

**汤臣倍健 (300146.SZ)**

 评级: **买入**      前次: **买入**

 目标价(元): **71.8**

 分析师 **胡德军**

S0740511070005

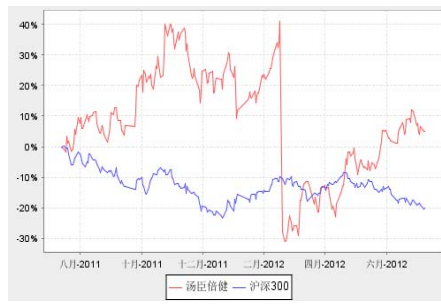
021-20315083

hudj@r.qlzq.com.cn

2012年7月29日

**短期业绩波动不影响长期增长趋势**
**基本状况**

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 218.72   |
| 流通股本(百万股) | 74.32    |
| 市价(元)     | 66.87    |
| 市值(百万元)   | 14625.81 |
| 流通市值(百万元) | 4969.66  |

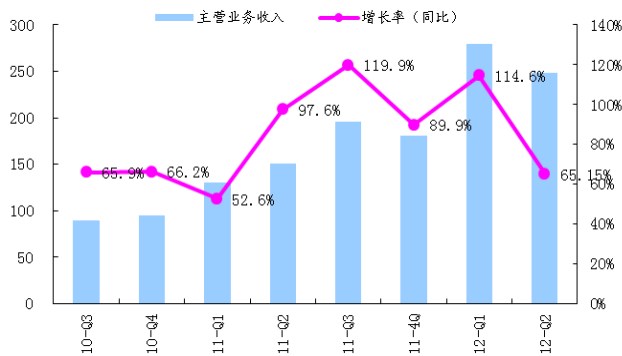
**股价与行业-市场走势对比**

**业绩预测**

| 指标            | 2010A  | 2011A  | 2012E   | 2013E   | 2014E   |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 346.08 | 657.96 | 1,198.4 | 1,975.3 | 3,083.2 |
| 营业收入增速        | 68.58% | 90.12% | 82.15%  | 64.83%  | 56.08%  |
| 净利润增长率        | 76.54% | 102.41 | 71.96%  | 58.73%  | 54.28%  |
| 摊薄每股收益(元)     | 1.68   | 1.70   | 1.47    | 2.33    | 3.59    |
| 前次预测每股收益(元)   | 1.68   | 1.70   | 1.47    | 2.33    | 3.59    |
| 市场预测每股收益(元)   |        |        |         |         |         |
| 偏差率(本次-市场/市场) |        |        |         |         |         |
| 市盈率(倍)        | 89.05  | 45.69  | 43.86   | 27.63   | 17.91   |
| PEG           | 1.16   | 0.45   | 0.61    | 0.47    | 0.33    |
| 每股净资产(元)      | 29.71  | 16.06  | 16.99   | 21.64   | 28.82   |
| 每股现金流量        | 1.00   | 1.59   | 1.40    | 1.79    | 2.63    |
| 净资产收益率        | 5.67%  | 10.62% | 17.25%  | 21.50%  | 24.91%  |
| 市净率           | 5.05   | 4.85   | 3.78    | 2.97    | 2.23    |
| 总股本(百万股)      | 54.68  | 109.36 | 218.72  | 218.72  | 218.72  |

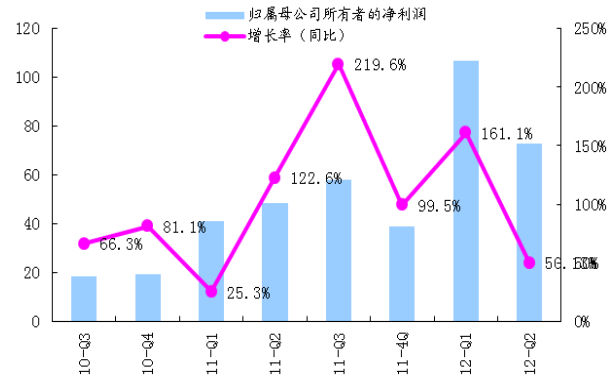
备注: 市场预测取 聚源一致预期

- 2012年7月25日,公司发布二季报业绩公告,二季度实现公司实现营业收入5.28亿元,比上年同期增长88.1%;营业利润2.11亿元,比上年同期增长102.62%;净利润1.80亿元,比上年同期增长100.93%,对应EPS为0.82元;受螺旋藻和毒胶囊事件影响公司二季度单季度增速明显放缓,但整体依然保持快速增长势头,预计二季度是全年低点,全年高增长势头不变;
- 二季度单季度公司收入和净利润分别增长65%和50%,受毒胶囊和螺旋藻事件影响,公司加强渠道推广,因此毛利率和费用均呈现小幅波动,但整体并不明显;二季度毛利率62%,比一季度下降3个百分点,三项费用率上升的到27%,比2011年同期上升2个百分点,费用率保持在正常水平;
- 2012年1-6月,公司销售终端数量达到28000多个,较2011年年底增加约7000多个。预计全年完成30000个终端的目标可能性极大;上半年公司产品陆续进入了89家全国百强连锁药店和25家全国百强商业超市,随着在终端扁平式结构的日趋完善,我们预计未来公司在终端价格维护能力上也更强;截至2012年6月30日,公司连锁营养中心已有约490家,其中直营店增至164家,联营店增至319家;
- 2012年1-6月,公司已经拥有44项营养素补充剂和保健食品批准证书,较2011年年底增加3项。除21项产品正在进入保健食品注册评审阶段外,公司尚有50多个营养素补充剂和保健食品生产技术项目处于开发实验阶段,表明产品线丰富度将不断增加,未来随着新增产品逐渐进入渠道,单店销售增长有望高于目前市场预期的20%,也将成为公司未来超预期的重要因素之一;
- 在品牌方面,公司为弥补毒胶囊以及螺旋藻事件影响,已经启动制作姚明新的品牌宣传片,目前正在后期制作中,预计在今年下半年开始进行新一轮品牌推广活动,因此届时品牌推广费用投入比例亦将大幅提高,预计四季度将是费用率高点,全年将高于30%;

- 公司上半年存货周转周期为 116 天，存货周转率为 1.55 次，资产负债率为 6%，基本保持在公司历史正常水平，财务状况良好；
- 预计公司 2012-14 年净利润分别为 3.21 亿元、5.09 亿元和 7.85 亿元，同比分别增长 71.9%、58.7%和 54.3%，实现每股收益分别为 1.47 元、2.33 元和 3.59 元，给予 2013 年 20 倍 PE，目标价 71.8 元/股，维持“买入”评级；
- 风险提示：1、产品质量和食品安全风险；2、产能释放不达预期以及原材料价格大幅上涨带来的业绩风险；3、募投项目不达预期以及营销拓展不利的风险；4、品牌力下降以及渠道管控不利带来的业绩下滑风险；5、人员流失带来的公司经营风险；

**图表 1：公司单季度收入增速**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 2：公司单季度净利润增速**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 3：2012 年公司新批准产品**

| 分类       | 序号 | 名称                 | 取得批准证书时间  | 取得方式 | 批准证书文号         |
|----------|----|--------------------|-----------|------|----------------|
| 保健食品批准证书 | 1  | 健力多®氨糖软骨素钙片        | 2012.1.6  | 原始取得 | 国食健字 G20120048 |
|          | 2  | 汤臣倍健®胶原软骨素钙片       | 2012.1.13 | 原始取得 | 国食健字 G20120078 |
|          | 3  | 汤臣倍健®富硒酵母咀嚼片 (儿童型) | 2012.4.25 | 原始取得 | 国食健字 G20120255 |

来源：齐鲁证券研究所

**图表 4: 公司单季度财务分析**

| 项目                  | 2010单季度数据   |             |             |             | 2011单季度数据    |              |              |              | 2012单季度数据    |               | 备注            | 备注             |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|----------------|
|                     | 10-Q1       | 10-Q2       | 10-Q3       | 10-Q4       | 11-Q1        | 11-Q2        | 11-Q3        | 11-Q4        | 12-Q1        | 12-Q2         |               |                |
| (百万元)               |             |             |             |             |              |              |              |              |              |               |               |                |
| <b>主营业务收入</b>       | <b>85.3</b> | <b>76.2</b> | <b>89.1</b> | <b>95.4</b> | <b>130.2</b> | <b>150.6</b> | <b>195.9</b> | <b>181.2</b> | <b>279.5</b> | <b>248.68</b> | <b>98.10</b>  | <b>(30.83)</b> |
| 增长率(同比)             | #DIV/0!     | #DIV/0!     | 65.9%       | 66.2%       | 52.6%        | 97.6%        | 119.9%       | 89.9%        | 114.6%       | 65.15%        |               |                |
| 增长率(环比)             | 48.7%       | -10.7%      | 16.9%       | 7.1%        | 36.4%        | 15.6%        | 30.1%        | -7.5%        | 54.2%        | -11.03%       |               |                |
| <b>营业成本</b>         | <b>31.7</b> | <b>27.6</b> | <b>29.3</b> | <b>34.4</b> | <b>47.2</b>  | <b>55.2</b>  | <b>69.2</b>  | <b>64.2</b>  | <b>97.3</b>  | <b>94.11</b>  | <b>38.88</b>  | <b>(3.21)</b>  |
| 成本率                 | 37.1%       | 36.3%       | 32.8%       | 36.0%       | 36.2%        | 36.7%        | 35.3%        | 35.4%        | 34.8%        | 37.84%        | 1.16%         | 3.03%          |
| <b>主营业务税金及附加</b>    | <b>0.9</b>  | <b>0.9</b>  | <b>1.1</b>  | <b>0.5</b>  | <b>1.5</b>   | <b>1.9</b>   | <b>2.7</b>   | <b>1.4</b>   | <b>3.4</b>   | <b>2.156</b>  | <b>0.24</b>   | <b>-1.29</b>   |
| 占销售收入百分比            | 1.1%        | 1.1%        | 1.2%        | 0.5%        | 1.1%         | 1.3%         | 1.4%         | 0.8%         | 1.2%         | 0.87%         | (0.00)        | -0.37%         |
| <b>主营业务利润</b>       | <b>52.8</b> | <b>47.7</b> | <b>58.8</b> | <b>60.5</b> | <b>81.6</b>  | <b>93.4</b>  | <b>124.1</b> | <b>115.6</b> | <b>178.7</b> | <b>152.41</b> | <b>58.99</b>  | <b>(26.33)</b> |
| 营业利润率               | 61.8%       | 62.6%       | 66.0%       | 63.4%       | 62.6%        | 62.0%        | 63.3%        | 63.8%        | 63.9%        | 61.29%        | -0.76%        | -2.66%         |
| <b>主营毛利</b>         | <b>53.7</b> | <b>48.6</b> | <b>59.8</b> | <b>61.0</b> | <b>83.1</b>  | <b>95.3</b>  | <b>126.7</b> | <b>117.0</b> | <b>182.2</b> | <b>154.57</b> | <b>59.22</b>  | <b>(27.62)</b> |
| 毛利率                 | 62.9%       | 63.7%       | 67.2%       | 64.0%       | 63.8%        | 63.3%        | 64.7%        | 64.6%        | 65.2%        | 62.16%        | -1.16%        | -3.03%         |
| 增长率(同比)             | #DIV/0!     | #DIV/0!     | 80.0%       | 64.6%       | 54.7%        | 96.3%        | 111.8%       | 91.7%        | 119.4%       | 62.11%        |               |                |
| 增长率(环比)             | 44.7%       | -9.5%       | 23.2%       | 2.0%        | 36.1%        | 14.8%        | 32.9%        | -7.7%        | 55.7%        | -15.16%       |               |                |
| <b>销售费用</b>         | <b>9.7</b>  | <b>13.9</b> | <b>31.4</b> | <b>30.9</b> | <b>31.6</b>  | <b>35.5</b>  | <b>49.0</b>  | <b>64.7</b>  | <b>44.3</b>  | <b>48.32</b>  | <b>12.81</b>  | <b>4.07</b>    |
| 销售费用/收入             | 11.3%       | 18.2%       | 35.2%       | 32.3%       | 24.3%        | 23.6%        | 25.0%        | 35.7%        | 15.8%        | 19.43%        | -4.15%        | 3.60%          |
| <b>管理费用</b>         | <b>4.4</b>  | <b>7.1</b>  | <b>5.7</b>  | <b>10.4</b> | <b>7.5</b>   | <b>11.2</b>  | <b>13.8</b>  | <b>18.8</b>  | <b>15.4</b>  | <b>27.00</b>  | <b>15.78</b>  | <b>11.56</b>   |
| 管理费用/收入             | 5.1%        | 9.3%        | 6.4%        | 10.9%       | 5.8%         | 7.5%         | 7.0%         | 10.3%        | 5.5%         | 10.86%        | 3.40%         | 5.33%          |
| <b>财务费用</b>         | <b>0.1</b>  | <b>0.1</b>  | <b>0.0</b>  | <b>-1.7</b> | <b>-7.1</b>  | <b>-9.3</b>  | <b>-9.8</b>  | <b>-10.2</b> | <b>-8.6</b>  | <b>-8.00</b>  | <b>1.31</b>   | <b>0.59</b>    |
| 财务费用/收入             | 0.1%        | 0.1%        | 0.0%        | -1.8%       | -5.4%        | -6.2%        | -5.0%        | -5.6%        | -3.1%        | -3.22%        | 2.97%         | -0.14%         |
| 三项费用/收入             | 16.6%       | 27.6%       | 41.6%       | 41.5%       | 24.7%        | 24.9%        | 27.0%        | 40.4%        | 18.3%        | 27.07%        | 2.22%         | 8.79%          |
| 资产减值损失              | 0.0         | 0.0         | 0.0         | -0.2        | 1.2          | -0.1         | 2.5          | -2.0         | 2.6          | -1.39         | -1.28         |                |
| 公允价值变动收益            | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.00          | 0.00          | 0.00           |
| 投资收益                | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.00          | 0.00          | 0.00           |
| <b>营业利润</b>         | <b>38.6</b> | <b>26.1</b> | <b>21.7</b> | <b>21.1</b> | <b>48.3</b>  | <b>56.1</b>  | <b>68.7</b>  | <b>44.4</b>  | <b>125.0</b> | <b>86.47</b>  | <b>30.36</b>  | <b>(38.54)</b> |
| 增长率(同比)             | #DIV/0!     | #DIV/0!     | 63.2%       | 80.7%       | 25.1%        | 115.0%       | 216.7%       | 110.4%       | 159.0%       | 54.12%        |               |                |
| 增长率(环比)             | 230.5%      | -32.4%      | -16.9%      | -2.7%       | 128.8%       | 16.2%        | 22.4%        | -35.4%       | 181.7%       | -30.83%       |               |                |
| 加: 营业外收入            | 0.1         | 0.1         | 0.3         | 0.6         | 0.1          | 1.3          | 1.0          | 1.8          | 1.8          | 2.20          | 0.86          | 0.44           |
| 减: 营业外支出            | 0.0         | 0.0         | 0.5         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 1.0          | 0.7          | 0.0          | 2.46          | 2.46          | 2.46           |
| <b>利润总额</b>         | <b>38.6</b> | <b>26.1</b> | <b>21.5</b> | <b>21.6</b> | <b>48.3</b>  | <b>57.4</b>  | <b>68.7</b>  | <b>45.5</b>  | <b>126.8</b> | <b>86.2</b>   | <b>28.77</b>  | <b>(40.56)</b> |
| 增长率(同比)             | #DIV/0!     | #DIV/0!     | 63.0%       | 81.0%       | 25.1%        | 119.7%       | 219.7%       | 110.2%       | 162.3%       | 50.09%        |               |                |
| 增长率(环比)             | 223.3%      | -32.4%      | -17.8%      | 0.7%        | 123.5%       | 18.8%        | 19.6%        | -33.8%       | 178.8%       | -32.00%       |               |                |
| <b>所得税</b>          | <b>6.0</b>  | <b>4.3</b>  | <b>3.3</b>  | <b>2.2</b>  | <b>7.4</b>   | <b>8.9</b>   | <b>10.4</b>  | <b>6.8</b>   | <b>19.8</b>  | <b>13.36</b>  | <b>4.45</b>   | <b>-6.46</b>   |
| 实际税率(%)             | 15.4%       | 16.6%       | 15.1%       | 10.4%       | 15.3%        | 15.5%        | 15.2%        | 14.9%        | 15.6%        | 15.50%        |               | -0.14%         |
| <b>净利润</b>          | <b>32.7</b> | <b>21.8</b> | <b>18.2</b> | <b>19.4</b> | <b>41.0</b>  | <b>48.5</b>  | <b>58.3</b>  | <b>38.7</b>  | <b>106.9</b> | <b>72.85</b>  | <b>24.32</b>  | <b>(34.10)</b> |
| 净利润率(%)             | 38.3%       | 28.6%       | 20.5%       | 20.3%       | 31.5%        | 32.2%        | 29.7%        | 21.4%        | 38.3%        | 29.29%        | -2.93%        | -8.97%         |
| 增长率(同比)             | #DIV/0!     | #DIV/0!     | 66.3%       | 81.1%       | 25.3%        | 122.6%       | 219.6%       | 99.5%        | 161.1%       | 50.13%        |               |                |
| 增长率(环比)             | 205.2%      | -33.3%      | -16.4%      | 6.4%        | 111.2%       | 18.5%        | 20.1%        | -33.6%       | 176.4%       | -31.88%       |               |                |
| 少数股东损益              | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0           |               |                |
| <b>归属母公司所有者的净利润</b> | <b>32.7</b> | <b>21.8</b> | <b>18.2</b> | <b>19.4</b> | <b>41.0</b>  | <b>48.5</b>  | <b>58.3</b>  | <b>38.7</b>  | <b>106.9</b> | <b>72.85</b>  | <b>24.32</b>  | <b>(34.10)</b> |
| 增长率(同比)             | #DIV/0!     | #DIV/0!     | 66.3%       | 81.1%       | 25.3%        | 122.6%       | 219.6%       | 99.5%        | 161.1%       | 50.13%        |               |                |
| 增长率(环比)             | 205.2%      | -33.3%      | -16.4%      | 6.4%        | 111.2%       | 18.5%        | 20.1%        | -33.6%       | 176.4%       | -31.88%       |               |                |
| <b>摊薄每股收益(元)</b>    | <b>0.80</b> | <b>0.53</b> | <b>0.44</b> | <b>0.35</b> | <b>0.75</b>  | <b>0.44</b>  | <b>0.53</b>  | <b>0.35</b>  | <b>0.49</b>  | <b>0.33</b>   | <b>(0.11)</b> | <b>(0.16)</b>  |

来源: 齐鲁证券研究所

附表 1: 财务预测简表

| 损益表 (人民币百万元) |        |       |       |       |       |        |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
|              | 2009   | 2010  | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E  |
| 营业总收入        | 205    | 346   | 658   | 1,198 | 1,975 | 3,083  |
| 增长率          | 44.72% | 68.6% | 90.1% | 82.1% | 64.8% | 56.1%  |
| 营业成本         | -76    | -123  | -236  | -425  | -701  | -1,095 |
| % 销售成本       | 36.8%  | 35.5% | 35.8% | 35.5% | 35.5% | 35.5%  |
| 毛利           | 130    | 223   | 422   | 773   | 1,274 | 1,989  |
| % 销售成本       | 63.2%  | 64.5% | 64.2% | 64.5% | 64.5% | 64.5%  |
| 营业税金及附加      | -2     | -3    | -7    | -13   | -22   | -34    |
| % 销售成本       | 1.0%   | 1.0%  | 1.1%  | 1.1%  | 1.1%  | 1.1%   |
| 营业费用         | -46    | -86   | -181  | -319  | -531  | -826   |
| % 销售成本       | 22.3%  | 24.8% | 27.5% | 26.6% | 26.9% | 26.8%  |
| 管理费用         | -20    | -28   | -51   | -93   | -154  | -240   |
| % 销售成本       | 9.9%   | 8.0%  | 7.8%  | 7.8%  | 7.8%  | 7.8%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 62     | 106   | 183   | 348   | 567   | 889    |
| % 销售成本       | 30.0%  | 30.7% | 27.7% | 29.0% | 28.7% | 28.8%  |
| 财务费用         | 0      | 2     | 36    | 28    | 30    | 34     |
| % 销售成本       | 0.1%   | -0.4% | -5.5% | -2.3% | -1.5% | -1.1%  |
| 资产减值损失       | 0      | 0     | -2    | 0     | 0     | 0      |
| 公允价值变动收益     | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 投资收益         | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| % 税前利润       | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%   |
| 营业利润         | 61     | 107   | 217   | 376   | 597   | 923    |
| 营业利润率        | 29.9%  | 31.0% | 33.0% | 31.3% | 30.2% | 29.9%  |
| 营业外收支        | 0      | 0     | 3     | 3     | 3     | 3      |
| 税前利润         | 61     | 108   | 220   | 378   | 600   | 926    |
| 利润率          | 29.9%  | 31.2% | 33.4% | 31.6% | 30.4% | 30.0%  |
| 所得税          | -9     | -16   | -33   | -58   | -91   | -140   |
| 所得税率         | 15.0%  | 14.6% | 15.2% | 15.2% | 15.1% | 15.2%  |
| 净利润          | 52     | 92    | 186   | 321   | 509   | 785    |
| 少数股东损益       | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 归属于母公司的净利润   | 52     | 92    | 186   | 321   | 509   | 785    |
| 净利润率         | 25.4%  | 26.6% | 28.3% | 26.7% | 25.8% | 25.5%  |

| 现金流量表 (人民币百万元) |      |       |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|------|-------|-------|-------|
|                | 2009 | 2010  | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 净利润            | 52   | 92    | 186  | 321   | 509   | 785   |
| 少数股东损益         | 0    | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出          | 4    | 7     | 13   | 8     | 10    | 11    |
| 非经营收益          | 0    | 0     | 3    | -3    | -3    | -3    |
| 营运资金变动         | -15  | -45   | -28  | -21   | -124  | -218  |
| 经营活动现金净流       | 42   | 55    | 174  | 306   | 392   | 576   |
| 资本开支           | 32   | 79    | 190  | 131   | 153   | 146   |
| 投资             | 0    | 0     | -10  | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 0    | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金净流       | -32  | -79   | -200 | -131  | -153  | -146  |
| 股权募资           | 7    | 1,436 | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 债权募资           | 3    | 58    | -70  | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 0    | -7    | -59  | 0     | -219  | 0     |
| 筹资活动现金净流       | 10   | 1,487 | -129 | 0     | -219  | 0     |
| 现金净流量          | 20   | 1,463 | -155 | 175   | 21    | 430   |

| 资产负债表 (人民币百万元) |       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2009  | 2010  | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
| 货币资金           | 41    | 1,504 | 1,351 | 1,526 | 1,546 | 1,976 |
| 应收账款           | 9     | 16    | 34    | 48    | 81    | 125   |
| 存货             | 33    | 67    | 114   | 164   | 270   | 421   |
| 其他流动资产         | 9     | 89    | 119   | 164   | 298   | 526   |
| 流动资产           | 92    | 1,676 | 1,618 | 1,902 | 2,195 | 3,048 |
| % 总资产          | 61.9% | 95.6% | 85.4% | 82.5% | 80.0% | 81.7% |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 46    | 65    | 257   | 384   | 529   | 666   |
| % 总资产          | 30.7% | 3.7%  | 13.6% | 16.7% | 19.3% | 17.8% |
| 无形资产           | 11    | 13    | 19    | 17    | 17    | 17    |
| 非流动资产          | 57    | 78    | 277   | 402   | 547   | 684   |
| % 总资产          | 38.1% | 4.4%  | 14.6% | 17.5% | 20.0% | 18.3% |
| 资产总计           | 149   | 1,754 | 1,894 | 2,304 | 2,742 | 3,732 |
| 短期借款           | 12    | 70    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 26    | 51    | 111   | 183   | 304   | 472   |
| 其他流动负债         | 5     | 8     | 23    | 259   | 67    | 104   |
| 流动负债           | 42    | 129   | 134   | 441   | 371   | 576   |
| 长期贷款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债         | 0     | 0     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 负债             | 42    | 129   | 138   | 446   | 375   | 580   |
| 普通股股东权益        | 107   | 1,624 | 1,756 | 1,858 | 2,367 | 3,152 |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债股东权益合计       | 149   | 1,754 | 1,894 | 2,304 | 2,742 | 3,732 |

| 比率分析         |         |          |         |         |         |         |
|--------------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2009    | 2010     | 2011    | 2012E   | 2013E   | 2014E   |
| 每股指标         |         |          |         |         |         |         |
| 每股收益 (元)     | 1.272   | 1.684    | 1.705   | 1.466   | 2.327   | 3.589   |
| 每股净资产 (元)    | 2.610   | 29.707   | 16.058  | 16.990  | 21.643  | 28.822  |
| 每股经营现金净流 (元) | 1.021   | 0.999    | 1.591   | 1.399   | 1.793   | 2.632   |
| 每股股利 (元)     | 0.000   | 0.000    | 1.000   | 1.000   | 0.000   | 0.000   |
| 回报率          |         |          |         |         |         |         |
| 净资产收益率       | 48.76%  | 5.67%    | 10.62%  | 17.25%  | 21.50%  | 24.91%  |
| 总资产收益率       | 34.91%  | 5.25%    | 9.84%   | 13.92%  | 18.56%  | 21.04%  |
| 投入资本收益率      | 67.29%  | 47.59%   | 37.87%  | 87.85%  | 58.43%  | 63.94%  |
| 增长率          |         |          |         |         |         |         |
| 营业总收入增长率     | 44.72%  | 68.58%   | 90.12%  | 82.15%  | 64.83%  | 56.08%  |
| EBIT增长率      | 69.34%  | 72.48%   | 71.66%  | 90.64%  | 63.02%  | 56.66%  |
| 净利润增长率       | 95.37%  | 76.54%   | 102.41% | 71.96%  | 58.73%  | 54.28%  |
| 总资产增长率       | 93.57%  | 1073.53% | 8.01%   | 21.61%  | 19.03%  | 36.11%  |
| 资产管理能力       |         |          |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数     | 13.6    | 10.8     | 9.8     | 10.1    | 10.0    | 10.1    |
| 存货周转天数       | 122.0   | 149.2    | 140.3   | 140.3   | 140.3   | 140.3   |
| 应付账款周转天数     | 41.3    | 43.7     | 40.7    | 44.4    | 42.6    | 42.9    |
| 固定资产周转天数     | 58.3    | 54.1     | 36.2    | 23.6    | 15.7    | 10.7    |
| 偿债能力         |         |          |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益     | -27.18% | -88.26%  | -76.93% | -82.12% | -65.33% | -62.70% |
| EBIT利息保障倍数   | 370.1   | -70.3    | -5.0    | -12.6   | -19.1   | -26.0   |
| 资产负债率        | 28.39%  | 7.37%    | 7.29%   | 19.34%  | 13.68%  | 15.55%  |

来源: 齐鲁证券研究所

**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。