

2011-05-30

医药生物

汤臣倍健 300146.SZ



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

维持

买入

当前价格	45.70 元
目标价格	72.50 元
目标期限	6 个月

分析师:

姚杰(执业证书编号: S0930510120006)

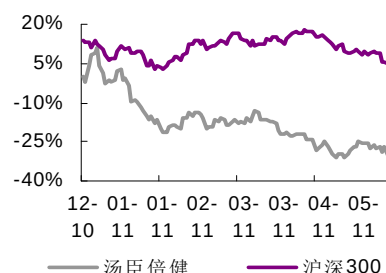
021-22169153

yaoj@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	109
总市值(百万元)	5,017
流通比例(%)	25.02%
12 个月最高/最低(元)	165.65/45.01
近 3 月日均成交量(百万股)	0.29
主要股东	梁允超

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.86	-16.91	0.00
绝对收益	-10.05	-24.24	0.00

相关报告:

演绎膳食营养补充王者的故事

◇ 报告起因: 公司深度研究

◇ 潜在催化因素: 业绩超预期、成长性得到验证

◆不是“三株”，更不是“脑白金”，认识偏差是最好的投资机会：

三株口服液、太阳神“神话”让市场形成了普遍共识：保健品成长可持续性不强，往往是昙花一现。但是我们认为：西方膳食营养补充剂以西方营养学基础为理论，在国外已经非常普及（类似于中国传统中医保健）。安利在中国做了十多年市场教育，国内消费者已经普遍接受膳食营养补充剂。国内膳食营养补充剂市场具有可持续性发展的基础。预计到 2020 年，国内膳食营养补充剂市场将超过 1,600 亿元。

◆为什么“汤臣倍健”是最终的王者：渠道变革机遇+前瞻性战略

我们的逻辑是：①国内膳食营养补充剂认知度已经相当普及，传统渠道购买更符合消费者购买习惯。预计到 2015 年，传统渠道销售占比由目前的 15%提升到 33%，2020 年超过 56%，非直销龙头汤臣倍健是最受益的公司。②公司品牌和渠道战略非常具有前瞻性：战略性签约姚明、快速终端扩张、布局连锁营养中心、建立原料专供基地。公司在传统渠道竞争中先发优势明显，已经显露王者之相。③年轻、睿智、有激情的管理团队。我们预计 2015 年，公司在传统渠道市场占有率由目前的 14%提升到 28%，整体市场占有率接近 10%。更长期看，汤臣倍健将有可能超越安利（中国），成为国内膳食营养补充剂第一品牌。

◆兼具医药长期增长+消费品品牌成长：给予“买入”评级

我们预计膳食营养补充剂非直销渠道 CAGR30%，公司品牌和渠道扩张提速，2011-2013 年公司药店和商超终端分别达到 1.8、2.3、2.8 万家，2013 年连锁专卖店超过 1000 家。2011-13 年 eps 分别为 1.45、2.27、3.36 元，未来三年复合增长率 59%。以公司 2011 年业绩 45-50xPE 估值，我们给予公司 6 个月目标价格 65.30-72.50 元（目标涨幅 42%-58%），给予公司“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	205	346	559	865	1,264
营业收入增长率	44.72%	68.58%	61.51%	54.69%	46.19%
净利润（百万元）	52	92	159	248	367
净利润增长率	95.37%	76.54%	72.50%	55.94%	48.14%
EPS（元）	0.48	0.84	1.45	2.27	3.36
ROE（归属母公司） （摊薄）	48.76%	5.67%	9.19%	12.85%	16.52%
P/E	96	54	32	20	14
P/B	47	3	3	3	2
EV/EBITDA	31	13	25	16	11

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。

投资摘要

投资逻辑：三株口服液、太阳神等保健品“神话”让市场形成了普遍共识：保健品成长可持续性不强，往往是昙花一现。但是我们的研究表明：传统科学保健理念，品牌和渠道优势依然可以造就安利“纽崔莱”、东阿阿胶的成功案例。

认识偏差也就是我们最好的投资机会：西方膳食营养补充剂以西方营养学基础为理论，在国外已经非常普及（类似于中国传统中医保健）。安利在中国做了十多年市场教育，国内消费者已经普遍接受膳食营养补充剂，消费者购买自己服用居多。这种发展模式和我们概念中的三株口服液、脑白金有很大的区别。我们认为国内膳食营养补充剂市场具有可持续性发展的基础。预计到2020年，国内膳食营养补充剂市场将超过1,600亿元。

中国膳食营养补充剂市场是块诱人的蛋糕，那么谁会成为这个行业的王者呢？我们答案是肯定的：**汤臣倍健**。但是，公司目前零售终端销售额不超过15亿元，市场份额不到3%，为什么会是汤臣倍健呢？

我们的逻辑是：①国内膳食营养补充剂认知度已经相当普及，传统渠道购买更符合消费者购买习惯。预计到2015年，传统渠道销售占比由目前的15%提升到33%，2020年超过56%，非直销龙头汤臣倍健是最受益的公司。②公司品牌和渠道战略非常具有前瞻性：战略性签约姚明、快速终端扩张、布局连锁营养中心、建立原料专供基地。公司在传统渠道竞争中先发优势明显，已经显露王者之相。③年轻、睿智、有激情的管理团队。公司治理和经营决策：小公司，却有大企业的范。我们预计2015年，公司在传统渠道市场占有率由目前的14%提升到28%，整体市场占有率接近10%。更长期看，汤臣倍健将有可能超越安利（中国），成为国内膳食营养补充剂第一品牌。

核心假设：膳食营养补充剂非直销渠道 CAGR30%，公司品牌和渠道扩张提速，2011-2013 年公司药店和商超终端分别达到 1.8、2.3、2.8 万家，2013 年连锁营养中心超过 1000 家。公司品牌溢价能力提高，可以使用提价方式保持产品毛利水平，我们预计未来三年公司毛利水平稳中有升。

估值和预测：高成长品牌代表，给予“买入”评级，目标价格 72.50 元

我们认为公司成长的故事还只是个开始，膳食营养补充剂广阔市场空间，以及前瞻性的商业模式，公司将演绎成为膳食营养补充高成长品牌代表。如果说安利是国内膳食营养补充剂的缔造者，那么汤臣倍健将成为最终的王者。

我们预计公司 2011-13 年收入分别为 5.59、8.65、12.64 亿元，三年 CAGR55%。2011-13 年 eps 分别为 1.45、2.27、3.36 元，未来三年 CAGR59%。以公司 2011 年业绩 45-50xPE 估值，我们给予公司 6 个月目标价格 65.30-72.50 元（目标涨幅 42%-58%），给予公司“买入”评级。

上涨催化剂：业绩超预期，成长性得到验证

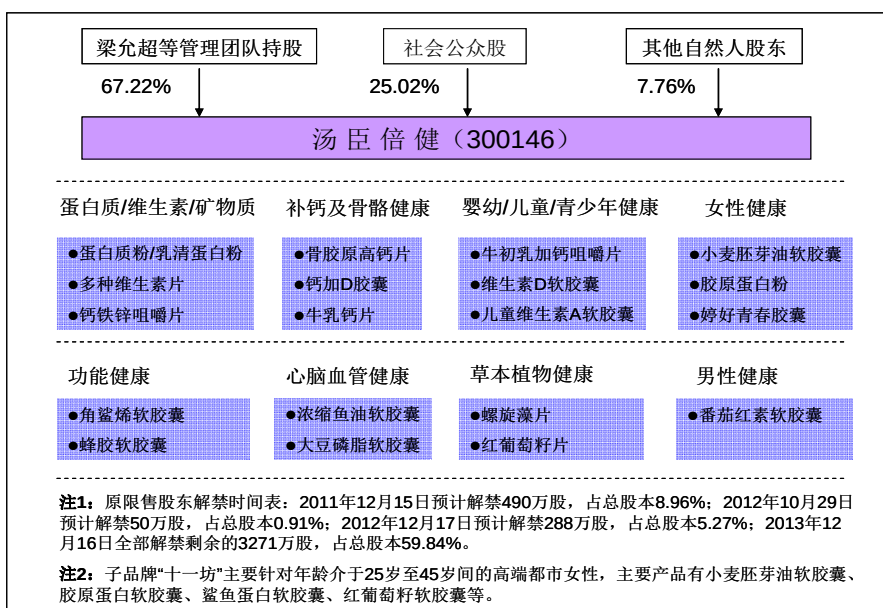
风险提示：行业负面报道、经销商违规风险、原材料价格上涨风险

1.0 膳食营养补充剂龙头：成长只是刚刚开始

汤臣倍健是国内膳食营养补充剂非直销领域的领先企业，主要产品有蛋白质粉、多种维生素系列、鱼油、蜂胶等。2010年，公司在国内膳食营养补充剂非直销市场占有率排名第一（市场占有率约14%）。国内膳食营养补充剂始于1998年安利“纽崔莱”进入中国。2002年，公司开始涉足膳食营养补充剂领域。2004年公司开始执行产品差异化战略：做“汤臣倍健”品牌，从而形成渠道和品牌双轮驱动发展模式。

2006年，公司邀请体育明星刘璇成为品牌形象代言人。2007年底，推出五年品牌提升计划，每年投入销售收入10%做品牌推广。2010年7月底，公司战略性携手姚明代言品牌，“汤臣倍健”品牌影响力大幅提高。

图表 1. 公司股权和产品结构



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图表 2. 2006 年世界体操冠军刘璇代言汤臣倍健



资料来源：光大证券研究所

图表 3. 2010 年体育明星姚明代言汤臣倍健



资料来源：光大证券研究所

受益于国内膳食营养补充剂需求快速增长，以及渠道+品牌双轮驱动，2010年公司销售收入达到3.4亿元，净利润9210万元。公司过去三年收入和净利润（2007-2010年）复合年均增长率分别达到了72%和97%，显示出很高的成长性。

我们需要指出的是：公司成长的故事还只是个开始，膳食营养补充剂广阔市场空间，前瞻性的商业模式，公司将演绎成为膳食营养补充剂高成长品牌代表。如果说安利是国内膳食营养补充剂的缔造者，那么汤臣倍健将有可能成为最终的王者。

图表 4. 公司膳食营养补充剂产品线丰富

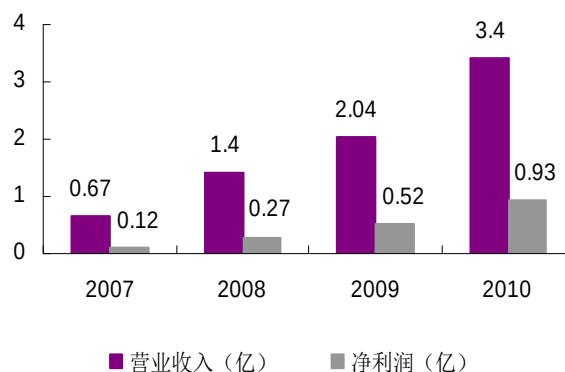
公司膳食营养补充剂主要产品系列



资料来源：光大证券研究所

图表 5. 公司业绩逐年大幅提升, 成长性凸显

2007-2010 汤臣倍健营业收入及净利润统计（亿元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

公司治理和决策：小企业，但是有大企业的范：董事长梁允超以及管理团队合计持股67%，管理层对于做大公司有很高的积极性和信心。在经营决策上，董事长主要负责公司战略方向，具体经营由总经理汤晖负责。董事长虽然在股权上超过60%，但是公司采取管理层集体决策制度，充分发挥团队协作能力，这种制度在民营企业中尤其难能可贵。我们对公司的治理结构和经营决策制度表示充分认可。

图表6. 公司大事记

年份	事件
2002	汤臣倍健膳食营养补充剂上市，引入专柜加营养顾问的销售模式。
2004	公司确定“取自全球，健康全家”的品牌理念，启动全球采购战略，在全球范围内精选最合适的原料 “汤臣倍健”迅速跃居中国膳食营养补充剂非直销市场占有率第一，销售额第一
2006	3月，世界冠军刘璇成为汤臣倍健的形象代言人 汤臣倍健连续多年稳居中国营养补充剂市场零售终端第一品牌，并成为行业的标杆 开始五年品牌提升计划，每年投入销售收入的10%作为广告和品牌推广。
2008	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 在珠海投资兴建大型现代化生产基地，同年通过国家食品药品监督管理局 GMP 认证
2010	8月，正式与国际篮球巨星姚明签约，向大众知名品牌转型迈出关键一步 12月，公司在创业板上市，融资14亿元，开始新的成长故事

资料来源：公司网站

2.0 寻找可持续性成长标的

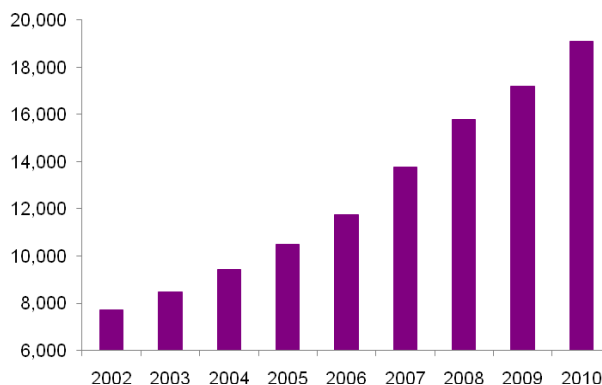
2.1 朝阳产业VS“昙花一现”的悖论

毋庸置疑，营养保健行业是一个朝阳产业，全球超过数千亿美元市场。在美国85%的国民食用膳食营养补充剂，有三分之一的人愿意采用天然食品疗法维持身体健康，有68%的人选择以各种自主形式包括服用营养食品来预防感冒（资料来源：《中国营养产业发展报告（2006）》）。

随着国内人口老龄化、保健意识增强、收入水平提高，中国营养保健品市场发展空间广阔。国际经验表明人均收入达到1,000 美元是消费升级阶段。2010年，我国城镇居民人均可支配收入接近3,000 美元，从经济上已经具备了从吃“饱”向吃“好”升级的条件。

图表 7. 城镇居民年人均可支配收入接近 3000 美元

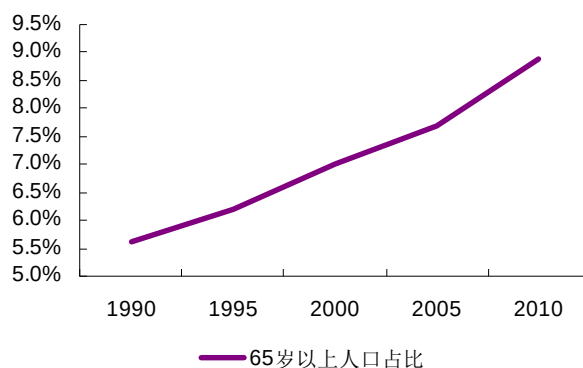
2002-2010 年城镇居民年人均可支配收入情况（元）



资料来源：光大证券研究所

图表 8. 人口老龄化加速，助推保健品市场发展

1990-2010 年超过 65 岁人口占比统计

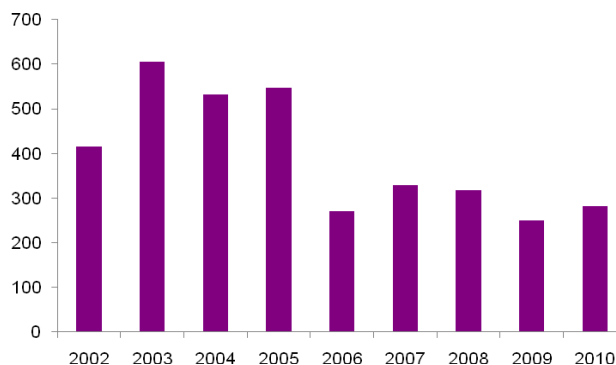


资料来源：卫生统计年鉴、光大证券研究所

但是提到保健品，人们很容易联想到脑白金，三株口服液等。市场普遍的共识是：保健品成长可持续性不强，往往是红火几年时间就没落了，犹如流星划过。国内上市公司以太太药业起家的健康元（600380.SZ）也已经转型发展，交大昂立（600530.SZ）多年来产品老化，缺乏亮点。

图表 9. 健康元保健品业务难现当年辉煌

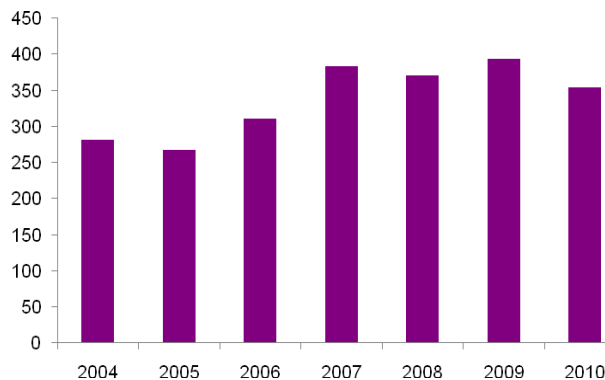
2002-2010 年健康元保健品收入情况（百万元）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图表 10. 交大昂立保健品业务徘徊不前

2004-2010 年交大昂立保健品收入情况（百万元）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

2.2 传统科学保健理念+品牌和渠道优势

我们的研究正是对市场共识的一个修正（市场再认识的过程）。一个公认的朝阳产业，如何才能找到可持续性发展的企业或产品。我们研究了保健品行业中最经典的成功案例：安利“纽崔莱”和东阿阿胶。研究表明：传统的科学保健理念，品牌和渠道优势是保健品可持续性发展的基础。

2.2.1 安利“纽崔莱”在中国的奇迹

西方膳食营养理念+高品质+直销渠道：在中国保健品行业的发展史上，安利无疑具有里程碑的意义。1998年，全球最大的直销公司安利把“纽崔莱”引入中国，国内消费者第一次接触到了西方膳食营养保健理念：膳食营养补充剂。

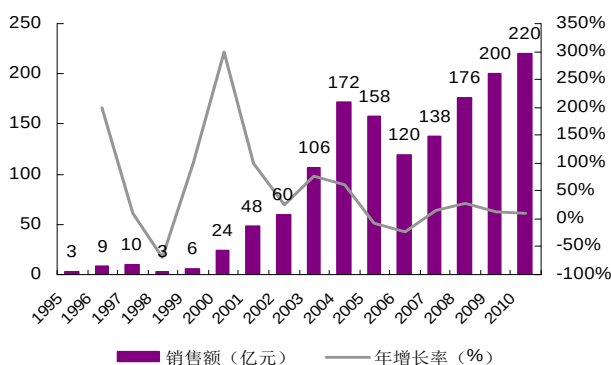
1995-1998年，中国保健品市场刚经历了一轮低迷期。安利以科学的西方膳食营养保健理念、高品质的产品，通过直销渠道口碑相传，其销售规模迅速做大。2001年，安利开始探索“纽崔莱”品牌建设之路，邀请“跳水皇后”伏明霞担任品牌代言人，并推出首个以“有健康，才有将来”为主题的形象广告，当年安利（中国）销售收入达到48亿元（备注：“纽崔莱”系列约占50%）。

之后，田亮、易建联、刘翔、鲍威尔、罗纳尔迪尼奥等体坛巨星相继加入代言。2008年，在北京奥运会上勇夺9枚金牌的中国体操“梦之队”成为“纽崔莱”代言团队，“纽崔莱”产品成为中国体操队的专用产品。众多明星代言，使“纽崔莱”营养健康理念得到广泛传播。

2010年安利（中国）销售收入到达220亿元（按“纽崔莱”系列占比50%折算，“纽崔莱”系列膳食营养补充剂销售超过100亿元）。安利“纽崔莱”已经成为中国保健品市场的领导品牌，市场占有率和消费者渗透率排名第一。

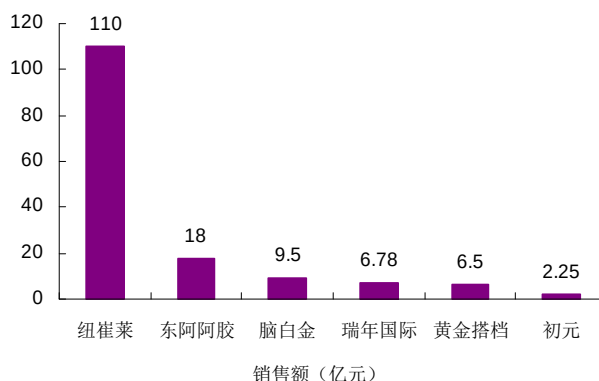
图表 11. 安利（中国）销售规模快速增长

1995-2010 年安利（中国）销售额统计（亿元）



图表 12. 安利“纽崔莱”在中国的奇迹

国内主要保健品销售收入统计（亿元）



资料来源：光大证券研究所

资料来源：公司年报、光大证券研究所

备注：脑白金、黄金搭档、瑞年国际营养保健品业务数据为 2009 年统计，以上产品数据部分是出厂价格数据，安利基本以零售价格计算，同比会有误差，但是从量级观察，安利“纽崔莱”确实是遥遥领先。

2.2.2 中药补血的千年经典---东阿阿胶

传统中医理论+品牌优势：如果说安利是西方营养保健品在中国经典案例，那阿胶就是传统中医保健的代表。阿胶为传统中医理论中的补血佳品，最早在东汉《神农本草经》中就有记载。阿胶补血中医传统保健理念成为阿胶市场经久不衰的根本原因。

国内阿胶市场第一品牌，东阿阿胶（000423.SZ）数据显示：2000年，公司阿胶系列销售仅为3.43亿元，2010年销售已经突破18亿元，增长了524%。东阿阿胶已经占据国内90%以上的市场份额，成为阿胶的代名词。

图表 13. 安利（中国）膳食营养补充剂品类齐全

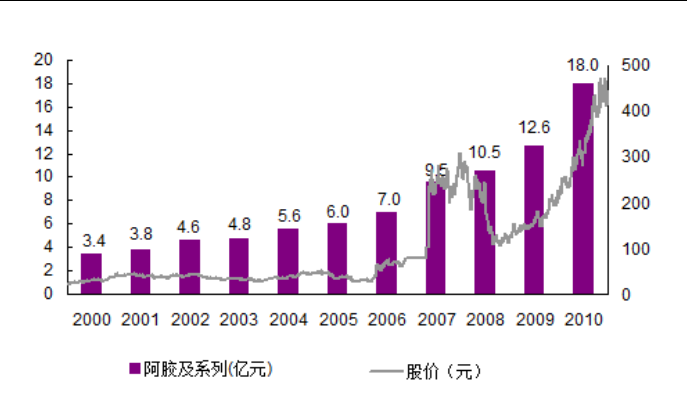
安利（中国）“纽崔莱”产品系列

类别	主要产品
营养补充食品	小麦胚芽油营养胶囊、天然B族维生素片、维生素C片、果蔬纤维素嚼片、钙镁片、铁质叶酸片、纽崔莱多种营养片、儿童钙镁片、儿童铁质片
功能性保健食品	纽崔莱倍立健续量装、蛋白质粉、蛋白饮品（水果口味儿童型）、薄荷香蒜片、天然类胡萝卜素胶囊、越橘益视胶囊、松果菊健体片、茶族软胶囊、银杏健忆胶囊、深海鲑鱼油胶囊
儿童高蛋白饮品	儿童高蛋白饮品（巧克力味、草莓味）

资料来源：安利公司网站，光大证券研究所

图表 14. 阿胶补血经典，长期成长性得到检验

2000-2010 年东阿阿胶阿胶系列产品销售额（亿元）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

3.0 膳食营养补充可持续发展，空间广阔

3.1 国内膳食营养补充剂认知度普及

当前国内保健品市场大致可以分为两类，一类为以中医为理论基础的傳統保健品，另一类是西医膳食营养学指导下的营养保健品。中国传统的中医理论有着五千年的历史传承，阿胶、人参、冬虫夏草等早已成为保健佳品。

西方膳食营养学理念从1998年安利“纽崔莱”进入中国开始，至今已有十多年的市场教育。国内消费者已经普遍接受西方膳食营养理念。非常草根的证据：日常补充维生素增强免疫力、补钙有助生长发育，老年人服用鱼油和卵磷脂有助于降低心脑血管疾病等已经广为大众所接受。

西方膳食营养学有扎实的理论基础，有着国外长期使用历史，其原料相对单一，作用机理明确，因此很容易得到消费者的认同。从安利在中国的成长也反映了国内消费者对于西方膳食营养健康理念的认同。

3.2 自我服用需求有别送礼市场，可持续性较强

中国保健品市场最大的特色就是：保健品消费需求很大一块是在送礼市场。相对自我服用市场来说，送礼市场更注重品牌营销和渠道开拓，销售一般以商场超市为主，包装精致，价格较高。国内最经典的案例就是史玉柱打造的“脑白金”神话。

90年代以来，脑白金、三株口服液、红桃K等大都走品种二次开发路线，通过广告轰炸走送礼市场，短期内创造一个销售神话，之后却往往是昙花一现。究其原因：首先，二次开发品种，理论基础往往不扎实，随着人们认知程度提高，认同度下降。其次，高密度的商业广告也会给消费者带来审美疲劳，产品生命周期变短。最后，部分企业利益短期化，过渡宣传产品功效，误导消费者的负面影响不断。

图表 15. 中西方传统科学理念和自我服用需求具备可持续发展基础

国内保健品细分市场特征

	自我服用市场	送礼市场
传统中医理论为基础	市场特征：产品以药食同源的中草药或动植物提取物为主，原料单一。根据中医理论调理补虚，宣传上以质量功效为特点。五千年文化传承使消费者具有良好的理论认同。注重消费者口碑，渠道以药店为主。 代表产品：阿胶、西洋参、鹿茸、燕窝、冬虫夏草	市场特征：产品在中草药原料的基础上形成二次配方，针对特定症状进行机能调节，宣传上以产品概念和功效为主，注重品牌和销售渠道，走商场超市渠道较多，包装精致，价格较高。 代表产品：红桃K口服液、太阳神口服液、太太口服液、碧生源减肥茶
西方膳食营养学为基础	市场特征：以现代营养学和预防医学为理论基础，缓解和改善营养素摄入不足和亚健康，原料品种单一，同质化水平高，以蛋白质粉、维生素、矿物质、鱼油为主，提高机体免疫水平，品牌和渠道是企业的核心竞争力，消费者普遍教育程度较高，理念推广需要市场培育的过程。 代表产品：安利“纽崔莱”、汤臣倍健、NBTY、GNC、钙尔奇D、善存片、金施尔康、21世纪金维他	市场特征：以西医保健理论为主，帮助改善机体某一特定功能，同一产品中富含多种营养成分，注重品牌宣传，渠道以商场超市为主，广告力度大，包装精致，价格偏高。 代表产品：脑白金、昂立多邦、瑞年国际、黄金搭档

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

自我服用需求有别送礼市场，其可持续性较强：阿胶补血具有五千年传统中医基础，消费者往往是自己购买，经常服用。西方膳食营养补充剂以西方营养学基础为理论，在国外已经非常普及。安利在中国做了十多年的市场教育，国内消费者已经逐步接受膳食营养补充剂保健理念，消费者购买自己服用居多。我们认为国内膳食营养补充剂市场发展必然是可持续性的。这种发展模式和我们概念中的脑白金、三株口服液有很大的区别（这也就是目前投资者最大的认识偏差）。

3.3 预计国内膳食营养补充剂市场规模超1,600亿元

膳食营养补充剂：以现代营养学和预防医学为理论基础，缓解和改善营养素摄入不足和亚健康，以维生素、矿物质、以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，一般以片剂和胶囊等浓缩形态存在。

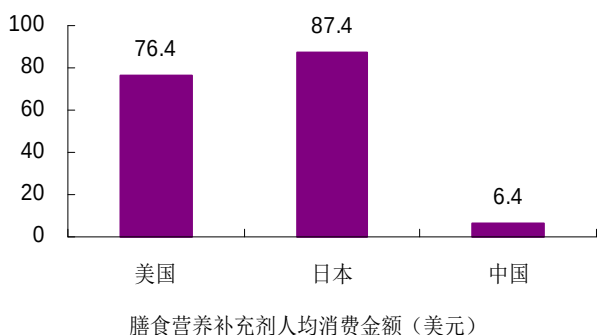
根据世界营养产业专业研究机构NBJ的报告，整个营养产业分为四部分：膳食营养补充剂、功能食品、天然/有机食品、天然/有机个人护理产品。2006年，全球营养产业总体规模已达2,283亿美元，其中膳食营养补充剂的市场规模超过680亿美元（资料来源：《中国营养产业发展报告（2006）》）。

美国、日本、西欧三大市场占有全球约70%的市场。美国是全球膳食营养补充剂最大的消费国，2006年市场规模已达约230亿美元。日本仅次于美国，2006年市场规模约为111亿美元。在美国和日本有三分之二的消费者有消费膳食营养补充剂的习惯。

发达国家由于市场成熟度高，膳食营养补充剂的市场已趋于饱和，年均增长仅为个位数。而发展中国家市场由于渗透率低，市场增长潜力较高。中国人口基数大，人均可支配收入逐年增多，再加上健康意识增强，未来必将成为最有发展潜力的市场。据中国保健协会市场工委的统计：2008年，我国膳食营养补充剂的市场规模在550亿元左右。**保守估计：如果未来渗透率到50%，按人均年消费250元计算，中国膳食营养补充剂市场将超过1,600亿元人民币。**

图表 16. 中国人均消费金额远低于国外水平

美国、日本、中国膳食营养补充剂人均消费金额对比（美元）

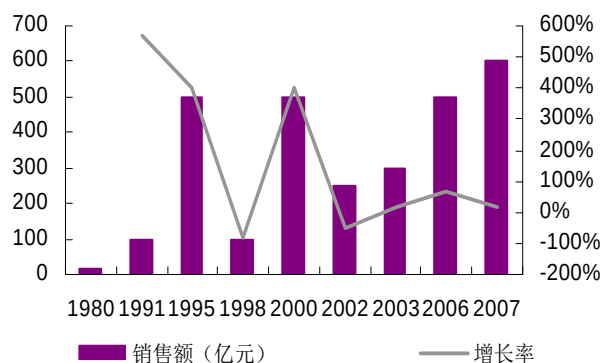


资料来源：光大证券研究所

备注：美国、日本人均消费额数据为2006年统计，中国人均消费额数据为2008年统计。

图表 17. 历经大起大落后，进入稳定增长轨道

1980-2007年国内保健品行业销售额（亿元）和增长率（%）



资料来源：光大证券研究所

3.4 附录：国内保健品行业发展历史

我国拥有上下五千年的历史，养生保健作为传统文化的一个重要方面同样源远流长。中医理论涉及到很多调理身体机能、保持机体平衡的方法，我国古代宗教也对养生之道有过颇为深入的研究。然而，保健品作为一个产业在我国兴起还是在改革开放以后。

上世纪 80 年代初期人参、蜂王浆起步：20 世纪 80 年代起，保健品第一次进入公众视野。当时的保健品只有人参类蜂王浆补品，只有补药的概念。而且，凡是保健品公司生产的具有协助身体机能恢复的产品都被笼统地称为保健品，没有保健食品和药品之分。当时保健品行业处在起步阶段，无论是企业自身的技术、管理水平还是消费者的认知度，都处在一个很低的位置。市场大约有 100 家左右的保健品生产经营企业，年产值大约在 16 亿元人民币左右。

1989-1995 年快速膨胀，创造“三株”神话：随着改革开放的深入，人民生活水平显著提高，开始更加注重生活质量。养生保健的理念开始在城市流行，个人保健、人际交往等领域都需要购买各式保健品。1989 年，太阳神集团成为国内保健品行业金矿一个开发者，推出生物健口服液与太阳神猴头菇口服液两大拳头产品，短短 5 年时间（1989 年-1993 年），太阳神产值从 4300 万扩张到 13 亿元。其成长性足以和所有高科技企业比肩。其后，飞龙集团的飞燕减肥茶、巨人集团的脑黄金、三株集团、红桃 k 集团、太太药业等“你方唱罢我登场”，推动了保健品行业全面繁荣。鼎盛时期国内保健品生产企业多达 6000 多家、产品 2.8 万种、年销售额 500 多亿元，保健品市场几乎成了中国最庞大的市场。据国家工商局统计，1994 年保健品广告占据了所有电视广告的 18%。1996 年，三株口服液的巨大成功，年销售高达 80 亿元，把这场盛宴推向了高潮。

1995-1998 年政策暴风雨袭来，全行业低迷：保健品行业整体高速发展难免导致企业良莠不齐、恶性竞争、虚假宣传等问题。1995 年下半年，卫生部对 212 种口服液进行质量抽查，结果合格率仅为 30%，引起公众巨大震惊。保健品行业随即走向低谷。这一期间，大量企业生产萎缩，众多民营企业因财务危机相继倒闭。为了规范保健品市场的运行，1996 年 3 月，国家卫生部颁布《保健品管理办法》，1997 年 5 月 1 日，国家技术监督局实施《保健(功能)食品通用标准》。这些法律法规旨在整顿清理混乱的保健品市场，提高保健品企业的进入门槛和技术要求。面对新的体制，很多保健品企业缺乏充分的心理准备和管理能力，致使产品开发、销售大受影响。其后，中华鳖精丑闻、三株口服液的“常德事件”、“恒寿堂金枪鱼油胶丸”擅改批文引发的诉讼等，使保健品出现空前的信任危机，市场严重萧条。在这段漫长的低谷期中，企业数量和销售额大幅缩水，仅剩下 1000 家左右厂家和 100 多亿元的年产值。其中 60%左右的是中小型企业。

脑白金引领复苏、“纽崔莱”进入中国市场：市场的竞争和政策的完善，淘汰了一大批质量技术不过关、营销手段缺乏的企业。“千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金”，1998 年起，生存下来的企业逐渐走出低谷，同时中国经济的高速发展也带动了保健品的需求。2000 年，全国保健品生产厂家数量恢复到 3000 多家，年产值超过 500 亿元，达到了历史最高点。健特生物开发的著名保健产品——脑白金，2001 年太太药业、交大昂立等保健品企业相继在资本市场上市，拓宽了优质保健品企业的融资渠道。

随着中国加入 WTO 后各项协议的逐步兑现，外资的保健品巨头迅速打入中国，占领了比较大的市场份额。2010 年安利（中国）销售收入到达 220 亿元（按“纽崔莱”系列占比 50%折算，“纽崔莱”系列膳食营养补充剂销售超过 100 亿元）。安利“纽崔莱”已经成为中国保健品市场的领导品牌，市场占有率和消费者渗透率排名第一。这些外资企业不仅为市场提供了丰富的产品，更将西方先进的现代营养学观念带入我国，培育了广大的消费者和国内厂商。（资料来源：保健品行业发展研究报告，光大证券研究所整理）

4.0 汤臣倍健：国内膳食营养补充剂必然的王者

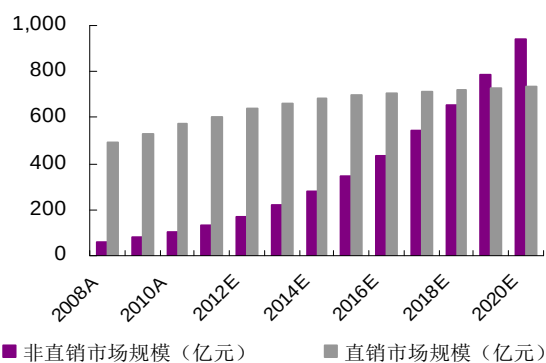
中国膳食营养补充剂市场是块诱人的蛋糕，那么谁会成为这个行业的王者呢？我们答案是肯定的：**汤臣倍健**。但是，公司目前零售终端销售额不超过15亿元，市场份额不到3%，为什么会是汤臣倍健呢？

我们的逻辑是：①国内膳食营养补充剂认知度已经相当普及，传统渠道购买更符合消费者购买习惯。预计到2015年，传统渠道销售占比由目前的15%提升到33%，2020年超过56%，非直销龙头汤臣倍健是最受益的公司。②公司品牌和渠道战略非常具有前瞻性：战略性签约姚明、快速终端扩张、布局连锁营养中心、建立原料专供基地。公司在传统渠道竞争中先发优势明显，已经显露王者之相。③年轻、睿智、有激情的管理团队。公司治理和经营决策：小公司，却有大企业的范。

我们预计2015年，公司在传统渠道市场占有率由目前的14%提升到28%，整体市场占有率接近10%。更长期看，汤臣倍健将有可能超越安利（中国），成为国内膳食营养补充剂第一品牌。

图表 18. 非直销渠道快速增长，超越直销渠道

2008-2020 年直销与非直销市场规模统计和预测

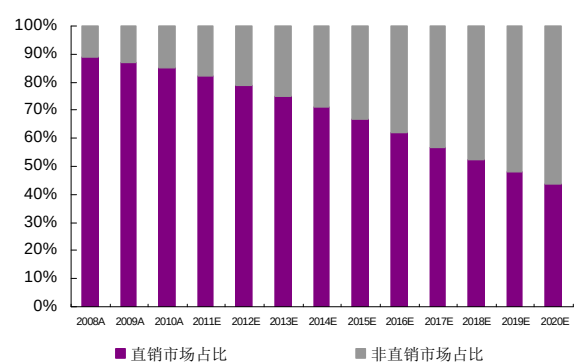


资料来源：光大证券研究所

备注：非直销渠道主要指药店、商超、专卖店渠道

图表 19. 未来非直销渠道占比超过 50%

2008-2020 年公司国内直销和非直销渠道占比统计和预测



资料来源：光大证券研究所

4.1 非直销渠道市场份额大幅提升，汤臣倍健最受益

国内膳食营养补充剂主要有直销渠道非直销渠道两种。目前国内安利、完美为代表的直销企业市场份额超过 80%。而以汤臣倍健为代表的非直系渠道（传统药店、商超渠道）市场份额仅 15%左右。据统计，2008 年膳食营养补充非直销市场规模已达到 60 亿元，增长速度远高于直销渠道。我们预计未来五年，国内膳食营养补充剂非直销渠道 CAGR 超过 30%，未来市场份额将超过 50%，非直销龙头汤臣倍健成为最大受益者。

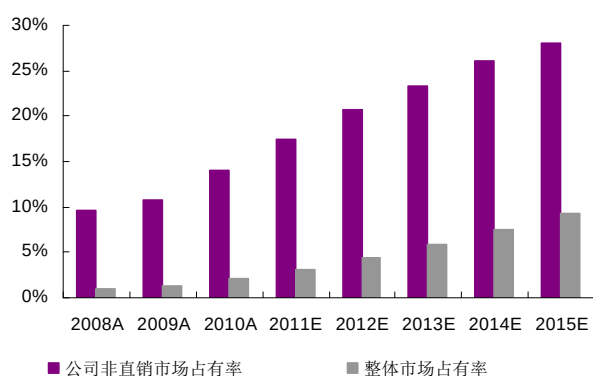
我们的逻辑是：首先，国内膳食营养补充剂认知度已经普及，传统渠道购买更符合消费者购买习惯。适合直销模式的产品往往需要面对面沟通、推荐、需要消费者教育（直销产品是要让消费者尝试使用，而传统渠道往往

是消费者已经对产品有了基本认知,消费者更关心的是选择那个品牌适合自己)。通过安利十多年市场教育,消费者已经普遍接受膳食营养补充剂理念。而且从产业链看,药店由于药品销售毛利水平较低,且基本药物制度对其冲击较大,因此销售高毛利的膳食营养补充剂动力较高。

其次:安利直销模式受到中国法律限制。安利“纽崔莱”在中国的奇迹,除了先进的膳食营养补充理念,以及高品质产品外,直销模式也是安利成功的重要因素之一。2005 年底,中国颁布了新的《直销管理条例》,取消了多层计酬模式,规定直销企业必须转为“店铺+雇用人员推销”的运作模式,由此安利直销模式也就失去了意义。

图表 20. 2015 年公司非直销市场占有率提升到 28%

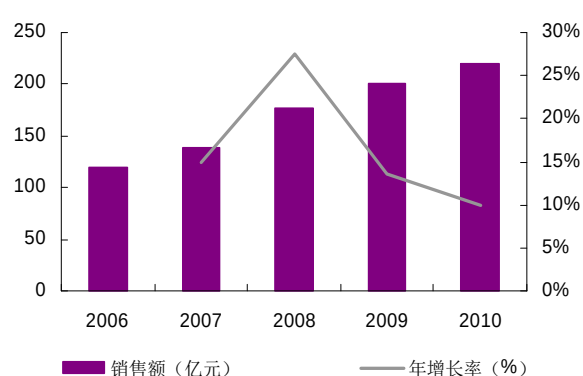
2008-2015 年汤臣倍健非直销和整体市场占有率



资料来源: 光大证券研究所

图表 21. 2005 年后, 安利(中国)的销售增速放缓

2006-2010 年安利(中国)销售额统计

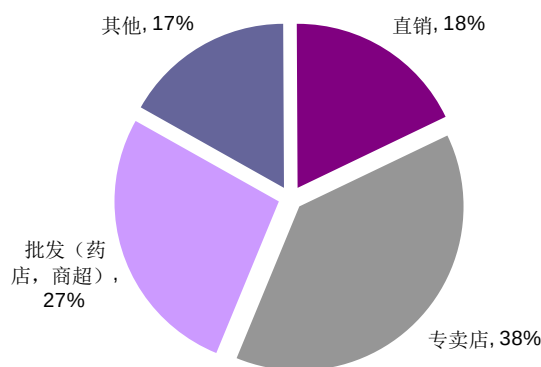


资料来源: 光大证券研究所

我们可以美国的情况做验证: 直销模式在美国不受到法律限制, 据统计: 2009 年, 美国膳食营养补充剂直销渠道销售占比仅 17-18%, 而专卖店渠道占比 38%, 批发(药店、商超)占比 27%, 传统渠道依然是主要销售渠道。如果检验安利中国从 2006 年-2010 年销售增长看, 安利 2010 年销售增长 9%, 其增速远低于行业增长水平。

图表 22. 美国膳食营养补充剂以传统渠道为主

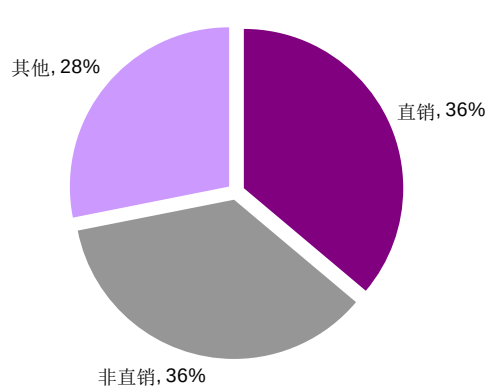
2009 年美国膳食营养补充剂主要销售渠道销售额占比



资料来源: 光大证券研究所

图表 23. 日本膳食营养补充剂直销渠道占比仅为 36%

2009 年日本膳食营养补充剂主要销售渠道销售额占比



资料来源: 光大证券研究所

4.2 借力“汤臣倍健”品牌提升，快速扩张优质渠道终端

药店和商超将成为膳食营养补充剂主要销售渠道。随着公司“汤臣倍健”品牌不断提升，公司利用较强的渠道开拓能力和管理能力，加大公司传统销售渠道的广度和深度建设。2007年，公司销售终端仅为3512个，2010年销售终端达到13,000个，三年时间增长了370%。公司已经成功进入了83家全国百强连锁药店和11家全国百强商业超市，在同行业中销售渠道规模处于领先地位。

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。

图 24. 公司药店和商超销售终端开拓空间广阔

公司目标覆盖和已经覆盖终端统计

	目标覆盖	已经覆盖数	覆盖率
药店终端	38 万家	1.25 万家	3.30%
商超终端	7000 家	600 家	8.50%

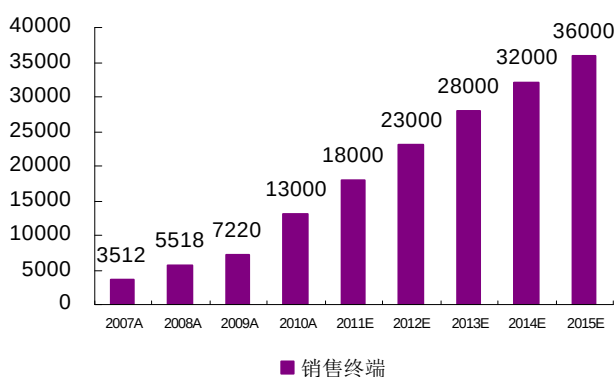
资料来源：光大证券研究所

备注：国内目前有药店38万家，但是考虑到连锁药店约16万家，以及选取优质门店，最终覆盖8-10万家药店是比较客观的判断。全国超过3万平米的购物中心约2000家，超过8000平米的超市约5000家。

2010年公司签约姚明成为品牌形象代言人，“汤臣倍健”品牌影响力大幅提升，对优质经销商和零售终端的吸引力大幅提高。我们预计公司优质药店和商超终端将继续保持高速增长，2015年，公司药店和商超终端覆盖数超过36,000个。

图表 25. 药店商超渠道高速扩张，空间巨大

2007-2015 年公司销售终端统计及预测



资料来源：公司调研，光大证券研究所

图表 26. A 类专柜主要以店中店为主

A 类终端专柜



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

图表 27. B 类专柜主要布置在墙体位置

B 类终端专柜



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

图表 28. C 类专柜主要放置在大型超市

C 类终端专柜



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

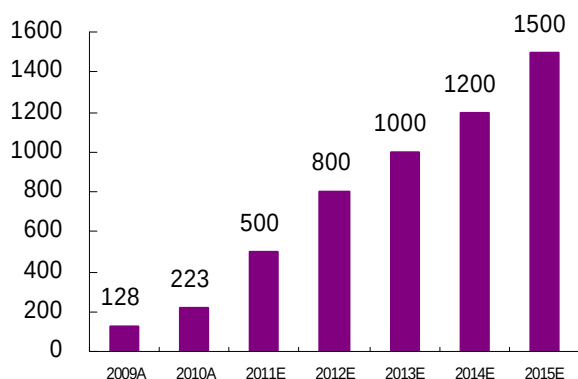
4.3 前瞻性布局连锁专卖店，提升渠道控制力

公司渠道战略非常具有前瞻性。借鉴国际行业巨头 NBTY 和 GNC 经验，公司已经开始建设连锁营养中心。目前公司客户结构中，经销商渠道占比超过 80%，大客户（主要是大型的连锁超市和商超直销客户）占比约 20%，而连锁店专卖店（自营、联营、加盟）销售占比不超过 3%。

公司 2010 年已经建立连锁营养中心 223 家，连锁店发展势头非常快。我们预计 2015 年，公司连锁营养中心布局将超过 1,500 家。公司连锁营养中心主要以自营和联营点为主，主要模式分为旗舰店、商业店、社区店、店中店。通过前瞻性布局连锁营养中心，提升品牌影响力和售后服务、对于控制销售终端有积极意义。

图表 29. 公司抢先布局连锁专卖店

2009-2015 年连锁营养中心数量统计及预测



资料来源：光大证券研究所

图表 30. 连锁专卖店将成为主要销售渠道之一

公司连锁营养中心形象展示



资料来源：光大证券研究所

4.4 前瞻性品牌策略，战略性携手姚明

我们认为中国人目前已经不缺保健意识，也不缺钱，就只缺一个能够信任的品牌。通过前瞻性的品牌策略和战略性携手姚明，公司必然会成为膳食营养补充剂的领导性品牌。

安利首先把膳食营养补充剂带入中国市场，也是较早做品牌广告的企业。2001年，安利签约“跳水皇后”伏明霞开始品牌建设。当时国内企业大多依靠经销商渠道拉动销售，品牌意识淡薄，产品同质化。而汤臣倍健已经意识到品牌的重要意义。

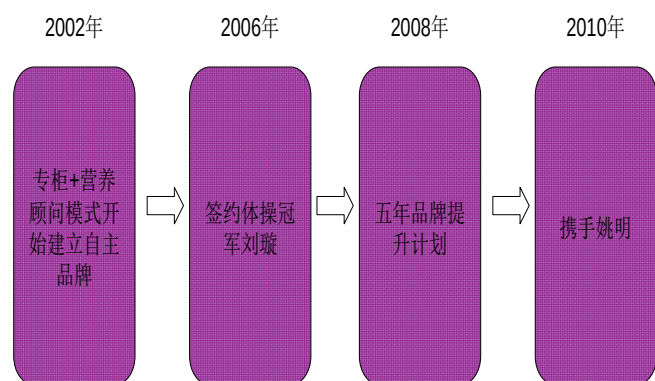
2002年公司通过专柜+营养顾问的形式开始建立自己的品牌。2006年3月，公司启动品牌扩张战略，聘请奥运体操冠军刘璇作为“汤臣倍健”品牌形象代言人，在全国重点城市进行全方位品牌形象广告投放。2008年开始五年品牌提升计划，我们认为这是非常有远见的战略性决策。

2010年8月，公司品牌提升战略进一步提速，成功签约姚明为形象代言人，再次显示出了管理层的气魄和志在高远。姚明诚信、负责任、国际化的健康形象大力提高了品牌美誉度，有助于公司达成“汤臣倍健”品牌战略。围绕形象代言人的升级，公司在中央电视台、电台、各省级电视台、分众传媒、网络媒体、报刊杂志等媒体整合传播“汤臣倍健”品牌理念，使公司的品牌知名度和美誉度迅速提升。

一个非常有意思草根研究显示：从国内知名的淘宝网中检索安利、汤臣倍健、NBTY、GNC等国内现有的膳食营养补充剂品牌，汤臣倍健获得的搜索结果仅次于安利，高于其他品牌。

图表 31. 品牌意识早，携手姚明志在高远

2002-2010年“汤臣倍健”品牌战略发展图

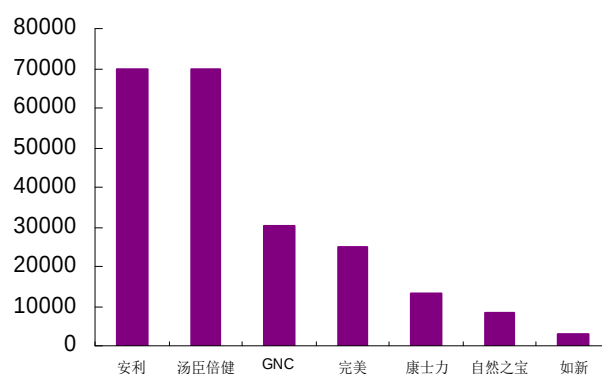


资料来源：光大证券研究所

备注：安利、完美、如新仅包括保健品搜索条目，自然之宝英文品牌名称为 NBTY

图表 32. 汤臣倍健品牌知名度仅次于安利“纽崔莱”

七大膳食营养补充剂品牌淘宝搜索结果数量统计



资料来源：光大证券研究所

4.5 原材料取自全球，向自建农场发展

安利成功的主要因素之一是消费者对产品质量的认可。目前国内很多同类产品宣传卖点也是国外产品品质较高。2004年，公司就确定了“取自全球，健康全家”的品牌理念，在全球范围内甄选高品质原料，实现产品差异化。

至今，公司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。

2010年，公司从国外采购原料比例已经超过65%。未来公司原料采购战略将分三步走：①从全球采购优质原材料；②建立全球专供基地；③建设全球农场。通过优质的原材料提升产品差异化，同时也削弱了国外同类产品的竞争优势。

综上所述：我们认为膳食营养补充剂在国内保健品市场发展空间巨大，西方传统的膳食营养保健理念已经被消费者认可，具有可持续性发展基础。预计到2020年，国内膳食营养补充剂市场超过1,600亿元。

传统渠道的销售占比未来超过50%（主要是药店、商超、专卖店），连锁专卖店成为主要渠道之一。汤臣倍健作为传统渠道龙头，品牌和渠道先发优势非常明显。分析行业内其他竞争对手，我们认为公司已经具有王者之相。我们预计2015年，公司在传统渠道市场占有率达到28%，整体市场份额占比接近10%。

图表33：传统渠道之争，“汤臣倍健”品牌和渠道先发优势明显

竞争对手类型	代表企业和品牌	竞争优势和劣势
外资直销企业	安利、完美	消费者基础好，但是未来直销渠道市场占比下降。我们判断安利由于受到全球统一的直销政策约束，以及现有国内庞大的直销体系，因此安利不可能像2005年雅芳从直销转型店铺销售。
外资膳食营养补充剂品牌	NBTY、GNC	尚处于渠道扩张初期，偏重国内经销商，品牌战略还不到位。NBTY国内的销售额还不到汤臣倍健三分之一，公司领先优势还是相当明显。
国内经销商自有品牌	广东澳美健、交大昂立天然元	目前主要还是区域发展，和汤臣倍健的市场地位相去甚远，品牌影响力也较低。
制药企业的保健品部门	惠氏善存片、钙尔奇D、金施尔康、21世纪金维他	产品在药店OTC和商超保健食品销售，但是这类企业主业是制药，膳食营养补充剂品类不全。而且渠道利润少，积极性低。
国内传统的保健品企业	黄金搭档、海南养生堂等	尚没有专注做膳食营养补充剂的大企业
渠道的自有品牌	海王星辰	主业是渠道，保健品制造不是强项，会和品牌制造商错位竞争，但是只能限制在自有渠道内。

资料来源：光大证券研究所

6.1 盈利预测和估值：给予“买入”评级

核心假设：膳食营养补充剂非直销渠道复合年均增长率 30%，公司品牌和渠道扩张提速，2011-2013 年公司药店和商超终端分别达到 1.8、2.3、2.8 万家，2013 年连锁专卖店超过 1000 家。

公司品牌溢价能力提高，可以使用提价方式保持产品毛利水平，我们预计未来三年公司毛利水平稳中略升。

公司销售大幅扩张后，销售费用率稳定在 26.5%左右（其中品牌推广费率 13-14%），管理费用率维持在 7%左右，并且保持 15%的优惠税率。

图表 34.公司主营业务收入分业务预测表（万元）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	142	205	346	559	865	1,264
增长率	112%	45%	69%	62%	55%	46%
毛利率	60.3%	63.2%	64.5%	64.9%	65.7%	66.5%
蛋白质/维生素/矿物质	44	61	121	218	370	592
增长率	137%	39%	98%	80%	70%	60%
毛利率	-	60.8%	62.7%	63.0%	64.0%	65.0%
补钙及骨骼健康	22	33	54	86	133	193
增长率	186%	49%	62%	60%	55%	45%
毛利率	-	63.9%	68.1%	69.0%	70.0%	71.0%
心脑血管健康	11	15	21	29	39	51
增长率	108%	32%	41%	40%	35%	30%
毛利率	-	55.5%	53.5%	54.0%	55.0%	56.0%
女性健康	16	28	41	62	87	113
增长率	59%	72%	49%	50%	40%	30%
毛利率	-	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
婴幼儿/儿童/青少年健康	16	21	39	63	94	132
增长率	70%	34%	84%	60%	50%	40%
毛利率	-	64.0%	63.4%	64.0%	65.0%	66.0%
男性健康	3	5	9	13	18	24
增长率	160%	47%	71%	50%	40%	30%
毛利率	-	74.3%	75.1%	75.0%	76.0%	77.0%
草本植物健康	12	18	24	34	47	62

增长率	115%	48%	31%	40%	40%	30%
毛利率	-	61.2%	59.6%	60.0%	61.0%	62.0%
功能性健康产品	16	22	33	49	68	89
增长率	85%	38%	51%	50%	40%	30%
毛利率	-	64.3%	66.5%	67.0%	68.0%	69.0%
品牌使用管理费	0	1	3	4	5	6
增长率	-	-	145%	25%	25%	25%
毛利率	-	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他	1	1	2	2	2	3
增长率	753%	-21%	73%	20%	20%	20%
毛利率	13.5%	4.2%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%

资料来源：光大证券研究所

我们预计公司 2011-13 年收入分别为 5.59、8.65、12.64 亿元，三年 CAGR55%，2011-13 年 eps 分别为 1.45、2.27、3.36 元，未来三年 CAGR59%。以公司 11 年业绩 45-50xPE 估值，我们给予公司 6 个月目标价格 65.30-72.50 元（目标涨幅 42-58%），给予公司“买入”评级。

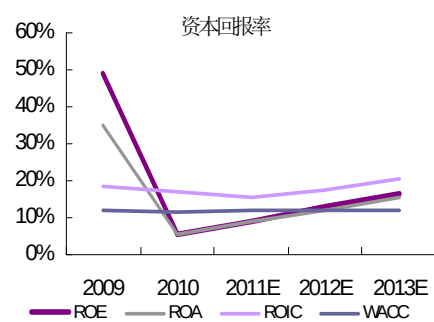
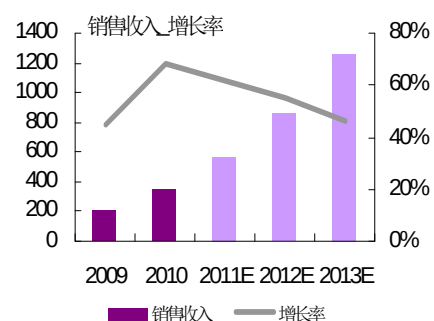
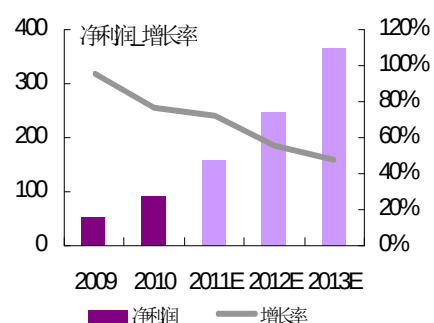
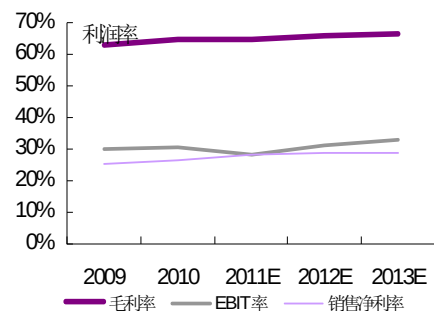
我们认为公司成长的故事还只是个开始。膳食营养补充剂广阔的市场空间，前瞻性的商业模式将驱动公司成为膳食营养补充高成长品牌代表。如果说安利是国内膳食营养补充剂的缔造者，那么汤臣倍健将成为最终的王者。

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。但如果其在销售本公司产品过程中违反了有关法律、法规，仍有可能给本公司的品牌及声誉带来负面影响。

原材料价格上涨风险：公司按照“取自全球，健康全家”的品牌理念，在全球范围内甄选高品质原料，报告期内有 65% 的主要原料来自全球不同的国家，其中部分产品的主要原料单价有不同程度的上涨，如巴西绿蜂胶、乳清蛋白粉，天然维生素 E 等，未来仍存在继续上涨的可能性，原材料单价的上涨对公司的产品毛利率将产生一定的影响。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	205	346	559	865	1,264
营业成本	76	123	196	297	423
折旧和摊销	4	7	8	13	16
营业税费	2	3	6	9	13
销售费用	46	86	154	229	329
管理费用	20	28	45	62	86
财务费用	0	-2	-29	-24	-19
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	61	107	187	291	432
利润总额	61	108	187	291	432
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	52.17	92.11	158.88	247.76	367.01

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	149	1,754	1,814	2,049	2,382
流动资产	92	1,676	1,648	1,796	2,115
货币资金	41	1,504	1,426	1,508	1,771
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	8	13	19	27	37
应收票据	0	1	1	1	1
其他应收款	1	2	4	6	7
存货	33	67	98	134	169
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	46	57	129	200	214
无形资产	3	3	2	2	2
总负债	42	129	86	120	160
无息负债	30	59	86	120	160
有息负债	12	70	0	0	0
股东权益	107	1,624	1,729	1,929	2,221
股本	41	55	109	109	109
公积金	18	1,438	1,400	1,421	1,421
未分配利润	48	131	220	398	691
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	42	55	115	205	348
净利润	52	92	159	248	367
折旧摊销	4	7	8	13	16
净营运资金增加	81	233	236	337	416
其他	-95	-277	-287	-393	-451
投资活动产生现金流	-32	-79	-97	-100	-30
净资本支出	32	79	97	100	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-64	-158	-194	-200	-60
融资活动现金流	10	1,487	-96	-24	-55
股本变化	11	14	55	0	0
债务净变化	3	58	-70	0	0
无息负债变化	5	29	27	35	40
净现金流	20	1,463	-78	82	263

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	44.72%	68.58%	61.51%	54.69%	46.19%
净利润增长率	95.37%	76.54%	72.50%	55.94%	48.14%
EBITDA 增长率	74.56%	72.51%	47.40%	68.73%	53.11%
EBIT 增长率	69.56%	72.16%	49.27%	69.12%	54.40%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	96	54	32	20	14
PB	47	3	3	3	2
EV/EBITDA	31	13	25	16	11
EV/EBIT	33	13	26	16	11
EV/NOPLAT	39	16	31	19	13
EV/Sales	10	4	7	5	4
EV/IC	7	3	5	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	63.21%	64.47%	64.86%	65.69%	66.51%
EBITDA 率	31.83%	32.57%	29.73%	32.43%	33.96%
EBIT 率	29.97%	30.61%	28.29%	30.93%	32.67%
税前净利润率	29.89%	31.18%	33.44%	33.71%	34.16%
税后净利润率 (归属母公司)	25.41%	26.61%	28.42%	28.65%	29.04%
ROA	34.91%	5.25%	8.76%	12.09%	15.41%
ROE (归属母公司) (摊薄)	48.76%	5.67%	9.19%	12.85%	16.52%
经营性 ROIC	18.48%	16.84%	15.60%	17.68%	20.47%
偿债能力					
流动比率	2.19	12.98	19.24	14.93	13.20
速动比率	139.50%	1245.96%	1809.45%	1381.78%	1214.05%
归属母公司权益/有息债务	8.92	23.21	-	-	-
有形资产/有息债务	11.52	24.87	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.48	0.84	1.45	2.27	3.36
每股红利	0.00	0.50	0.44	0.68	1.01
每股经营现金流	0.38	0.50	1.05	1.88	3.19
每股自由现金流(FCFF)	-0.52	-1.96	-1.74	-1.80	-0.71
每股净资产	0.98	14.85	15.81	17.64	20.31
每股销售收入	1.88	3.16	5.11	7.91	11.56

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。

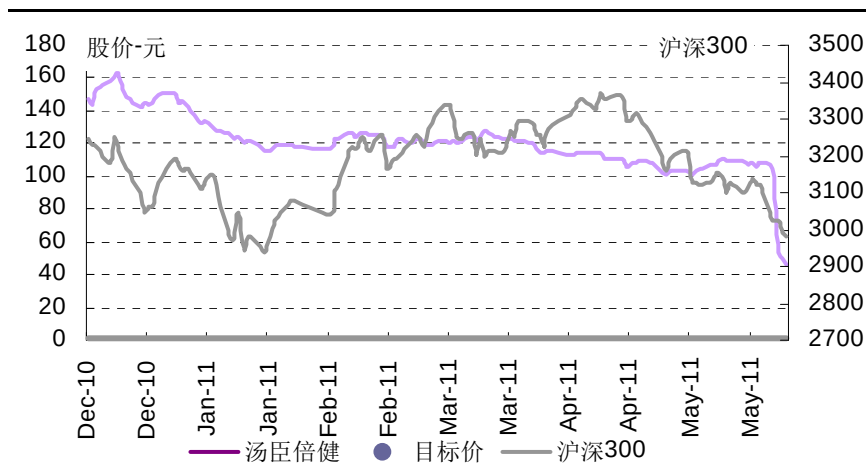
分析师声明

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，本证券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。

投资建议历史表现图

汤臣倍健（300146）

分析师：姚杰



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2010-12-14	146.78	141.00	无评级
2011-03-01	146.78	141.00	增持
2011-03-28	146.78	175.00	买入
2011-05-04	146.78	175.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

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。

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
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@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

风险提示及免责声明

本证券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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。