年 438 家的基础上，未来两年每年增加 350 多家，到 2013 年达到 1163 家为 2011 年的 2.6 倍。连锁营养中心以联营店为主占比接近 60%，直营店所占比例提升至 26%，加盟店的经营模式今年开始试探性的摸索，到 13 年达到 167 家。每个营养中心配 3 位专业营养师，并配一套虹膜仪，为客户提供一对一的真情服务，并实施“金卡”客户策略。



图 39 连锁营养中心内部布局图



资料来源：第一创业证券研究所

表 3 专卖店计划每年新增 350 多家

年份 (单位:家)		2009	2010	2011	2012	2013	小计
新增店数	联营店	34	80	175	200	204	693
	直营店	19	29	67	100	88	303
	加盟店	75	-14	-27	50	83	167
新增			95	215	350	375	
合计		128	223	438	788	1163	1163

资料来源：公司公告 第一创业证券研究所

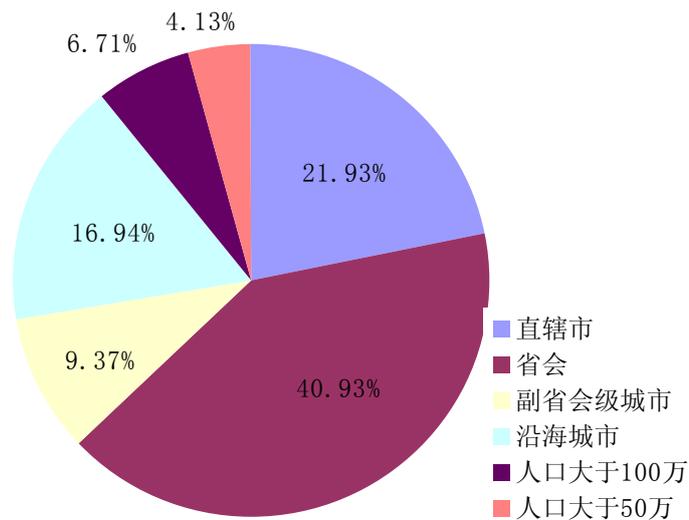
表 4 直营门店主要分布在一线城市

城市	直营门店	联营店	加盟店	合计
北京	30	40	10	80
天津	20	5	5	30
上海	65	25	5	95
重庆	20	25	5	50
沈阳	5	60	—	65
广州	60	0	—	60
西安	2	50	—	52
常州	1	60	—	61
其他	100	428	142	670
合计	303	693	167	1163

资料来源：公司公告 第一创业证券研究所



图 40 专卖店首先覆盖经济发达的城市

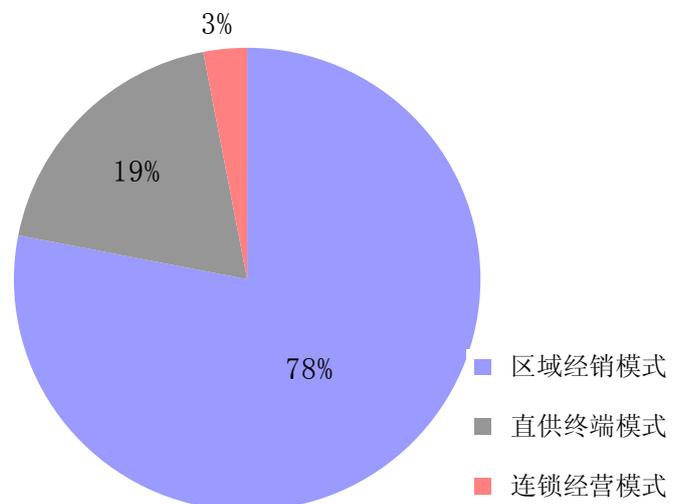


资料来源：公司公告 第一创业证券研究所

10、完善多种销售模式。公司的销售模式主要以区域经销商模式为主；直供终端模式为 KA 部直接负责连锁药店的经营模式，占比已提升至 19%；连锁经营模式作为种子项目在培育。除此之外，公司还尝试单品运作模式，成立佰佳公司独立运作单品“氨糖软骨素钙片”，已在常州、成都、沈阳等比较成熟的区域试销，目标直指善存和钙尔奇。并将在今年三季度推出只在网上销售的品牌，开启电商销售模式。

11、专业的营养师队伍，对消费者进行健康知识教育。公司注册营养师队伍已达 80 多位，对全国各地的经销商、营养顾问、以及消费者进行营养健康知识普及。2011 年为公司提出“服务力”作为核心竞争力之一的第一年，打造了 CRM 系统，将依托网络平台搭建线上营养和健康管理软件系统，为顾客提供更多的增值服务，大力实施顾客粘度管理，提高顾客粘度与满意度。

图 41 区域经销模式占公司营业收入的 78%



资料来源：公司公告 第一创业证券研究所

注：连锁经营模式的销售收入只包括直营店，联营店和加盟店归入区域经销模式。



4.2 12个月目标区间71~83元，继续“强烈推荐”

长远来看，随着我国膳食营养补充剂市场规模逐渐扩大，受益于政策壁垒龙头企业的市场占有率将超过10%以上。若高管团队坚持现有的管理理念和发展思路，汤臣倍健将成为一家伟大的公司，其市场规模将超百亿。达到这一目标将需要一段时间，或经过一些起起伏伏，这并不妨碍其长期投资价值。

短期来看，2012年上半年业绩基本符合预期，下半年将加大品牌推广费用或对全年业绩有一定影响，但有助于未来业绩持续增长。预计12~14年EPS分别为1.60(40X)、2.37(27X)、3.57(18X)，12个月股价目标区间为71~83元，继续“强烈推荐”。

表5 盈利预测

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	346.1	658.0	1,203.1	1,864.7	2,797.1
同比(%)	68.6%	90.1%	82.8%	55.0%	50.0%
营业毛利	223.1	422.1	781.3	1,207.2	1,810.7
同比(%)	71.9%	89.2%	85.1%	54.5%	50.0%
归属母公司净利润	92.1	186.4	349.4	518.1	781.8
同比(%)	76.5%	102.4%	87.4%	48.3%	50.9%
总股本(亿股)	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19
每股收益(元)	0.42	0.85	1.60	2.37	3.57
ROE	5.7%	10.6%	17.5%	20.6%	23.7%
P/E(倍)	153	75	40	27	18

资料来源：公司公告 第一创业证券研究所

4.3 风险提示

食品安全事件仍是公司最大的风险。食品安全事故牵动着消费者的敏感神经，也是挂在企业头上的一把钢刀。公司一直将过硬的产品品质视为长远发展的基石，对食品安全特别重视，严把原料和产品质量，但很难逃避行业内发生某些安全事故对公司产生的影响，如问题胶囊事件。

若宏观经济继续恶化或对行业消费需求产生影响。膳食营养补充剂在我国发展尚不成熟，属于偏高档的可选消费，如果国内经济持续恶化下去，或对消费需求产生一定影响。



主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,617.6	1,820.4	2,392.5	3,255.0	一、营业收入	658.0	1,203.1	1,864.7	2,797.1
货币资金	1,351.1	1,399.8	1,741.0	2,281.9	减: 营业成本	235.8	421.8	657.6	986.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	7.4	14.0	21.6	32.3
应收款项	28.6	55.2	86.7	130.0	销售费用	180.9	294.9	480.9	721.4
预付款项	94.5	153.3	238.5	357.8	管理费用	51.3	76.7	107.4	150.3
存货	114.2	204.0	318.1	477.1	财务费用	-36.4	-13.5	-7.1	-8.1
其他流动资产	29.3	8.2	8.2	8.2	资产减值损失	1.5	3.2	1.2	1.7
非流动资产	276.6	323.9	317.6	311.4	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	73.7	157.5	151.3	145.2	二、营业利润	217.4	406.0	603.2	913.1
在建工程	183.2	138.8	143.2	147.6	加: 营业外收入	4.1	6.0	6.3	6.6
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.6	0.0	0.0	0.0
无形及递延性资产	18.6	27.1	22.7	18.2	三、利润总额	219.9	412.0	609.6	919.7
其它非流动资产	1.1	0.5	0.5	0.5	减: 所得税费用	33.5	62.6	91.4	138.0
资产总计	1,894.2	2,144.3	2,710.2	3,566.4	四、净利润	186.4	349.4	518.1	781.8
流动负债	133.9	144.9	192.6	267.0	归属母公司净利润	186.4	349.4	518.1	781.8
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	32.5	56.6	87.9	131.8	五、总股本(百万股)	218.7	218.7	218.7	218.7
预收帐款	66.2	45.7	61.9	91.9	EPS (元)	0.85	1.60	2.37	3.57
其它流动负债	35.3	42.6	42.8	43.3					
非流动负债	4.1	3.3	3.3	3.3	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	4.1	3.3	3.3	3.3	营业收入	90.1%	82.8%	55.0%	50.0%
负债合计	138.0	148.2	195.8	270.3	营业毛利	89.2%	85.1%	54.5%	50.0%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	71.7%	116.8%	50.9%	51.8%
股本	109.4	218.7	218.7	218.7	母公司净利	102.4%	87.4%	48.3%	50.9%
资本公积与其它	1,401.5	1,292.2	1,292.2	1,292.2	获利能力				
留存收益	245.2	485.3	1,003.4	1,785.2	毛利率	64.2%	64.9%	64.7%	64.7%
股东权益合计	1,756.1	1,996.2	2,514.3	3,296.1	主业盈利/收入	27.7%	32.9%	32.0%	32.4%
负债和股东权益	1,894.2	2,144.3	2,710.2	3,566.4	ROS	28.3%	29.0%	27.8%	27.9%
					ROE	10.6%	17.5%	20.6%	23.7%
					ROIC	10.6%	17.5%	20.6%	23.7%
					偿债能力				
					资产负债率	7.3%	6.9%	7.2%	7.6%
					利息保障倍数	-5.1	-25.9	-72.6	-97.0
					速动比率	11.01	11.10	10.73	10.37
					经营现金净额/当期债务	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
					营运能力				
					总资产周转率	0.35	0.56	0.69	0.78
					应收款天数	15.64	16.52	16.74	16.74
					存货天数	174.33	174.12	174.13	174.13
					每股指标(元)				
					主业盈利/股本	0.83	1.81	2.73	4.15
					每股经营现金流	0.80	0.84	1.55	2.46
					每股净资产	8.03	9.13	11.50	15.07
					估值比率				
					P/E	75.49	40.28	27.16	18.00
					P/B	8.01	7.05	5.60	4.27
					P/S	21.39	11.70	7.55	5.03
					EV/EBITDA	29.31	31.07	20.38	12.97

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135