

汤臣倍健 (300146.SZ)
一季度高增长无忧
评级: 买入 前次: 买入
目标价(元): 54.8

 分析师 胡德军
 分析师 生物医药小组

S0740511070005

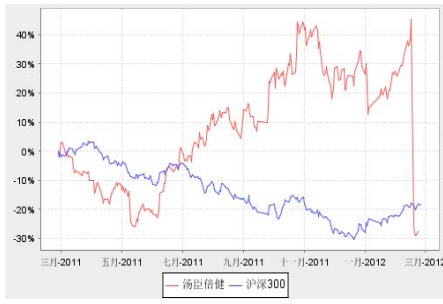
021-20315083

hudj@r.qlzq.com.cn

2012年3月12日

基本状况

总股本(百万股)	218.72
流通股本(百万股)	74.32
市价(元)	44.64
市值(百万元)	9763.66
流通市值(百万元)	3317.57

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	346.08	657.96	1,163.52	1,779.38	2,470.71
营业收入增速	68.58%	90.12%	76.84%	52.93%	38.85%
净利润增长率	76.54%	102.41%	60.99%	51.97%	36.31%
摊薄每股收益(元)	1.68	1.70	1.37	2.09	2.84
前次预测每股收益(元)	1.68	1.70	2.73	3.96	5.35
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	89.05	45.69	35.78	23.55	17.27
PEG	1.16	0.45	0.59	0.45	0.48
每股净资产(元)	29.71	16.06	17.80	21.97	27.66
每股现金流量	1.00	1.59	2.67	3.32	4.42
净资产收益率	5.67%	10.62%	15.42%	18.98%	20.55%
市净率	5.05	4.85	2.76	2.23	1.78
总股本(百万股)	54.68	109.36	218.72	218.72	218.72

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2012年3月12日公司股票涨停,根据我们近期对行业和公司的了解,公司目前经营状况良好,预计一季度依然将保持高速增长态势,公司短期目标依然是终端的快速扩张铺货和管理提升为主题;
- 预计2012年中国非直销领域市场规模将达到160亿元,2008-2012年行业年均增长率在30%左右;
- 我们认为公司今年完成3万个终端目标的可行性极大,从我们了解的结果,公司目前终端覆盖进展顺利,渠道铺货顺畅,其中汤臣倍健营养中心连锁门店已达438家。其子公司广州佰健已与国内主要大型连锁卖场,包括家乐福、大润发、沃尔玛、卜蜂莲花、等签订了全国性的战略合作合同,我们认为随着公司终端网点增加,公司战略将逐步转移到顾客粘度管理上来,也就意味着公司持续力度的加强服务,保持品牌的竞争力;
- 在产品方面,公司目前产品原料进口比例已经达到65.51%,春节后又开始在巴西和新西兰调研原料基地情况,随着公司销售量不断增加,原料供给将成为关键,公司近期亮相《非你莫属》在全国招聘全球原料采购总监,表明公司充分意识到产品力是公司可持续发展的真正源泉;
- 在宣传方面,公司2012汤臣倍健健康快车营养中国行预计将开赴27省(直辖市)近200个城市,覆盖人群约10万人,通过大型公益活动增强品牌粘性,提高市场认知度,公司同时启动对贫困地区儿童的营养改善项目,并与姚明合作在贵州援建一所“汤臣倍健—姚基金希望小学”,使品牌延伸面更广;
- 考虑到公司良好经营情况,小幅上调盈利预测,预计公司2012-14年净利润分别为3.00亿元、4.56亿元和6.22亿元,同比分别增长61.0%、52.0%和36.3%,调整幅度分别为0.4%、6%和6%,根据公司最新股本摊薄后实现每股收益分别为1.37元、2.09元和2.84元,目标价54.8元/股,维持“买入”评级;

- 风险提示：1、产品质量和食品安全风险；2、产能释放不达预期以及原材料价格大幅上涨带来的业绩风险；3、募投项目不达预期以及营销拓展不利的风险；4、品牌力下降以及渠道管控不利带来的业绩下滑风险；5、人员流失带来的公司经营风险；

图表 1：公司目前产品分类

按使用人群分类

- 女性健康
- 男性健康
- 婴幼儿/青少年健康
- 中老年健康

按产品属性分类

- 蛋白质
- 维生素 矿物质
- 补钙
- 草本植物
- 珍稀动物
- 功能性产品



来源：齐鲁证券研究所

风险提示

- 1、产品质量和食品安全风险；2、产能释放不达预期以及原材料价格大幅上涨带来的业绩风险；3、募投项目不达预期以及营销拓展不利的风险；4、品牌力下降以及渠道管控不利带来的业绩下滑风险；5、人员流失带来的公司经营风险；

附表 1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	205	346	658	1,164	1,779	2,471	货币资金	41	1,504	1,351	1,509	1,498	1,833
增长率	44.72%	68.6%	90.1%	76.8%	52.9%	38.9%	应收账款	9	16	34	47	73	100
营业成本	-76	-123	-236	-413	-632	-877	存货	33	67	114	159	243	337
% 销售成本	36.8%	35.5%	35.8%	35.5%	35.5%	35.5%	其他流动资产	9	89	119	160	271	426
毛利	130	223	422	750	1,148	1,594	流动资产	92	1,676	1,618	1,875	2,085	2,697
% 销售成本	63.2%	64.5%	64.2%	64.5%	64.5%	64.5%	% 总资产	61.9%	95.6%	85.4%	82.3%	79.2%	79.8%
营业税金及附加	-2	-3	-7	-13	-19	-27	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售成本	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定投资	46	65	257	384	529	666
营业费用	-46	-86	-181	-320	-481	-674	% 总资产	30.7%	3.7%	13.6%	16.9%	20.1%	19.7%
% 销售成本	22.3%	24.8%	27.5%	27.5%	27.0%	27.3%	无形资产	11	13	19	17	17	17
管理费用	-20	-28	-51	-91	-139	-194	非流动资产	57	78	277	402	547	684
% 销售成本	9.9%	8.0%	7.8%	7.9%	7.8%	7.8%	% 总资产	38.1%	4.4%	14.6%	17.7%	20.8%	20.2%
息税前利润 (EBIT)	62	106	183	327	508	699	资产总计	149	1,754	1,894	2,277	2,632	3,381
% 销售成本	30.0%	30.7%	27.7%	28.1%	28.5%	28.3%	短期借款	12	70	0	0	0	0
财务费用	0	2	36	27	30	33	应付账款	26	51	111	178	274	378
% 销售成本	0.1%	-0.4%	-5.5%	-2.3%	-1.7%	-1.3%	其他流动负债	5	8	23	258	61	84
资产减值损失	0	0	-2	0	0	0	流动负债	42	129	134	435	334	462
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	4	4	4	4
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	42	129	138	439	338	466
营业利润	61	107	217	354	537	732	普通股股东权益	107	1,624	1,756	1,838	2,294	2,914
营业利润率	29.9%	31.0%	33.0%	30.4%	30.2%	29.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	3	0	0	0	负债股东权益合计	149	1,754	1,894	2,277	2,632	3,381
税前利润	61	108	220	354	537	732	比率分析						
利润率	29.9%	31.2%	33.4%	30.4%	30.2%	29.6%	每股指标						
所得税	-9	-16	-33	-54	-81	-111	每股收益 (元)	1.272	1.684	1.705	1.372	2.085	2.839
所得税率	15.0%	14.6%	15.2%	15.2%	15.1%	15.2%	每股净资产 (元)	2.610	29.707	16.058	16.803	20.973	26.650
净利润	52	92	186	300	456	621	每股经营现金流 (元)	1.021	0.999	1.591	1.336	1.660	2.208
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利 (元)	0.000	0.000	1.000	1.000	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	52	92	186	300	456	621	回报率						
净利润率	25.4%	26.6%	28.3%	25.8%	25.6%	25.1%	净资产收益率	48.76%	5.67%	10.62%	16.33%	19.89%	21.30%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	34.91%	5.25%	9.84%	13.18%	17.33%	18.36%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	投入资本收益率	67.29%	47.59%	37.87%	83.49%	53.93%	54.67%
净利润	52	92	186	300	456	621	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	44.72%	68.58%	90.12%	76.84%	52.93%	38.85%
非现金支出	4	7	13	8	10	11	EBIT增长率	69.34%	72.48%	71.66%	78.96%	55.39%	37.75%
非经营收益	0	0	3	0	0	0	净利润增长率	95.37%	76.54%	102.41%	60.99%	51.97%	36.12%
营运资金变动	-15	-45	-28	-16	-103	-149	总资产增长率	93.57%	1073.53%	8.01%	20.21%	15.59%	28.44%
经营活动现金净流	42	55	174	292	363	483	资产管理能力						
资本开支	32	79	190	134	155	148	应收账款周转天数	13.6	10.8	9.8	10.1	10.0	10.1
投资	0	0	-10	0	0	0	存货周转天数	122.0	149.2	140.3	140.3	140.3	140.3
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	41.3	43.7	40.7	44.4	42.6	42.9
投资活动现金净流	-32	-79	-200	-134	-155	-148	固定资产周转天数	58.3	54.1	36.2	24.3	17.4	13.4
股权募资	7	1,436	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	3	58	-70	0	0	0	净负债/股东权益	-27.18%	-88.26%	-76.93%	-82.14%	-65.32%	-62.89%
其他	0	-7	-59	0	-219	0	EBIT利息保障倍数	370.1	-70.3	-5.0	-12.0	-17.1	-21.5
筹资活动现金净流	10	1,487	-129	0	-219	0	资产负债率	28.39%	7.37%	7.29%	19.30%	12.86%	13.79%
现金净流量	20	1,463	-155	158	-11	335							

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。