

汤臣倍健 (300146.SZ)

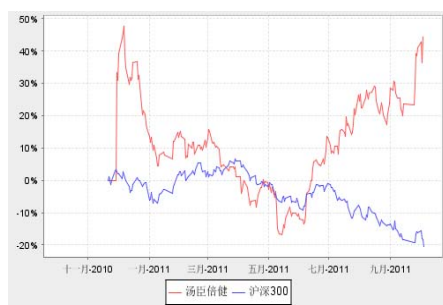
年底扩产将确保 2012 高速增长

评级: 买入 **前次: 增持**
目标价 (元): 86.09-102.5
 分析师: 胡德军 分析师: 谢刚
 S0740511070005 S0740510120005
 021-20315083 021-20315178
 hudj@r.qlzq.com.cn xiegang@r.qlzq.com.cn
 2011 年 10 月 20 日

基本状况

总股本(百万股)	109.36
流通股本(百万股)	27.36
市价(元)	79.40
市值(百万元)	8683.18
流通市值(百万元)	2172.38

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	205.29	346.08	664.41	1,076.51	1,691.84
营业收入增速	44.72%	68.58%	91.98%	62.03%	57.16%
净利润增长率	95.37%	76.54%	119.90%	60.87%	50.40%
摊薄每股收益 (元)	1.27	1.68	1.85	2.98	4.48
前次预测每股收益 (元)	1.27	1.68	1.63	2.6	3.91
市场预测每股收益 (元)	—	—	1.56	2.41	3.66
偏差率 (本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率 (倍)	0.00	89.05	36.99	22.99	15.29
PEG	0.00	1.16	0.31	0.38	0.30
每股净资产 (元)	2.61	29.71	30.86	34.45	39.86
每股现金流量	1.02	1.00	2.58	3.03	4.19
净资产收益率	48.76%	5.67%	7.24%	10.43%	13.56%
市净率	0.00	5.05	2.22	1.99	1.72
总股本 (百万股)	41.00	54.68	109.36	109.36	109.36

备注: 市场预测取 聚源一致预期

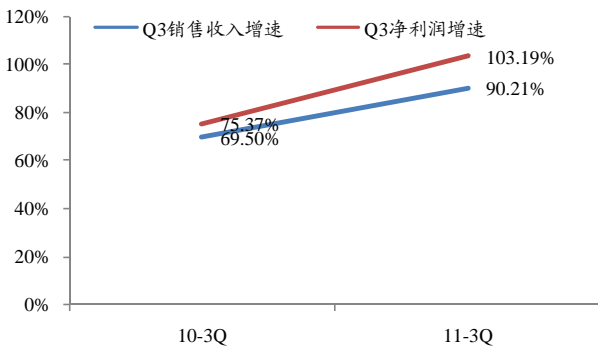
投资要点

- 公司 2011 年 10 月 21 日发布三季度报告, 前三季度实现销售收入和净利润分别 4.77 亿元和 1.48 亿元, 同比增长 90.21% 和 103.19%, 对应最新股本 EPS 为 1.35 元, 公司前三季度毛利率与 2010 年同期基本持平, 终端的快速扩张和产品价格的统一销售很好的保证了公司销售和净利润率水平, 预计四季度有望继续保持三季度的高速增长态势;
- 公司同期还发布了利用运营资金 2340 万收购珠海普迪电子有限公司 100% 股权的公告, 由于珠海普迪临近公司目前珠海生产区, 因此收购意在为下一步扩建产能做前期铺垫;
- 从公司目前的销售情况分析, 我们预计公司前三季度共覆盖零售终端超过 18000 家, 全年有望达到 2 万家, 2014 年有望达到 4 万家; 目前公司新进终端保持短期内实现快速盈利态势, 而原有终端在公司树立姚明健康品牌的带动下也加速增长, 预计原增速在 25% 左右, 高于我们之前预期, 新进入终端的快速盈利是拉动公司目前业绩快速增长的主要动力;
- 正如我们前期提到的, 公司目前的主要瓶颈在于产能不足, 因此收购珠海普迪也是为后期产能的快速扩张做准备; 我们预测公司上市募投产能将在今年年底开始试生产, 明年将陆续全部投入运营, 按照募投产品公司片剂产能将是 2009 年的 3.55 倍, 粉剂灌装产能增长 1.57 倍, 粉剂袋装产能增长 4.38 倍, 软胶囊产能增长 3.04 倍, 硬胶囊产能增长 1.75 倍, 新增产能预计将在 2012 年全部被消化, 因此公司本次收购应该是未雨绸缪, 立足长远;
- 我们调高公司盈利预测, 预计公司 2011-12 年的营收分别为 6.64 亿元、10.77 亿元和 16.92 亿元; 净利润分别为 2.03 亿元、3.26 亿元和 4.90 亿元, 同比分别增长 119.20%、60.87% 和 50.40%, 实现每股收益分别为 1.85 元、2.97 元和 4.48 元; 提高目标价到 86.09-102.5 元/股, 上调评级为“买入”评级;

公司前三季度超预期，2012 年产能扩张确保业绩高增长

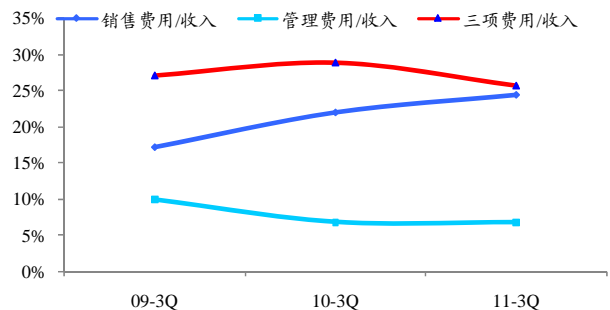
- 公司前三季度实现销售收入和净利润分别为 4.77 亿元和 1.48 亿元，同比增长 90.21%和 103.19%，实现毛利率 64%，与去年同期的 64.66% 基本持平；
- 公司目前覆盖终端约在 18000 家，全年有望达到 2 万家，按此计算公司 2011 年将新增终端 7000 家左右；
- 根据 2010 年的统计，全国光连锁药店就超过 14 万家，公司目前也看准了连锁药店在扩张方面的重要性，积极的推行和连锁药店的合作，一方面实现了快速终端覆盖，同时连锁药店的管理和经营模式也相对稳定，更具有可控性，因此我们预计未来两年公司每年依旧可以增加 6000-7000 家左右的终端，其中通过和连锁药店的合作将是扩张的主要形式；
- 在品牌和渠道双重作用下，我们对公司全年业绩保持乐观，同时公司上市募投产能扩张项目有望在 12 月份试产，明年将陆续投入使用，因此我们预计 2012 年产能瓶颈有望短期得到缓解；
- 虽然如此，我们预计公司已有募投产能可能依然不能应对未来市场需求的快速扩张，因此公司收购珠海普迪也是未雨绸缪之举，其临近目前厂区的地理位置刚好为公司厂房建设提供了便利，公司未来两年高速增长态势不会改变；
- 另外公司也在加紧旗舰店的建设，通过姚明的明星效应让更多的消费者了解汤臣倍健的相关产品，以加速已有终端销售的快速增长；

图表 1: 公司收入和利润增速基本保持同比增长



来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 公司近三年前三季度销售费用率有所上升



来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 公司近年前三季度销售利润表对比情况

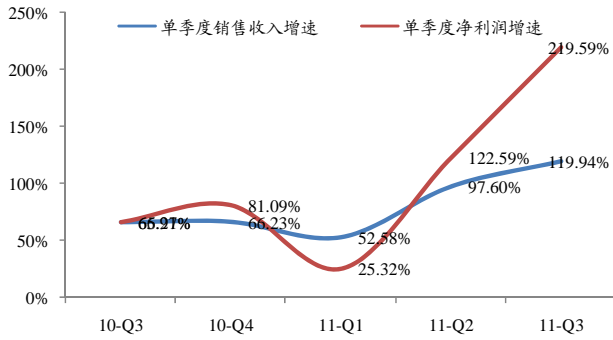
项目 (百万元)	前三季度销售利润表对比情况			
	09-3Q	10-3Q	11-3Q	
主营业务收入	147.88	250.65	476.75	公司前三季度销售收入同比增长 90%，主要得益于渠道的扩张和原有终端的快速增长；
增长率(同比)	#DIV/0!	69.50%	90.21%	
营业成本	55.20	88.57	171.61	
成本率	37.33%	35.34%	36.00%	
主营业务税金及附加	1.43	2.83	6.08	

占销售收入百分比	0.97%	1.13%	1.28%	
主营业务利润	91.25	159.24	299.06	
营业利润率	61.71%	63.53%	62.73%	
主营毛利	92.68	162.08	305.14	公司毛利率单季度之间基本保持在 64%左右的稳定水平,而销售费用率虽然逐季有所增长,但预计全年整体销售费用率与往年持平,管理费用率随着规模扩大有所下降,预计未来公司管理将逐步增加人员,整体保持在 8-9%的水平比较合适;
毛利率	62.67%	64.66%	64.00%	
增长率(同比)	#DIV/0!	74.87%	88.27%	
销售费用	25.27	54.94	116.13	
销售费用/收入	17.09%	21.92%	24.36%	
管理费用	14.62	17.18	32.53	
管理费用/收入	9.89%	6.86%	6.82%	
财务费用	0.15	0.17	-26.20	
财务费用/收入	0.10%	0.07%	-5.49%	
三项费用/收入	27.07%	28.84%	25.69%	
资产减值损失	1.52	0.59	3.55	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.00	0.00	0.00	
营业利润	49.70	86.36	173.05	
增长率(同比)	#DIV/0!	73.78%	100.38%	
加: 营业外收入	0.16	0.48	2.39	
减: 营业外支出	0.46	0.57	0.99	
利润总额	49.40	86.27	174.45	
增长率(同比)	#DIV/0!	74.63%	102.21%	
所得税	7.94	13.56	26.70	
实际税率(%)	16.07%	15.71%	15.31%	
净利润	41.46	72.71	147.74	所得税率基本稳定,净利润同比增长 103.19%,高于收入增速,主要原因为利息收入所致;
净利润率(%)	28.04%	29.01%	30.99%	
增长率(同比)	#DIV/0!	75.37%	103.19%	
归属母公司所有者的净利润	41.46	72.71	147.74	
增长率(同比)	#DIV/0!	75.37%	103.19%	
摊薄每股收益(元)	1.20	1.77	1.35	

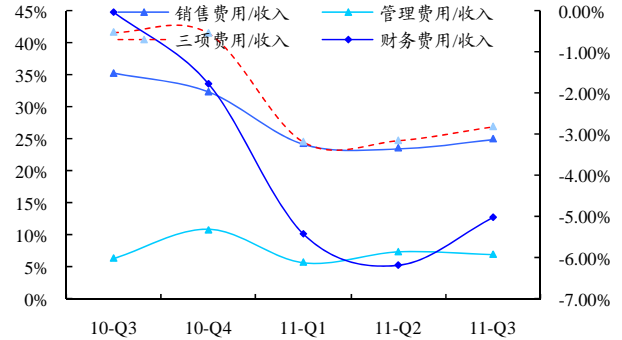
来源: 齐鲁证券研究所

四季度复制三季度业绩, 不排除超预期可能

- 从单季度来看,公司第三季度实现销售收入和净利润分别为 1.96 亿元和 0.58 亿元,同比分别增长 120%和 220%,对应 EPS 为 0.53 元;
- 公司 2011 年前三个季度销售收入环比增长分别为 37%、16%和 30%,业绩保持了很好的连贯性,其主要原因在于公司新进终端在 3-6 月的销售后将逐步实现盈利,因此新终端的快速盈利是公司单季度增速逐季度增加的主要原因;
- 受益于春节前高消费,四季度往往消费品类旺季,我们认为公司产品兼礼品和健康理念,是很好的季节行产品,因此我们预计四季度有望复制或超过三季度业绩;

图表 4: 公司三季度销售和利润增收情况


来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 公司连续三个季度费用率保持稳定


来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 公司单季度利润表情况

项目	2010 单季度数据				2011 单季度数据			备注	
	10-Q1	10-Q2	10-Q3	10-Q4	11-Q1	11-Q2	11-Q3	同比增减	环比增减
(百万元)									
主营业务收入	85.35	76.20	89.09	95.44	130.22	150.58	195.95	106.86	45.37
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	65.91%	66.23%	52.58%	97.60%	119.94%		
增长率(环比)	48.66%	-10.71%	16.92%	7.12%	36.45%	15.63%	30.13%		
营业成本	31.68	27.63	29.26	34.40	47.17	55.23	69.21	39.96	13.98
成本率	37.12%	36.26%	32.84%	36.05%	36.22%	36.68%	35.32%	2.48%	-1.36%
主营业务税金及附加	0.91	0.86	1.06	0.52	1.49	1.92	2.67	1.612	0.7483
占销售收入百分比	1.07%	1.13%	1.19%	0.55%	1.14%	1.28%	1.36%	0.00	0.09%
主营业务利润	52.76	47.71	58.78	60.51	81.57	93.43	124.07	65.29	30.64
营业利润率	61.81%	62.60%	65.98%	63.40%	62.64%	62.04%	63.32%	-2.66%	1.27%
主营毛利	53.67	48.57	59.84	61.03	83.06	95.35	126.74	66.90	31.39
毛利率	62.88%	63.74%	67.16%	63.95%	63.78%	63.32%	64.68%	-2.48%	1.36%
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	79.95%	64.60%	54.75%	96.31%	111.80%		
增长率(环比)	44.74%	-9.51%	23.20%	2.00%	36.08%	14.80%	32.92%		
销售费用	9.67	13.88	31.38	30.85	31.63	35.51	48.98	17.60	13.47
销售费用/收入	11.34%	18.22%	35.22%	32.33%	24.29%	23.58%	25.00%	-10.22%	1.41%
管理费用	4.39	7.07	5.73	10.42	7.53	11.23	13.78	8.05	2.55
管理费用/收入	5.14%	9.27%	6.43%	10.92%	5.78%	7.45%	7.03%	0.60%	-0.42%
财务费用	0.11	0.07	-0.01	-1.68	-7.06	-9.31	-9.83	(9.82)	(0.52)
财务费用/收入	0.13%	0.09%	-0.01%	-1.76%	-5.42%	-6.18%	-5.02%	-5.00%	1.17%
三项费用/收入	16.61%	27.58%	41.64%	41.49%	24.65%	24.86%	27.01%	-14.62%	2.16%
资产减值损失	0.00	0.59	0.00	-0.18	1.19	-0.11	2.46		
公允价值变动收益								0.00	0.00
投资收益								0.00	0.00

营业利润	38.58	26.10	21.68	21.09	48.27	56.11	68.67	46.99	12.56
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	63.23%	80.72%	25.11%	115.00%	216.70%		
增长率(环比)	230.53%	-32.36%	-16.91%	-2.72%	128.83%	16.24%	22.39%		
加: 营业外收入									
	0.07	0.15	0.26	0.58	0.08	1.33	0.98	0.72	(0.35)
减: 营业外支出									
	-	0.11	0.46	0.04	0.01	0.00	0.97	0.51	0.97
利润总额	38.65	26.14	21.48	21.63	48.34	57.44	68.67	47.19	11.24
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	63.02%	80.95%	25.07%	119.73%	219.66%		
增长率(环比)	223.30%	-32.36%	-17.82%	0.69%	123.46%	18.82%	19.56%		
所得税	5.96	4.34	3.25	2.24	7.38	8.91	10.41	7.16	1.50
实际税率(%)	15.43%	16.60%	15.14%	10.35%	15.26%	15.52%	15.16%		-0.35%
净利润	32.68	21.80	18.23	19.39	40.96	48.52	58.26	40.03	9.74
净利润率(%)	38.29%	28.61%	20.46%	20.32%	31.45%	32.22%	29.73%	9.27%	-2.49%
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	66.27%	81.09%	25.32%	122.59%	219.59%		
增长率(环比)	205.22%	-33.30%	-16.37%	6.37%	111.21%	18.47%	20.07%		
少数股东损益		0.00							
归属母公司所有者的净利润	32.68	21.80	18.23	19.39	40.96	48.52	58.26	40.03	9.74
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	66.27%	81.09%	25.32%	122.59%	219.59%		
增长率(环比)	205.22%	-33.30%	-16.37%	6.37%	111.21%	18.47%	20.07%		
摊薄每股收益(元)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.35	0.37	0.44	0.53	#DIV/0!	0.09

来源: 齐鲁证券研究所

上调公司为“买入”评级

- 我们调高公司盈利预测, 预计公司 2011-12 年的营收分别为 6.64 亿元、10.77 亿元和 16.92 亿元; 净利润分别为 2.03 亿元、3.26 亿元和 4.90 亿元, 同比分别增长 119.20%、60.87% 和 50.40%, 实现每股收益分别为 1.85 元、2.97 元和 4.48 元;
- 我们选取目前偏消费品的几家医药上市公司作为可比对象, 提高目标价到 86.09-102.5 元/股, 上调评级为“买入”评级;

图表 7: 公司可比公司估值

证券代码	公司名 称	最新收 盘价 (元)	EPS				CAGR(11- 13)	PE			
			2010	2011	2012	2013		2010	2011	2012	2013
600436	片仔癀	67.00	1.24	1.68	2.16	2.78	31.07%	54.23	39.87	31.04	24.09
600085	同仁堂	13.48	0.25	0.33	0.41	0.50	25.82%	53.68	40.77	32.72	26.95
000423	东阿阿 胶	41.94	1.00	1.35	1.83	2.38	33.54%	41.90	31.03	22.90	17.59
	均 值							49.94	37.22	28.89	22.88

来源: 齐鲁证券研究所

附表 1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业总收入	142	205	346	664	1,077	1,692	货币资金	21	41	1,504	2,707	2,800	3,088	
增长率	112.20%	44.7%	68.6%	92.0%	62.0%	57.2%	应收款项	8	9	16	26	41	64	
营业成本	-56	-76	-123	-243	-382	-601	存货	17	33	67	100	157	246	
% 销售成本	39.7%	36.8%	35.5%	36.5%	35.5%	35.5%	其他流动资产	5	9	89	66	114	211	
毛利	86	130	223	422	694	1,091	流动资产	51	92	1,676	2,898	3,112	3,609	
% 销售成本	60.3%	63.2%	64.5%	63.5%	64.5%	64.5%	% 总资产	65.9%	61.9%	95.6%	96.9%	96.6%	96.7%	
营业税金及附加	-1	-2	-3	-7	-11	-17	长期投资	0	0	0	0	0	0	
% 销售成本	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	20	46	65	81	96	110	
营业费用	-30	-46	-86	-159	-261	-409	% 总资产	25.6%	30.7%	3.7%	2.7%	3.0%	2.9%	
% 销售成本	21.0%	22.3%	24.8%	24.0%	24.2%	24.1%	无形资产	7	11	13	12	11	11	
管理费用	-18	-20	-28	-57	-90	-143	非流动资产	26	57	78	93	108	122	
% 销售成本	12.8%	9.9%	8.0%	8.6%	8.4%	8.5%	% 总资产	34.1%	38.1%	4.4%	3.1%	3.4%	3.3%	
息税前利润 (EBIT)	36	62	106	199	333	523	资产总计	77	149	1,754	2,992	3,220	3,731	
% 销售成本	25.7%	30.0%	30.7%	30.0%	30.9%	30.9%	短期借款	9	12	70	0	0	0	
财务费用	0	0	2	39	50	53	应付款项	20	26	51	88	142	220	
% 销售成本	0.0%	0.1%	-0.4%	-5.9%	-4.7%	-3.1%	其他流动负债	6	5	8	105	23	37	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	35	42	129	193	165	256	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
投资收益	-1	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0	
% 税前利润	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	35	42	129	194	166	257	
营业利润	35	61	107	238	383	576	普通股股东权益	42	107	1,624	2,798	3,124	3,614	
营业利润率	24.6%	29.9%	31.0%	35.8%	35.6%	34.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	77	149	1,754	2,992	3,290	3,871	
税前利润	34	61	108	238	383	577	比率分析							
利润率	24.3%	29.9%	31.2%	35.9%	35.6%	34.1%	每股指标	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
所得税	-8	-9	-16	-36	-58	-86	每股收益 (元)	0.890	1.272	1.684	2.234	3.593	5.404	
所得税率	22.5%	15.0%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产 (元)	1.409	2.610	29.707	30.858	34.452	39.856	
净利润	27	52	92	203	326	490	每股经营现金净流 (元)	0.845	1.021	0.999	2.577	3.033	4.188	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利 (元)	0.000	0.000	1.000	1.000	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	27	52	92	203	326	490	回报率							
净利率	18.8%	25.4%	26.6%	30.5%	30.3%	29.0%	净资产收益率	63.17%	48.76%	5.67%	7.24%	10.43%	13.56%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	34.59%	34.91%	5.25%	6.77%	9.91%	12.66%	
净利润	27	52	92	203	326	490	投入资本收益率	93.41%	67.29%	47.59%	186.19%	87.24%	84.50%	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率							
非现金支出	1	4	7	5	6	7	营业总收入增长率	112.20%	44.72%	68.58%	91.98%	62.03%	57.16%	
非经营收益	1	0	0	1	1	1	EBIT 增长率	112.98%	69.34%	72.48%	87.11%	67.10%	57.26%	
营运资金变动	-4	-15	-45	25	-58	-118	净利润增长率	120.22%	95.37%	76.54%	119.90%	60.87%	50.40%	
经营活动现金净流	25	42	55	234	275	380	总资产增长率	71.67%	93.57%	1073.53%	70.61%	7.61%	15.87%	
资本开支	15	32	79	21	20	20	资产管理能力							
投资	-6	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	14.6	13.6	10.8	11.7	11.4	11.5	
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	103.9	121.9	149.2	149.2	149.2	149.2	
投资活动现金净流	-21	-32	-79	-21	-20	-20	应付账款周转天数	52.0	41.3	43.7	46.4	45.9	44.3	
股权募资	0	7	1,436	1,062	0	0	固定资产周转天数	34.6	58.3	54.1	34.3	24.6	17.5	
债权募资	9	3	58	-70	-70	-70	偿债能力							
其他	0	0	-7	-1	-92	-1	净负债/股东权益	-28.55%	-27.18%	-88.26%	-96.75%	-89.63%	-85.44%	
筹资活动现金净流	9	10	1,487	991	-162	-71	EBIT 利息保障倍数	654.2	370.1	-70.3	-5.1	-6.6	-9.8	
现金净流量	14	20	1,463	1,204	93	288	资产负债率	45.24%	28.39%	7.37%	6.47%	5.03%	6.63%	

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308