

2010-12-14

汤臣倍健 300146-SZ

膳食营养补充剂龙头企业

◇ 报告起因：新股上市

◆国内膳食营养补充剂行业领先企业

公司地处广东省珠海市，长期专注于膳食纤维补充剂非直销领域的拓展和销售，产品覆盖了蛋白质粉、多种维生素系列、牛初乳钙片、骨胶原高钙片、螺旋藻片、蜂胶软胶囊、角鲨烯软胶囊等八大类 100 多个品种。公司是国内膳食营养补充剂行业非直销领域的领先企业，2008 年，公司在中国膳食营养补充剂行业非直销领域的市场占有率达到了 10%，市场占有率排名第一。2007-2009 年销售收入稳步上升，分别为 0.67 亿、1.41 亿、2.03 亿，分别增长 109%、45%。2007-2009 年净利润为 1,216 万、2,671 万、5,217 万，分别增长 120%、95%。

◆积极拓展营销渠道，提升品牌形象

公司利用较强的渠道开拓能力和管理能力，不断加大公司传统销售渠道的广度和深度建设。截止 2010 年 6 月末，公司在全国拥有了 240 多家经销商（含区域经销商和直供终端），比 2007 年末增加了 100%；产品销售终端数量比 2007 年末增加了 150%。经销商与公司一起快速成长，关系日趋稳定，经销商流失率低。目前公司与屈臣氏、沃尔玛、大润发、老百姓大药房、中联大药房等全国大型连锁零售机构建立了良好的合作关系，直供终端的金额不断提升。

近年来，公司以品牌为核心整合整个产业价值链。经过多年的培育和推广，公司“汤臣倍健”品牌正逐步由强势的渠道性品牌向知名的大众消费品牌过渡。2010 年 7 月底，公司聘请姚明作为形象代言人，这为“汤臣倍健”品牌成为知名的大众消费品牌打下了坚实的基础，“汤臣倍健”品牌的知名度和美誉度将得到快速提升。

◆盈利预测与估值

预计 2010-2012 年公司实现营业收入 3.39 亿元、5.15 亿元、7.47 亿元，实现净利润为 9000 万元、1.4 亿元、2.11 亿元，同比增长 72.6%、56.0%、50.4%，EPS 分别为 1.65 元、2.57 元、3.86 元。我们按照公司 2011 年业绩 53-55 倍的市盈率估价，汤臣倍健的上市合理定价在每股 136-141 元之间。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	142	205	339	515	747
净利润（百万元）	27	52	90	141	211
每股收益	0.49	0.95	1.65	2.57	3.86
每股自由现金流 (FCFF)	-0.10	-0.16	1.17	0.53	1.45
经营性 ROIC	42.82%	40.49%	55.52%	49.54%	52.15%
ROE（归属母公司）（摊薄）	63.17%	48.76%	5.29%	7.63%	10.29%

预计上市合理价 136-141 元

分析师：姚杰（执业证书编号：S0930109032580）

021-22169153

yaoj@ebsecn.com

联系人：姜恩铸

021-22169319

jiangez@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	110.00
发行规模(百万股)	14
发行后总股本(百万股)	55
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2010-12-06
主承销商	广发证券股份有限公司
主要股东	梁允超
第一大股东持有比例(%)	76.68%

募股资金投向

项目名称	金额（百万元）
总金额	-

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

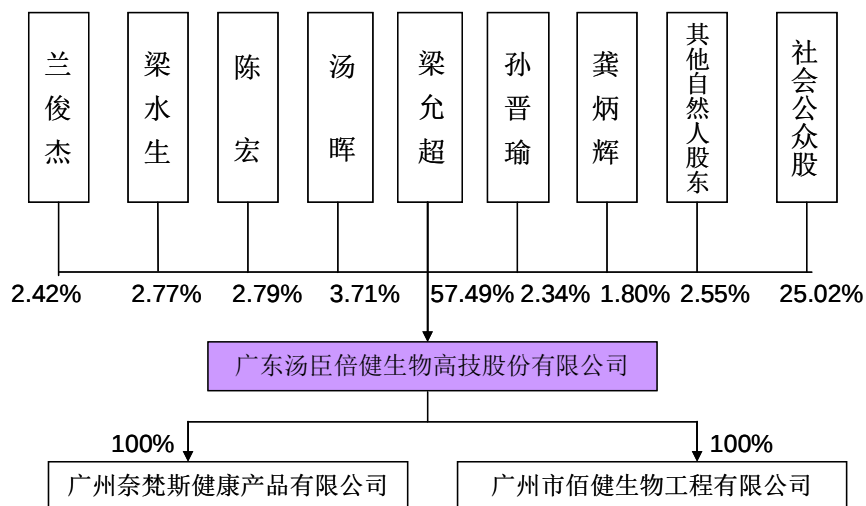
敬请参阅最后一页之重要声明。

1.0 公司概况

1.1 公司简介

公司前身为珠海海狮龙保健食品有限公司成立于2005年4月，2008年10月整体变更设立股份公司，目前注册资本为4,100万元，拟在创业板上市。公司长期致力于膳食营养补充剂的研发、生产和销售，是国内膳食营养补充剂行业非直销领域的领先企业，目前主要产品有蛋白质粉、多种维生素系列、维生素C片等。公司本次拟上市发行1368万股，占发行后总股本的25.02%，公司控股股东为梁允超先生，持有公司上市后57.49%的股权，同时也是公司的实际控制人。

图 1. 公司上市后股权结构图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

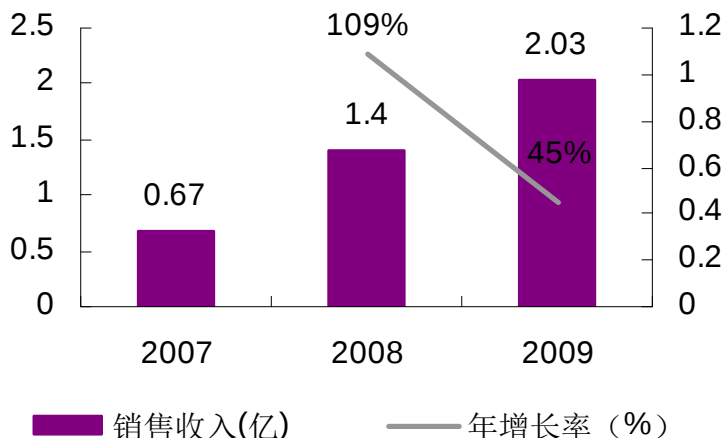
1.2 公司主营业务

公司生产的主要产品包括蛋白质粉、多种维生素系列、维生素C片、维生素B族片、牛初乳钙片、骨胶原高钙片、深海鱼油软胶囊、金枪鱼油软胶囊、蜂胶软胶囊等100多个品种。公司生产的膳食营养补充剂产品按照用途区分主要有：蛋白质/维生素/矿物质、补钙及骨骼健康、心脑血管健康、女性健康、婴幼儿/儿童/青少年健康、男性健康、草本植物健康产品和功能性健康产品等8大类。

公司2007年、2008年、2009年膳食纤维补充剂销售收入稳步上升，分别为0.67亿、1.41亿、2.03亿，增长率依次为109%、45%。公司三年来净利润大幅提高，2007年到2009年分别为1,216万、2,671万、5,217万，年增长率为120%、95%。

图 2. 公司膳食纤维补充剂销售收入稳步上升

公司 2007-2009 年膳食纤维补充剂产品收入（亿）与年增长率（%）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

表 1. 公司主要产品售价

产品名称	平均售价（元/瓶）		
	2009 年度	2008 年度	2007 年度
汤臣倍健蛋白质粉（铁罐装）	67.93	64.88	66.77
汤臣倍健钙加 D 软胶囊	18.20	16.67	15.78
汤臣倍健小麦胚芽油软胶囊	28.23	28.58	28.31
汤臣倍健维生素 C 片	21.48	21.47	21.91
汤臣倍健蜂胶软胶囊	43.40	44.09	42.25
汤臣倍健牛初乳钙片	16.58	15.11	14.39
汤臣倍健骨胶原高钙片	38.37	36.41	48.99

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

2.0 膳食营养补充剂行业分析

2.1 膳食营养补充剂产品简介

膳食营养补充剂行业是我国近年来兴起的朝阳行业，其成长正逐渐受到广泛关注。营养素是维持身体健康，使生理功能正常运作所必需的物质，包括碳水化合物、蛋白质、脂肪等六大类。人体有四十多种营养素无法自身合成，必须从外界食物当中摄取。今天，由于生活压力、环境污染、药物的使用、不良饮食习惯和烹饪等原因导致现代人营养素普遍缺乏。补充足够的营养素不仅可以保证机体的正常运作，而且能够预防和降低某些疾病的发病几率，减少隐形饥饿。

2009 年，中国保健协会市场工委对膳食营养补充剂作出了如下定义，即：“以维生素、矿物质及动植物提取物为主要原料，通过口服补充人体必需的营养素和生物活性物质，达到提高机体健康水平和降低疾病风险的目的，一般以片剂或胶囊剂等浓缩形态存在”。

按照目前监管体制，膳食营养补充剂包括普通食品、营养素补充剂和保健食品三种形态，与传统保健食品既有联系，也有明显的区别。截止2008年底，我国膳食营养补充剂产品数量达到25,000个，这些产品主要是以普通食品形态存在，取得营养素补充剂及保健食品批准证书的只占到产品总数的4%。

表 2. 膳食营养补充剂与传统保健食品的区别与联系

项目	膳食营养补充剂	传统保健食品
理论依据	以现代营养学和预防医学为理论基础，营养素摄入不足或营养失衡是导致各种慢性病和亚健康的重要原因	大部分是以中医理论为基础
原料	维生素、矿物质、动植物提取物	以药食同源的中草药或动植物提取物为主要原料
作用	解决营养素摄入不足和营养失衡所引发的问题，提高机体健康水平，降低疾病风险	针对某种症状进行机能调节，如帮助肥胖者减肥
适用人群	各种营养素缺乏的人群，如需要补充高叶酸的孕妇、需要补钙的儿童	针对有特定需求的人群设计，如便秘者、肥胖人群等
推广模式	以营养与健康观念教育为主，以品牌广告推广为辅	一般以产品概念和产品功效为基础，以功能性广告推广为主
代表企业品牌	安利“纽崔莱”、NBTY“自然之宝”、GNC“健安喜”、汤臣倍健、益生康健	太阳神、红桃 K
代表产品	蛋白质粉、多种维生素及矿物质、鱼油等	太阳神口服液、红桃 K 口服液

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

2.2 我国膳食营养补充剂行业潜力巨大

根据发达国家经验，当一个国家的人均GDP 达到1,500 至3,000 美元之间时，营养产业就会崛起。2008年，我国人均GDP跨越3,000美元达到了3,260美元，根据目前的发展速度，到2010年，人均GDP 超过10,000美元的大中城市将会接近20个，大约覆盖1亿人口。中国国民生活和消费的观念、方式正在快速升级，这对营养产业提出了新的要求，也提供了新的动力。

目前，我国营养产品的消费量大大低于世界平均水平，根据《中国营养产业发展报告(2006)》中的数据，2003 年中国人均营养产品的消费量是5.36美元，仅相当于美国的2.37%、欧洲的7.22%、为世界平均消费水平27.21 美元的1/5。随着我国社会经济水平的不断发展和居民可支配收入的不断提高，未来我国营养产业乃至膳食营养补充剂行业的发展空间巨大。

最后，世界卫生组织认为：决定健康的因素中有60%取决于生活方式，而只有8%取决于医疗手段。社会上存在轻视营养补充和自然疗法的现象，导致人们重疾病、轻健康，重治疗、轻预防，重药物、轻营养。从我国的情况来看，1999年我国居民个人卫生支出总额为2,473.10 亿元，到2007年已

经增长到5,098.70 亿元，增长了106%。未来，通过重预防、治未病以降低卫生医疗费用是我国发展的大趋势

表 3. 我国营养产品市场空间巨大

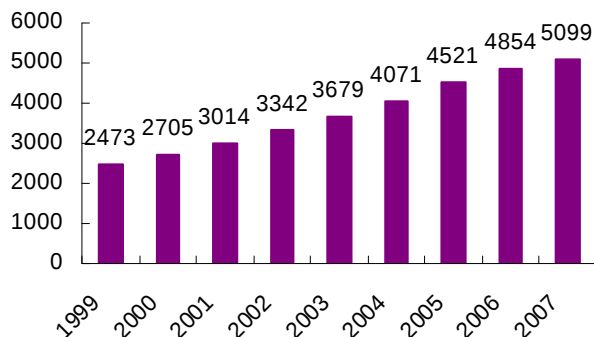
2003 年中国营养产品人均消费量与世界差距

国家及地区	人均消费量 (美元)	各国超过中国的倍数 (倍)
美国	225.75	41.12
欧洲	74.27	12.86
日本	248.44	45.35
加拿大	156.97	28.29
中国	5.36	0
全球平均	27.21	4.08

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 3. 我国居民个人卫生支出逐年增加

1999-2007 年居民个人卫生支出总额（亿元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

2.3 非直销市场规模增长迅速

我国膳食营养补充剂行业首先是依托直销巨头安利中国的力量开始起步。安利中国在市场早期阶段对消费者展开了大量的营养及健康知识、观念的普及教育，培养了产品消费需求。随后，非直销渠道开始逐步建立和成型，且其产品结构更加丰富，市场规模也快速扩大。

由于中国法律和市场的的原因，直销渠道与非直销渠道相互隔离，直销领域的企业与非直销领域的企业通常不产生正面的竞争。据中国保健协会市场工委的统计，截止2008年末我国膳食营养补充剂的市场份额在550亿元左右，非直销企业2008年市场份额已达到60亿元。

2003-2007 年期间，我国膳食营养补充剂非直销领域的市场规模增长迅速，平均增速达到了77.8%，2007年的市场容量达到了50亿元。2008年，在国际金融危机等诸多不利因素的影响下，我国膳食营养补充剂行业非直销领域市场规模达到60亿元，呈现出良好发展态势。根据行业协会的预测，未来膳食营养补充剂非直销领域的增速将在30%左右。

图 4. 非直销领域市场规模快速增长

非直销领域膳食营养补充剂市场规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书

表 4. 非直销领域膳食营养补充剂快速发展

2007-2008 年非直销领域膳食营养补充剂发展状况

项目	2007	2008	同比增长
市场规模（亿元）	50	60	20%
企业数量（余个）	300	330	10%
品牌数量（余个）	1000	1200	20%
产品数量（余个）	20000	25000	25%

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

3.0 公司竞争地位

3.1 公司市场定位

公司长期专注于膳食纤维补充剂非直销领域的拓展和销售，产品覆盖了蛋白质粉、多种维生素系列、牛初乳钙片、骨胶原高钙片、螺旋藻片、蜂胶软胶囊、角鲨烯软胶囊等八大类100多个品种。公司的主打品牌是“汤臣倍健”，另外还有针对细分市场的“十一坊”和“顶呱呱”两个品牌。2008年5月和2009年2月，公司产品分别荣获“国家奥林匹克体育中心运动员专用营养健康产品”称号和“公众营养发展中心营养健康倡导产品”称号。

公司是国内膳食营养补充剂行业非直销领域的领先企业，是行业内首批两家信用等级为AAA的企业之一。2008年，公司在中国膳食营养补充剂行业非直销领域的市场占有率达到了10%，市场占有率排名第一；截止2010年6月30日，公司是行业非直销领域拥有注册营养师数量较多的企业之一，公司拥有27个营养素补充剂及保健食品批准证书，是业内拥有该类批准证书较多的企业之一。

表 5. 膳食营养补充剂行业主要销售方式

渠道类别	优势	劣势	现状及成长性
传统渠道	固定资产投入少，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，容易遭受终端拦截	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，推介新品新牌灵活，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
品牌渠道	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，新品牌推介快	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：公司招股说明书，光大证券研究所

3.2 公司主要竞争对手

我国膳食营养补充剂的非直销领域市场竞争特点是充分竞争，但大多数企业规模较小。根据中国保健协会市场工委的统计：截止2008年底，非直销领域约有企业330家，市场零售额已达到60亿元，排前10名的企业合计销量占总销量的41.8%。其中本公司产品在2008年的零售额约为6亿元，市场份额约为10%，在非直销领域销售排名第一。

从整个行业来看，国内膳食营养补充剂的市场分为直销领域和非直销领域。在直销领域，美国的安利纽崔莱、如新等外资品牌已经占据大部分市场份额；在非直销领域当中，美国的NBTY、GNC、加拿大的杰美森也已进入中国。近年来，以公司、益生康健为代表的企业发展迅速，公司目前在非直销领域中占据先发优势，市场份额第一。

3.3 公司竞争优势

产品差异化优势

2004年，公司实际控制人及创业团队确定了“取自全球，健康全家”的品牌理念，充分考虑原料种植或饲养的环境因素，在全球范围内甄选高品质原料，提供更优质、更具特色的产品给消费者，实现产品的差异化。至今，数十种主要原料和辅料来自新西兰、挪威、德国、美国、法国、日本、泰国等十多个国家和地区。比如，天然维生素E源自德国，乳清蛋白粉源自新西兰，胶原蛋白、角鲨烯源自日本，针叶樱桃和蜂胶源自巴西。2009年度和2010年1-6月，公司从国外采购原料的比例分别达到50.32%和54.06%。

渠道优势

公司利用较强的渠道开拓能力和管理能力，不断加大公司传统销售渠道的广度和深度建设。截止2010年6月末，公司在全国拥有了240多家经销商（含区域经销商和直供终端），比2007年末增加了100%；产品销售终端数量在全国已达到了9,000多个，比2007年末增加了150%。近年来，公司经销商与公司一起快速成长，关系日趋稳定，经销商流失率低。公司与屈臣氏、沃尔玛、大润发、老百姓大药房、中联大药房等全国大型连锁零售机构建立了良好的合作关系，直供终端的金额不断提升。

表 6. 公司渠道发展情况

项目	2007	2008	2009
药店销售终端	3,415	5,223	6,800
商超销售终端	97	295	420
对单个经销商的平均年销售额（万元/年）	55.71	77.52	88.87
对单个销售终端的平均年销售额（万元/年）	1.90	2.57	2.84

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

经营模式优势

公司实际控制人及创业团队较早在国内零售市场引入专柜加营养顾问销售模式，通过培训营养顾问与建立专柜等形式相结合，向消费者推广全新的营养理念及产品，并取得了巨大的成功，也奠定了本行业非直销领域的基本推广模式之一。2009年，公司开始全面规范及实施连锁经营战略，截止2010年6月末，专卖公司产品的连锁经营店已有164家。通过连锁网络，公司不但销售产品，而且向顾客提供营养及膳食相关的检测和资讯，并对所在社区的顾客及其他零售网点提供支持性服务。

品牌优势

公司长远的品牌战略是不断强化品牌的核心竞争优势，以品牌为核心整合整个产业价值链。经过多年的培育和推广，公司“汤臣倍健”品牌正逐步由强势的渠道性品牌向知名的大众消费品牌过渡。2006年3月，公司启动品牌扩张战略，聘请奥运体操冠军刘璇作为“汤臣倍健”品牌的形象代言人，在全国重点城市进行全方位品牌形象广告投放。到2007年，公司“汤臣倍健”品牌已成为强势的渠道性品牌，取得了明显的品牌优势。2010年7月底，公司聘请姚明作为形象代言人，也是公司品牌提升战略的具体实施步骤之一，这为“汤臣倍健”品牌成为知名的大众消费品牌打下了坚实的基础，“汤臣倍健”品牌的知名度和美誉度将得到快速提升。

4.0 公司财务情况分析

4.1 公司财务稳健，偿债能力较强

报告期内，由于公司产品销售畅通，销售回款情况良好，且商业信用良好，能够向经销商取得较多的预收款项和向供应商取得一定的应付账款，现金流足以支撑公司目前规模较小时候的高速成长。所以，公司的资产负债率（合并）在报告期逐步下降，到2010年6月末为19.57%，处于相对较低水平，这说明公司财务稳健，公司面临的总体偿债压力较小。

从短期偿债能力指标来看，公司报告期内的流动比例和速动比例逐步增大，到2010年6月末的流动比率和速动比率分别达到3.58和2.67，均处于良好的水平，显示了公司具有较好的资产流动性和较强的短期偿债能力，公司不存在短期偿债风险。

表 7. 公司短期偿债能力主要指标

项目	2010年6月30日	2009年12月31日	2008年12月31日	2007年12月31日
流动比率	3.58	2.19	1.46	1.57
速动比率	2.67	1.39	0.97	0.91
资产负债率（合并）	19.57%	28.39%	45.24%	50.62%

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

4.2 公司应收账款回收速度快，存货周转较慢

公司 2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月的应收账款周转天数分别达到了 22.67 天、14.36 天、13.37 天和 13.55 天，总体上逐年减少。报告期内的应收账款周转率较高，反映了公司具有较强的销售回款能力以及对应收账款的良好管理和掌控能力。

公司 2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月的存货周转天数分别达到了 107.70 天、102.48 天、120.27 天和 104.97 天。主要原因为：一是公司产品品种和原辅材料品种数量均较多，加之部分进口原材采购周期较长、生产过程中不同品种需停机换料、严格的食品检验需时较长等综合因素，公司产品从原辅材料采购至成品入库大约需 60 天时间。二是，为保证生产和销售的连续性，公司通常需 1-1.5 个月的安全库存量。三是，公司通常在每年末为来年春节期间的销售旺季及大型推广活动加大备货量。

表 8. 公司营运能力主要指标

项目	2010 年 6 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
应收账款周转天数（天）	13.55	13.37	14.36	22.67
存货周转天数（天）	104.97	120.27	102.48	107.70

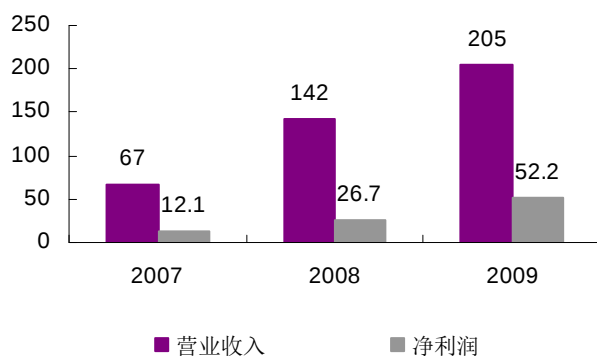
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

4.3 公司盈利能力较强

2007 年度、2008 年度和 2009 年度，公司分别实现营业收入 0.67 亿元、1.42 亿元和 2.05 亿元，三年营业收入的平均增长率为 78.46%。同时，公司三年分别实现净利润 1,212 万元、2,671 万元和 5,217 万元，净利润的平均增长率为 107.79%。报告期内，公司的营业收入主要包括主营业务收入和其他业务收入。其中，公司的主营业务收入均来自于膳食营养补充剂销售和连锁店的品牌使用及管理费收入。

图 5. 公司盈利能力较强

2007 年-2009 年公司营业收入、净利润（百万元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

表 9. 公司三大品牌成长性较强

2007-2009 年公司三大品牌营业收入（百万元）与增长率（%）

品牌	2009		2008		2007
	收入	增长率	收入	增长率	收入
汤臣倍健	168	43%	118	117.60%	54
十一坊	22	56%	14	95.70%	7
顶呱呱	8.1	93%	4.2	126.46%	1.9

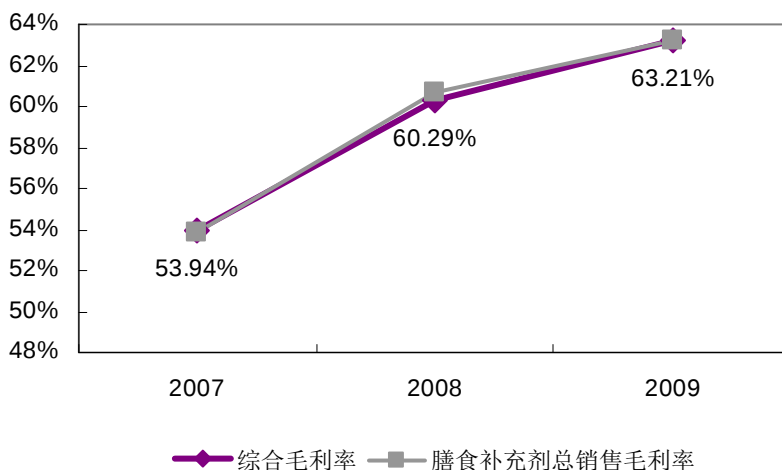
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

4.4 公司综合毛利率呈不断增长趋势

公司近三年销售毛利率分别为 54%、60%、63%，增长率为 6.4%和 2.9% 呈不断增长趋势，整体高于同行业其他上市公司。其中 2009 年受金融危机影响，增速有所放缓，但 2010 年上半年毛利率仍保持在 63.3%的高位。

图 6. 公司综合整体毛利率稳步提高

公司近三年综合毛利率水平（%）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

5.0 募集资金项目分析

公司本次拟向公众公开发行人民币普通股不超过 1,368 万股，占发行后总股本的 25%，募集资金总额将根据询价结果最终确定。本次募集资金将投资于生产车间新建项目、营销网络优化技术改造项目、信息系统技术改造项目。

表 10. 募集资金项目（万元）

项目名称	建设期	全部投资回收期	拟投资额
生产车间新建项目	1.5 年	3.9 年	13,902 万
营销网络优化技术改造项目	3 年	4.4 年	8,320 万
信息系统技术改造项目	3 年	-	1,866 万

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

6.0 盈利预测与估值

预计 2010-2012 年公司实现营业收入 3.39 亿元、5.15 亿元、7.47 亿元，实现净利润为 9000 万元、1.4 亿元、2.11 亿元，同比增长 72.6%、56.0%、50.4%，EPS 分别为 1.65 元、2.57 元、3.86 元。我们按照公司 2011 年业绩 53-55 倍的市盈率估价，汤臣倍健的上市合理定价在每股 136-141 元之间。

7.0 风险提示

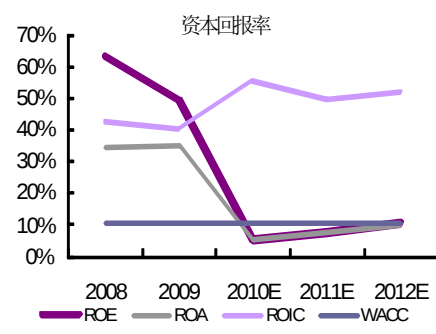
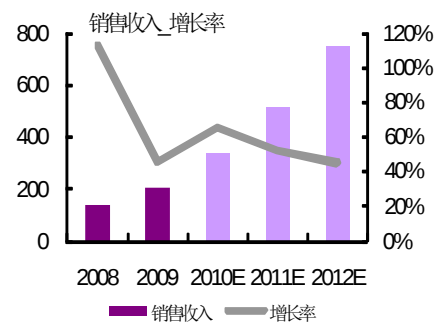
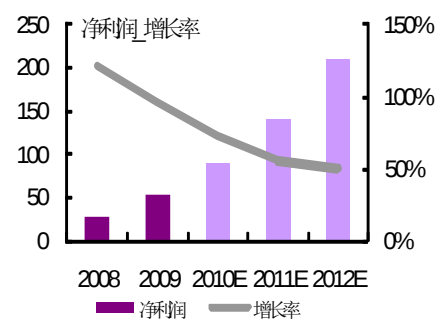
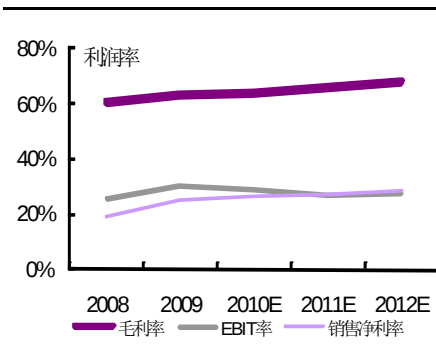
经销商风险

公司的区域经销商均为独立经营的企业，与本公司无关联关系。但如果上述经销商在销售本公司产品过程中违反了有关法律、法规，虽然法律责任由经销商承担，但仍有可能给本公司的品牌及声誉带来负面影响。同时，公司的直供终端合作商大多为全国甚至全球性连锁企业，上述连锁企业规模越来越大，存在其借助渠道优势挤压公司经营利润的风险。最后，上述连锁企业也可能在未来发展膳食营养补充剂的自有品牌，从而对本公司的产品造成不利影响。

募集资金投向风险

本次募集资金投资项目中生产车间新建项目正式投产后，各剂型的生产能力将大幅提升，与 2009 年底的生产能力相比的平均提升幅度在 280% 左右，各剂型产品的产量将迅速扩大。虽然公司在报告期内产能利用率已经饱和，且由于生产能力的限制，不得不将部分产品外协加工。同时，公司在行业内具有较高的品牌知名度和拥有稳定的销售渠道，近三年营业收入增长迅速，年平均增长率达到了 78.46%。但项目建成后能否顺利消化新增产能和实现销售目标，仍存在一定的不确定性。因此，公司面临产能扩张后的市场销售风险。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	142	205	339	515	747
营业成本	56	76	122	175	240
折旧和摊销	1	4	5	7	11
营业税费	1	2	3	6	8
销售费用	30	46	82	144	217
管理费用	18	20	34	51	74
财务费用	0	0	-9	-27	-45
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	0
营业利润	35	61	106	165	251
利润总额	34	61	106	165	251
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	26.71	52.17	89.99	140.52	211.26

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	77	149	1,754	1,916	2,158
流动资产	51	92	1,691	1,809	2,010
货币资金	21	41	1,638	1,733	1,908
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	8	8	16	24	35
应收票据	0	0	0	1	1
其他应收款	1	1	4	6	8
存货	17	33	16	21	25
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	20	46	49	82	113
无形资产	2	3	3	3	2
总负债	35	42	52	74	104
无息负债	26	30	52	74	104
有息负债	9	12	0	0	0
股东权益	42	107	1,702	1,842	2,054
股本	30	41	55	55	55
公积金	12	18	1,519	1,528	1,528
未分配利润	0	48	129	260	471
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	25	42	107	120	181
净利润	27	52	90	141	211
折旧摊销	1	4	5	7	11
净营运资金增加	19	33	13	45	55
其他	-22	-47	-2	-73	-96
投资活动产生现金流	-21	-32	-11	-52	-52
净资本支出	15	32	11	52	52
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-36	-64	-23	-104	-103
融资活动现金流	9	10	1,502	27	45
股本变化	29	11	14	0	0
债务净变化	9	3	-12	0	0
无息负债变化	3	5	22	22	30
净现金流	14	20	1,597	95	174

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	112.20%	44.72%	65.00%	52.00%	45.00%
净利润增长率	120.22%	95.37%	72.48%	56.15%	50.35%
EBITDA 增长率	103.28%	74.56%	56.36%	42.87%	49.23%
EBIT 增长率	103.48%	69.56%	57.62%	42.79%	49.06%
估值指标					
PE	225	115	67	43	28
PB	142	56	4	3	3
EV/EBITDA	89	69	44	30	20
EV/EBIT	92	74	46	32	21
EV/NOPLAT	118	87	54	37	25
EV/Sales	23	22	13	9	6
EV/IC	51	35	30	19	13
盈利能力 (%)					
毛利率	60.29%	63.21%	64.00%	66.00%	67.80%
EBITDA 率	26.39%	31.83%	30.16%	28.35%	29.18%
EBIT 率	25.58%	29.97%	28.63%	26.90%	27.65%
税前净利润率	24.30%	29.89%	31.25%	32.11%	33.69%
税后净利润率 (归属母公司)	18.83%	25.41%	26.57%	27.29%	28.30%
ROA	34.59%	34.91%	5.13%	7.33%	9.79%
ROE (归属母公司) (摊薄)	63.17%	48.76%	5.29%	7.63%	10.29%
经营性 ROIC	42.82%	40.49%	55.52%	49.54%	52.15%
偿债能力					
流动比率	1.46	2.19	32.61	24.45	19.29
速动比率	96.88%	139.50%	3228.91%	2416.19%	1904.61%
归属母公司权益/有息债务	4.70	8.92	-	-	-
有形资产/有息债务	7.84	11.52	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.49	0.95	1.65	2.57	3.86
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.46	0.77	1.95	2.20	3.31
每股自由现金流(FCFF)	-0.10	-0.16	1.17	0.53	1.45
每股净资产	0.77	1.96	31.12	33.69	37.56
每股销售收入	2.59	3.75	6.19	9.42	13.65

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

姚杰，澳大利亚 VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年 9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。