

3Q 快速增长，未来受益行业整顿

买入 维持

事件：公司公布三季报，营业收入 11.6 亿元，YOY43.6%；归属母公司净利润 3.5 亿元，YOY46.1%，位于公司前期业绩预告中值。

对此，我们点评如下：

- **3Q单季度收入增长45.8%，预计前三季度同店销量增长6.9%：**受终端扩张及提价等因素影响，3Q单季度收入增长45.8%，其中，9月份单月收入再创新高；预计截至三季度末公司全部销售终端达3.8万家，较去年同期增长26.7%（预计去年同期终端网点为3万家），粗略估算，前三季度收入增长43.6%，**扣除终端扩张26.7%和提价10%的影响，前三季度同店销量增长6.9%。**
- **毛利率提升+销售费用率下降，3Q单季度净利润增长94%：**去年4Q公司产品平均提价10%致3Q单季度毛利率同比提高2.6个百分点至65%；与去年销售费用率前低后高相比，今年销售费用投放相对均衡，3Q单季度销售费用率同比下降10.1个百分点至20.8%，研发投入和人工费用增加致管理费用率提高1.6个百分点至8.7%，从而，3Q单季度净利率29.4%，同比提高7.3个百分点，3Q净利润同比增长94%。
- **行业非直销领域龙头、治理规范且渠道推力强，有望受益于行业整顿：**膳食补充剂行业符合消费升级和人口老龄化趋势，成长性好，且CFDA（国家食品药品监督管理局）今年开始密集出台打“四非”、规范贴牌生产等多项措施，行业整顿在即，公司是我国膳食补充剂行业非直销领域龙头，治理规范，渠道加价率高，终端拓展能力强，有望在行业清理整顿中抢占更多市场份额；此外，品牌影响力提升和终端精细化管理驱动内生性增长，公司是值得长期投资的优质成长股。
- **盈利预测及投资建议：**预计未来两年公司每年终端扩张有望达到30%左右，叠加同店销量增长10%左右的影响，明后年公司收入和净利润增速有望达40%以上。在行业整合背景下，公司收购战略有望得到推进，维持“买入”评级。预计13-15年营业收入分别为15.6亿、22.6亿和32.1亿，YOY分别为46%、45%和42%；净利润分别为4.3亿、6.2亿和8.8亿，YOY为分别54%、44%和41%；EPS分别为1.319元、1.893元和2.676元。

| 主要经营指标 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 658 | 1,067 | 1,561 | 2,259 | 3,211 |
| 增长率(%) | 90% | 62% | 46% | 45% | 42% |
| 归母净利润(百万) | 186 | 280 | 433 | 621 | 878 |
| 增长率(%) | 102% | 50% | 54% | 44% | 41% |
| 每股收益 | 0.568 | 0.855 | 1.319 | 1.893 | 2.676 |
| 市盈率 | 137 | 81 | 53 | 37 | 26 |

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

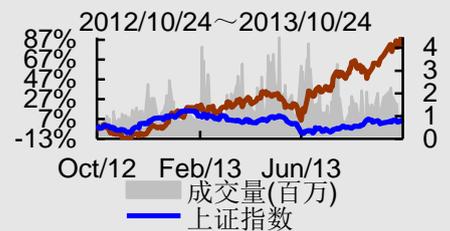
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

《克明面业：淡季促销拖累业绩，4Q高增长可期》

2013/10/24

《加加食品：植物油收入下滑拖累业绩》

2013/10/24

《山西汾酒：下滑短期见底，估值具吸引力》

2013/10/21

《食品坚守龙头，白酒关注优质个股》

2013/10/20

《中炬高新：消费升级+区域扩张，调味品高增长》

2013/9/16

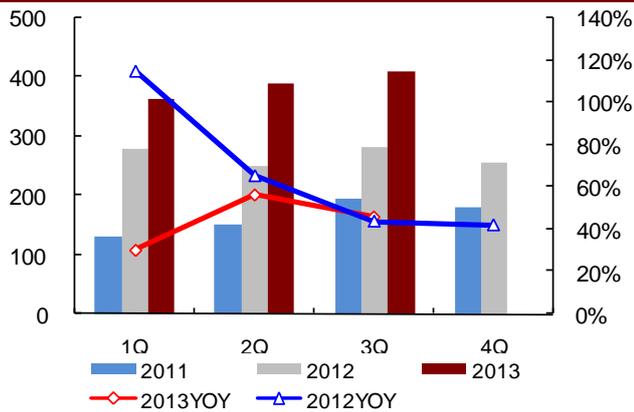
主要财务指标和经营情况

图表 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

| | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13 | 同比 变化 | 环比 变化 | 点评 |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|----------|---|
| 营业收入(百万元) | 281 | 257 | 364 | 388 | 410 | 46% | 6% | 销售规模不断扩张以及品牌知名度不断提升 |
| -营业成本 | 38% | 36% | 36% | 36% | 35% | -2.6 | -0.6 | |
| =毛利 | 62% | 64% | 64% | 64% | 65% | 2.6 | 0.6 | 去年 11 月份提价 10% |
| -营业税金及附加 | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 0.3 | 0.1 | |
| -销售费用 | 31% | 34% | 19% | 21.8% | 20.8% | -10.1 | -0.9 | 去年销售费用投放前低后高带来的基数影响 |
| -管理费用 | 7% | 15% | 7% | 9.0% | 8.7% | 1.6 | -0.3 | 研发投入的增加、人工费用增加导致费用增加 |
| -财务费用 | -3% | -4% | -2% | -2.2% | -2.1% | 0.8 | 0.2 | |
| -资产减值损失 | 0.1% | 0.2% | 1.3% | -0.9% | 0.6% | 0.5 | 1.4 | 应收账款增加相应坏账准备增加 |
| +公允价值变动损益 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0 | 0.0 | |
| +投资收益 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0 | 0.0 | |
| +营业外收支 | 0.1% | -0.9% | 0.0% | -0.1% | -0.8% | -0.9 | -0.8 | 政府奖励及发展支持资金增加致营业外收入增长 45.9%; 清理子公司资产致营业外支出增长 220.8% |
| =利润总额 | 26.2% | 17.3% | 37.5% | 35.4% | 34.8% | 8.6 | -0.6 | 毛利率提高致利润率同比提升 |
| -所得税费用 | 4.1% | 2.4% | 5.2% | 5.8% | 5.4% | 1.3 | -0.4 | |
| -少数股东损益 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0 | 0.0 | |
| =归属于母公司所有者 净利润 | 22.1% | 14.9% | 32.4% | 29.7% | 29.4% | 7.3 | -0.3 | 毛利率提高致净利率同比提升 |

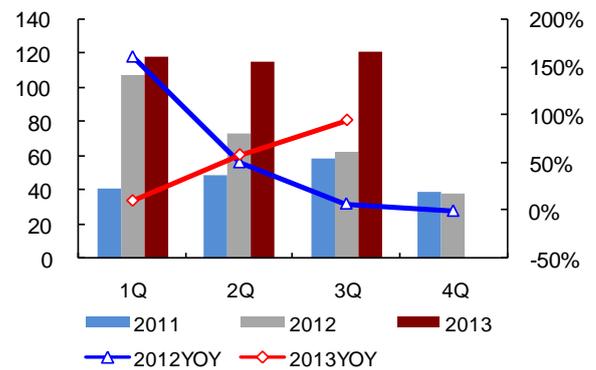
资料来源: 宏源证券研究所

图表 2: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



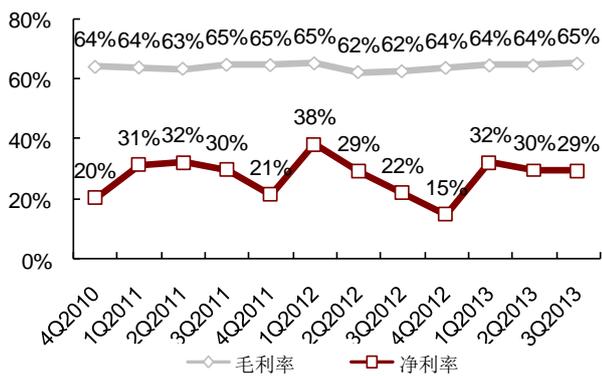
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 3: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



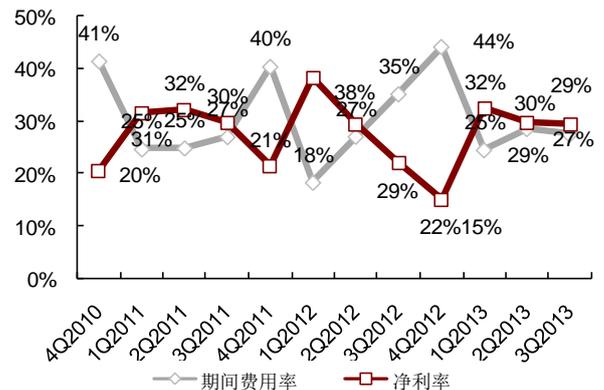
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 4: 分季度毛利率与净利率关系图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 5: 分季度期间费用率与净利率关系图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 1: 分产品收入预测

| | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----|---------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 片剂 | 收入 (百万) | 134 | 247 | 388 | 562 | 804 | 1,125 |
| | YOY | 71% | 85% | 57% | 45% | 43% | 40% |
| | 成本 (百万) | 40 | 69 | 109 | 152 | 217 | 304 |
| | YOY | 54% | 74% | 58% | 39% | 43% | 40% |
| | 毛利率 (%) | 70% | 72% | 72% | 73% | 73% | 73% |
| 粉剂 | 收入 (百万) | 61 | 125 | 211 | 316 | 468 | 678 |
| | YOY | 95% | 106% | 69% | 50% | 48% | 45% |
| | 成本 (百万) | 25 | 53 | 96 | 139 | 206 | 298 |
| | YOY | 73% | 109% | 82% | 45% | 48% | 45% |

| | | | | | | | |
|------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 毛利率(%) | 58% | 58% | 55% | 56% | 56% | 56% |
| 胶囊 | 收入(百万) | 139 | 227 | 356 | 517 | 739 | 1,034 |
| | YOY | 50% | 63% | 57% | 45% | 43% | 40% |
| | 成本(百万) | 49 | 79 | 126 | 176 | 251 | 352 |
| | YOY | 45% | 63% | 59% | 39% | 43% | 40% |
| | 毛利率(%) | 65% | 65% | 65% | 66% | 66% | 66% |
| 其他 | 收入(百万) | 11 | 56 | 107 | 166 | 249 | 374 |
| | YOY | 405% | 388% | 93% | 55% | 50% | 50% |
| | 成本(百万) | 8 | 32 | 55 | 83 | 125 | 187 |
| | YOY | 941% | 301% | 73% | 51% | 50% | 50% |
| | 毛利率(%) | 31% | 43% | 49% | 50% | 50% | 50% |
| 合计收入 | 收入(百万) | 344 | 655 | 1062 | 1,561 | 2,259 | 3,211 |
| | YOY | 69% | 90% | 62% | 47% | 45% | 42% |
| | 成本(百万) | 121 | 233 | 386 | 549 | 798 | 1141 |
| | YOY | 63% | 92% | 66% | 42% | 45% | 43% |
| | 毛利率(%) | 65% | 64% | 64% | 64.8% | 64.7% | 64.5% |

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 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 资产负债表 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业收入 | 1,067 | 1,561 | 2,259 | 3,211 | 货币资金 | 1246 | 1752 | 2308 | 2963 |
| YOY | 62% | 46% | 45% | 42% | 应收和预付款项 | 123 | 200 | 251 | 300 |
| 营业成本 | 391 | 549 | 798 | 1,141 | 存货 | 210 | 271 | 394 | 562 |
| 毛利 | 676 | 1011 | 1461 | 2070 | 其他流动资产 | 32 | 0 | 0 | 0 |
| % 营业收入 | 63% | 65% | 65% | 64% | 长期股权投资 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业税金及附加 | 11 | 16 | 23 | 33 | 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 | 375 | 542 | 771 | 无形资产和开发支出 | 34 | 37 | 40 | 43 |
| % 营业收入 | 24.9% | 24.0% | 24.0% | 24.0% | 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 101 | 140 | 203 | 289 | 资产总计 | 2057 | 2667 | 3399 | 4429 |
| % 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 | -42 | -55 | 应付和预收款项 | 169 | 246 | 357 | 509 |
| % 营业收入 | -3.3% | -2.0% | -1.9% | -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 | 246 | 357 | 509 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 5 | 股本 | 219 | 328 | 328 | 328 |
| 营业利润 | 332 | 511 | 734 | 1037 | 资本公积 | 1257 | 1257 | 1257 | 1257 |
| % 营业收入 | 31.1% | 32.7% | 32.5% | 32.3% | 留存收益 | 451 | 884 | 1505 | 2383 |
| 营业外收支 | -1 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司股东权益 | 1927 | 2469 | 3090 | 3968 |
| 利润总额 | 331 | 511 | 734 | 1037 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 营业收入 | 31.0% | 32.7% | 32.5% | 32.3% | 股东权益合计 | 1927 | 2469 | 3090 | 3968 |
| 所得税费用 | 51 | 78 | 113 | 159 | 负债和股东权益合计 | 2105 | 2715 | 3448 | 4477 |
| 净利润 | 280 | 433 | 621 | 878 | | | | | |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 280 | 433 | 621 | 878 | 财务指标 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率 | 63% | 65% | 65% | 64% |
| | | | | | 三费/销售收入 | 31% | 31% | 31% | 31% |
| | | | | | EBIT/销售收入 | 28% | 31% | 31% | 30% |
| | | | | | EBITDA/销售收入 | 30% | 34% | 33% | 32% |
| | | | | | 销售净利率 | 26% | 28% | 27% | 27% |
| | | | | | ROE | 15% | 18% | 20% | 22% |
| | | | | | ROA | 13% | 16% | 18% | 20% |
| | | | | | ROIC | 13% | 16% | 19% | 21% |
| | | | | | 销售收入增长率 | 62% | 46% | 45% | 42% |
| | | | | | EBIT 增长率 | 63% | 61% | 44% | 41% |
| | | | | | EBITDA 增长率 | 67% | 64% | 41% | 39% |
| | | | | | 净利润增长率 | 50% | 54% | 44% | 41% |
| | | | | | 总资产增长率 | 9% | 30% | 27% | 30% |
| | | | | | 股东权益增长率 | -36% | 301% | 37% | 41% |
| | | | | | 经营现金净流增长率 | -36% | 301% | 37% | 41% |
| | | | | | 流动比率 | 9.5 | 9.1 | 8.3 | 7.6 |
| | | | | | 速动比率 | 8.3 | 8.0 | 7.2 | 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。

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012年加盟宏源证券研究所, 2012年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

机构销售团队

| 机构销售团队 | | | | | |
|---------|------|---------|---------------|--------------|----------------------|
| 公募 | 北京片区 | 李倩 | 010-88083561 | 13631508075 | liqian@hysec.com |
| | | 牟晓凤 | 010-88085111 | 18600910607 | muxiaofeng@hysec.com |
| | | 罗云 | 010-88085760 | 13811638199 | luoyun@hysec.com |
| | | 陈紫超 | 010-88085798 | 13811637082 | chenzichao@hysec.com |
| | 上海片区 | 奚曦 | 021-51782067 | 13621861503 | xixi@hysec.com |
| | | 孙利群 | 010-88085756 | 13910390950 | sunliqun@hysec.com |
| | | 吴蓓 | | 18621102931 | wubei@hysec.com |
| | 广深片区 | 夏苏云 | 0755-33352298 | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com |
| | | 赵越 | 0755-33352301 | 18682185141 | zhaoyue@hysec.com |
| | | 孙婉莹 | 0755-33352196 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com |
| | | 周迪 | 0755-33352262 | 15013826580 | zhoudi@hysec.com |
| | 机构 | 上海保险/私募 | 赵佳 | 010-88085291 | 18611796242 |
| 李岚 | | | 021-51782236 | 13917179275 | lilan@hysec.com |
| 北京保险/私募 | | 王燕妮 | 010-88085993 | 13911562271 | wangyanni@hysec.com |
| | | 张瑶 | 010-88013560 | 13581537296 | zhangyao@hysec.com |
| 银行/信托 | | 朱隼 | 010-88013612 | 18600239108 | zhusun@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。