

[table\_main]  
 生物制品 II

公司点评

# 汤臣倍健 (300146.SZ) / 78.70 元

## 品牌渠道建设成果显现，全年高增长可期

### 事项

公司公布三季报，前三季度收入 4.77 亿元，增长 90%，归属于上市公司股东的净利润 1.48 亿元，增长 103%，EPS 为 1.35 元。其中第三季度收入 1.96 亿元，同比增长 120%，净利润 5826 万元，增长 220%，EPS 为 0.53 元。

### 主要观点

#### 1. 前三季度增长略超预期，全年高增长可期。

前三季度收入 4.77 亿元，增长 90%，归属于上市公司股东的净利润 1.48 亿元，增长 103%，EPS 1.35 元，略超我们的预期。其中第三季度收入 1.96 亿元，净利润 5826 万元，同比分别增长 120% 及 220%，环比分别增长 30% 及 20%，EPS 为 0.53 元。由于上市募集资金净额 14.25 亿元，第三季度的财务费用为 -2620 万元，扣除此项影响，净利润同比增长 76%。扣除财务费用后净利润增速低于收入增速主要原因为：1、由于原材料成本上涨，毛利率 64%，同比降低 3.16 个百分点；2、销售费用 1.16 亿元，增长 111%，销售费用率为 24.36%，同比提升 2.44 个百分点，其中品牌推广费用 5707 万元占销售收入 12%。我们分析认为公司四季度将加大广告投入为明年增长做准备，全年广告投入预计达到 13-14%。我们认为受益于公司上市及姚明代言后品牌的知名度提升，销售渠道广度、深度及销售收入快速增长，全年高增长可期。

#### 2. 新增终端销售及原有终端销售增长支撑收入高增长。

据了解，公司新增销售额中 70% 来自新增终端，且新增终端 2-3 月形成良性销售（详见我们上篇报告《品牌和终端扩增双轮驱动业绩快速增长》）；30% 来自于原有终端增长。未来公司增长仍来自于这两方面。在新增终端方面：预计今年渠道终端数量达到 19000-20000 个，其中 90% 是药店终端。我国共有药店 30 万个，其终端数量增长仍有巨大空间。在原有终端方面：我们认为其销售增长幅度是观察公司销售增长健康程度的重要指标。根据我们的草根调研，某城市代理的原有终端同比销售增长达到 40%，说明公司的终端建设稳健扎实。

公司正在探索自建渠道的模式，中报统计汤臣倍健连锁店 296 家，年底预计达到 500 家左右，明年将计划达到 1000 家。自建渠道可以提升品牌知名度、更好的提供售中及售后服务、掌握终端信息及提升渠道掌控能力。但是自建渠道需要丰富的产品储备且成本高，平均盈亏平衡点在 20000 元左右。据了解，现在有 60-70% 的连锁店能够达到盈亏平衡。我们认为观察连锁店的盈亏比例是检验自建终端模式是否成功的关键指标。公司扎实在品牌渠道及产品上下功夫，未来保持稳定健康持续增长可期。

#### 3. 批准证书储备丰富，竞争壁垒加厚。

 证券分析师：廖万国  
 执业编号：S0360210100002

 联系人：兰兰  
 Tel: 010-66500818  
 Email: lanlan@hczq.com

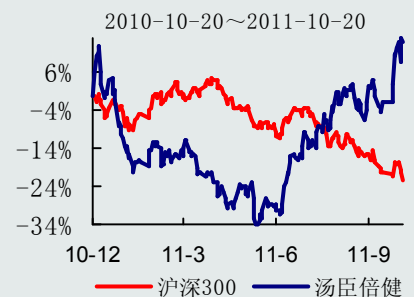
### 投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

### 公司基本数据

总股本(万股)	10936
流通 A 股/B 股(万股)	2736/0
资产负债率(%)	4.41
每股净资产(元)	15.70
市盈率(倍)	58.25
市净率(倍)	5.01
12 个月内最高/最低价	165.65/45.01

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

《品牌和终端扩增双轮驱动业绩快速增长》  
 2011-08-22

《保健食品监督管理条例》正在修改过程中，有望年内出台，将规范保健食品市场。公司现共有保健食品及膳食营养补充剂批准证书 39 个，并计划未来 1-2 年有 20-30 个批准证书获批，将加厚市场竞争壁垒。

#### 4、研发投入持续增加，产品线有望丰富。

公司研发投入 664 万，同比增长 108%，计划增加母婴及运动产品系列。公司现有产品线与同类膳食营养补充剂产品无显著差异，但公司持续跟踪国外市场畅销产品，不断进行产品开发，有望形成自己的优势产品线。

#### 5、合理使用超募资金将有助于提升公司盈利水平。

公司尚有募投资金 8.1 亿元，有意向收购在膳食营养补充剂行业具有渠道、品牌及产品优势的公司。我们认为充足的资金有利于公司投资再生产及外延式收购，将提升公司盈利水平。

**6、投资建议：推荐（维持）：**受益于行业及终端快速扩张、品牌知名度不断提升及公司外延式收购可能，我们看好公司未来发展，提高 2012 及 2013 年盈利预测，给予公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.6、2.4 及 3.6 元，对应 PE 分别为 49X\33X\22X。维持推荐评级。

#### 风险提示

1、公司采购原料大部分来自国外，会有原料供应及安全风险；2、公司终端扩张迅速带来的管理不善风险；3、食品安全风险无法预知。

附录：财务预测表

**资产负债表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1676	3202	3416	3739
现金	1504	2926	2924	2896
应收账款	13	27	40	61
其它应收款	2	3	6	9
预付账款	88	143	263	491
存货	67	102	183	280
其他	2	1	2	3
<b>非流动资产</b>	78	74	71	68
长期投资	0	0	0	0
固定资产	57	58	57	55
无形资产	3	3	2	2
其他	18	13	12	10
<b>资产总计</b>	1754	3276	3487	3807
<b>流动负债</b>	129	114	167	247
短期借款	70	30	37	46
应付账款	20	34	55	87
其他	39	51	75	115
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	129	114	167	247
少数股东权益	0	0	0	0
股本	55	109	109	109
资本公积金	1421	2782	2782	2782
留存收益	149	270	428	668
归属母公司股东权益	1624	3161	3320	3559
<b>负债和股东权益</b>	1754	3276	3487	3807

**现金流量表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	55	68	68	95
净利润	92	176	263	396
折旧摊销	7	4	5	5
财务费用	-2	-32	-30	-28
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-45	-81	-171	-278
其它	2	0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-79	1	-3	-3
资本支出	79	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	0	1	-3	-3
<b>筹资活动现金流</b>	1487	1354	-67	-120
短期借款	58	-40	7	8
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	14	55	0	0
资本公积增加	1412	1361	0	0
其他	3	-23	-74	-128
<b>现金净增加额</b>	1463	1422	-2	-28

资料来源：公司报表、华创证券

**利润表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	346	635	1016	1524
营业成本	123	236	386	579
营业税金及附加	3	6	10	15
营业费用	86	167	264	381
管理费用	28	51	77	112
财务费用	-2	-32	-30	-28
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	107	206	308	464
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	108	206	308	464
所得税	16	31	45	69
<b>净利润</b>	92	176	263	396
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	92	176	263	396
<b>EBITDA</b>	113	179	283	441
<b>EPS (元)</b>	1.68	1.61	2.41	3.62

**主要财务比率**

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	68.6%	83.5%	60.0%	50.0%
营业利润	75.1%	92.0%	49.5%	50.5%
归属母公司净利润	76.5%	90.8%	49.7%	50.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	64.5%	62.8%	62.0%	62.0%
净利率	26.6%	27.7%	25.9%	26.0%
ROE	5.7%	5.6%	7.9%	11.1%
ROIC	46.2%	54.4%	53.9%	52.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	7.4%	3.5%	4.8%	6.5%
净负债比率	54.15%	26.50%	22.37%	18.56%
流动比率	12.98	28.00	20.42	15.12
速动比率	12.46	27.11	19.33	13.99
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.36	0.25	0.30	0.42
应收帐款周转率	34	32	30	30
应付帐款周转率	8.35	8.79	8.71	8.16
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.84	1.61	2.41	3.62
每股经营现金	0.50	0.62	0.62	0.87
每股净资产	14.85	28.91	30.36	32.55
<b>估值比率</b>				
P/E	39.95	41.88	27.98	18.60
P/B	2.27	2.33	2.22	2.07
EV/EBITDA	53	33	21	13

## 医药组分析师介绍

廖万国：解放军军事医学科学院医学硕士和上海中欧国际工商管理学院工商管理硕士/从业 4 年。1990 年起先后从事基础医学研究和药品营销管理，任产品经理、销售经理和营销总监。2008 年进入平安证券综合研究所任医药行业研究员，2009 年底进入华创证券研究所任高级医药行业研究员和首席医药行业研究员、医药组组长。

兰兰：首都医科大学硕士学位，曾任职于赛诺菲安万特及拜耳医药公司，具有 5 年医药行业经验，2011 年加盟华创证券，负责化学原料、化学制剂及医药流通子行业。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

### 北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编:100033  
传真:010-66500801

### 深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 7060 号  
财富广场 B 座二楼  
邮编:518040  
传真:0755-82027731

### 上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编:200122  
传真:021-50583558