

估值位于低点，长期向好趋势不改

买入 维持

目标价格：暂无

报告摘要：

- **膳食补充剂行业处于黄金时代，行业年销售额有望增长 15%以上，公司“外延”、“内涵”均有巨大成长空间：**我国膳食补充剂人均消费额仅为美国的十分之一，相当于美国 80 年代中期水平，收入提升、消费者教育、老年人口增加以及政府推动共同促进行业快速发展，我国膳食补充剂行业销售额有望年增长 15%以上，非直销渠道增速有望超 20%；参考国内其他保健品公司（瑞年国际 7.1 万家，碧生源 12.5 万家），公司终端渠道 4 万家）至少还有一倍空间，且终端精细化管理和对经销商考核方式的转变将有效推动公司同店增速的提升，公司在外延式扩张和内涵式同店增长方面均有巨大成长空间。
- **体重管理业务空间大、增速快，公司推出互联网品牌十二篮有望成为新的增长品类：**体重管理是膳食补充剂的重要品类，主打运动营养系列产品的康宝莱 13 年中国区净收入增长 69%，达 4.7 亿美元，且从 11 年开始呈现加速增长态势；公司面向体重管理品类的品牌“十二篮”已经开始公测，预计 8-9 月份开始上市，且公司将打通体重管理产业链，从产品组合、可穿戴式设备、APP 到营养师服务一体化，为消费者提供增值服务，有望成为公司新的增长品类。
- **增加维生素类形象产品，推出本草萃系列，品类扩张为公司打开新的增长空间：**维生素和矿物质类产品是膳食补充剂第一类产品，公司下半年将增加维生素类形象产品，且维生素毛利率相对较高，增加新的形象产品也将有助于提高公司整体盈利能力；此外，公司将重点推出的新品类“本草萃系列”，预计下半年会有部分品种获批，预计市场空间相对较大，向新品类扩张有望为公司打开新的增长空间。
- **盈利预测及投资建议：**受经销商整顿、蛋白粉供应不足及上半年开店数量较少的的影响，市场担心公司中期业绩，公司近期股价跌幅较大，但预计下半年公司将加大开店速度，全年仍新增 1 万家终端，且蛋白粉已找到澳大利亚新原料供应基地，全年收入增速 30%以上，目前估值仅 26 倍，处于上市以来历史低点，若十二篮、本草萃或并购项目成功将提升公司估值，长期成长性未改，维持“买入”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,067	1,482	2,050	2,796	3,731
增长率 (%)	62%	39%	38%	36%	33%
归母净利润(百万)	280	422	628	877	1,166
增长率 (%)	50%	50%	49%	40%	33%
每股收益	0.427	0.643	0.957	1.336	1.777
市盈率	136	113	26	19	14

食品饮料行业研究组

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

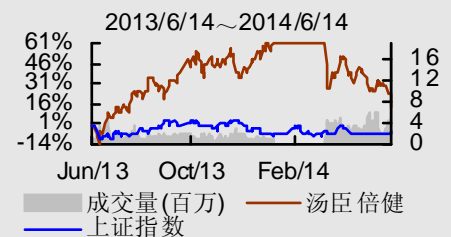
研究助理：

刘洋

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《食品饮料行业周报：伊利错杀提供买点》
2014/6/8
- 《伊利股份：基本面向好，“错杀”带来投资机会》
2014/6/3
- 《食品饮料行业周报：白酒淡季挖坑，旺季有望逆袭》
2014/5/25
- 《好想你：拓渠道、强营销，转型之路越走越正》
2014/5/21
- 《三全食品：启动内部管理变革，龙凤年内完成整合》
2014/5/19

目录

一、行业处于黄金时代，公司“外延”、“内涵”均有巨大成长空间.....	3
1、参考美国膳食补充剂行业发展历程，我国膳食补充剂行业销售额有望年增长 15%以上	3
2、外延式扩张至少还有一倍空间，精细化管理推动内涵式增长.....	6
二、十二篮+本草萃+收购，14 年下半年看点多，股价短期调整可积极布局.....	7
1、2H14 看点之一：推出十二篮进入空间大增长快的体重管理业务.....	7
2、2H14 看点之二：加大维生素类产品宣传，推出本草萃系列，有望打开新的增长空间	9
3、2H14 看点之三：借鉴 NBTY 成长模式，收购仍可期待.....	10
4、投资建议：公司成长性未改，股价短期调整可积极布局	13

插图

图 1： 中国人均膳食补充剂消费额仅相当于美国 80 年代水平（元）.....	3
图 2： 美国膳食补充剂行业发展阶段.....	4
图 3： 1986-1997 年，人均消费额从 10 美元提高到 50 美元，CAGR15.4%	5
图 4： 2009 年美国直销渠道销售收入占比仅占 17%.....	5
图 5： 06-11 年我国非直销渠道收入增速 27%远高于直销 9%的增速	5
图 6： 参考对标企业，公司终端数量有 1X 拓展空间	6
图 7： 公司终端数量达 4 万家，增速有放缓趋势.....	6
图 8： 单终端销售额 14 年增速有望提升.....	7
图 9： 2010 年运动营养占美国膳食补充剂销售额的 11%.....	8
图 10： 我国膳食补充剂类主要产品销售收入占比，2010 年蛋白粉占比 10%	8
图 11： 康宝莱 13 年净销售额增长 69.4%（百万美元）	8
图 12： 与康宝莱相比，十二篮产品组合价格更加优惠.....	9
图 13： 十二篮体重管理方面正在公测.....	9
图 14： 维生素和矿物质类是世界膳食补充剂的第一大品类（2008 年）	10
图 15： 公司 13 年片剂类产品（维生素类产品为主）收入占比 33%.....	10
图 16： 公司维生素类产品毛利率高于目前形象产品蛋白粉毛利率	10
图 17： 收购和兼并快速提高了公司收入规模（百万美元）	11
图 18： NBTY 成熟的渠道与品牌整合	12
图 19： NBTY 单店收入高于 GNC 自营店（万美元）	13
图 20： 三张财务报表摘要.....	14

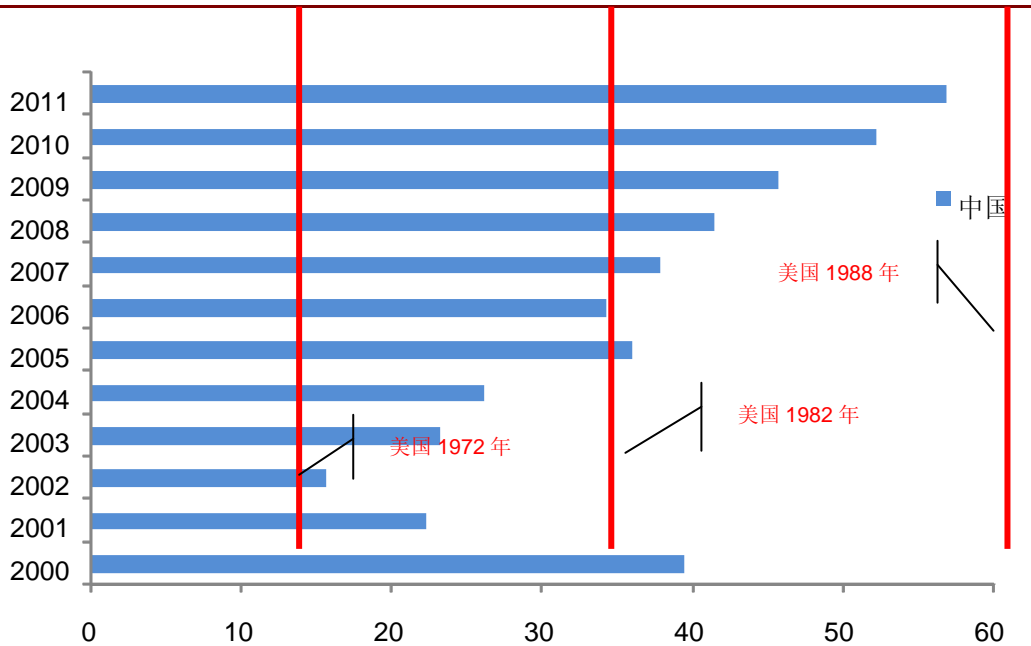
一、行业处于黄金时代，公司“外延”、“内涵”均有巨大成长空间

1、参考美国膳食补充剂行业发展历程，我国膳食补充剂行业销售额有望年增长15%以上

我国膳食补充剂人均消费额仅为美国的十分之一，相当于美国 80 年代中期水平：2010 年我国膳食补充剂市场销售额 770 亿元，人均消费额仅为 57 元人民币，与 1980 年代中期美国类似：

- ◆ 2010 年美国膳食补充剂市场销售额为 298.7 亿美元，人均 95.7 美元，按 1 美元=6.2 人民币的汇率折算，美国人均消费额为 593 元人民币，为中国的 10 倍；
- ◆ 在美国有超过 65% 的人每日服用膳食补充剂，而根据 2011 年中国保健协会保健品市场工作委员会的问卷调查，受访的 1.63 个消费者中自己或家人购买或服用膳食补充剂的比例不到 17%；
- ◆ 中国现在膳食补充剂消费状况类似美国 80 年代中期，1982 年美国膳食补充剂市场销售额为 15 亿美元，人均消费额约为 38 元人民币，1988 年相当于 88 元人民币；

图 1： 中国人均膳食补充剂消费额仅相当于美国 80 年代水平（元）



资料来源： 燕正康讯， 宏源证券研究所

美国 80、90 年代处于膳食补充剂快速发展期，1986-1997 年，人均消费额从 10 美元提高到 50 美元，CAGR15.4%，收入提升、消费者教育、老年人口增加以及政府推动共同促进膳食补充剂快速发展：

- ◆ 1940 至 1970 年是美国膳食补充剂行业的幼稚期，需求从无到有，产品比较单一，以维生素和矿物质为主，监管政策也出现了左右摇摆的情况，早期对标识采取的查禁

行动对行业发展也产生了不利影响;

- ◆ 1970S 至 1990S 是美国膳食补充剂行业的成长期，行业快速发展，1972-1999 复合增速达到 13.9%，产品也逐渐丰富，销售渠道有专营店、大卖场和直销；1994 年颁布的《营养标签与教育法》对行业发展起到了巨大的促进作用；
- ◆ 2000 年至今，美国膳食补充剂行业进入了成熟期，增速逐渐稳定在 5%左右，一些以科技成果转化为的营养药物开始得到消费者的青睐，直销渠道占比也呈现下降趋势，同时出现了互联网销售渠道。

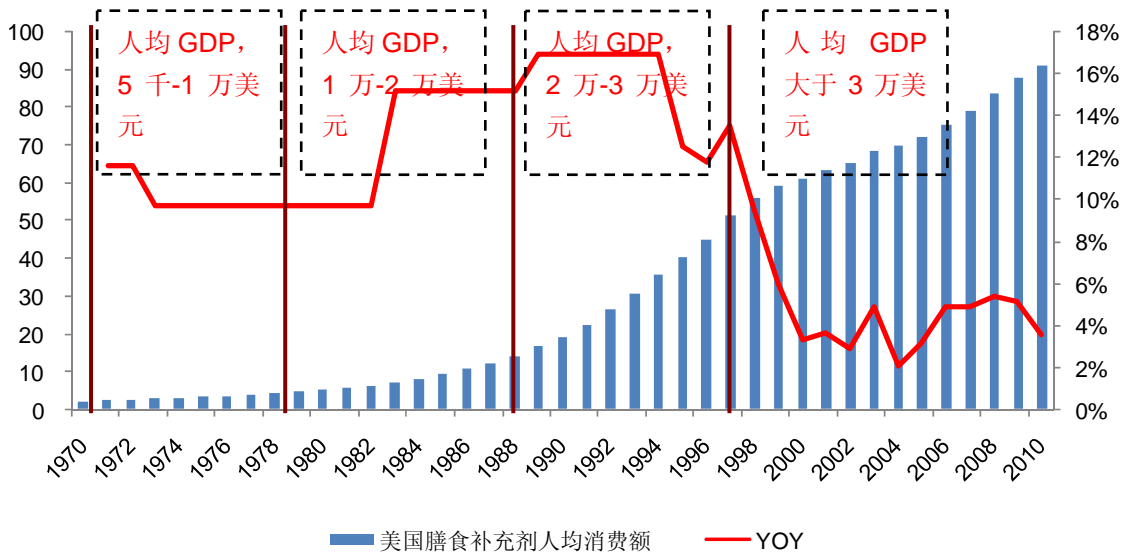
图 2: 美国膳食补充剂行业发展阶段

阶段	幼稚期	成长期	成熟期
时间	1940-1970	1971-1999	2000 年至今
基本状态	消费者需求开始觉醒，但总体体量较小	老年人口增多、消费者认同、居民收入提高以及政府推动等因素共同促进了行业快速发展，1972-1999 复合增速 13.9%	销售增速逐渐稳定，维持在 5%左右
产品种类	产品单一，以单一维生素和矿物质为主	13 大类，约 2000 余种；1990S 中后期维生素和草本及其提取物位居美国膳食补充剂产品销量的前两位，销售收入分别占比 48%和 28%	科技成果转化为膳食补充剂产品，营养药物开始盛行，但传统维生素和矿物质仍占据 40%左右，抗氧化营养素产品和草药及提取物发展较快
销售渠道	60 年代开始出现跨区域的连锁店	1990S 中期销售渠道以专营店、大卖场和直销为主，而且专营店占比有所提高，直销占比有所下降	以专营店和大卖场为主，2006 至 2009 年占比分别稳定在 37%和 28%，直销渠道占比从 2006 年的 20%下降到 2009 年的 17%；互联网渠道的增速最快，06 至 09 年间复合增速达 22%
法律监管	《联邦食品、药品和化妆品法》，规定膳食补充剂和食品必须添加标签，对错误标识采取查禁行动	1994 年之前的《营养标签与教育法》（NLEA）规定在没有重要科学认可的证据时，保健声称便被认为是不可靠的。1994 年《膳食补充剂健康与教育法令》颁布后，居民对膳食补充剂有了更深的认知	2004 和 2005 年出现减肥药麻黄碱和维生素 E 导致的食物安全问题，2008 年 FDA 正式发布《药品生产质量管理规范》

资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

- ◆ 对比美国经验，美国人均 GDP 超过 1 万美元后膳食补充剂行业发展开始加速，一直持续到人均消费量超过 50 美元后开始放缓，2013 年我国的人均 GDP 跨入 6743 美元，只相当于美国 1970 年代水平，但受居民消费观念、对健康的认知等因素影响我国膳食补充剂行业将继续快速发展。

图 3: 1986-1997 年, 人均消费额从 10 美元提高到 50 美元, CAGR15.4%



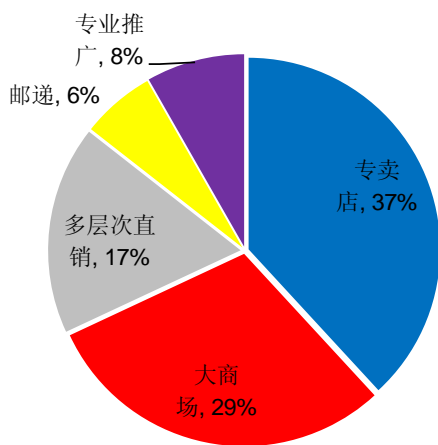
注: 由于数据不全, 1970-1993 年部分数据由数据间复合增速计算而得。

资料来源: NBJ, 宏源证券研究所

我国膳食补充剂行业以直销渠道为主, 但非直销渠道收入增速 27% 远高于直销 9% 的增速, 我们预计未来几年非直销渠道收入增速仍将高于 20%:

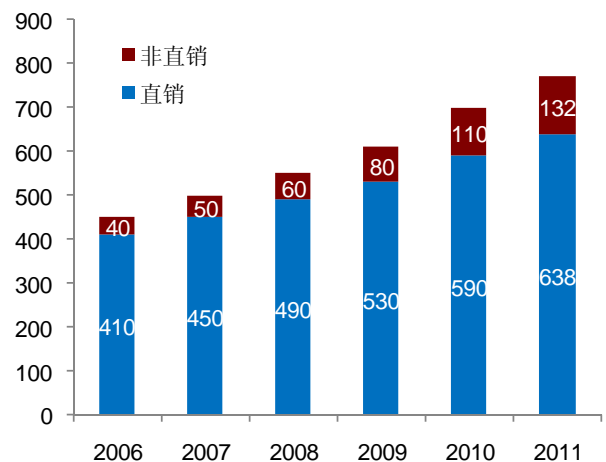
- ◆ 中国的直销渠道主要由安利开拓, 1992 年直销巨头安利公司落户广州, 将膳食补充剂的概念完整的带入国内, 2011 年直销销售收入占比 83%, 占据绝对比例;
- ◆ 在非直销领域即药店、商超、品牌连锁和网购等四大渠道业态, 进入了快速发展阶段, 非直销渠道的销售规模从 2006 年的 40 亿元跃升至 2011 年的 132 亿元, 复合增长率达到 27%;

图 4: 2009 年美国直销渠道销售收入占比仅占 17%



资料来源: NBJ, 宏源证券研究所

图 5: 06-11 年我国非直销渠道收入增速 27% 远高于直销 9% 的增速



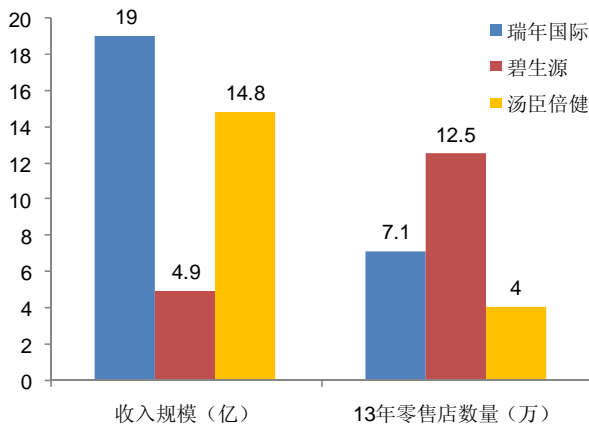
资料来源: 康正康讯, 宏源证券研究所

2、外延式扩张至少还有一倍空间，精细化管理推动内涵式增长

开店速度放缓并非外延式扩张到顶，参考国内其他以药店为主要销售渠道的保健品公司，公司终端渠道至少还有一倍空间：

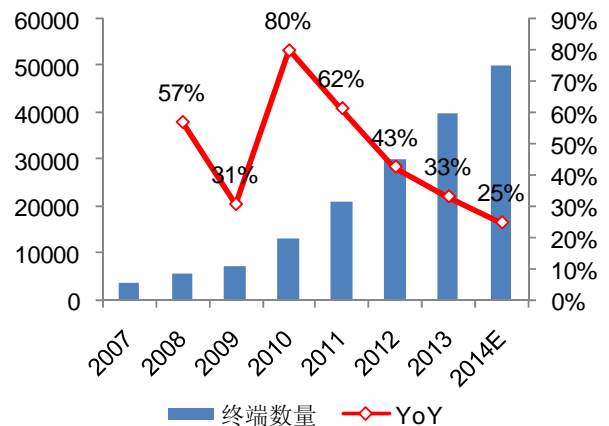
- ◆ **丰富的药店渠道为公司终端扩张提供渠道保障：**目前全国拥有药店终端 42 万个，起哄连锁药店近 14 万家；
- ◆ **参考国内以药店为主要渠道的主流保健品企业终端数量，**其中瑞年国际 7.1 万家，碧生源 12.5 万家，我们预计有价值的核心药店终端至少 8 万家左右，公司外延扩张还有 1X 空间；
- ◆ **公司药店终端扩张速度有所放缓并非终端数量已经饱和，**相反零售终端仍有较大的扩张空间，公司通过加大终端精细化管理，并对改变了对经销商的考核力度力求提高单终端销售额和同店增速，公司增长方式也将平稳的从粗放式增长向精细化管理过渡。

图 6：参考对标企业，公司终端数量有 1X 拓展空间



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 7：公司终端数量达 4 万家，增速有放缓趋势

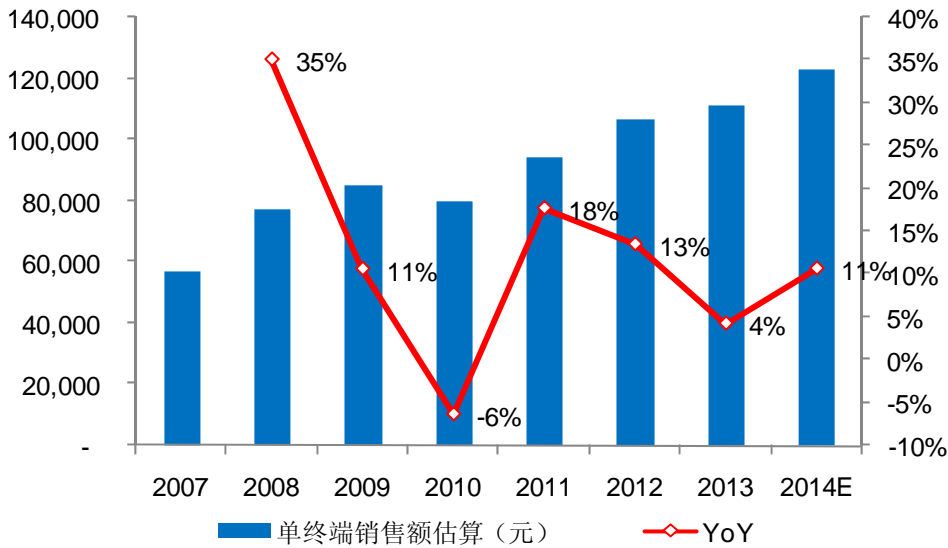


资料来源：公司公告，调研数据，宏源证券研究所

终端精细化管理和对经销商考核方式的转变将有效推动公司同店增速的提升：

- ◆ **公司 KA 每年增长 20-30%且大部分是同店增长，经销商增速相对较低，拉低了同店增长水平：**从公司自己跟踪的 10%左右的样本数据来看，每年同店增长 20-30%，但部分店面盈利水平不一，导致整体同店增速不高；
- ◆ **公司设置营养学院为经销商和药房店员提供培训，**费用主要是经销商和药店出的，每年培养公共营养师 1000 个人以上，公司自己也有部分营养师，对品牌形象和销量有良性循环的带动作用；
- ◆ **公司过去对经销商重点考核销量和终端网点扩张，**从今年开始考核会综合考虑当地竞争情况、人员队伍能力、资金实力与渠道资源等情况，再给经销商制定差异化目标，对经销商同店增长提出较高要求，在考核带动下，今年公司同店增速有望得到快速提升。

图 8: 单终端销售额 14 年增速有望提升



注: 估算值=销售收入*3/终端数量, 未区分新店与老店

资料来源: 公司公告, 调研数据, 宏源证券研究所

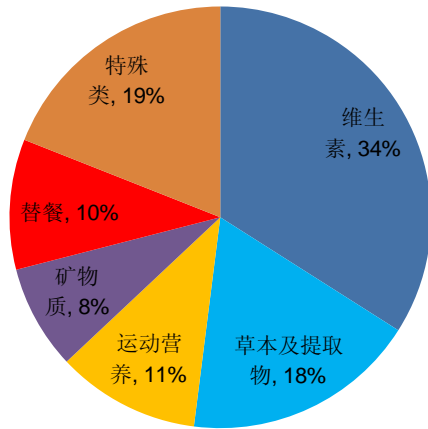
二、十二篮+本草萃+收购, 14 年下半年看点多, 股价短期调整可积极布局

1、2H14 看点之一: 推出十二篮进入空间大增长快的体重管理业务

体重管理空间大且近几年快速增长, 公司推出互联网品牌十二篮主打体重管理, 通过提供一篮子体重管理产品, 打通整个产业链, 有望成为体重管理类重要产品, 带动公司收入快速增长:

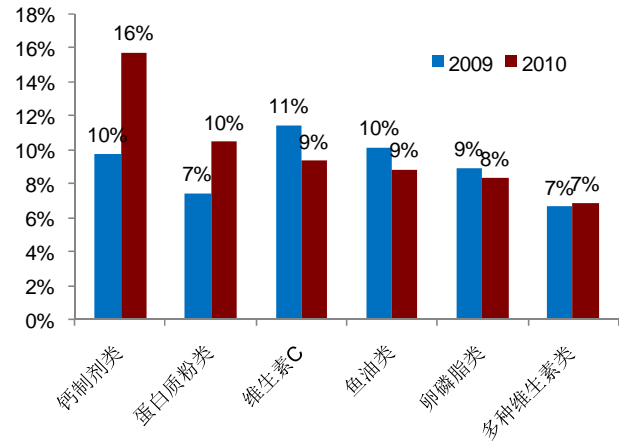
- ◆ 体重管理是膳食补充剂的重要品类, 在美国运动营养类产品销售额占比膳食补充剂的 11%左右, 2010 年我国膳食补充剂类主要产品中蛋白粉销售收入占比 10%;

图 9: 2010 年运动营养占美国膳食补充剂销售额的 11%



资料来源: NBJ, 宏源证券研究所

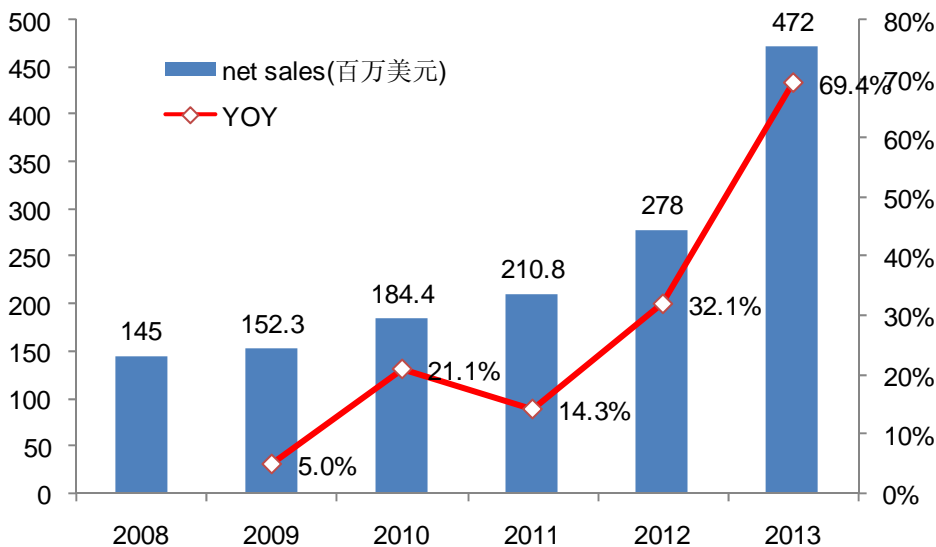
图 10: 我国膳食补充剂类产品销售收入占比, 2010 年蛋白粉占比 10%



资料来源: 点正康讯, 宏源证券研究所

- ◆ 主打运动营养系列产品的康宝莱 13 年中国区净收入 (扣除给经销商折扣和运输和处理费后的净销售额) 增长 69%，且从 11 年开始呈现加速增长态势，显示运动营养在中国市场强大的生命力；

图 11: 康宝莱 13 年净销售额增长 69.4% (百万美元)



资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

- ◆ 十二篮主打互联网品牌，且打通了整个体重管理产业链，目前正进入公测阶段，未来有望成为体重管理类重要产品，带动公司收入快速增长：公司面向体重管理品类

的品牌“十二篮”已经开始公测，预计 8-9 月份开始上市，公司将通过优惠套餐、举办瘦身达人比赛等提升品牌影响力，十二篮为纯电商类品牌，价格较康宝莱相似产品低，且公司将打通体重管理产业链，从产品组合、可穿戴式设备、APP 到营养师服务一体化，为消费者提供增值服务，提升消费粘性；

图 12: 与康宝莱相比，十二篮产品组合价格更加优惠

康宝莱			汤臣倍健十二篮套餐		
产品	规格	价格 (元)	类别	规格	价格 (元)
营养蛋白粉	400 克	218	智能称	1 个	999
美纤宝纤维素片	150 片	239	智能手环	2 个	
维康宝片	120 片	239	蛋白营养粉	900 克	
普莱乐奶昔伴侣 (22 天装)	233.2	947	果蔬纤维咀嚼片	60 片	
草本浓缩速溶茶饮	100 克	419	多种维生素	61 片	
			营养师指导, 一对一 咨询	-	

资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

图 13: 十二篮体重管理方面正在公测



资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

2、2H14 看点之二: 加大维生素类产品宣传, 推出本草萃系列, 有望打开新的增长空间

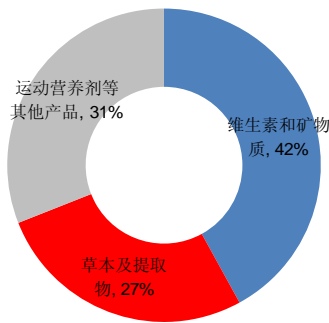
维生素和矿物质类产品是膳食补充剂第一大类产品, 公司下半年将增加维生素类形象产品:

- ◆ 维生素和矿物质类产品是世界膳食补充剂第一大品类, 从美国和我国膳食补充剂产品分类来看, 维生素也是位列前类的大品类, 公司目前第一大单品是蛋白粉, 占比 13%

左右，但各种维生素类产品加总以超过蛋白粉，预计占比 30%以上；

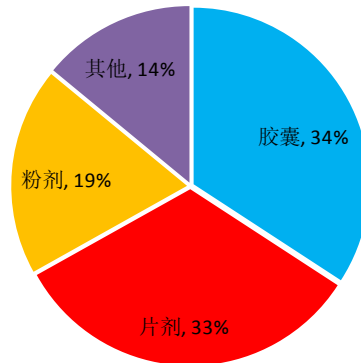
- ◆ 公司预计今年整体品牌投放费用率 7%-9%，但姚明新宣传片将在下半年集中投放，且下半年开始公司形象产品将增加多维类产品，围绕新产品公司也将增加费用投放；

图 14: 维生素和矿物质类是世界膳食补充剂的第一大品类 (2008 年)



资料来源: NBJ, 宏源证券研究所

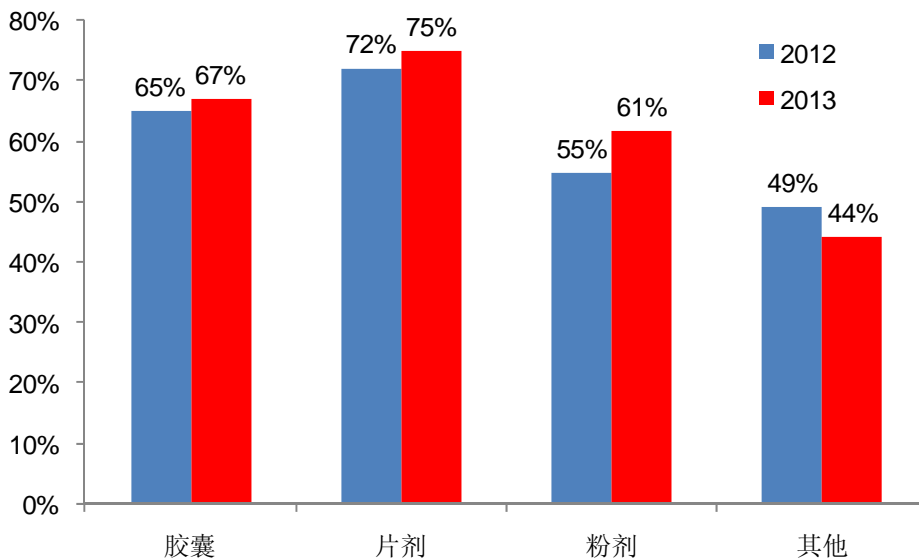
图 15: 公司 13 年片剂类产品 (维生素类产品为主) 收入占比 33%



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

- ◆ 从盈利情况来看，维生素毛利率最高，增加新的形象产品也将有助于提高公司整体盈利能力；
- ◆ 公司重点推出的新品类“本草萃系列”，预计下半年会有部分品种获批，明年预计更多产品获批，公司运用自己的研究成果推广出相应产品，预计市场空间相对较大。

图 16: 公司维生素类产品毛利率高于目前形象产品蛋白粉毛利率



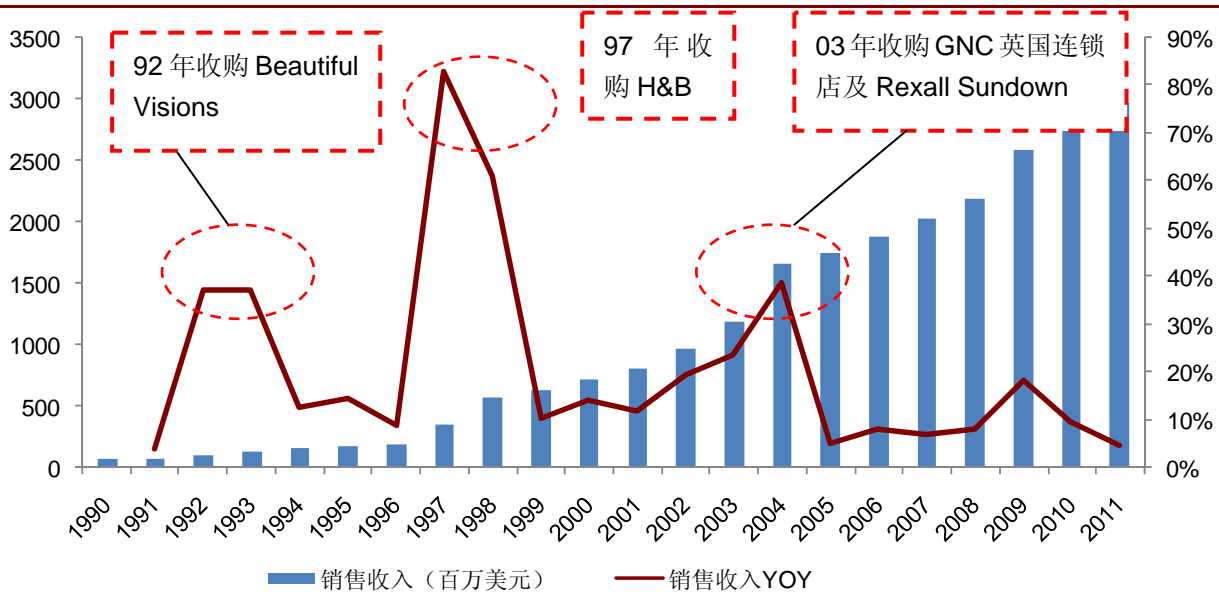
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

3、2H14 看点之三：借鉴 NBTY 成长模式，收购仍可期待

NBTY 的成功之道：兼并和收购促进公司规模快速扩大，公司通过收购上游原料制造厂和下游渠道经销商的方式，有效利用其团队经营经验和资源，改善现有销售渠道，对行业实现垂直整合：

- ◆ NBTY 是全球领先的膳食补充剂研发、生产和销售综合性公司，主营维生素、矿物质、草本提取物等膳食补充剂，拥有 3000 多种产品，2.5 万个单品 (SKU)，产品销售至世界 90 个国家和地区；拥有 Nature's Bounty, Vitamin World, Puritan's Pride, Holland & Barrett, Rexall, Sundown 等众多国际一流膳食补充剂品牌；各子品牌旗下拥有复合维生素、运动营养等众多类别的产品；
- ◆ 从上世纪 80 年代开始，公司不断对上下游企业进行收购和兼并，公司对上游生产企业的收购主要集中在制药企业的维生素生产业务，以及健康食品和化妆品生产企业，例如 1986 年收购的 Hudson 制药公司，是一家维生素和非处方药生产商，公司收购了其维生素生产线；
- ◆ **90 年代开始，收购 H&B 等大型企业迅速提升了公司规模：1992 年公司收购 Beautiful Visions，从而导致当年收入增速达 37%；1997 年收购英国领先的零售商店 Holland & Barrett (H&B)，公司当年收入增速达 83%，收购和兼并快速提高了公司规模，确立了公司在膳食补充剂行业中的龙头地位。**

图 17：收购和兼并快速提高了公司收入规模（百万美元）



资料来源：Bloomberg，宏源证券研究所

收购后实行**品牌渠道对应战略 (one brand per channel strategy)**，NBTY 拥有不逊于 GNC 的单店收入：NBTY 通过收购取得品牌资源，并将每个品牌系列针对一个特定市场的特定分销渠道来销售，品牌渠道整合战略的目的是用不同渠道和定价策略对细分客户进行覆盖，通过品牌和渠道的最佳匹配，提高利润水平：

- ◆ 根据分销渠道的不同，NBTY 旗下的品牌拥有各不相同的定价策略，有些品牌定位大众，有些品牌则为高端的价格敏感型客户提供更高溢价。**品牌渠道对应战略的优势是细分消费市场，针对不同类型的消费者渠道选择不同，用不同档次和功用的品牌满**

足其多样性需求，品牌渠道对应战略需要满足两个条件：其一，企业具有丰富的品牌资源，不同品牌有不同的消费需求；其二，企业经销商、直销及连锁店渠道相对完善，具有细分市场的基础，从 1996 年开始 NBTY 已经初步建立起单品牌渠道战略，经过多年的价值整合，NBTY 的产品与渠道的整合较为成熟，已经形成了特定地对应关系和独具特色的品牌营销模式：

- ◆ 通过兼并收购，NBTY 形成了自己独特的销售渠道，丰富的品牌体系，并将业务拓展到了爱尔兰、加拿大、荷兰、非洲、中国以及巴西等国，成为了全球领先的 VMHS（Vitamin、Mineral、Herbs and Supplements）生产销售企业。

图 18: NBTY 成熟的渠道与品牌整合

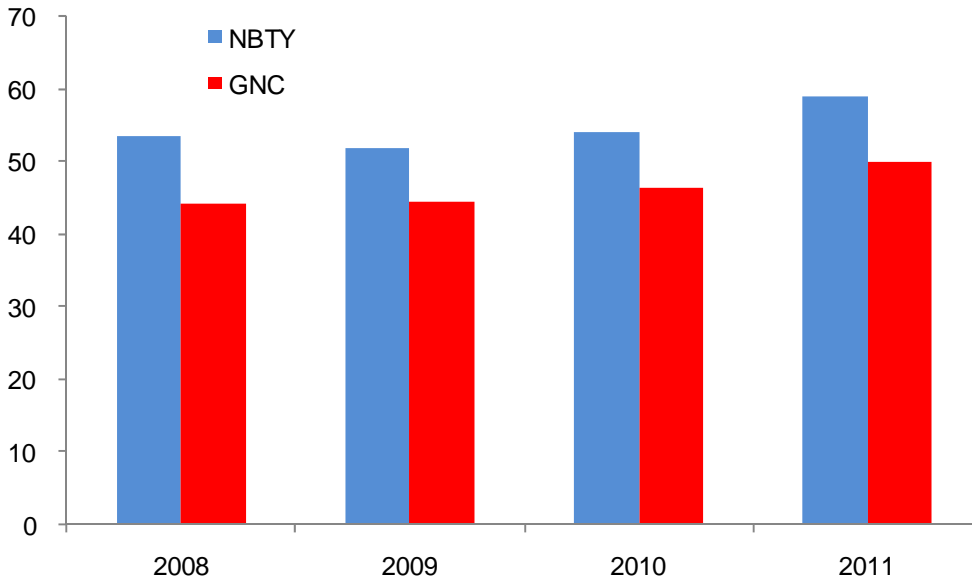
销售渠道	具体方式	品牌	定位
经销商渠道	超型市场、会员店、连锁药店、商超	Nature's Bounty、Osteo Bi-Flex、Pure Protein、Body Fortress、Sundown、MET-Rx、Ester-C、Flex-A-Min	面对价格敏感的大众消费者，以低价和促销吸引消费者购买
	健康食品店	Solgar、SISU、Good 'N Natural	
	健康食品店的批发商	American Health	
	健康护理从业医师	Physiologics	
	迪士尼消费品部	Children's Nutrition Product	
直销渠道	邮件订购、 Putritan's world.com	Putritan's Pride 以及其他品牌	价格敏感型消费者和寻求方便的消费者，价格比零售店中有折扣
	www.vitaminworld.com	可以在网上直接购买公司以外的其他品牌	
	www.hollandandbarrett.com		
	www.detuinen.nl		
	www.juliangraves		
	www.gnc.co.uk		
北美连锁店渠道	426 家美国连锁店	Vitamin World 及第三方品牌	一站式购物，用金卡等形式使消费者产生产品忠诚度，兼做宣传和形象展示功能
	80 家 LeNaturiste stores	Le Naturiste 及第三方品牌	
欧洲零售店渠道	687 家 H&B 零售店	Holland & Barrett	受过良好教育的英国精英，愿意为高质量的膳食营养补充剂支付更高的溢价
	55 家 GNC stores	GNC (UK)	
	42 家 Nature's Way stores	Nature's Way	
	112 家 De Tuinen stores	De Tuinen	

资料来源：公司年报，宏源证券研究所

品牌渠道对应战略的实施有助于提高公司销售收入，公司单店收入高于以自营店见长的 GNC：如前所述，品牌渠道对应战略可以最大化的满足各层级消费者需求，实现销售收

入的最大化，从单店收入来看，2011 年公司欧洲和北美单店收入平均为 59 万美元，高于 GNC 自营店单店收入 50 万美元的水平。

图 19: NBTY 单店收入高于 GNC 自营店 (万美元)



注：计算方法：NBTY 为北美连锁店和欧洲连锁店收入除以连锁店当年和上年度数量的平均值，GNC 为自营店收入除以自营店当年和上年度数量的平均值

资料来源：公司年报，宏源证券研究所

对于汤臣倍健，兼并收购仍可期待：国内膳食营养补充剂行业历史还是比较短，会通过合作参股等方式寻求合作，收购失败不会对公司成长造成影响，并购还会继续推进，海外收购会更加稳健，例如品牌合作，对于强势品牌的中国业务可能通过买断所有权和经营权等方式实施；国内并购投入了更多的精力，会考虑品类的补充、渠道的补充和线上互联网的资源，通过收购、参股、合作等多种方式去推动。

4、投资建议：公司成长性未改，股价短期调整可积极布局

公司全年业绩增长无忧，且长期成长性未改，股价短期调整可积极布局：

- ◆ 受经销商整顿、蛋白粉供应紧张以及上半年开店数量较少的的影响，市场担心公司中期业绩，汤臣倍健近期股价跌幅较大，但我们预计下半年公司将加大开店速度，预计全年仍新开 1 万家左右，蛋白粉已找到澳大利亚新原料供应基地，很快能恢复正常供应，全年收入仍将增长 30%以上。
- ◆ 按目前股价和测每股收益平均值计算计算，公司目前估值仅为 26 倍，位于上市以来估值低位，公司长期成长性未改，股价调整可积极布局。

图 20: 三张财务报表摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表					资产负债表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,482	2,050	2,796	3,731	货币资金	1530	2517	2524	2663
YOY	39%	38%	36%	33%	应收和预付款项	71	111	151	200
营业成本	523	739	1,012	1,355	存货	234	324	444	594
毛利	959	1311	1783	2376	其他流动资产	17	0	0	0
% 营业收入	65%	64%	64%	64%	长期股权投资	1	1	1	1
营业税金及附加	18	25	34	46	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产和在建工程	477	477	677	927
销售费用	317	400	531	709	无形资产和开发支出	95	102	109	114
% 营业收入	21.4%	19.5%	19.0%	19.0%	其他非流动资产	0	0	0	1
管理费用	154	185	238	298	资产总计	2438	3508	3851	4433
% 营业收入	10.4%	9.0%	8.5%	8.0%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-34	-42	-52	-54	应付和预收款项	214	994	1116	1188
% 营业收入	-2.3%	-2.0%	-1.9%	-1.4%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	1	其他负债	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	224	994	1116	1188
投资收益	0	0	5	5	股本	328	656	656	656
营业利润	503	743	1037	1380	资本公积	1163	1163	1163	1163
% 营业收入	33.9%	36.3%	37.1%	37.0%	留存收益	742	714	934	1444
营业外收支	0	0	0	0	归属母公司股东权益	2233	2533	2753	3263
利润总额	503	743	1037	1380	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	33.9%	36.3%	37.1%	37.0%	股东权益合计	2233	2533	2753	3263
所得税费用	82	115	161	214	负债和股东权益合计	2457	3527	3869	4452
净利润	422	628	877	1166					
归属于母公司所有者的净利润	422	628	877	1166					
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	282	427	428	429	毛利率	65%	64%	64%	64%
取得投资收益收回现金	0	0	5	5	三费/销售收入	29%	26%	26%	26%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	32%	34%	35%	35%
无形资产投资	-168	-7	-211	-261	EBITDA/销售收入	39%	36%	36%	37%
固定资产投资	0	0	0	-50	销售净利率	28%	31%	31%	31%
其他	0	5	0	-1	ROE	19%	25%	32%	36%
投资活动现金流净额	-171	-7	-206	-256	ROA	17%	18%	23%	26%
债券融资	0	-6	0	0	ROIC	18%	23%	30%	34%
股权融资	0	328	0	0	销售收入增长率	39%	38%	36%	33%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	58%	49%	40%	35%
筹资成本	-34	-42	-52	-54	EBITDA 增长率	78%	29%	38%	34%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	50%	49%	40%	33%
筹资活动现金流净额	-131	322	-656	-656	总资产增长率	19%	44%	10%	15%
现金净流量	324	987	7	139	股东权益增长率	463%	7%	29%	21%
					经营现金净流增长率	463%	7%	29%	21%
					流动比率	8.6	3.0	2.8	2.9
					速动比率	7.5	2.7	2.4	2.4
					应收账款周转天数	12.0	11.0	11.0	11.0

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

		姓名	手机号	座机号	邮箱
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@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	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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

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。