

# 成长趋势未改，具备长期投资价值

## 买入 维持

**事件：**我们于2月25日参加了公司2013年第二次临时股东大会，与董事长、董秘就公司竞争优势、未来发展前景等问题进行交流；并于3月4日参加了公司年报沟通电话会议；公司调研纪要见正文。

### 报告摘要：

- **公司产品动销顺畅，整体销售情况良好：**公司部分非主流产品3-5月生产一次，且零售渠道有经销商和药店两道库存，整个流通环节较长，因此部分非主流产品或非主流终端会出现产品在架时间较长问题；公司经销商库存在20-30天，且均为现款现货，整体来看，公司产品动销顺畅，终端销售情况良好。
- **今年费用投放将相对均匀，净利润增速有望逐季回升：**2012年公司费用投放前低后高，从而导致净利润增速逐季度下滑，预计今年品牌推广费用率将维持在10%左右，管理费用率或将小幅下降，而且与12年相比，13年费用投放在四个季度的分布将相对均衡，因此，预计今年净利润增速将逐季度回升。
- **行业处于快速成长期，公司在品牌、渠道和产品方面优势明显，龙头地位稳固：**我国膳食补充剂行业正处于快速成长期，而且由于政策限制，国外企业难以进入药店渠道，短期内行业竞争格局不会有太大变化。通过姚明代言广告的持续宣传，公司品牌影响力有望进一步提升；此外，公司渠道拓展顺利，2013年计划新增销售终端1万多家（同比增长32%）；12年原材料国外采购比例达76%，未来将继续提高产品品质，以优质的产品培育消费者长期消费粘性；2013年公司将继续进行市场整理，提高单店销售能力，盈利能力有望进一步提升，公司作为我国膳食补充剂行业非直销领域龙头，具备长期投资价值。
- **盈利预测与投资建议：**预计13-15年公司营业收入分别为16.1亿、23.7亿和33.6亿，YOY分别为51%、47%和42%；净利润分别为4.4亿、6.5亿和9.1亿，YOY为分别58%、45%和41%；EPS分别为2.03元、2.95元和4.18元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	658	1,067	1,614	2,365	3,361
增长率(%)	90%	62%	51%	47%	42%
归母净利润(百万)	186	280	444	645	913
增长率(%)	102%	50%	58%	45%	41%
每股收益	0.852	1.282	2.031	2.951	4.175
市盈率	91	54	34	23	16

### 食品饮料行业

#### 分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

#### 研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

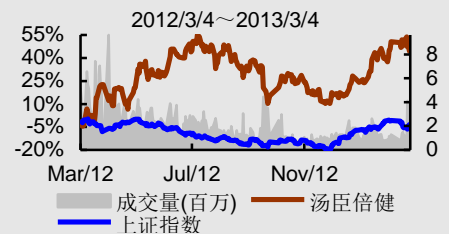
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《汤臣倍健：终端扩张+市场整理，13年可期》

2013/2/28

《青青裸酒：业绩符合预期，养精蓄锐待腾飞》

2013/2/28

《三全食品：收入重回增长，利润仍待释放》

2013/2/28

《好想你：业绩符合预期，关注公司转型》

2013/2/26

## 调研纪要：

### 1、问：善存短期内发展非常快，对此怎么看？

答：作为国际上这么大一个消费品的企业，善存全球没有这类产品，专门在中国市场推出这个产品，因为中国市场这类产品空间非常好，但在我们看有点太急功近利。

惠氏不是全球的产品在中国卖，而且很多是属于加工贴牌，其实东西不是他们的，用的别人的批号，有很大的政策风险，他的合法销售地位是一个很大的法律风险，要看国家进一步政策。

### 2、问：公司 3-5 年内的目标是什么？

答：我们整个工作战略分为三段，其中前两段是两个五年计划，第三个时间没定。每个阶段的目标都已经定了，包括市场份额，利润增速都订的非常细。

第一个五年计划是 11-15 年，我们希望所有的指标都维持在比较稳定的状态，包括收入增速、利润增速、主要费用投入都希望维持健康持续快速的发展，希望维持变动范围比较小。

撇除了利息收入的影响，近年来公司净利润增速基本维持在 60%-70%之间。

### 3、问：“终端压货”是否存在？

答：这个行业产品非常多，整个行业是这样，不见得是市场不正常的现象，这么多年来这个情况都存在，特别是非主流的品种，或者主流产品在非主流终端，此外，从流通环节来讲，零售有两道库存，整个流通环节比较长。

这几年来每年退货回来造成公司的损失非常小，内部合同定的比例是 2%。经销商库存在 20-30 天，经销商都是现款现货。

因为行业的特性存在这样的问题，对企业来说担心的问题不存在。

### 4、问：同店增长具体的措施和执行效果如何？未来行业竞争格局？

答：这两年很关注同店增速问题，市场整理年需要两年甚至更长时间。12 年做了非常多的工作，13 年销售的所有产品，每个网店销售多少，样板店做多少个，终端分 ABC 三级做多少个，都会非常明细。13 年会做 16 个城市的深度市场监察，增长空间还是很大，市场从人员区域方面变化很大。

整体大方向是把药店、商超、婴童店、网店这些渠道建好，然后把公司自己的品牌、海外并购的品牌放进去。

### 5、问：未来行业竞争格局？

答：行业竞争几年内还是比较好的，不管什么企业想要做这个行业都需要 4-5 年，

这就是政策环境的影响。NBTY 等企业想通过其他方面回避这个问题,但还有很长路要走。膳食补充剂渠道拓展重点在商超,不是药店,NBTY 做了 5、6 年,现在才 1 个多亿。因此,短期内膳食补充剂竞争格局不会有太大变化,公司在品牌影响力、渠道及产品方面具有领先优势。

**6、问：12 年是调整年，现在怎么评价？去年推的单品未来怎么样？经过螺旋藻事件，这个品种有没有恢复，未来怎么样？**

答：对经销商来讲，一定要在单店产出上去，才能把经销商统一起来。13 年上半年很关键，行业很多影响都在去年，很多企业去年都受到重大影响。这个调整年的思路我们不后悔，方向还是对的，效果还要继续观察。

单品方面，我们最看重的还是模式的成功；单品投入比想象的少，公司准备亏三年的，现在看，总体的运作好于预期。

关于螺旋藻事件的影响，去年年底螺旋藻产品销售量已经恢复到出事之前。

**7、问：产品研发方面怎么样？**

答：因为政策性的原因，公司有非常大量的产品储备，如果没有批文就不能上市，即使上市销售市场也非常有限。另外我们会有一些比较创新的项目在深度研发中，14 年研发，准备在 15 年上市。

**8、问：股权激励的范围比较广，高层没有，新高管为何不在其中？**

答：首先基本高管都是老的为主，其次一些新的高管在薪酬上做了一些相应的安排，主流定调是中层。

**9、问：4Q2012 增速不是很快，12 年费用投入比较大，网点扩张是否有边际效益递减的问题？**

答：4Q 看年报，4Q 很特殊，所有年度谈判都是在 10 月，部分经销商在前三季度完成了年度任务，四季度销售情况会有所懈怠，这个因素 11 年就存在。

关于边际递减问题，目前终端数量目标距离 5 年计划设定的差距较大，起码在第一个五年计划的剩下 3 年里，不存在网店扩张太大导致的边际递减问题。

**10、问：公司有无收购计划？未来是否还是姚明代言？2013 年公司广告营销费用投放计划？**

答：有收购计划，一直在寻找合适标的；广告还是姚明代言，现在找不到其他更加合适的人。13 年广告费用投入基本维持在前几年 10%左右的水平，但今年 1Q 预计比去年同期高一些。

**11、问：12年净利润逐季度下降的原因是什么？预计13年的净利润走势情况？**

答：2012年公司费用投放前低后高，是净利润逐季度下滑的主要原因；预计今年费用投放将相对均衡，因此，预计今年1-3季度净利润增速将逐步回升。

**12、问：公司2012年同店增速是多少？**

答：从目前我们采集到的样本点数据来看（主要包括屈臣氏、老百姓大药房等终端，样本占比不高），12年的同店增速有20%。

**13、问：预收账款下降的主要原因？**

答：由于经销商春节前会备货，12年春节提前导致11年四季度预收账款较高，13年春节在2月份，因此12年的预收账款相对有所下降。

**14、问：公司营养学院的费用花费到哪里？**

答：营养学院的培养对象主要为经销商和零售终端商等第三方，我们的费用主要来自外部聘请专家，以及一些考试费用，费用总量并不大。

**15、问：公司12年销售费用率较11年有所下降，原因是什么？12年管理费用率比较高，13年将如何变化？**

答：公司销售费用率12年较11年减少了2.6个百分点，但仍然相对稳定在一个合理的范围。

12年管理费用率提升主要是研发费用的提高，还有因新招员工带了的成本，预计13年研发费用投入仍将较大，但人工费用会相对下降。

**16、问：公司在电子商务渠道方面有何计划？**

答：目前电商渠道只有几千万的销售额，占比不大，现阶段在汤臣倍健品牌下不会过多的去做电子商务渠道，但考虑推出专注于电商渠道的品牌产品，公司的目标是在线上和线下均称为中国膳食补充剂的领导品牌。

**图 1: 分产品收入预测**

		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
片剂	收入 (百万)	134	247	388	581	843	1,180
	YOY	71%	85%	57%	50%	45%	40%
	成本 (百万)	40	69	109	151	219	307
	YOY	54%	74%	58%	38%	45%	40%
	毛利率 (%)	70%	72%	72%	74%	74%	74%
粉剂	收入 (百万)	61	125	211	327	490	710
	YOY	95%	106%	69%	55%	50%	45%
	成本 (百万)	25	53	96	140	211	305
	YOY	73%	109%	82%	47%	50%	45%
	毛利率 (%)	58%	58%	55%	57%	57%	57%
胶囊	收入 (百万)	139	227	356	534	775	1,085
	YOY	50%	63%	57%	50%	45%	40%
	成本 (百万)	49	79	126	176	256	358
	YOY	45%	63%	59%	40%	45%	40%
	毛利率 (%)	65%	65%	65%	67%	67%	67%
其他	收入 (百万)	11	56	107	171	257	386
	YOY	405%	388%	93%	60%	50%	50%
	成本 (百万)	8	32	55	86	129	193
	YOY	941%	301%	73%	56%	50%	50%
	毛利率 (%)	31%	43%	49%	50%	50%	50%
合计收入	收入 (百万)	344	655	1062	1,614	2,365	3,361
	YOY	69%	90%	62%	52%	47%	42%
	成本 (百万)	121	233	386	554	814	1163
	YOY	63%	92%	66%	43%	47%	43%
	毛利率 (%)	65%	64%	64%	66%	65.6%	65.4%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**图 2: 三张财务报表分析摘要**

财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表					资产负债表				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,067	1,614	2,365	3,361	货币资金	1246	1655	2232	2922
YOY	62%	51%	47%	42%	应收和预付款项	123	203	258	310
营业成本	391	554	814	1,163	存货	210	273	401	574
毛利	676	1060	1551	2198	其他流动资产	32	0	0	0
% 营业收入	63%	66%	66%	65%	长期股权投资	1	1	1	1
营业税金及附加	11	17	24	35	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产和在建工程	398	438	483	683
销售费用	266	403	591	840	无形资产和开发支出	34	37	40	43
% 营业收入	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%	其他非流动资产	0	0	0	0
管理费用	101	145	213	302	资产总计	2057	2575	3339	4410
% 营业收入	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-36	-30	-40	-53	应付和预收款项	169	252	371	556
% 营业收入	-3.3%	-1.9%	-1.7%	-1.6%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	2	0	0	0	其他负债	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	178	252	371	556
投资收益	0	0	0	5	股本	219	219	219	219
营业利润	332	525	762	1079	资本公积	1257	1257	1257	1257
% 营业收入	31.1%	32.5%	32.2%	32.1%	留存收益	451	896	1541	2426
营业外收支	-1	0	0	0	归属母公司股东权益	1927	2371	3017	3901
利润总额	331	525	762	1079	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	31.0%	32.5%	32.2%	32.1%	股东权益合计	1927	2371	3017	3901
所得税费用	51	81	117	166	负债和股东权益合计	2105	2624	3387	4458
净利润	280	444	645	913					
归属于母公司所有者的净利润	280	444	645	913					
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428	毛利率	63%	66%	66%	65%
取得投资收益收回现金	0	0	0	5	三费/销售收入	31%	32%	32%	32%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	28%	31%	31%	30%
无形资产投资	-158	-46	-56	-211	EBITDA/销售收入	30%	34%	33%	32%
固定资产投资	0	-80	-45	0	销售净利率	26%	28%	27%	27%
其他	0	6	0	0	ROE	15%	19%	21%	23%
投资活动现金流净额	-168	-46	-56	-206	ROA	13%	17%	19%	20%
债券融资	0	-4	0	0	ROIC	13%	18%	20%	22%
股权融资	0	0	0	0	销售收入增长率	62%	51%	47%	42%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	63%	66%	46%	41%
筹资成本	-36	-30	-40	-53	EBITDA 增长率	67%	69%	43%	39%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	50%	58%	45%	41%
筹资活动现金流净额	-109	-4	0	0	总资产增长率	9%	25%	30%	32%
现金净流量	-166	409	577	690	股东权益增长率	-36%	312%	38%	41%
					经营现金净流增长率	-36%	312%	38%	41%
					流动比率	9.5	8.5	7.8	6.9
					速动比率	8.3	7.4	6.8	5.8
					应收账款周转天数	11.5	11.0	11.0	11.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**作者简介:**

**苏青青:** 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师, 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, 2012年获新财富最佳分析师第四名, 水晶球公募类第五、非公募第三名。

主要研究覆盖公司: 汤臣倍健、酒鬼酒、五粮液、古越龙山、山西汾酒、青青稞酒、贵州茅台、伊利股份等。

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张璐	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。