



业绩环比改善，全年高增长无忧

买入 维持

事件：

公司公布 2013 年中报业绩预告，归属母公司股东净利润 2.2 至 2.4 亿元，YOY24%-34%，符合我们预期。

对此，我们点评如下：

- **2Q单季度净利润增速44%-69%，预计收入增速将超过净利润增速，环比一季度大幅改善：**由于去年上半年费用投放相对较少，而今年费用投放相对平稳，预计2Q期间费用率较去年同期有所提高，因此预计今年2Q单季度销售收入增速将超过净利润增速，若假设公司上半年净利润位于中值水平，即2.32亿，则2Q单季度净利润增速56%，我们预计2Q收入增速有望达到60%左右，收入和净利润增速环比一季度均大幅提高，验证了我们此前关于公司业绩逐季度改善的判断。
- **终端扩张稳步推进，提价影响逐步淡去，预计上半年同店销量增长5.6%：**公司今年新增终端网点数量分布相对均衡，预计上半年公司终端网点3.6万个，较去年同期（2.8万个）同比提高28.6%；公司去年11月提价10%，对终端销售产生了一定的影响，通过及时开展买赠等促销活动，二季度开始提价影响逐步淡去，若假设2Q收入增速为60%，则上半年公司收入增速44.2%，扣除终端粗放式增长28.6%和提价10%的影响，粗略计算上半年同店销量增长5.6%。
- **行业前景好+民营机制+渠道拓展力强，公司全年高增长无忧：**（1）膳食补充剂行业在我国处于快速成长期，老龄化加剧以及居民收入提高将推动行业每年收入增速15%以上；（2）民营企业机制灵活，管理层拥有丰富市场经验；（3）通过姚明代言以及在高收视率节目进行广告宣传，公司品牌影响力有望进一步提高，有助于培养消费粘性；（4）13年计划新增销售终端1万多家，YOY33%，叠加提价10%和全年同店增速10%的影响，全年收入增速有望达50%以上。
- **盈利预测及投资建议：**预计 13-15 年营业收入分别为 16.1 亿、23.7 亿和 33.6 亿，YOY 分别为 51%、47%和 42%；净利润分别为 4.45 亿、6.5 亿和 9.15 亿，YOY 为分别 59%，45%和 41%；按最新股本计算，EPS 分别为 1.357 元、1.973 元和 2.789 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	445	647	915
增长率 (%)	102%	50%	59%	45%	41%
每股收益	0.568	0.855	1.357	1.973	2.789
市盈率	137	51	32	22	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

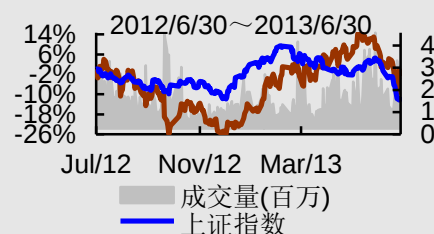
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

《白酒防御功能凸显》

2013/6/25

《古越龙山：高端产品承压，期待激励添动力》

2013/6/25

《伊利股份：行权绑定利益，推动长期发展》

2013/6/18

《茅台环比改善，食品估值需消化》

2013/6/12

《腾新食品：鱼糜制品龙头，期待终端扩张》

2013/5/20

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	1765	2344	3036
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	2686	3451	4524
% 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	-31	-43	-56	应付和预收款项	169	252	371	528
% 营业收入	-3.3%	-1.9%	-1.8%	-1.7%	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	528
投资收益	0	0	0	5	股本	219	328	328	328
营业利润	332	526	765	1081	资本公积	1257	1257	1257	1257
% 营业收入	31.1%	32.6%	32.3%	32.2%	留存收益	451	896	1544	2459
营业外收支	-1	0	0	0	归属母公司股东权益	1927	2482	3129	4044
利润总额	331	526	765	1081	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	31.0%	32.6%	32.3%	32.2%	股东权益合计	1927	2482	3129	4044
所得税费用	51	81	117	166	负债和股东权益合计	2105	2734	3500	4572
净利润	280	445	647	915					
归属于母公司所有者的净利润	280	445	647	915					
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%	18%	21%	23%
投资活动现金流净额	-168	-46	-56	-206	ROA	13%	16%	18%	20%
债券融资	0	-4	0	0	ROIC	13%	17%	20%	21%
股权融资	0	109	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	-31	-43	-56	EBITDA 增长率	67%	69%	43%	39%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	50%	59%	45%	41%
筹资活动现金流净额	-109	105	0	0	总资产增长率	9%	31%	29%	31%
现金净流量	-166	519	579	692	股东权益增长率	-36%	313%	38%	41%
					经营现金净流增长率	-36%	313%	38%	41%
					流动比率	9.5	8.9	8.1	7.5
					速动比率	8.3	7.8	7.1	6.4
					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 年新财富团队队员, 2011 年加盟宏源证券研究所。

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

华北区域	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
华东区域	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
	吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@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
	周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@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。