

稳固后方支持，开辟前方疆土

买入维持

目标价 100 元

事件：

- 公司公告分别使用超募资金 1.56 亿元和 1.6 亿元用于投资广州佰健用于开设汤臣倍健连锁营养中心拓展项目以及扩大珠海生产基地产能项目。

对此，我们点评如下：

- 营养中心建设将进一步提升汤臣倍健的品牌力和渠道力，且利于优化渠道结构：**营养中心作为姚明空中营销的地面配合，通过传播健康观念、推广健康生活方式、定制个人营养计划等方式与消费者产生更直接的互动，强化在消费者心目中的品牌形象。2011 年公司共有 438 家连锁店，未来两年将分别增加 350 家及 375 家，连锁渠道初期以联营店和直营店为主，并在区域中心城市开设旗舰店，形成示范效应，后期逐渐加大加盟店的比例，进行快速扩张。
- 首次提出要增加服务力，成为中国家庭的“营养顾问”：**在产品力、渠道力、品牌力已经成为领先行业的竞争优势后，公司又开始构建新的竞争壁垒服务力。通过营养中心为顾客提供营养顾问服务，不仅可以对消费者需求做出更及时的反应，并且对优质消费者的培养提高品牌忠诚度和持续消费的客户黏性。
- 珠海项目扩张将满足未来对产能的需求，维持前期盈利预测：**由于 2010、2011 年公司销售额分别获得了 70% 和 90% 的高速增长，产品始终处于供不应求的状态，本次扩产项目对片剂、粉剂、软胶囊、硬胶囊的总产能分别比原募投计划产能增加约 62%、313%、50%、100%。在 2013 年下半年和 2014 年陆续达产，达产后预计增加收入 8.8 亿元，增加净利润 2 亿元。预计 2012-2014 年收入分别为 10.99 亿、16.87 亿和 25.1 亿元，YOY 分别为 67%、53% 和 49%；对应 EPS 分别为 2.9 元、4.4 元和 6.7 元，YOY 分别为 70%、52% 和 52%。给予 100 元的第一目标价，继续维持“买入”评级。

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	346.08	657.96	1099.45	1686.96	2508.97
YOY	8.58%	90.12%	67.10%	53.44%	48.73%
净利润	92.11	186.44	317.14	481.48	732.46
YOY	76.54%	102.41%	70.11%	51.82%	52.13%
EPS (元)	0.842	1.705	2.900	4.403	6.698

食品饮料行业

联系人：

苏青青

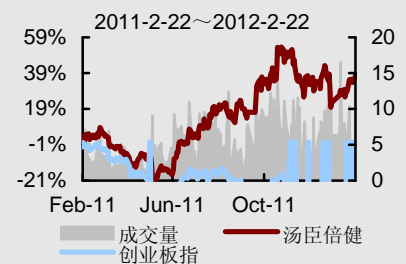
电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

郇彬 (S1180511050001)

市场表现



相关研究

- 1 《汤臣倍健(300146) 宏源证券-公司研究-汤臣倍健：商界精英，五年后大蓝筹可期-300146-食品饮料-苏青青》，2012.2
- 2 《汤臣倍健(300146) 宏源证券-年报点评-汤臣倍健：中小盘+高送配+高成长=25X12PE-300146-食品饮料-苏青青》，2012.2
- 3 《汤臣倍健(300146) 宏源证券-公司研究-汤臣倍健：汤臣倍健深度之三：从碧生源说起-300146-食品饮料-苏青青》，2012.1
- 4 《汤臣倍健(300146) 宏源证券公司动态点评汤臣倍健：持续超预期，又到买入时 300146 食品饮料行业苏青青》，2011.12

图 1: 分产品盈利预测分拆表

		2008	2009	2010	1H2011	2011	2012E	2013E	2014E
蛋白质/维生素/矿物质	收入 (百万)	44	61	121	100.9594	250.71	391	625	938
	YOY	137%	39%	98%	91%	107%	70%	60%	50%
	成本 (百万)	18	24	45	39	94	145	225	328
	YOY		36%	89%		107%	40%	56%	46%
	毛利率 (%)	60%	61%	63%	62%	63%	63%	64%	65%
补钙及骨骼健康	收入 (百万)	22	33	54	41.4081	106.64	194	288	432
	YOY	186%	50%	64%	53%	98%	80%	48%	50%
	成本 (百万)	8	12	17	15	37	68	101	151
	YOY		43%	45%		116%	58%	48%	50%
	毛利率 (%)	62%	64%	68%	63%	65%	65%	65%	65%
心脑血管健康	收入 (百万)	11	15	21	16.299	36.6887	67	108	161
	YOY	108%	36%	40%	60%	78%	60%	60%	50%
	成本 (百万)	6	7	10	8	17	30	47	73
	YOY		21%	46%		74%	57%	56%	53%
	毛利率 (%)	50%	56%	54%	51%	54%	55%	56%	55%
女性健康	收入 (百万)	16	28	41	44.0584	70.1403	125	199	299
	YOY	59%	75%	46%	108%	70%	60%	60%	50%
	成本 (百万)	5	8	12	14	19	34	54	81
	YOY		75%	46%		55%	44%	60%	50%
	毛利率 (%)	70%	70%	70%	69%	73%	73%	73%	73%
婴幼儿/儿童/青少年健康	收入 (百万)	16	21	39	30.5859	67.6963	112	168	253
	YOY	59%	31%	86%	80%	72%	60%	50%	50%
	成本 (百万)	6	8	14	12	27	45	67	101
	YOY		28%	89%		92%	156%	50%	50%
	毛利率 (%)	63%	64%	63%	60%	59%	60%	60%	60%
男性健康	收入 (百万)	3	5	9	5.6887	11.762	31	46	69
	YOY	160%	67%	80%	32%	36%	80%	50%	50%
	成本 (百万)	1	1	2	2	3	8	11	17
	YOY		43%	74%		35%	80%	50%	51%
	毛利率 (%)	70%	74%	75%	63%	74%	75%	75%	75%
草本植物健康产品	收入 (百万)	12	18	24	15.8543	34.42	73	95	123
	YOY	115%	50%	33%	31%	42%	60%	30%	30%
	成本 (百万)	5	7	10	6	12	26	33	43
	YOY		46%	39%		26%	40%	30%	30%
	毛利率 (%)	60%	61%	60%	63%	64%	65%	65%	65%
功能性健康产品	收入 (百万)	16	22	33	23.2142	70.89	100	150	226
	YOY	85%	38%	50%	58%	117%	60%	50%	50%
	成本 (百万)	6	8	11	8	23	33	50	74
	YOY		33%	41%		110%	60%	50%	50%
	毛利率 (%)	63%	64%	67%	67%	67%	67%	67%	67%
膳食营养补充剂	收入 (百万)	140	203	342	278	649	1093	1680	2501
	YOY		45%	68%		90%	67%	54%	49%
	成本 (百万)	54	75	122	103	233	388	589	869
	YOY		39%	63%		91%	55%	52%	48%
	毛利率 (%)	62%	63%	64%	63%	64%	65%	65%	65%
品牌使用及管理费	收入 (百万)	0	1	2.45	2.4	5.7099	6	7	8
	YOY			145%			20%	17%	14%
	成本 (百万)	0	0	0			0	0	
	YOY								
	毛利率 (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	200%
其他业务	收入 (百万)	1	0.79	1.3667			0	0	0
	YOY	753%	-21%	73%			20%	20%	120%
	成本 (百万)	1	1	1			0	0	0
	YOY		-13%	66%			#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	毛利率 (%)	14%	4%	8%			7%	7%	107%
合计收入	收入 (百万)	141	205	346	280	655	1099	1687	2509
	YOY		45%	69%		89%	67%	53%	49%
	成本 (百万)	55	75	123	103	233	388	589	861
	YOY		38%	63%		89%	55%	52%	46%
	毛利率 (%)	61%	63%	64%	63%	64%	65%	65%	66%

资料来源: 宏源证券研究所

图 2: 三张财务报表摘要

利润表					资产负债表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	658	1099	1687	2509	货币资金	1349	1419	1687	2165
YOY	90%	67%	53%	49%	应收和预付款项	128	217	367	490
营业成本	236	388	589	861	存货	114	196	275	414
毛利	422	712	1098	1648	其他流动资产	1	1	0	1
% 营业收入	64%	65%	65%	66%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	7	11	17	26	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产和在建工程	257	328	349	366
销售费用	181	275	422	627	无形资产和开发支出	11	61	105	144
% 营业收入	27%	25%	25%	25%	其他非流动资产	7	4	0	0
管理费用	51	82	127	176	资产总计	1867	2224	2784	3579
% 营业收入	8%	8%	8%	7%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-36	-31	-35	-43	应付和预收款项	111	150	229	291
% 营业收入	-6%	-3%	-2%	-2%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	2	1	1	1	其他负债	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	111	150	229	292
投资收益	0	0	0	0	股本	109	109	109	109
营业利润	217	373	566	862	资本公积	1366	1366	1366	1366
% 营业收入	33%	34%	34%	34%	留存收益	280	597	1079	1811
营业外收支	3	0	0	0	归属母公司股东权益	1756	2073	2555	3287
利润总额	220	373	566	862	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	33%	34%	34%	34%	股东权益合计	1756	2073	2555	3287
所得税费用	33	56	85	129	负债和股东权益合计	1867	2224	2784	3579
净利润	186	317	481	732					
归属于母公司所有者的净利润	186	317	481	732					
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	174	36	282	427	毛利率	64%	65%	65%	66%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	30%	30%	30%	30%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	28%	31%	32%	33%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	30%	33%	34%	34%
固定资产投资	-48	-411	-416	-322	销售净利率	28%	29%	29%	29%
其他	-1921	0	0	0	ROE	11%	15%	19%	22%
投资活动现金流净额	-1969	-411	-416	-322	ROA	10%	15%	19%	23%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	77%	70%	68%	79%
股权融资	1865	0	0	0	销售收入增长率	90%	67%	53%	49%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	72%	87%	55%	54%
筹资成本	0	-43	-59	-84	EBITDA 增长率	72%	88%	56%	52%
其他	-6	0	0	0	净利润增长率	102%	70%	52%	52%
筹资活动现金流净额	1859	-43	-59	-84	总资产增长率	7%	19%	25%	29%
现金净流量	37	-417	-192	21	股东权益增长率	8%	18%	23%	29%
					经营营运资本增长率	13%	98%	57%	48%
					流动比率	14.4	12.2	10.2	10.5
					速动比率	13.4	10.9	9.0	9.1
					应收账款周转率	23.0	24.6	24.9	25.2

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年加盟宏源证券研究所。**推介成绩:** 在 2011 年 6 月 13 日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达 40%; 成功在 57 元时推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达 55%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在 58-64 元, 股价表现与分析结论一致; 近期成功挖掘酒鬼酒的投资机会。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。