

整顿大幕拉开，汤臣倍健有望受益

买入 维持

事件：

12月13号国家食品药品监督管理总局发布保健食品执法检查 and 抽检结果，要求查处“赛而牌维美克减肥颗粒”等21种假冒保健食品。

对此我们点评如下：

- 行业大整顿开启，国家对保健品监管将越来越严：**本次CFDA公布的假冒保健食品名单不乏哈药和九芝堂等大型企业（具体名单见图1），显示出国家整治保健食品乱象的决心，CFDA9月份开始密集出台规范贴牌生产、禁止进口无批文的补充剂等多项征求意见稿，且新政府注重食品安全，我们预计14年将陆续出台相关法律法规，国家对保健品治理整顿已经开启，对其监管将越来越严。
- 公司生产规范，且拥有批文储备和品牌渠道优势，将受益于行业整顿：**汤臣倍健是我国膳食补充剂行业非直销领域龙头，拥有品牌和渠道营销优势，且生产治理规范、注重产品质量，在全球范围内甄选高品质原料，原料进口比例达75%以上；此外，截止上半年公司拥有59项营养素补充剂和保健食品批准证书，34项产品进入保健食品注册评审阶段，批文储备行业领先；公司有望在行业加大产品质量监管以及规范贴牌生产中抢占更多市场份额。
- 14年战略性品种，值得长期布局：**公司成长逻辑将从外延扩张转向内生性增长：明年开始公司对经销商重点考核同店增长，且对终端销售人员进行培训，提升其终端服务能力；此外，公司将效仿标杆企业模式，逐步打造会员管理和营养平台，为会员提供健康咨询等增值服务，并针对个体差异进行精准营销，提高消费者重复购买率。我们预计收购项目未来有望落地，公司品牌、规模优势将进一步增强，是值得长期布局的战略性品种。
- 盈利预测及投资建议：**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YOY为分别54%，44%和41%；EPS分别为1.32元、1.89元和2.68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	1,561	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	76	49	34	24

食品饮料行业

分析师：

陈嵩昆(S1180112080008)

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

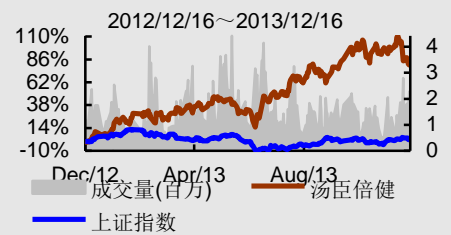
研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《将进酒：2014年白酒投资机会凸显》

2013/12/10

《好想你：向休闲食品战略转型初见成效》

2013/12/8

《汤臣倍健：开启会员管理新模式，驱动内生增长》

2013/12/8

《青青稞酒：收购美国酒庄，进军葡萄酒业务》

2013/12/1

《乳企强势提价转移原奶成本压力》

2013/11/26

《单独二胎扩大奶粉行业12%市场需求》

2013/11/17

《白酒如期反弹，估值修复窗口打开》

2013/11/12

图 1: 21 种假冒保健食品名单

产品	标示批号	公司	标示批准文号	检验结果	被抽样单位
赛而牌维美克减肥颗粒	2011061502	济南华尚鲁卫科技有限公司 香港本草堂国际实业有限公司联合出品	国食健字 G20041012	检出酚酞、西布曲明	哈药集团股份有限公司宝葫芦大药房
优美·减肥胶囊	110301/3	广州康尔斯生物科技有限公司（合作企业：陕西诺瑞特生物科技有限公司）	国食健字 G20040529	检出酚酞、西布曲明	湖南九芝堂零售连锁有限公司安乡紫珑店
模特一号牌纳米瘦身（俏模牌轻靓减肥胶囊）	120215、111003、120215	咸阳亿鑫中医药研究所 成都和记杨森绿色生物技术联合出品	国食健字 G20041047	检出酚酞、西布曲明	怀化市鹤城区太平桥平价药房
蚁力神牌鸣琪胶囊	20110601、20120212	郑州众合德生物科技有限公司（申报单位：北京华卫康科技有限公司）	国食健字 G20041432	检出格列本脲、二甲双胍	呼和浩特市新城区蒙威无糖食品专卖店
诺瑞特牌巴拿拿胶囊	20110412	陕西省科学院制药厂（出品单位：陕西诺瑞特生物科技有限公司）	国食健字 G20050967	检出他达拉非	呼和浩特市福瑞源医药有限责任公司
艾丽斯牌艾丽斯胶囊	2011101201	北京益华康科技有限公司 广州市花城保健食品厂联合出品	国食健字 G20080677	检出酚酞、西布曲明	常德市安乡县信城大药房
英皇龙威牌斯力泰胶囊	20110920	西安万春生物科技有限公司	国食健字 G20110029	检出西地那非、他达拉非	黑龙江泰华医药集团有限公司
中研通牌山决左旋肉碱胶囊	20110901	北京中研万通科技中心保健食品厂（申请人中文名称：北京中研万通科技中心中国中医科学院中医药科技合作中心）	国食健字 G20110071	检出酚酞	重庆和平药房彭水医药有限责任公司
脂肪燃烧弹果素瘦身胶囊	110708	广州新生态生物科技发展有限公司	卫进食健字（1998）第 0323 号	检出西布曲明	黑龙江启康百姓医药连锁有限公司会展家园分店
神奇牌丽身减肥冲剂	201111290、201204105	广州丽之源生物科技有限公司（授权出品：北京康美神保健品研究开发公司）	卫食健字（1997）第 505 号	检出西布曲明	怀化市河西双佳保健品经营部

翎儿牌仙人掌减肥	110302	深圳市金身堂生物科技有限公司	卫食健字(1999)第0639号	检出西布曲明	黑龙江启康百姓医药连锁有限公司会展家园店
益柚美颜牌乳鸽胶囊	20111202	长春市昱颜堂保健品生物技术有限公司	卫食健字(2000)第0073号	检出格列本脲、苯乙双胍	衡阳市雁峰区劳氏药铺衡阳店
嘉鹤牌圣维康胶囊	111101	西安康丽中草药研发有限公司(出品:山东嘉鹤生物制品有限公司)	卫食健字(2002)第0197号	检出二甲双胍、罗格列酮、格列本脲	湖南国大民生堂药房连锁有限公司旗舰店
健康牌减肥胶囊	120211、120222	广州纤魅源生物科技有限公司 深圳益生堂生物企业有限公司联合出品	卫食健字(2002)第0278号	检出西布曲明	哈尔滨市丽氏保健品
原点牌糖宁胶囊	120201、110801	咸阳秦昆生物医学工程有限公司(监制单位:咸阳大愚科技发展有限公司)	卫食健字(2002)第0507号	检出格列本脲、罗格列酮、二甲双胍	长沙一品康保健产品有限公司
龟鹿壮腰健肾丸	2011.01.08(生产日期)	吉林省长白山参茸生物工程公司	卫食健字(2002)第068号	速效型(赠品)检出西地那非	哈尔滨市友协经济发展有限公司健民药店
挺靓牌减肥胶囊	20120203	广州奥黛美生物科技有限公司 西宁华高医药保健品有限公司联合出品	卫食健字(2003)第0331号	检出酚酞、西布曲明	敖汉旗新惠国医堂大药房
挺靓牌减肥胶囊	20111202	深圳市健超生物科技有限公司 华高医药保健品有限公司联合出品	卫食健字(2003)第0331号	检出酚酞、西布曲明	黑龙江省君再生大药房有限公司
挺靓牌减肥胶囊	20120101	西宁华高医药保健品有限公司 广州安莱医药科技有限公司联合出品	卫食健字(2003)第0331号	检出酚酞	湖南湘北药业有限公司中心大药房
苹果醋挺靓牌减肥胶囊	7045119	香港金夫人生物科技集团实业有限公司 西宁华高医药保健品有限公司联合出品	卫食健字(2003)第0331号	检出西布曲明	黑龙江启康百姓医药连锁有限公司会展家园店
绿源劲力胶囊	101203	上海宝昆医药科技有限公司北京分公司	卫食健字(2003)第0158号	检出西地那非	绥化市北林区天一保健品总汇

资料来源: CFDA 网站, 宏源证券研究所

图 2: 违禁物质的主要危害

酚酞	过量或长期滥用时可造成电解质紊乱，诱发心律失常、神志不清、肌痉挛以及倦怠无力等症状。
西布曲明	有可能引起血压升高、心率加快、厌食、失眠、肝功能异常
格列本脲	可能导致低血糖和肾病
二甲双胍	可能出现罕见但是严重的酮尿或乳酸血症
他达拉非	少数会有眼睑肿胀、或者描述为眼痛和结膜充血
西地那非	可能会引起头痛、眼花、昏晕、血压降低等
苯乙双胍	可能会引起胃肠道反应
罗格列酮	可能引起轻中度水肿、贫血、低血糖等

资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

图 3: 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：宏源证券研究所

图 4：三张财务报表摘要

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
现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E					
经营活动现金流净额	36	282	427	428					
取得投资收益收回现金	0	0	0	5					
长期股权投资	0	0	0	0					
无形资产投资	-158	-46	-56	-211					
固定资产投资	0	-80	-45	0					
其他	0	6	0	0					
投资活动现金流净额	-168	-46	-56	-206					
债券融资	0	-4	0	0					
股权融资	0	109	0	0					
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0					
筹资成本	-36	-31	-42	-55					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-109	105	0	0					
现金净流量	-166	506	556	655					

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

作者简介:

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。

刘洋: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2年银行工作经验, 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	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		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。