

汤臣倍健 (300146):

深度报告

业绩增速无虞 年内仍有并购预期

摘要

汤臣倍健创立于 1995 年 10 月，2002 年系统地将膳食营养补充剂引入中国非直销领域，并迅速成长为中国膳食营养补充剂领导品牌和标杆企业。

从产品、渠道、品牌和服务四项基本点来说，公司产品力的不断增强保证了公司销售增长的质量和可持续性，渠道力的不断增强又为公司持续成长性提供了通道支持，同时品牌力的不断提升也为市场容量提供了驱动力，随着连锁经营战略的逐步深入，以此为平台的服务力也正在逐步形成。

公司分产品来看，呈现均衡发展局面，胶囊和片剂类产品市场认可度较高。从原料采选、生产环节到研发新品的这一系列环节中，均把产品品质放到首位，坚持产品差异化策略，全球各地采购优质原料，并且建立了生产中心，严格检验产品质量。

公司经过 10 年的发展，已经逐渐从单纯的网点数量扩张向精细化管理以及提升服务力方向转型，这也为未来业绩的持续快速发展打下了坚实的基础，先发优势明显，今年公司积极通过建立营养家平台提升服务力的短板，增强对于核心消费群体的消费粘性，我们判断来说，转型方向较为正确，但效果如何仍需时间检验。

预计今年公司终端数量有望达到 5 万家，预计全年收入增速在 30% 左右，因此预测公司 2014 年-2016 年 EPS 分别为 0.83 元、1.09 元、1.46 元，对应 PE 分别为 39.25 倍、29.89 倍和 22.32 倍，目前估值在合理区间内，考虑到年内仍有并购预期，首次给予“增持”评级。

编辑：路 瑶

电话：0311-66006412

执业证书：S0400512090001

报告日期：2014-04-25 星期五

300146 [汤臣倍健]

评级：增持

主要数据

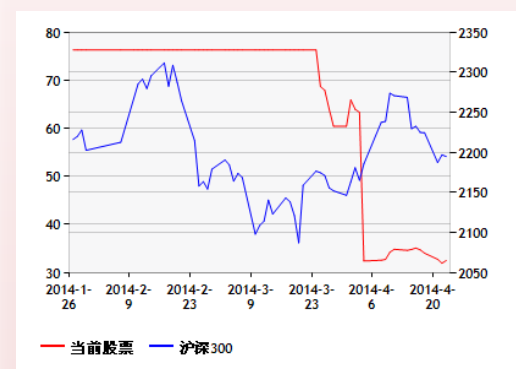
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.54/0.05	0.58/0.07	0.58/0.16
总股本	656160000.000	
流通 A 股	656160000.000	
近 3 月日均成交量	768690.678	

主要股东

梁允超	57.494300
汤晖	2.548161
孙晋瑜	2.340830

股价表现



公司动态

2014-03-26	汤臣倍健(300146)重组预期落空
2014-03-01	26 只基金抱团汤臣倍健(300146)



目录

1、公司概况.....	3
1.1 发展进程.....	3
1.2 十大股东.....	3
2、经营状况分析.....	4
2.1 产品力与质量控制.....	4
2.2 渠道力.....	5
2.2 品牌及资本市场发展.....	6
3、未来预期分析.....	8
3.1 “十二篮”带来成长空间预期.....	8
3.2 “营养家”平台助力服务力提升.....	9
3.3 政府严格监管带来利好.....	9
3.4 首单并购受阻不改年内并购预期.....	10
3.5 季报略超预期，业绩增速无虞.....	10
4、盈利预测与估值建议.....	11
5、风险分析.....	11
6、指标分析.....	12
7、报表预测.....	13

1、公司概况

1.1 发展进程

汤臣倍健创立于 1995 年 10 月，2002 年系统地将膳食营养补充剂引入中国非直销领域，并迅速成长为中国膳食营养补充剂领导品牌和标杆企业，也是中国保健行业第一家 AAA 信用等级企业。产品分类主要是八大系列，分别为蛋白质/维生素/矿物质、女性健康、补钙及骨骼健康、塑身/清体、婴幼/青少年/儿童健康、心脑血管健康、功能健康和本草萃系列。在国内保健行业，公司涵盖产品研发、采购、生产制造、分销及零售等整个环节。

表 1: 公司业务发展历程

年份	品牌推进	具体策略
2002	进入膳食营养补充剂行业	在非直销领域市场中引入专柜加营养顾问模式
2004	确定“取自全球，健康全家”品牌理念	在全球范围内甄选高品质的原料
2006	启动品牌扩张战略	聘请刘璇作为品牌形象代言人
2008	启动为期 5 年的品牌提升战略	将“汤臣倍健”品牌从强势的渠道性品牌转变为知名的大众消费品牌
2010	“汤臣倍健”成为知名的大众消费品牌	聘请姚明作为品牌形象代言人
2012	第三期厂房落成，成为亚洲领先的膳食营养补充剂专业生产基地之一	向公众推出汤臣倍健“透明工厂”
2013	传统强势品牌试水互联网，积极探索创新渠道模式	推出首个线上子品牌“十二篮”

资料来源：公司公告 财达研究

1.2 十大股东

根据公司最新的 2014 年一季报披露，公司实际控制人为梁允超，持有公司 18862.73 万股，持股数占比总股本为 57.49%，前十大股东中，有四席为机构投资者，其余席位均为自然人。

表 2: 公司前十大股东情况

序号	股东名单	持股数(万股)	持股数占比总股本(%)
1	梁允超	18862.73	57.49
2	汤晖	836.00	2.55
3	孙晋瑜	767.98	2.34
4	陈宏	674.52	2.06
5	梁水生	670.26	2.04
6	中国农业银行-景顺长城资源垄断股票型证券投资基金 (LOF)	536.93	1.64
7	中国建设银行-兴全社会责任股票型投资基金	448.24	1.37
8	中国农业银行-交银施罗德成长股票证券投资基金	428.57	1.31
9	兴业银行股份有限公司-兴全全球视野股票型证券投资基金	364.75	1.11
10	龚炳辉	330.00	1.01

资料来源：公司公告 财达研究

2、经营状况分析

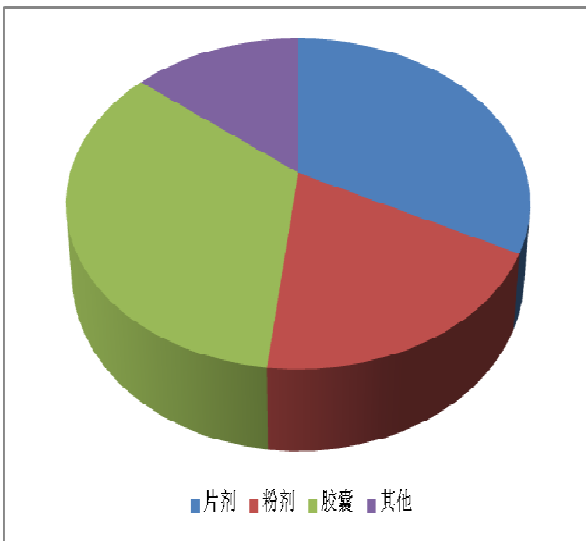
从产品、渠道、品牌和服务四项基本点来说，公司产品力的不断增强保证了公司销售增长的质量和可持续性，渠道力的不断增强又为公司持续成长性提供了通道支持，同时品牌力的不断提升也为市场容量提供了驱动力，经过 10 多年的发展，连锁经营战略的逐步深入，以此为平台的服务力也正在逐步形成，总体来看，公司较好完成了既定的战略目标，占据了我国膳食营养补充剂非直销领域的领先地位。

2.1 产品力与质量控制

公司分产品来看，呈现均衡发展局面，胶囊和片剂类产品市场认可度较高。从原料采选、生产环节到研发新品的这一系列环节中，均把产品品质放到首位，坚持产品差异化策略，全球各地采购优质原料，并且建立了生产中心，严格检验产品质量。

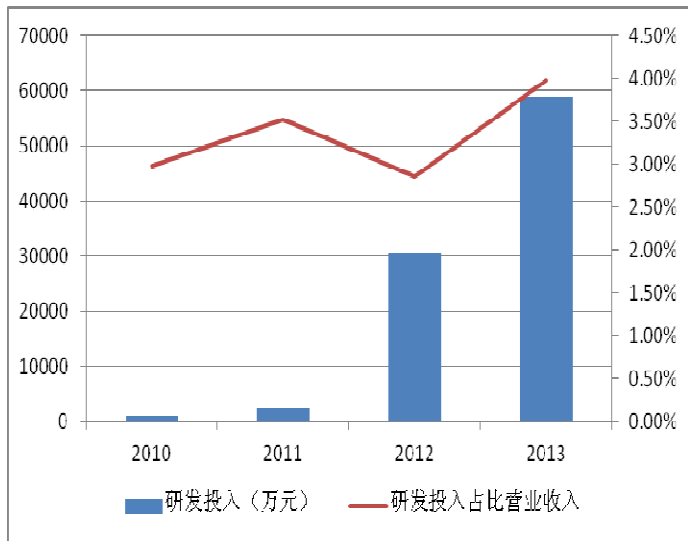
从研发费用来看，每年公司都将营业收入的 3%-4%投入研发，目前，公司共拥有 25 项专利技术使用权，70 项营养素和保健食品批准证书，40 多项产品进入保健食品注册评审阶段，50 多个营养素补充剂和保健食品生产技术处于开发试验阶段，并拟申请注册批准证书，预计这两年将是公司研发成果的“集中期”。

图 1: 主营业务构成



资料来源：聚源数据 财达研究

图 2: 研发投入情况



资料来源：公司公告 财达研究

表 3: 产品控制情况

序号	环节	简况
1	原料	公司认为做膳食营养补充剂主要就是做原料，质量控制核心在于原料控制，公司在全球范围内选择高品质原料，公司与国内国际领先的原料供应商建立长期合作。2012 年底主要原料进口比例达到 76.41%，未来还将扩大，并逐步建立专属原料供应基地
2	生产	公司通过 GMP、ISO9001、ISO22000、HACCP 质量认证体系
3	检验	有严格检验流程，同时定期抽样送至独立的第三方检测机构中科院广州分析测试中心等进行检测
4	流通	公司引进国际领先的内外码结合的产品防伪追踪系统，每瓶产品被赋予唯一编码，实现从产品生产到最终消费可控、可追溯，保障产品质量和消费者权益

资料来源：公司公告 财达研究

2.2 渠道力

目前，我国膳食营养补充剂的销售渠道主要包括直销渠道和非直销渠道，其中非直销渠道包括传统渠道、品牌连锁和邮购渠道三种形式，传统渠道和直销渠道依然是膳食营养补充剂的主要销售渠道。

直销领域的代表企业包括有安利中国、如新（中国）日用保健品有限公司和完美（中国）日用品有限公司等，由于行业发展的历史原因，直销领域的企业占据了较大的市场规模和比例，但由于销售渠道的隔离，直销领域和非直销领域的企业并不产生正面竞争，反而为非直销领域的企业培育了市场和教育了消费者。从2003年开始，随着膳食营养补充剂在药店、商超、邮购、品牌连锁等渠道的逐步建立和成型，非直销领域企业取得了跳跃式的发展，汤臣倍健和益生康健就是在非直销领域企业的代表。

表 4: 膳食补充剂渠道对比

渠道	优势	劣势	现状及前景
传统渠道	固定资产投资少，依托渠道的客户，覆盖面广，符合当前消费习惯	可控性差，终端铺面竞争激烈，与竞争对手区隔难，容易受到终端拦截	相当长的时间内仍然是主要渠道，主要包括药店和商超
直销渠道	覆盖面广，推介新品牌比较灵活，利于消费者教育	申请直销牌照难，管理复杂，人员管理成本高	目前主要渠道，未来主要渠道
品牌连锁	可控性强，缩短通路，利于信用与品牌建设，利于消费者教育	成本费用高，扩张速度慢，消费习惯有待培养	国外领先企业的主流模式，国内逐步开始发展，随着消费意识的增强成长空间广阔
目录邮购	方便灵活，固定投资少，新品牌推广速度快	受传统消费观念制约，物流过程难以控制	目前客户主要是青少年，成长速度快

资料来源：公司公告 财达研究

公司目前有三种销售渠道，分别是区域经销、直供终端和连锁经营模式。区域经销和直供终端均属于传统意义上的销售渠道，而连锁经营则是国外膳食营养补充剂领先企业的主流销售模式之一，公司从2006年开始，授权并支持一批经销商开设汤臣倍健品牌专卖店，2009年，公司规范品牌专卖店形式，主要分为直营店、联营店和加盟店，此种销售渠道将是未来发展的方向所在，其中自营店和联营店将是公司发展的重点。

图 3: 公司销售模式



资料来源：公司公告 财达研究

根据公司 2013 年年报显示，目前共有连锁店 747 家，产品进入全国 96 家全国百强连锁药店以及 42 家全国百强商业超市，销售终端数量 40000 多个。

表 5: 三种渠道发展情况

年份	零售终端	经销商	连锁店
2007	3500	120	0
2008	7200	183	0
2009	9000	231	128
2010	13000	280	223
2011	21000	330	438
2012	30000 多	312	583
2013	40000 多	300 多	747

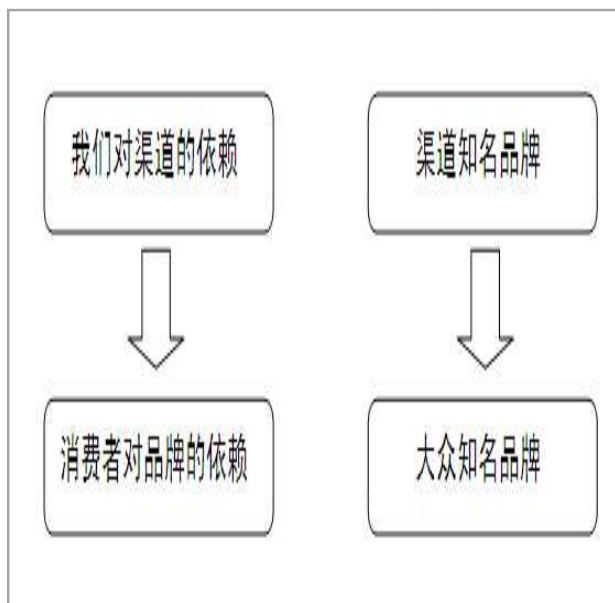
资料来源：公司公告 财达研究

2.3 品牌及资本市场发展

品牌力是公司的核心竞争力之一，公司产品品牌包括汤臣倍健、十一坊、顶呱呱、健力多和十二篮，产品线较为丰富，且各自有锁定的消费群体，忠诚度和美誉度均较高。

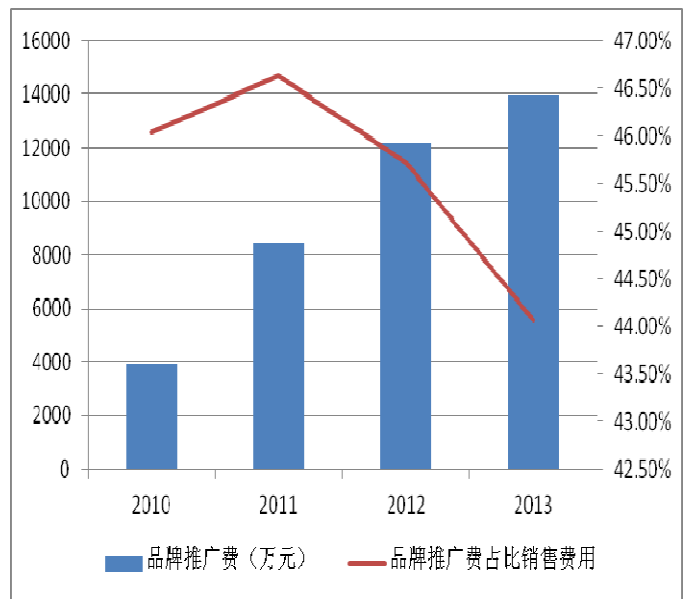
公司从 2006 年开始，就启动了品牌扩张战略，借助体育营销之力展开战略布局，聘请奥运冠军刘璇作为形象代言人，2007 年公司已经成为强势渠道型品牌，2008 年开始，公司开始执行五年的品牌提升战略，目标是由渠道驱动向品牌驱动转变，这也是公司未来内生增长的主要发展策略，由于全国重点城市全方位的品牌形象输出策略的成功，2009 年市场零售额突破 10 亿元，并且拥有 9000 多个零售终端，2010 年公司签约姚明为形象代言人，为公司品牌进一步打开上升空间。

图 4: 品牌发展途径



资料来源：公司公告 财达研究

图 5: 品牌推广费用情况



资料来源：公司公告 财达研究

每年品牌推广费用投入占比销售费用的比重基本稳定在 44%-46%，在品牌力方面，可以说公司已经在保健品方面有绝对领先地位，2013 年保健品单品 20 强中，公司独占七席，明星产品液体钙软胶囊终端销售额突破 5 亿元。

表 6：2013 年保健品零售市场单品 20 强

序号	品牌	产品	终端零售额（亿元）
1	汤臣倍健	液体钙软胶囊	5.56
2	汤臣倍健	蛋白质粉	4.76
3	富来欣	钙维软胶囊	4.45
4	养生堂	天然维生素 E 软胶囊	4.39
5	伊可新	维生素 AD 滴剂胶囊	3.94
6	汤臣倍健	多种维生素片	3.87
7	汤臣倍健	儿童蛋白质粉	3.77
8	天皇	铁皮枫斗颗粒	3.76
9	金钙尔奇	碳酸钙维 D3 元素片	3.33
10	碧生源	常润茶	3.26
11	汤臣倍健	维生素 C 片	3.26
12	三精	葡萄糖酸锌口服液	3.14
13	碧生源	减肥茶	3.12
14	合生元	儿童益生菌颗粒	2.79
15	汤臣倍健	鱼油软胶囊	2.47
16	新盖中盖	高钙片	2.45
17	无锡健特药业	脑白金	2.43
18	果维康	维生素 C 含片	2.28
19	汤臣倍健	维生素 B 族含片	2.18
20	仙乐	维 D 钙软胶囊	2.16

资料来源：中康-CMH 财达研究

另外，公司在资本运作方面也是发展迅速，公司自 2010 年深交所挂牌上市，成为中国膳食补充剂唯一上市公司。登陆创业板市场两年多，年年保持稳定增速，实现三年业绩连续增长和高分红，被誉为创业板市场最具价值投资典范。截至 2014 年 4 月 24 日收盘，公司股价 32.58 元/股，公司总市值 213.78 亿元，在创业板排名第八。

表 7：资本发展情况

时间	情况
2010 年 12 月	IPO 发行价为 110 元/股，对应发行市盈率为 115 倍，成为 A 股市场第一家发行价和发行市盈率双过百的上市公司，体现出投资者对膳食营养补充剂行业未来发展的一致看好
2011 年 5 月	实施每 10 股派 10 元转增 10 股的 2010 年权益分派方案，总股本增至 10936 万股
2012 年 3 月	实施每 10 股派 10 元转增 10 股的 2011 年权益分派方案，总股本增至 21872 万股
2013 年 4 月	实施每 10 股派 6 元转增 5 股的 2012 年权益分派方案，总股本增至 32808 万股
2014 年 3 月	实施每 10 股派 10 元转增 10 股的 2013 年权益分派方案，总股本增至 65616 万股

资料来源：公司公告 财达研究

三、未来预期分析

3.1 “十二蓝”带来成长空间预期

据了解，“十二蓝”项目推进速度慢的原因主要是法律问题，保健食品审批速度较慢，一个品种审批要四到五年，公司也根据国家政策对“十二蓝”进行了调整。今年公司将正式启动提供体重管理解决方案的线上品牌“十二蓝”，拟以互联网营销的新模式运营，即将进行小范围公测，第一个包括软硬件及组合产品的体重管理项目预计在 2014 年底前正式完成测试并上市，有望成为行业领先的线上体重管理品牌，从而为公司带来新的利润增长点。

在“十二蓝体重管理解决方案”中，用户可通过体重秤采集体重数据传输到云端数据库，再通过 app，官网等终端直观生动的呈现体重变化，推送个性化产品解决方案。同时，后台配备强大的 200 人营养师团队，他们具备专业资质并且经验丰富，消费者可通过官网，app，微信等多终端获取营养师一对一在线咨询服。至此，顾客可通过十二蓝得到个性化产品组合，营养师专业建议和全程效果监测等一整套解决方案，实现长效可持续的体重管理。

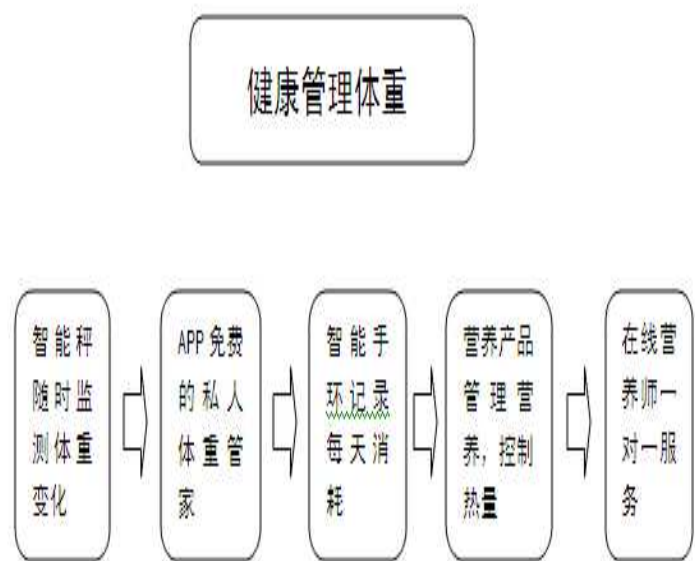
我们认为，在保健品快速发展的今天，由于传统渠道的诸多局限，分销渠道层级较为复杂，终端消费品一般不采取厂家直供，必须经过层层分销才能最终传递到消费者手中，消费者与厂商有天然隔离的状态，容易造成终端管理混乱，给品牌发展带来庞大的隐性成本。此次线上品牌十二蓝的推出，不仅是一种全新的线上产品模式，更是汤臣倍健实施品牌细分战略的关键举措，成为汤臣倍健品牌黏度提升和未来发展的加速器，考虑到 2013 年公司在电商渠道销售排名居前，“十二蓝”项目有望实现线上线下一体化，对其发展前景持乐观态度，但项目带来的利润仍需要时间进行消费群体的培育。

图 6：“十二蓝”官网



资料来源：公司网站 财达研究

图 7：“十二蓝”服务模式



资料来源：公司网站 财达研究

3.2 “营养家”平台助力服务力提升

公司今年提出由产品营销向价值营销过渡，以服务力做为突破口，以“营养家”项目为承载，重点推广“营养家”项目，计划用五年时间，把“营养家”培育成汤臣持久的新的竞争力，以中国城镇家庭为核心，建立包括品牌商、零售商以及消费者在内的整体生态圈。

公司将在部分零售终端开始铺设“营养家”的软硬件网络，全面搭建起建立起与线上线下消费者、终端门店的沟通互动渠道，具体为消费者提供积分兑换、营养咨询等服务，同时为终端提供健康检测、会员服务等功能，凝聚一批核心会员，提升消费者粘性。据观察，会员服务内容有待进一步深化，内在联系有望进一步打通。

今年公司计划选 500 家会员店做试点，会员店比现在的直营店会更加深入，通过会员制提供很多的体验服务，包括免费体检、健康咨询、套餐服务等。未来公司的服务将基于手机端，目前活跃会员达到 30 万，公司目标是在中长期拥有 300 万活跃会员。同时，通过线上线下的服务来收集会员数据，后台系统进行整合与分析，有助于更精确了解消费者需求，指导公司后续的营销服务工作。

保健品行业目前的现状是消费者专业知识欠缺，不同品牌产品同质化严重，公司要想摆脱价格战提升品牌忠诚度和美誉度，最好的办法就是提升服务力，我们认为“营养家”平台的建立极具战略意义，打通线上线下，为会员提供专业化与一体化的健康服务，有助于显著提升重复购买率，拉动同店增长，是公司战略性迈入内生性增长新阶段的重要步骤。在人口老龄化与居民保健意识提升的大背景下，新的会员管理模式有望打开新的成长空间，促进公司业绩继续保持快速增长。但考虑到“营养家会”推广需要一个过程，三年内可能不会有高收益，但长期来看“营养家”项目带来的是公司短板项目的提升，对于公司未来探索创新新的渠道模式有重要意义。

3.2 政府严格监管带来利好

去年 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，行业整顿在即，且新政府注重食品安全，在当前监管趋严的情况下，一个批文用于多个产品、双商标、贴牌、套牌等情况将受到重点检查与清理，市场将进一步得到规范，明显利好公司，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。

表 8: 保健品治理整顿政策情况

时间	事项	内容
2013 年 9 月 24 日	下发《保健食品委托生产管理规定》征求意见稿	规范行业贴牌生产
2013 年 9 月 29 日	下发《关于进一步规范保健食品监督管理严厉打击违法违规行有关事项的公告》	拟禁止进口“贴牌”和进口无保健食品批准文号的“补充剂”
2013 年 9 月 30 日	下发《保健食品说明书标签管理规定》	规范保健食品说明书和标签
2013 年 12 月 13 日	发布保健食品执法检查和抽检结果	查出“赛而牌维美克减肥颗粒”等 21 种假冒保健食品

资料来源：互联网 财达研究

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。另外，由于国外保健品没有国内批文，是以进口食品的名义进来，而根据去年 9 月底的征求意见稿，将不允许保健食品以普通食品进口，因此未来不可能大规模进入，考虑到国外品牌在国内投入远远不够，只是简单的铺货而已，未来保健品的市场容量的提升将会带来公司市占率的进一步提高。

3.3 首单并购受阻不改年内并购预期

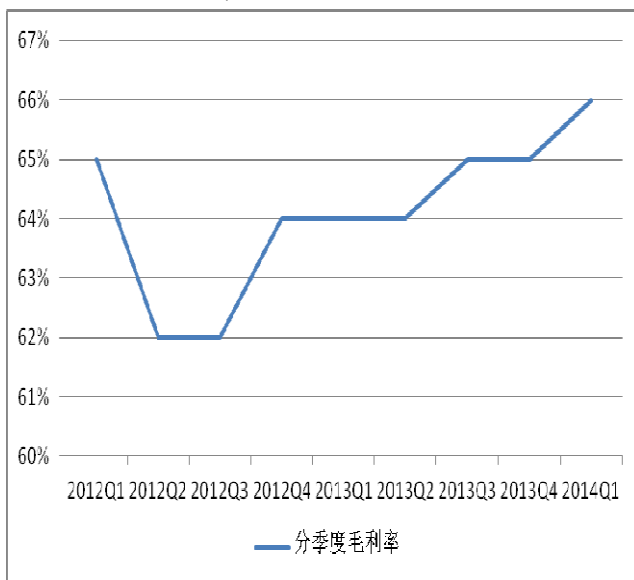
2014 年 3 月 25 日，公司披露了《终止筹划本次重大资产重组暨股票复牌公告》，并承诺在终止本次重大资产重组事项暨股票复牌之日起 6 个月内不再筹划重大资产重组事项。首单并购虽然宣告失败，但据了解公司目前仍有其他项目在跟进，并购标的方面以海外并购为主，重点关注运动营养和体重管理的品牌，考虑到并购有 6 个月的时间限制，因此今年 4 季度仍有较高期待进行并购事项，并购的原则在于产品的互补以及模式的创新。

3.4 季报略超预期，业绩增速无虞

近期公司公布季报并召开电话交流会，一季度实现营业收入 4.8 亿，增长率为 31%，归属于母公司的净利润为 1.8 亿，增长率为 51%，季报业绩略超预期。

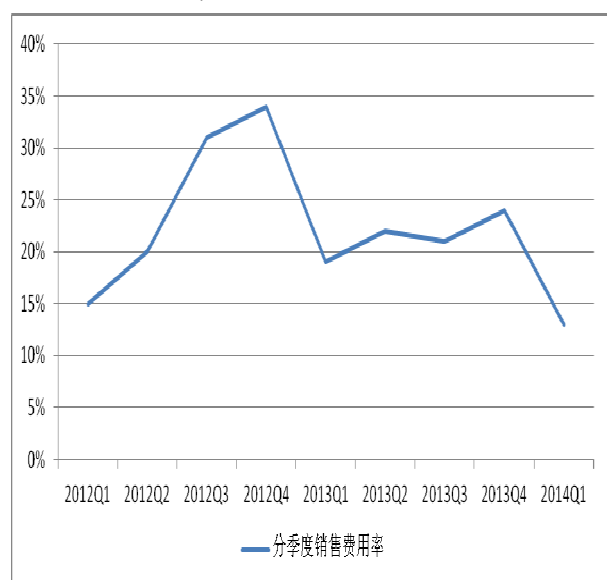
毛利率方面，单季度毛利率同比增加 2 个百分点，公司每两年提价一次，但此次毛利率的提升没有提价因素，而是与经销商出厂价折扣点提升有关，是公司品牌价值带来话语权提升的一个表现。费用率方面，销售费用率下降明显，同比下降 6 个百分点，这也是公司规模效应带来的，预计品牌宣传费方面全年有望下降 3 个百分点。总体来说，预计 2014 年全年毛利率水平还是维持上升势头，但以平稳缓慢为主。

图 8：终端增速情况



资料来源：公司公告 财达研究

图 9：同店增速情况



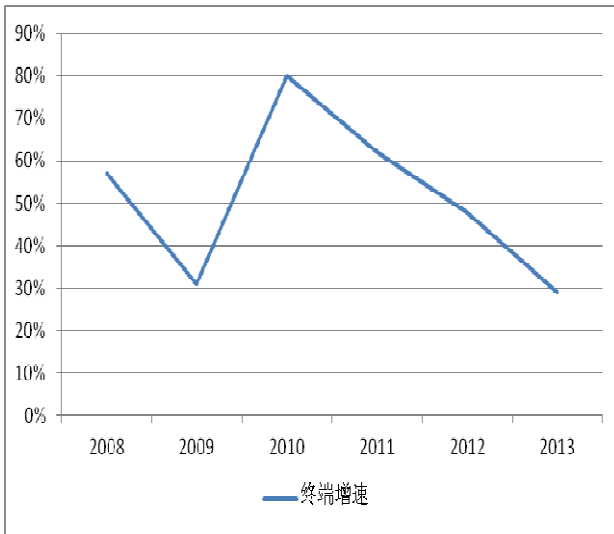
资料来源：公司公告 财达研究

公司今年重心由外延式扩张转向同店增长，对经销商考核重点为同店增长，不单纯考核终端网点数量的扩张，而更看重单店产出的提升，这和过去主要考察量则有明显的不同，这也是终端精细化管理的集中

体现，同时公司加大经销商培训，搭建渠道推广专员队伍，增加 30 多个，每个大区配备一个，今年将推广至 80 个城市，在 20 个城市重点铺开，目前同店增速在 10%-20%，连锁药店同店增长在 20%-30%，经销商做的相对差一点，整体同店增速可提升空间大。

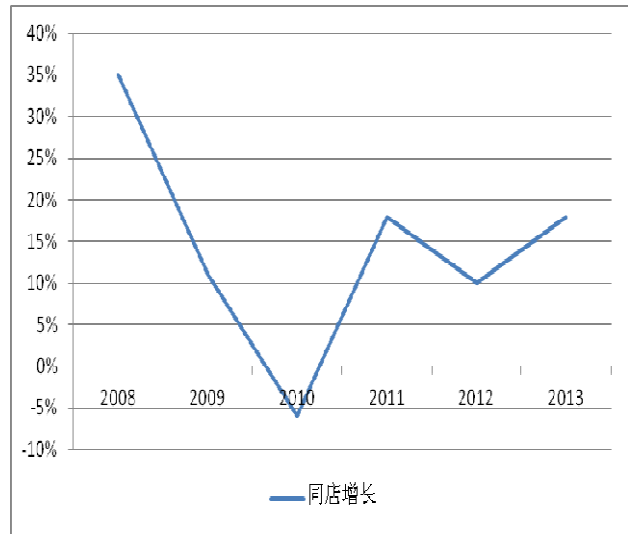
今年公司品牌宣传未来会向新媒体倾斜，费用率有望逐步降低，从目前品牌宣传的模式来看，目前大部分都是依靠如电视、平面广告的传统媒体，未来目标是新媒体占比 50%，主要是百度、乐视网、微信与微博等。

图 10: 终端增速情况



资料来源：公司公告 财达研究

图 11: 同店增长情况



资料来源：公司公告 财达研究

四、盈利预测与估值建议

公司经过 10 年的发展，已经逐渐从单纯的网点数量扩张向精细化管理以及提升服务力方向转型，这也为未来业绩的持续快速发展打下了坚实的基础，先发优势明显，今年公司积极通过建立营养家平台提升服务力的短板，增强对于核心消费群体的消费粘性，我们判断来说，转型方向较为正确，但效果如何仍需时间检验。

预计今年公司终端数量有望达到 5 万家，预计全年收入增速在 30%左右，因此预测公司 2014 年-2016 年 EPS 分别为 0.83 元、1.09 元、1.46 元，对应 PE 分别为 39.25 倍、29.89 倍和 22.32 倍，目前估值在合理区间内，考虑到年内仍有并购预期，首次给予“增持”评级。

五、风险分析

- 1、食品安全风险；
- 2、政策风险；
- 3、新项目推广效果不达预期风险。

六、指标分析

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力指标					
营业收入增长率 (%)	62.12%	38.96%	29.67%	29.92%	30.17%
EBITDA 增长率 (%)	63.29%	57.58%	27.31%	33.07%	34.69%
EBIT 增长率 (%)	59.45%	56.88%	29.49%	34.23%	35.76%
净利润增长率 (%)	48.48%	49.29%	29.14%	32.07%	33.67%
盈利能力指标					
毛利率 (%)	62.34%	63.47%	64.67%	65.62%	66.35%
EBITDA/营业收入 (%)	27.95%	31.69%	31.12%	31.87%	32.98%
营业利润率 (%)	31.33%	33.99%	33.29%	33.96%	34.90%
EBIT/营业收入 (%)	25.63%	28.93%	28.89%	29.85%	31.13%
税前利润率 (%)	31.05%	33.95%	33.26%	33.94%	34.89%
净利润率 (%)	26.36%	28.32%	28.20%	28.67%	29.44%
偿债能力指标					
流动比率	9.54	8.68	5.93	5.01	4.41
现金比率	7.35	7.14	4.89	4.17	3.67
资产负债率	8.44%	9.06%	13.68%	16.57%	19.21%
利息保障倍数	-7.69	-12.47	-13.16	-14.15	-16.06
EBITDA/财务费用	-8.38	-13.66	-14.17	-15.10	-17.01
运营能力指标					
应收款项周转率	29.63	32.75	32.92	32.31	32.65
应收款项周转天数	12.32	11.14	11.09	11.30	11.18
应付款项周转率	9.59	9.00	8.66	8.69	8.72
应付款项周转天数	38.07	40.54	42.14	41.98	41.83
固定资产周转率	3.26	3.39	4.13	5.64	7.70
总资产周转率	0.53	0.65	0.68	0.69	0.71
投资回报率					
净资产收益率 (ROE)	14.59%	18.80%	19.57%	21.37%	23.18%
平均净资产收益率 (ROAE)	15.27%	20.18%	21.67%	23.39%	25.59%
总资产回报率 (ROA)	13.36%	17.09%	16.89%	17.82%	18.73%
平均总资产回报率 (ROAA)	14.06%	18.41%	19.14%	19.82%	20.97%
投入资本回报率 (ROIC)	12.04%	16.02%	16.16%	17.33%	18.43%
杠杆比率					
债务权益比率	0.09	0.10	0.16	0.20	0.24
资产负债率	8.44%	9.06%	13.68%	16.57%	19.21%
杜邦分析					
净利润率	26.36%	28.32%	28.20%	28.67%	29.44%
总资产周转率	0.53	0.65	0.68	0.69	0.71
总资产回报率 (ROA)	13.36%	17.09%	16.89%	17.82%	18.73%
权益乘数 (EM)	1.09	1.10	1.16	1.20	1.24

七、报表预测

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
利润表（百万元）					
营业收入	1,061.64	1,476.96	1,916.46	2,491.30	3,244.28
营业成本	385.95	515.45	646.68	818.01	1,042.93
营业税金及附加	11.03	18.20	23.61	30.67	39.92
销售费用	265.89	317.02	473.73	614.59	776.62
管理费用	100.95	153.97	171.17	228.19	307.94
EBITDA	298.12	469.77	598.05	795.82	1071.93
EBIT	273.35	428.82	555.30	745.38	1011.93
财务费用	(35.57)	(34.39)	(42.21)	(52.69)	(63.01)
利润总额	331.20	503.21	639.31	847.56	1,133.99
当期所得税费用	50.06	83.48	97.27	131.69	177.06
净利润	281.15	419.73	542.04	715.87	956.93
基本每股收益	1.29	1.28	0.83	1.09	1.46

资产负债表（百万元）

流动资产	1,617.09	1,858.71	2,562.89	3,298.59	4,294.58
货币资金	1,246.16	1,530.18	2,114.76	2,747.53	3,576.32
存货	209.53	233.68	292.70	369.68	470.66
固定资产	398.04	477.31	453.27	431.59	412.99
无形资产	33.60	95.08	169.86	262.57	379.28
总资产	2,104.73	2,455.33	3,209.37	4,016.13	5,110.26
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	49.06	67.18	84.15	106.28	135.31
预收款项	27.87	49.59	64.30	83.54	108.74
流动负债合计	169.50	214.22	432.05	658.44	974.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	177.61	222.55	439.13	665.52	981.69
股东权益	1,927.12	2,232.78	2,770.24	3,350.60	4,128.57

现金流量表（百万元）

净利润	281.15	419.73	542.04	715.87	956.93
折旧	19.55	33.41	33.64	34.17	34.85
无形资产摊销	2.13	3.22	9.11	16.27	25.15
长期待摊费用摊销	3.09	4.31	0.00	0.00	0.00
营运资金减少（增加）	(68.82)	87.13	(44.80)	(14.75)	(73.50)
经营活动产生现金流	199.51	513.66	496.90	697.07	878.61
投资活动产生现金流	(186.44)	(179.20)	(91.72)	(119.69)	(156.33)
融资活动产生现金流	29.35	47.21	36.38	(225.84)	(397.19)
年底现金	1,246.16	1,530.18	2,114.76	2,747.53	3,576.32

其他明细条目

评级定义

【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

地址： 石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层
电话： 0311-66006330 传真： 0311-66006364 邮编： 050000