



食品饮料
Food & Drink

2011 年 7 月 28 日

市场数据 2010 年 10 月 19

当前价格(元)	62.2
52周价格区间(元)	45.01 -165.65
总市值(百万)	6802.19
流通市值(百万)	1701.79
总股本(万股)	10936
流通股(万股)	2736
日均成交额(百万)	24
近一月换手(%)	43.00
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	16.7	21.9	
沪深 300	-1.2	-6.0	4.8

相关报告

品牌和渠道推动, 持续高增长可期
——2011.5.20

黄黎明

+86 755 21515595
Huangliming@jyzq.cn

执业证书编号:

S0340208070036

汤臣倍健(300146) 2011 年中报简评

——高增长消化高估值, 下半年更乐观

评级: 买入(维持)

赢利预测	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	346	577	927	1,451
主营收入增长率(%)	68.6%	66.8%	60.6%	56.4%
归母公司净利(百万元)	92	184	282	426
净利润增长率(%)	76.5%	99.5%	53.3%	51.3%
每股收益(元)	0.84	1.68	2.58	3.90
PE	73.85	37.02	24.15	15.96
PB	4.19	4.01	3.76	3.43

资料来源: 金元证券研究所

汤臣倍健公布 11 年中报, 上半年营收 2.81 亿元, 同比增长 73.81%; 营业利润 10437.58 万元, 同比增长 61.38%; 归属母公司净利润 8948.20 万元, 同比增长 64.24%; 每股收益 0.82 元, 基本符合预期。其中, 二季度单季度收入和利润增速分别为 97.6% 和 122.6%, 较第 1 季度大幅提高。

- **主力产品和主销区继续保持高速增长。**分产品看, 主力产品“蛋白质/维生素/矿物质系列”同比增长 90.5%, 收入超 1 亿, 毛利率也同比提高 2.11 个百分点。另外两个潜力产品“女性健康系列”和“婴幼儿/青少年健康系列”也分别有 110% 和 135% 的高速增长。

分地区看, 主销区华东和华南收入分别为 7529 万和 8445 万元, 分别同比增长 73% 和 70%, 华北地区也有约 2996 万收入, 同比增长 93%, 在国内三大经济圈区域销售额继续高速增长。

期末终端数量约 1.6 万多个, 上半年新增 3000 多个, 今年将轻松超过年初规划的 1.8 万个, 预计达到 1.9-2 万个。另外, 连锁营养中心 296 个, 上半年新增 73 个。

- **品牌推广费用恢复正常, 利息收入大增, 下半年业绩更为乐观。**10 年上半年, 品牌推广费用仅为 538 万, 占全年比例 13.62% (去年 7 月签约姚明), 今年 1、2 季度品牌推广费用分别为 1869 万和 1673 万, 合计 3542 万。品牌推广费用的巨大差异是造成一季度业绩不佳的主要原因, 而今年下半年同比基数的抬高, 再次助推业绩的高速增长。

另外, 由于超募导致账面现金达到 13.24 亿元, 仅财务费用收入就为 1637 万。

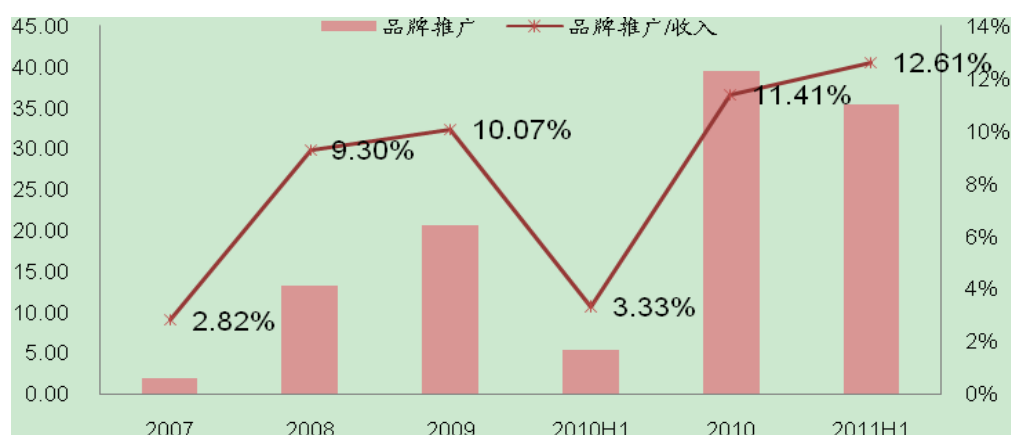
预计 2011-2013 年的 EPS (上调) 分别为 1.68 元、2.58 元和 3.9 元。近期股价强势上涨, 动态 PE 约 37X, 但相对于公司持续的高增长速度, 仍然具有较好投资价值, 维持“买入”评级。

附表1: 汤臣倍健主要财务指标比较

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	YOY	YOY
现金流量表单季(百万元)								
经营活动现金流量	3.97	33.89	7.01	9.74	3.02	47.48	-24.04%	40.13%
投资活动现金流量	-2.80	-4.10	-9.81	-62.06	-58.33	-42.63	—	—
筹资活动现金流量净	-0.15	-0.15	-12.40	1,499.38	-74.23	-54.77	—	—
利润表单季(百万元)								
营业总收入	85.35	76.20	89.09	95.44	130.22	150.58	52.58%	97.60%
营业收入	85.35	76.20	89.09	95.44	130.22	150.58	52.58%	97.60%
营业总成本	46.77	50.11	67.41	74.34	81.95	94.47	75.23%	88.54%
营业成本	31.68	27.63	29.26	34.40	47.17	55.23	48.89%	99.86%
营业税金及附加	0.91	0.86	1.06	0.52	1.49	1.92	62.95%	122.43%
销售费用	9.67	13.88	31.38	30.85	31.63	35.51	226.93%	155.79%
管理费用	4.39	7.07	5.73	10.42	7.53	11.23	71.55%	58.86%
财务费用	0.11	0.07	-0.01	-1.68	-7.06	-9.31	—	—
营业利润	38.58	26.10	21.68	21.09	48.27	56.11	25.11%	115.00%
加: 营业外收入	0.07	0.15	0.26	0.58	0.08	1.33	13.26%	800.41%
减: 营业外支出	0.00	0.11	0.46	0.04	0.01	0.00	#DIV/0!	-96.95%
利润总额	38.65	26.14	21.48	21.63	48.34	57.44	25.07%	119.73%
减: 所得税	5.96	4.34	3.25	2.24	7.38	8.91	23.71%	105.35%
净利润	32.68	21.80	18.23	19.39	40.96	48.52	25.32%	122.59%
归母公司所有者净利润	32.68	21.80	18.23	19.39	40.96	48.52	25.32%	122.59%
EPS (元)	0.299	0.199	0.167	0.177	0.375	0.444	25.32%	122.59%
销售毛利率 (%)	62.88%	63.74%	67.16%	63.95%	63.78%	63.32%	0.9P	-0.42P
期间费用率 (%)	16.61%	27.58%	41.64%	41.49%	24.65%	24.86%	8.04P	-2.72P
其中 销售费用率 (%)	11.34%	18.22%	35.22%	32.33%	24.29%	23.58%	12.95P	5.37P
管理费用率 (%)	5.14%	9.27%	6.43%	10.92%	5.78%	7.45%	0.64P	-1.82P
财务费用率 (%)	0.13%	0.09%	-0.01%	-1.76%	-5.42%	-6.18%	-5.55P	-6.27P
主营税金及附加率 (%)	1.07%	1.13%	1.19%	0.55%	1.14%	1.28%	0.07P	0.14P
实际所得税率 (%)	15.43%	16.60%	15.14%	10.35%	15.26%	15.52%	-0.17P	-1.09P

资料来源: 金元证券研究所, WIND 资讯

图 1: 品牌推广费用及占收入比重 (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.