

增速放缓，等待新品和并购接棒

买入 维持

目标价格：暂无

事件：公司公布三季报，前三季度实现收入13.9亿，YoY19.1%，归母净利润4.8亿，YoY35.4%，EPS0.73元，位于业绩预告中值。

报告摘要：

- **渠道调整致3Q单季度收入增长9%，低于市场预期：**3Q单季度收入增长9%至4.5亿，低于预期：1) 公司对部分地区经销商进行整顿，且对经销商考核重点调整为同店增长，前三季度新开网点较少，影响收入增速；2) 经济景气度下行，3Q药店零售业务增速放缓，对收入增长产生影响；3) 主品牌收入增长仍有20%以上，佰健和奈梵斯拖累整体增长；分产品看，蛋白粉原料问题已得到解决，预计3Q增速恢复至20%以上，维生素与健力多仍保持快速增长。长期看保健品仍处于快速增长期，公司收入增速有望逐步恢复；
- **3Q加大品牌推广力度，销售费用率提升3.3pct，单季度净利润增长4%：**受增加促销影响3Q毛利率环比下滑2.3pct至65.3%，高毛利维生素快速增长致毛利率同比微增0.2pct；公司今年推广集中于下半年，预计3Q品牌推广费用支出环比2Q增加3300万，3Q销售费用率同比提升3.3pct至24.2%。综合影响下，公司3Q净利率同比下降1.3pct至28.1%，单季度净利润同比增长4%至1.26亿；
- **明年看点多，新产品有望逐步发力，外延式并购值得期待：**1) **新产品将为公司成长带来新动力：**中药类产品“无限能”年底上市，十二篮中体重管理产品明年将加大推广力度，并加强团队考核，且预计明年将有孕妇管理、睡眠管理等新品类推出，产品线进一步丰富，明年有望放量；2) **公司继续推进并购项目，**膳食补充剂并购将重点放在海外品牌，与新业务有关的并购或参股合作也将积极推进（例如可穿戴设备等）；3) **“营养家”会员管理推广顺利，**目前已有50万个活跃会员，线下会员店加速铺设。公司有望通过会员教育提高消费粘性，向健康管理方案提供商迈进，推动公司长期成长。
- **盈利预测及投资建议：**我们下调盈利预测，但看好公司新品拓展，目前股价在合理区间，明年业绩恢复、并购等都可能成为催化剂，建议逢低买入，预计EPS 0.84元、1.09元和1.39元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,067	1,482	1,776	2,238	2,837
增长率(%)	62%	39%	20%	26%	27%
归母净利润(百万)	280	422	549	714	909
增长率(%)	50%	50%	30%	30%	27%
每股收益	0.427	0.643	0.837	1.089	1.386
市盈率	136	113	31	24	19

食品饮料行业研究组

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

刘洋(S1180113080026)

电话：021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

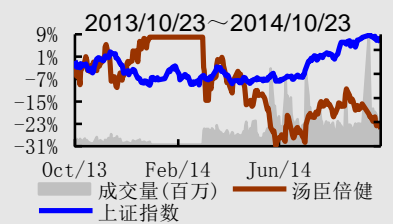
研究助理：

秦聪

电话：010-88085099

Email: qincong@hysec.com

市场表现



相关研究

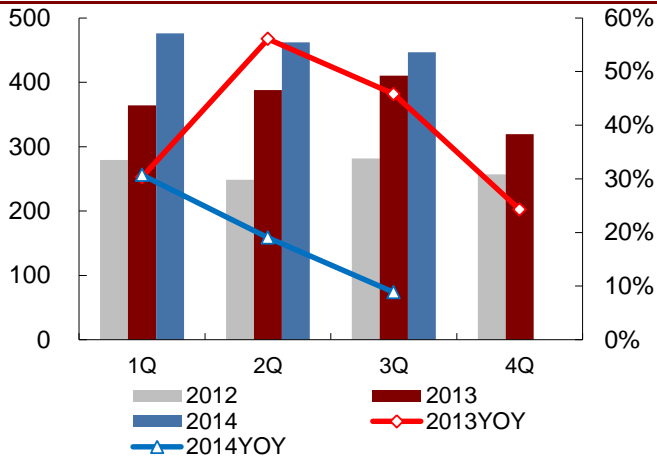
- 《海天味业三季报点评：收入增长加速，非酱油拓展顺利》
2014/10/20
- 《食品饮料四季度策略报告：大众品攻守兼备，挖掘成长性细分行业》
2014/10/19
- 《食品饮料行业周报：茅台继续放量，看好转型小食品》
2014/10/19
- 《秋季糖酒会专题报告：转型、涅槃期，布局行业“弄潮儿”》
2014/10/15
- 《星河生物三季报预告点评：菇价回升，并购落地，全年预计扭亏》
2014/10/14

图 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	388	410	319	476	462	447	9%	-3%	经销商调整、药店零售增速下行
-营业成本	36%	35%	35%	34%	32%	35%	-0.2	2.3	
=毛利	64%	65%	65%	66%	68%	65%	0.2	-2.3	
-营业税金及附加	1%	1%	1%	2%	1%	1%	-0.3	-0.3	
-销售费用	21.8%	20.8%	24.2%	12.7%	18.8%	24.2%	3.3	5.4	加大品牌宣传力度
-管理费用	9.0%	8.7%	17.5%	9.4%	8.4%	8.5%	-0.2	0.1	
-财务费用	-2.2%	-2.1%	-3.0%	-2.3%	-2.1%	-2.6%	-0.5	-0.5	
-资产减值损失	-0.9%	0.6%	-0.7%	0.9%	-0.3%	1.4%	0.9	1.8	应收账款增加导致坏账准备增加
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	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%	-0.8%	1.3%	0.0%	3.2%	0.7%	1.6	-2.5	
=利润总额	35.4%	34.8%	27.0%	43.3%	44.6%	33.4%	-1.4	-11.2	
-所得税费用	5.8%	5.4%	5.7%	6.0%	6.6%	5.3%	-0.1	-1.3	
-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	29.7%	29.4%	21.3%	37.3%	38.0%	28.1%	-1.3	-9.9	品牌推广费环比增加 3300 万所致

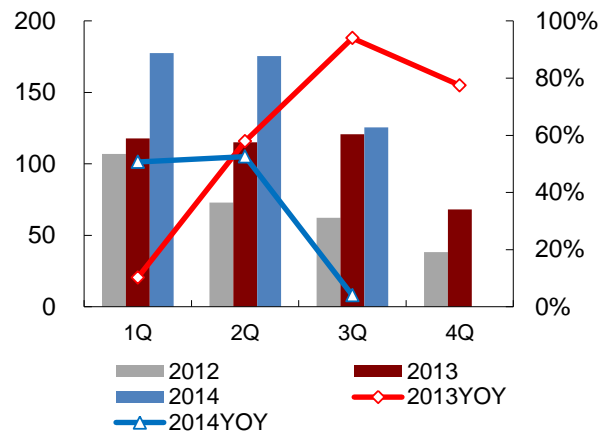
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 2：季度收入及同比变化图（百万元）



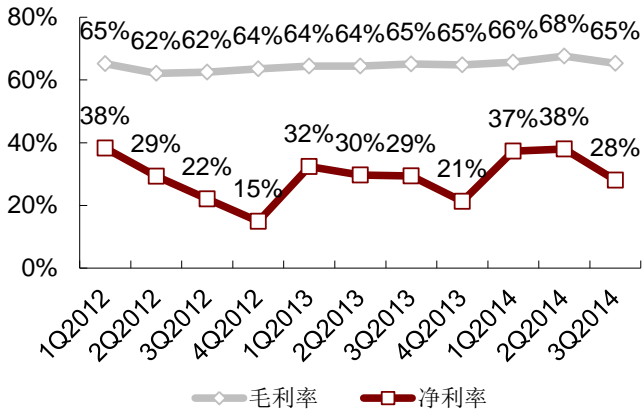
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 3：季度净利润及同比变化图（百万元）



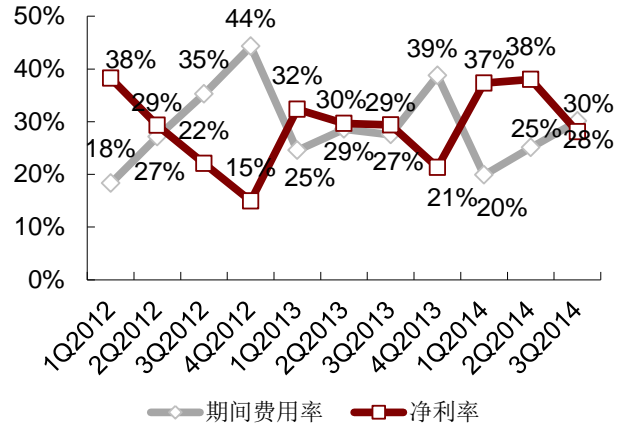
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 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	1,776	2,238	2,837	货币资金	1530	2459	2323	2251
YOY	39%	20%	26%	27%	应收和预付款项	71	95	119	150
营业成本	523	620	775	978	存货	234	272	340	429
毛利	959	1156	1464	1859	其他流动资产	17	0	0	0
% 营业收入	65%	65%	65%	66%	长期股权投资	1	1	1	1
营业税金及附加	18	22	27	35	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	362	439	539	无形资产和开发支出	95	102	109	114
% 营业收入	21.4%	20.4%	19.6%	19.0%	其他非流动资产	0	0	0	1
管理费用	154	163	201	255	资产总计	2438	3380	3511	3797
% 营业收入	10.4%	9.2%	9.0%	9.0%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-34	-41	-49	-47	应付和预收款项	214	945	1017	1050
% 营业收入	-2.3%	-2.3%	-2.2%	-1.7%	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	945	1017	1050
投资收益	0	0	0	0	股本	328	656	656	656
营业利润	503	650	845	1076	资本公积	1163	1163	1163	1163
% 营业收入	33.9%	36.6%	37.8%	37.9%	留存收益	742	635	693	946
营业外收支	0	0	0	0	归属母公司股东权益	2233	2454	2512	2765
利润总额	503	650	845	1076	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	33.9%	36.6%	37.8%	37.9%	股东权益合计	2233	2454	2512	2765
所得税费用	82	101	131	167	负债和股东权益合计	2457	3399	3529	3815
净利润	422	549	714	909					
归属于母公司所有者的净利润	422	549	714	909					
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%	65%	65%	66%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	29%	27%	26%	26%
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%	38%
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%	22%	28%	33%
投资活动现金流净额	-171	-7	-211	-261	ROA	17%	16%	20%	24%
债券融资	0	-6	0	0	ROIC	18%	21%	27%	31%
股权融资	0	328	0	0	销售收入增长率	39%	20%	26%	27%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	58%	30%	31%	29%
筹资成本	-34	-41	-49	-47	EBITDA 增长率	78%	13%	29%	28%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	50%	30%	30%	27%
筹资活动现金流净额	-131	322	-656	-656	总资产增长率	19%	39%	4%	8%
现金净流量	324	929	-136	-72	股东权益增长率	463%	-2%	19%	16%
					经营现金净流增长率	463%	-2%	19%	16%
					流动比率	8.6	3.0	2.7	2.7
					速动比率	7.5	2.7	2.4	2.3
					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。

秦聪: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 清华大学五道口金融学院金融学硕士, 2013 年加盟宏源证券研究所。

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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@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	zhouidi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	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。