

生物制品 II

汤臣倍健 (300146.SZ) / 79.89 元

加强战略布局，立足长远发展

事项

公司发布公告拟使用超募资金15,565.91万元增资全资子公司广州市佰健生物工程用于开设汤臣倍健连锁营养中心项目。

拟使用超募资金 15,986 万元用于进一步扩大珠海生产基地产能项目。

主要观点

1. 加速连锁营养中心建设，提升品牌力、渠道力与服务力。

连锁营养中心是公司营销网络建设的重大创新，目前国内膳食营养补充剂领域尚无品牌连锁中心。连锁经营模式是国际膳食营养补充剂领先企业采取的主流经营模式之一。截至目前，GNC在整个美国和50个国际市场的特许经营业务拥有超过7000家零售店（其中包括超过1000家特许经营的商店和1200家零售店中店）。根据GNC2008 年年报显示，2008 年GNC公司全年收益合计16.56亿美元，其中专卖店收益为14.77亿美元，占89.19%。从未来的发展来看，连锁经营模式也将是中国膳食营养补充剂未来发展的主流渠道模式之一。我们认为公司大力布局连锁营销中心有助于公司威慑渠道、提升品牌力与服务力，使公司自主营销与渠道销售相得益彰。

2011年公司已有438家连锁店，公司计划至2013年扩张至1163家。通过几种方式：

- 建设连锁运营管理中心，构建现代连锁经营管理体系。
- 投资商业店铺开设旗舰店，以示范效应规范带动联营、加盟连锁营养中心发展。
- 省会城市和重点市场建立直营店。
- 利用现有渠道资源，重点发展联营店。
- 尝试建立加盟体系，加快连锁营养中心拓展速度。

2. 大幅扩增产能，彰显高增长信心。

由于2010~2011年公司销售业绩连续两年高位增长，IPO募投项目“生产车间新建项目”规划产能与设备配套已无法支撑原规划的4年增长需求，为了确保市场供货，需进一步扩大珠海基地生产产能。新增产能包括片剂、粉剂（罐）、软胶囊、硬胶囊分别增长62.33%、312.5%、50%、100%，产能较募投项目大幅提升，彰显公司高增长信心。

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)	3254/0
资产负债率(%)	7.29
每股净资产(元)	16.06
市盈率(倍)	46.86
市净率(倍)	4.97
12 个月内最高/最低价	130.18/45.01

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

- 《业绩增长的关键因素：渠道与品牌》
2012-02-02
- 《品牌渠道建设成果显现，全年高增长可期》
2011-10-21
- 《品牌和终端扩增双轮驱动业绩快速增长》
2011-08-23
- 《品牌和终端扩增双轮驱动业绩快速增长》
2011-08-22

3. 市场监管趋严，利好公司发展。

《保健食品监督管理条例》有望今年出台，监管部门将进一步提高保健食品准入门槛，确保产品质量安全。公司是膳食营养补充剂领域唯一的上市公司，截至 2011 年 12 月 31 日，公司已拥有、在审批及拟申请项国家食品药品监督管理局批准的营养素补充剂和保健食品批准证书的数量分别是 41、17 及 30 个，证书数量在同业中处于领先地位。我们认为行业监管政策的逐步完善，利好公司长期发展。

4. 投资建议：推荐（维持）。受益于行业及终端快速扩张、品牌力及产品力不断提升及，我们看好公司未来发展，预测公司 2012-2013 年 EPS 分别为 2.4、3.2 及 4.2 元（对应 PE 分别为 31X\23X\17X。维持推荐评级。

风险提示

- 1、公司采购原料大部分来自国外所致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；
- 4、国外保健品牌、国内知名药企及食品企业进入保健品行业的竞争风险。

表格 1 2011-2013 年汤臣倍健连锁营养中心拓展目标

明细		2011	2012	2013	小计
开店数量	联营店	289	200	204	693
	直营店	115	100	88	303
	加盟店	34	50	83	167
合计		438	350	375	1,163

资料来源：华创证券整理

表格 2 汤臣倍健调整设备投资后产能表

项目	产品分类	单位	原募投规划总产能	本次调整设备后增加产能	此次调整投资后总产能	总产能增长比例
增加 3 号厂房原规划产能	片剂	亿片	15.4	9.6	25	62.33%
	粉剂	万罐	160	500	660	312.50%
		万袋	6100	-	6100	0%
	软胶囊	亿粒	6	3	9	50%
	硬胶囊	亿粒	1.6	1.6	3.2	100%

资料来源：华创证券整理

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1618	1952	2409	3002
现金	1351	1542	1731	2059
应收账款	22	36	51	71
其它应收款	5	6	10	14
预付账款	94	181	337	475
存货	114	174	261	356
其他	31	13	19	27
非流动资产	277	265	254	241
长期投资	0	0	0	0
固定资产	74	159	196	208
无形资产	4	4	4	4
其他	199	101	54	29
资产总计	1894	2217	2663	3243
流动负债	134	202	300	417
短期借款	0	27	32	20
应付账款	32	50	76	103
其他	101	124	191	295
非流动负债	4	1	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	4	1	2	2
负债合计	138	203	302	420
少数股东权益	0	0	0	0
股本	109	109	109	109
资本公积金	1366	1366	1366	1366
留存收益	280	538	885	1348
归属母公司股东权益	1756	2014	2361	2824
负债和股东权益	1894	2217	2663	3243

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	174	116	161	320
净利润	186	257	348	462
折旧摊销	11	9	13	15
财务费用	-36	-32	-30	-28
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-28	-116	-170	-130
其它	41	-2	0	1
投资活动现金流	-200	15	-7	-8
资本支出	190	0	0	0
长期投资	-10	0	0	0
其他	-20	15	-7	-8
筹资活动现金流	-129	59	35	15
短期借款	-70	27	5	-13
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	55	0	0	0
资本公积增加	-55	0	0	0
其他	-59	32	30	28
现金净增加额	-155	191	189	328

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	658	987	1431	2003
营业成本	236	355	515	721
营业税金及附加	7	10	16	21
营业费用	181	275	415	601
管理费用	51	74	104	142
财务费用	-36	-32	-30	-28
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	217	303	409	544
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	220	303	409	544
所得税	33	45	62	82
净利润	186	257	348	462
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	186	257	348	462
EBITDA	192	280	392	531
EPS (元)	1.70	2.35	3.18	4.23

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	90.1%	50.0%	45.0%	40.0%
营业利润	102.3%	39.2%	35.3%	32.9%
归属母公司净利润	102.4%	38.1%	35.0%	33.0%
获利能力				
毛利率	64.2%	64.0%	64.0%	64.0%
净利率	28.3%	26.1%	24.3%	23.1%
ROE	10.6%	12.8%	14.7%	16.4%
ROIC	39.2%	46.4%	49.2%	56.8%
偿债能力				
资产负债率	7.3%	9.2%	11.3%	12.9%
净负债比率	0.00%	13.46%	10.75%	4.75%
流动比率	12.08	9.68	8.03	7.20
速动比率	11.22	8.82	7.16	6.34
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.48	0.59	0.68
应收帐款周转率	37	34	33	33
应付帐款周转率	8.96	8.59	8.15	8.07
每股指标(元)				
每股收益	1.70	2.35	3.18	4.23
每股经营现金	1.59	1.06	1.47	2.93
每股净资产	16.06	18.41	21.59	25.82
估值比率				
P/E	43.34	31.38	23.24	17.48
P/B	4.60	4.01	3.42	2.86
EV/EBITDA	35	24	17	13

资料来源：公司报表、华创证券

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。

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