

项目储备多点开花，看好长期成长性

买入 维持

目标价格：暂无

事件：

公司发布 2014 年半年报，上半年实现收入 9.38 亿，YoY24.7%，归母净利润 3.53 亿，YoY 51.6%，基本 EPS 0.54 元，符合前期的业绩预告。

对此，我们点评如下：

- **2Q 收入增长 19%，主要是开店增速放缓+蛋白粉收入下滑所致，而片剂与胶囊收入保持较快增长：**公司 2Q 收入增长 19%至 4.6 亿，为上市以来单季度收入增速最低。公司今年对经销商的考核重点转为同店增长，上半年开店预计 3000 多家，而去年同期增加约 5000 家；同时对经销商整顿导致其数量下降，另外新西兰乳清蛋白粉进口受限使得蛋白粉供应不足，上半年粉剂收入下滑 3%。但上半年维生素产品为代表的片剂收入增长 53%，胶囊增长 23%，增速良好；
- **高毛利产品增速快+规模效应摊薄成本，2Q 毛利率提升 3.2pct，销售费用投放前低后高，单季度净利润增长 52.6%：**上半年毛利率最高的片剂收入增速较高，且毛利率小幅提升至 78.7%，叠加规模效应带来单位制造成本下降，公司 2Q 毛利率同比提升 3.2pct 至 67.6%。公司今年销售费用投放将前低后高，下半年增加销售费用投放，上半年销售费用同比减少 4.4%，销售费用率下降 3pct。综合影响下公司 2Q 净利率提高 8.3pct 至 38%，单季度净利润增长 52.6%；
- **朝阳行业+优质公司，看好公司长期成长性：**膳食补充剂行业处于快速成长期，公司是我国膳食补充剂行业非直销龙头，具有较强的品牌渠道优势。公司今年开始建设营养家系统，打通线上线下，提高客户粘性，并定制全新营销管理系统，提升单店产出。此外，基于移动互联网思维的体重管理解决方案“十二篮”预计在 8 月份上市，还将重点推出中药系列新品本草萃系列，推动公司朝健康管理综合提供商的方向升级。公司下半年还将梳理原有盈利性相对较弱的项目，并通过定增来加强核心竞争力，为并购做好准备。看好公司长期成长性。
- **盈利预测及投资建议：**预计 14-16 年收入分别为 19.2 亿、25.1 亿和 33.5 亿，YOY29%、31%和 33%；归母净利润 YOY40%、35%和 33%；EPS 分别为 0.90 元、1.22 元和 1.62 元，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	1,919	2,513	3,352
增长率 (%)	62%	39%	29%	31%	33%
归母净利润(百万)	280	422	591	798	1,062
增长率 (%)	50%	50%	40%	35%	33%
每股收益	0.427	0.643	0.901	1.216	1.619
市盈率	136	113	31	23	17

食品饮料行业

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

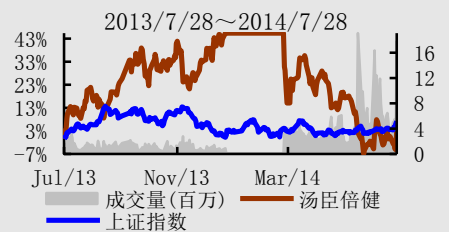
研究助理：

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：老窖降价靴子落地，继续推荐高端酒》

2014/7/27

《泸州老窖降价点评：高端酒形势明朗，把握确定的投资机会》

2014/7/26

《山西汾酒动态跟踪：控货去库存，下半年收入有望见底》

2014/7/22

《中炬高新动态跟踪：业绩继续超预期，成长与盈利俱佳》

2014/7/21

《五粮液调研报告：行业危局见真金，守得云开见月明》

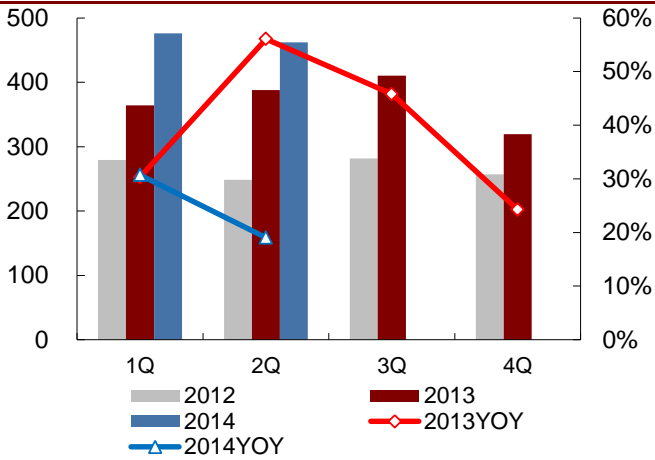
2014/7/20

图 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	364	388	410	319	476	462	19%	-3%	开店速度放缓、调整经销商、蛋白粉因原料供应受限而收入下滑
-营业成本	36%	36%	35%	35%	34%	32%	-3.2	-1.9	
=毛利	64%	64%	65%	65%	66%	68%	3.2	1.9	毛利率最高的片剂收入增速较高，且毛利率小幅提升至78.7%，叠加规模效应带来单位制造成本下降
-营业税金及附加	1%	1%	1%	1%	2%	1%	0.2	-0.2	
-销售费用	19%	21.8%	20.8%	24.2%	12.7%	18.8%	-3.0	6.1	销售费用投放前低后高，下半年将加大费用投放，全年费用率预计略有下降
-管理费用	7%	9.0%	8.7%	17.5%	9.4%	8.4%	-0.6	-1.0	
-财务费用	-2%	-2.2%	-2.1%	-3.0%	-2.3%	-2.1%	0.1	0.2	
-资产减值损失	1.3%	-0.9%	0.6%	-0.7%	0.9%	-0.3%	0.6	-1.2	
+公允价值变动损益	0.0%	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	0.0	
+营业外收支	0.1%	-0.1%	-0.8%	1.3%	0.0%	3.2%	3.3	3.2	
=利润总额	37.5%	35.4%	34.8%	27.0%	43.3%	44.6%	9.2	1.3	
-所得税费用	5.2%	5.8%	5.4%	5.7%	6.0%	6.6%	0.9	0.6	
-少数股东损益	0.0%	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	32.4%	29.7%	29.4%	21.3%	37.3%	38.0%	8.3	0.7	毛利率提升与销售费用率下降推动

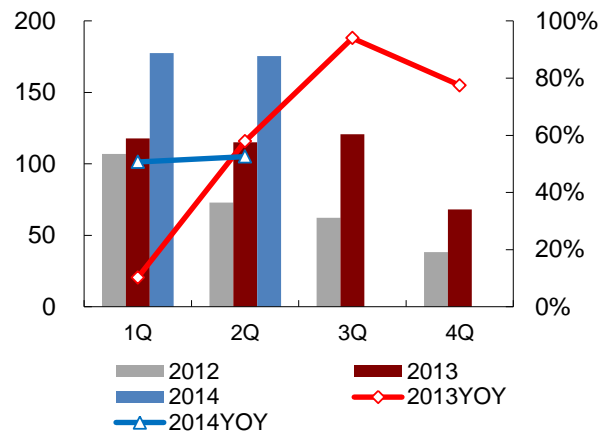
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 2：分季度收入及同比变化图（百万元）



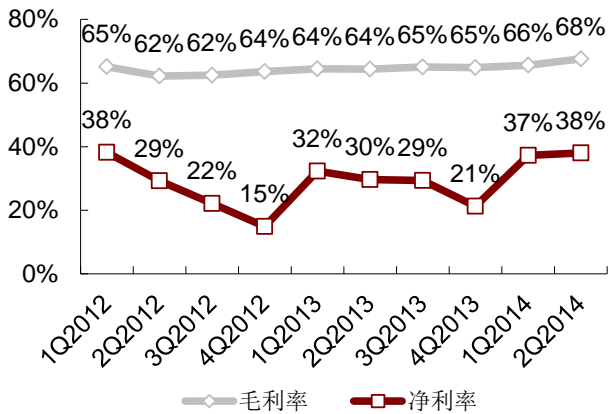
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 3：分季度净利润及同比变化图（百万元）



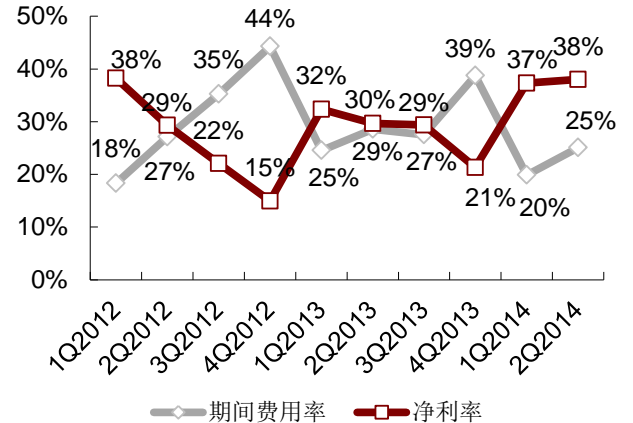
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 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 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 6：三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				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,482	1,919	2,513	3,352	货币资金	1530	2499	2438	2493
YOY	39%	29%	31%	33%	应收和预付款项	71	101	133	177
营业成本	523	652	860	1,149	存货	234	286	377	504
毛利	959	1266	1653	2203	其他流动资产	17	0	0	0
% 营业收入	65%	66%	66%	66%	长期股权投资	1	1	1	1
营业税金及附加	18	24	31	41	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	391	490	637	无形资产和开发支出	95	102	109	114
% 营业收入	21.4%	20.4%	19.5%	19.0%	其他非流动资产	0	0	0	1
管理费用	154	194	239	318	资产总计	2438	3442	3679	4146
% 营业收入	10.4%	10.1%	9.5%	9.5%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-34	-42	-51	-51	应付和预收款项	214	965	1060	1121
% 营业收入	-2.3%	-2.2%	-2.0%	-1.5%	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	965	1060	1121
投资收益	0	0	0	0	股本	328	656	656	656
营业利润	503	699	944	1257	资本公积	1163	1163	1163	1163
% 营业收入	33.9%	36.4%	37.6%	37.5%	留存收益	742	677	818	1224
营业外收支	0	0	0	0	归属母公司股东权益	2233	2496	2637	3043
利润总额	503	699	944	1257	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	33.9%	36.4%	37.6%	37.5%	股东权益合计	2233	2496	2637	3043
所得税费用	82	108	146	195	负债和股东权益合计	2457	3460	3697	4164
净利润	422	591	798	1062					
归属于母公司所有者的净利润	422	591	798	1062					
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%	66%	66%	66%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	29%	28%	27%	27%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	32%	34%	36%	36%
无形资产投资	-168	-7	-211	-261	EBITDA/销售收入	39%	36%	37%	37%
固定资产投资	0	0	0	-50	销售净利率	28%	31%	32%	32%
其他	0	5	0	-1	ROE	19%	24%	30%	35%
投资活动现金流净额	-171	-7	-211	-261	ROA	17%	17%	22%	26%
债券融资	0	-6	0	0	ROIC	18%	22%	29%	34%
股权融资	0	328	0	0	销售收入增长率	39%	29%	31%	33%
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	EBIT 增长率	58%	40%	36%	35%
筹资成本	-34	-42	-51	-51	EBITDA 增长率	78%	21%	34%	34%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	50%	40%	35%	33%
筹资活动现金流净额	-131	322	-656	-656	总资产增长率	19%	41%	7%	13%
现金净流量	324	969	-61	55	股东权益增长率	463%	4%	23%	21%
					经营现金净流增长率	463%	4%	23%	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

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
		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
	广深片区	赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		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
机构	北京保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。