



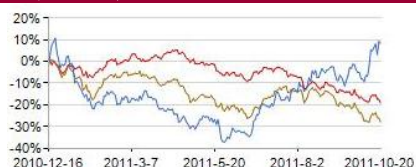
食品饮料
Food & Drink

2011 年 10 月 21 日

市场数据 2011 年 10 月 20

当前价格(元)	78.7
52 周价格区间(元)	45.01 — 82.8
总市值(百万)	8606.63
流通市值(百万)	2153.23
总股本(万股)	10936
流通股(万股)	2736
日均成交额(百万)	37
近一月换手(%)	36.09
Beta(2 年)	0.00
第一大股东	梁允超
公司网址	www.by-health.com.cn

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
汤臣倍健	9.6	29.4	—
沪深 300	-6.3	-17.8	-25.3

相关报告

品牌和渠道推动, 持续高增长可期
——2011.5.20

高增长消化高估值, 下半年更乐观
——2011.7.28

黄黎明

+86 755 21515595
Huangliming@jyzq.cn

执业证书编号:
S0340208070036

汤臣倍健 (300146) 2011 年三季度报简评

——高增长持续, 长期看好不变

评级: 买入 (维持)

赢利预测	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	346	647	1,070	1,670
主营收入增长率(%)	68.6%	87.0%	65.4%	56.0%
归母公司净利(百万元)	92	203	322	495
净利润增长率(%)	76.5%	120.8%	58.2%	53.9%
每股收益(元)	0.84	1.86	2.94	4.53
PE	93.44	42.32	26.75	17.38
PB	5.30	5.05	4.69	4.23

资料来源: 金元证券研究所

汤臣倍健公布 11 年三季度报, 前三季营收 4.7675 亿元, 同比增长 90.21%; 营业利润 1.73 亿元, 同比增长 100.38%; 归属母公司净利润 1.48 亿元, 同比增长 103.19%; 每股收益 1.35 元。

公司同时公告已 2340 万元收购珠海普迪电子公司。

- **三季度增速进一步扩大。**分季度看, 三季度公司收入约 1.96 亿元, 净利润约 5826 万元, 分别同比增长 120% 和 220%, 增速较二季度大幅扩大 (分别是 98% 和 123%), 超出预期, 经营活动现金流净额也同比增长 612%。前三季毛利率 64%, 同比略降 0.66 个百分点, 对成本上升的敏感性比较弱。

公司自去年 7 月份签约姚明以来, 单季收入和业绩逐季走高, 显示“品牌”和“渠道”两大核心竞争力逐步增强。

- **费用控制好。**三季度单季销售费用 4898 万元, 同比增长 56%, 远低于收入增长, 销售费用同比下降近 15 个百分点, 其中, 品牌推广费用 2165 万元。前三季度累计 5707 万元, 收入占比 12%, 基本符合预期。账面巨额的超募资金使前三季度财务收入 2620 万元, 占净利润 17.7%。
- **收购珠海普迪获得为未来扩产准备。**普迪公司实际上成立以来并未有营业收入, 公司收购主要是获取面积为 33,869.3 平方米的土地 (邻近公司珠海生产基地, 珠海基地面积 31409 平方米) 以及厂房、宿舍等辅助设施, 以适应公司未来高速增长的生产需求, 但短期对公司业绩并无影响。

高景气的外部行业环境, 加上优秀的管理团队和良好的治理结构, 是我们持续看好的最核心逻辑。预计 2011-2013 年的 EPS (上调) 分别为 1.86 元、2.94 元和 4.53 元。自推荐以来逆势大幅上涨, 目前对应 11、12 年 PE 约 41X 和 26X, 仍然具有较好投资价值, 维持“买入”评级。

附表1: 汤臣倍健主要财务指标比较 (前三季)

指标名称	2009Q3	2010Q3	同比变化
现金流量表 (单位: 百万元)			
经营活动产生的现金流量净额	44.87	100.45	123.87%
投资活动产生的现金流量净额	-16.70	-142.96	——
筹资活动产生的现金流量净额	-12.71	-129.00	——
利润表 (单位: 百万元)			
营业收入	250.65	476.75	90.21%
营业利润	86.36	173.05	100.38%
利润总额	86.27	174.45	102.21%
净利润	72.71	147.74	103.19%
归属于母公司所有者的净利润	72.71	147.74	103.19%
资产负债表 (单位: 百万元)			
资产总计	228.36	1,796.69	686.78%
负债合计	48.64	79.26	62.95%
所有者权益合计	179.72	1,717.43	855.63%
每股指标(元)			
每股收益 EPS-基本	1.77	1.35	-23.73%
每股净资产 BPS	4.38	15.70	258.45%
主要财务比率			
净资产收益率 ROE(%)	50.72	8.84	-41.88P
投入资本回报率 ROIC(%)	48.68	8.66	-40.02P
销售净利率(%)	29.01	30.99	1.98P
主营业务税金及附加率(%)	1.13	1.28	0.14P
销售毛利率(%)	64.66	64.00	-0.66P
销售期间费用率(%)	28.84	25.69	-3.15P
营业费用率(%)	21.92	24.36	2.44P
管理费用率(%)	6.86	6.82	-0.03P
财务费用率(%)	0.07	-5.49	-5.56P
资产负债率(%)	21.30	4.41	-16.89P

资料来源: 金元证券研究所, WIND 资讯

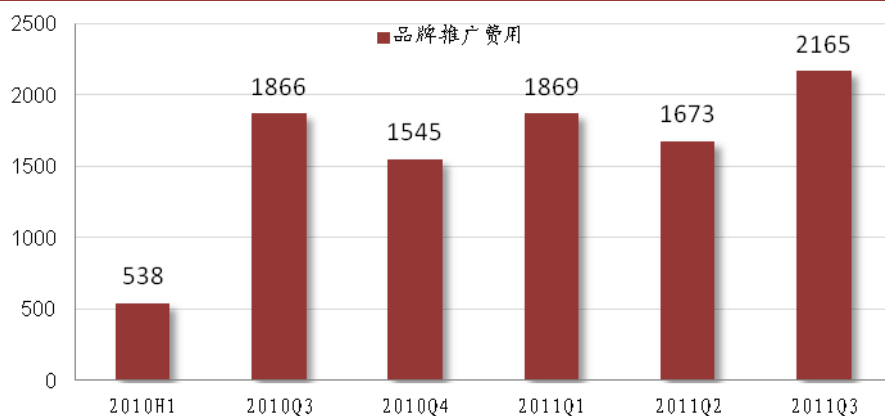
附表2: 汤臣倍健主要财务指标比较 (单季)

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	YOY	YOY
现金流量表 (百万元)									
经营活动现金流量	3.97	33.89	7.01	9.74	3.02	47.48	49.95	40.13%	612.32%
投资活动现金流量	-2.80	-4.10	-9.81	-62.06	-58.33	-42.63	-42.00	941.11%	328.13%
筹资活动现金流量	-0.15	-0.15	-12.40	1,499.38	-74.23	-54.77	0.00	——	——
利润表(百万元)									
营业总收入	85.35	76.20	89.09	95.44	130.22	150.58	195.95	97.60%	119.94%
营业收入	85.35	76.20	89.09	95.44	130.22	150.58	195.95	97.60%	119.94%
营业总成本	46.77	50.11	67.41	74.34	81.95	94.47	127.28	88.54%	88.81%
营业成本	31.68	27.63	29.26	34.40	47.17	55.23	69.21	99.86%	136.57%
营业税金及附加	0.91	0.86	1.06	0.52	1.49	1.92	2.67	122.43%	152.53%
销售费用	9.67	13.88	31.38	30.85	31.63	35.51	48.98	155.79%	56.10%

管理费用	4.39	7.07	5.73	10.42	7.53	11.23	13.78	58.86%	140.55%
财务费用	0.11	0.07	-0.01	-1.68	-7.06	-9.31	-9.83	—	—
营业利润	38.58	26.10	21.68	21.09	48.27	56.11	68.67	115.00%	216.70%
加: 营业外收入	0.07	0.15	0.26	0.58	0.08	1.33	0.98	800.41%	275.80%
减: 营业外支出	0.00	0.11	0.46	0.04	0.01	0.00	0.97	-96.95%	111.13%
利润总额	38.65	26.14	21.48	21.63	48.34	57.44	68.68	119.73%	219.68%
减: 所得税	5.96	4.34	3.25	2.24	7.38	8.91	10.41	105.35%	220.17%
净利润	32.68	21.80	18.23	19.39	40.96	48.52	58.26	122.59%	219.59%
归母公司净利润	32.68	21.80	18.23	19.39	40.96	48.52	58.26	122.59%	219.59%
EPS (元)	0.299	0.199	0.167	0.177	0.375	0.444	0.533	122.59%	219.59%
销售毛利率 (%)	62.88%	63.74%	67.16%	63.95%	63.78%	63.32%	64.68%	-0.42P	-2.48P
期间费用率 (%)	16.61%	27.58%	41.64%	41.49%	24.65%	24.86%	27.01%	-2.72P	-14.62P
其中 销售费用率 (%)	11.34%	18.22%	35.22%	32.33%	24.29%	23.58%	25.00%	5.37P	-10.22P
管理费用率 (%)	5.14%	9.27%	6.43%	10.92%	5.78%	7.45%	7.03%	-1.82P	0.6P
财务费用率 (%)	0.13%	0.09%	-0.01%	-1.76%	-5.42%	-6.18%	-5.02%	-6.27P	-5P
主营税金及附加率 (%)	1.07%	1.13%	1.19%	0.55%	1.14%	1.28%	1.36%	0.14P	0.18P
实际所得税率 (%)	15.43%	16.60%	15.14%	10.35%	15.26%	15.52%	15.16%	-1.09P	0.02P

资料来源: 金元证券研究所, WIND 资讯

图 1: 品牌推广费用季度分布 (百万元, %)



资料来源: 金元证券研究所;

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.