

业绩开门红，全年应可期

买入维持

目标价格：75 元

事件：

- 公司公布 2012 年一季度经营数据，实现营业收入 2.8 亿元，同比增长 115%，归属于母公司净利润 1.1 亿元，同比增长 161%。

对此，我们点评如下：

- 品牌、单店收入和产能是驱动今年销售高增长的关键词：**在 2012 年终端数量维持 40% 高增长的情况下，我们依然看好品牌推广带来的放大效应；熟店比例从去年 62% 提高到今年的 70%，加上 KA 部对终端控制力的加强以及条码数的增加，熟店的单店收入有望继续保持 40% 以上的增速；募投产能 5 月投产，将为饥渴中的终端销售提供弹药，缓解已持续半年多的缺货状况。因此我们认为一季度只是开了一个好头，收入增长的好戏还要看下半年。
- 销售费用率低点是利润增长超过收入的原因：**考虑到今年春节较早的因素，公司将部分品牌推广投入提前到去年底，造成一季度费用率低点，公司正在筹备重拍新的品牌推广广告片，并将在今年下半年择机进行新一轮品牌宣传，我们预计全年营销费用率还将保持 25% 左右。另外，去年一季度较低的基数（2011Q1 收入和净利同比增 53% 和 25%）也是今年一季度高增速的原因。
- 重点关注即将推出的新品和供应链管理改善：**公司下半年将推出一款以善存为范本的单品，以类似于快消品的方式运作，公司负责市场、分销商承担物流。新品将压缩渠道利润空间，提升公司的盈利能力。另外公司将提高供应链运行效率，预计可提升毛利率 3-4 个百分点。
- 螺旋藻事件提供了买入良机，我们坚持看好未来的大蓝筹：**螺旋藻事件目前已基本平息，公司螺旋藻片销售正常，我们在《雨过天晴，坚守牛股不动摇》和《螺旋藻事件不改公司成长逻辑》两篇报告中重申公司的长期投资价值没有改变，公司将保持今年 70% 左右的增长和未来两年超过 60% 的增长，股价将重回长牛轨道，我们继续维持 75 元的目标价（对应 30X13PE），维持“买入”评级。

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	346.08	657.96	1124.73	1847.62	2951.33
YOY	68.58%	90.12%	70.94%	64.27%	59.74%
净利润	92.11	186.44	323.94	548.67	913.69
YOY	76.54%	102.41%	73.76%	69.37%	66.53%
EPS（元）	0.421	0.852	1.481	2.509	4.177

食品饮料研究组

联系人：

苏青青

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

陈嵩昆

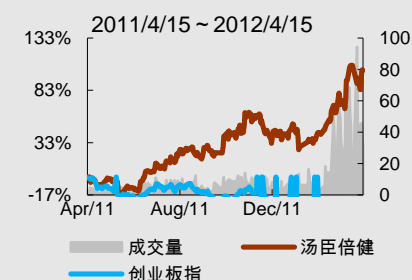
电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

分析师：

郦彬（S1180511050001）

市场表现



相关研究

- 1《汤臣倍健(300146) 宏源证券-动态跟踪-汤臣倍健：螺旋藻事件不改公司成长逻辑-300146-食品饮料-苏青青》，2012.4
- 2《汤臣倍健(300146) 宏源证券-动态跟踪-汤臣倍健：雨过天晴，坚守牛股不动摇-300146-食品饮料-苏青青》，2012.4
- 3《汤臣倍健（300146）宏源证券-动态点评-汤臣倍健：大消费、新蓝筹-300146-食品饮料-苏青青》，2012.3
- 4《汤臣倍健_300146_宏源证券-动态点评-汤臣倍健：没有最高只有更高-300146-食品饮料-苏青青》，2012.3

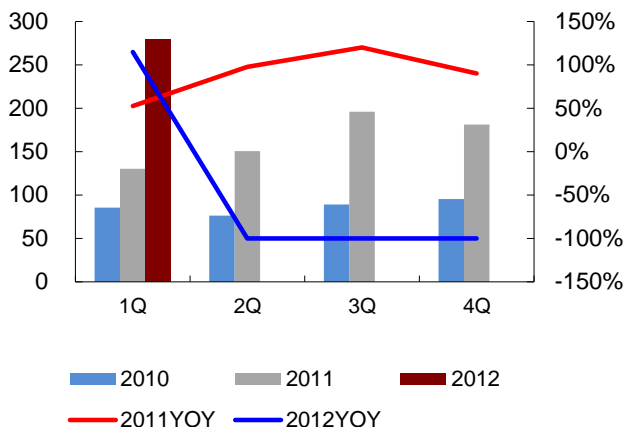
主要财务指标和经营情况

图 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	130	281	477	658	280	115%	54%	品牌推广见效, 网点数量和单网点销售增加
-营业成本	36%	36%	36%	36%	35%	-1.4	-1.0	正常变动
=毛利	64%	64%	64%	64%	65%	1.4	1.0	基本稳定
-营业税金及附加	1.1%	1.2%	1.3%	1.1%	1.2%	0.1	0.1	
-销售费用	24.3%	23.9%	24.4%	27.5%	15.8%	-8.5	-11.7	部分品牌推广投入提前到去年底
-管理费用	5.8%	6.7%	6.8%	7.8%	5.5%	-0.3	-2.3	收入大幅增长摊薄管理费用率
-财务费用	-5.4%	-5.8%	-5.5%	-5.5%	-3.1%	2.3	2.5	利息收入增加
-资产减值损失	0.9%	0.4%	0.7%	0.2%	0.9%	0.0	0.7	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+营业外收支	0.1%	0.5%	0.3%	0.4%	0.6%	0.6	0.2	正常变动
=利润总额	37.1%	37.7%	36.6%	33.4%	45.4%	8.2	11.9	销售费用率低点造成
-所得税费用	5.7%	5.8%	5.6%	5.1%	7.1%	1.4	2.0	销售收入及利润增加所致
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	31.5%	31.9%	31.0%	28.3%	38.3%	6.8	9.9	销售费用率低点、去年基数低造成

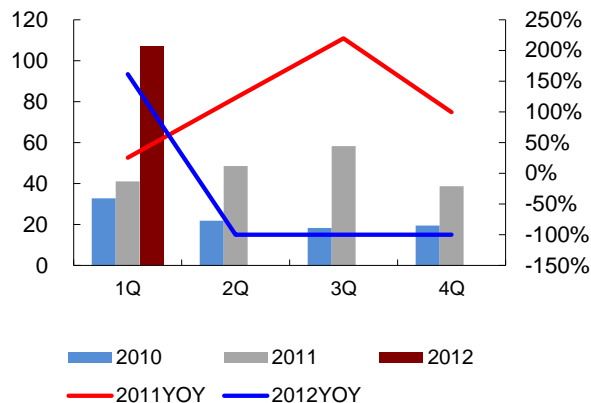
资料来源: 宏源证券研究所

图 1: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



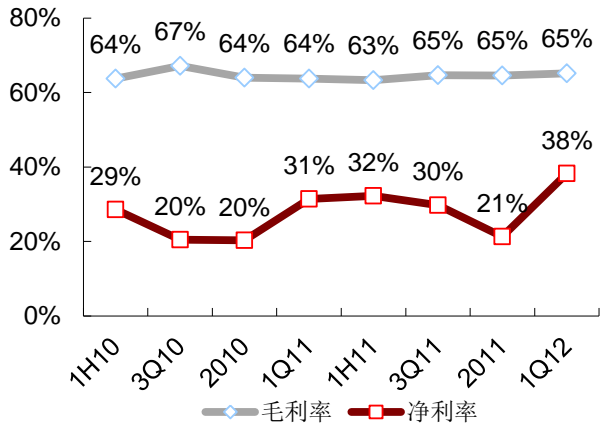
资料来源: 宏源证券研究所

图 2: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



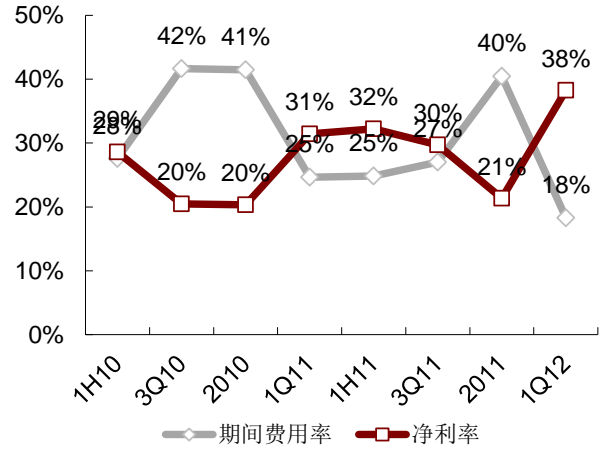
资料来源: 宏源证券研究所

图 3: 分季度毛利率与净利率关系图



资料来源: 宏源证券研究所

图 4: 分季度期间费用率与净利率关系图



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。

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 上海交通大学管理科学硕士, 2012年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	赵胤
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	010-88085842 fangfang@hysec.com	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。