

汤臣倍健 (300146.SZ)

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **71-**

分析师

分析师

胡德军

生物医药小组

S0740511070005

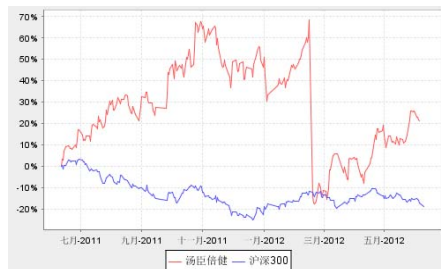
021-20315083

hudj@r.qizq.com.cn

2012年6月25日

二季度好于预期, 二次增长正在酝酿
基本状况

总股本(百万股)	218.72
流通股本(百万股)	74.32
市价(元)	64.66
市值(百万元)	14142.44
流通市值(百万元)	4805.42

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	1,198.4	1,975.3	3,083.2
营业收入增速	68.58%	90.12%	82.15%	64.83%	56.08%
净利润增长率	76.54%	102.41	71.96%	58.73%	54.28%
摊薄每股收益(元)	1.68	1.70	1.47	2.33	3.59
前次预测每股收益(元)	1.68	1.70	1.44	2.10	2.92
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	43.86	27.63	17.91
PEG	1.16	0.45	0.61	0.47	0.33
每股净资产(元)	29.71	16.06	16.99	21.64	28.82
每股现金流量	1.00	1.59	1.40	1.79	2.63
净资产收益率	5.67%	10.62%	17.25%	21.50%	24.91%
市净率	5.05	4.85	3.78	2.97	2.23
总股本(百万股)	54.68	109.36	218.72	218.72	218.72

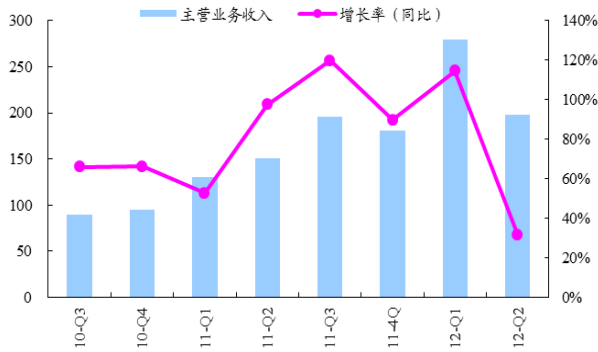
备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2012年6月25日, 公司发布二季报业绩预增公告, 二季度实现净利润比上年同期增长90%-110%, 预计二季度单季度实现EPS为0.31-0.37元, 单季度同比增长30-67%; 公司销售增长好于我们预期, 全年预计下半年费用率将高于上半年, 二季度突发事件有望成为公司下一轮快速增长新起点;
- 与一季度相比, 受2012年3月底发生的螺旋藻事件及4月份发生的药品行业“问题胶囊”事件的影响, 公司第二季度业绩同比增幅较第一季度同比增幅明显下降, 其中4月份是影响最大, 整个行业均出现不同程度的走货困难, 随着影响因素平息, 5-6月份逐渐恢复, 目前销售已经基本正常;
- 全年费用率预计将呈现前低后高: 公司考虑到危机事件过后对品牌美誉度修复的必要性, 已决定在年度预算外加大全年的品牌推广费用。目前姚明代言的新品牌片正在后期制作中, 预计在今年9月到12月进行高密度的新一轮品牌推广活动, 届时品牌推广费用投入比例亦将大幅提高。预计费用将在三四季度的报告中充分体现出来, 我们保守预计全年销售费用率在25-30%; 如果超过30%将对公司全年业绩造成一定影响;
- 继续实施原料差异化路线: 今年公司陆续对巴西针叶樱桃粉和巴西绿蜂胶粉供应商进行拜访和考察, 继续加强全球原料的甄选, 不断提高公司产品全球原料采购比例, 并逐步建立全球原料专供基地, 在产品品质的差异化上逐步走在同行业前列;
- 随着公司新一轮广告投入和产品差异建设, 我们适度调整, 预计公司2012-14年净利润分别为3.21亿元、5.09亿元和7.85亿元, 同比分别增长71.9%、58.7%和54.3%, 最新股本摊薄后实现每股收益分别为1.47元、2.33元和3.59元, 给予2013年20倍PE, 目标价提升至71元/股, 维持“买入”评级;

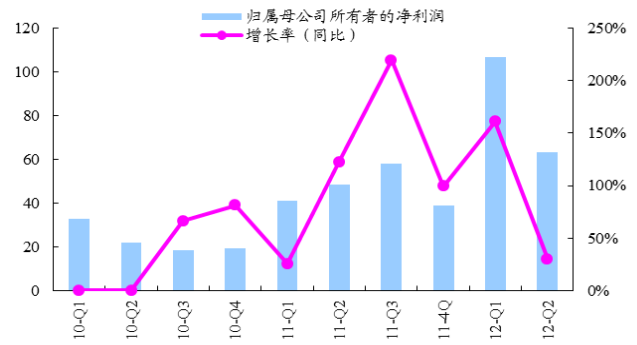
- 风险提示: 1、产品质量和食品安全风险; 2、产能释放不达预期以及原材料价格大幅上涨带来的业绩风险; 3、募投项目不达预期以及营销拓展不利的风险; 4、品牌力下降以及渠道管控不利带来的业绩下滑风险; 5、人员流失带来的公司经营风险;

图表 1: 公司单季度收入预测



来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 公司单季度净利润预测



来源: 齐鲁证券研究所

附表 1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	205	346	658	1,198	1,975	3,083
增长率	44.72%	68.6%	90.1%	82.1%	64.8%	56.1%
营业成本	-76	-123	-236	-425	-701	-1,095
% 销售收入	36.8%	35.5%	35.8%	35.5%	35.5%	35.5%
毛利	130	223	422	773	1,274	1,989
% 销售收入	63.2%	64.5%	64.2%	64.5%	64.5%	64.5%
营业税金及附加	-2	-3	-7	-13	-22	-34
% 销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-46	-86	-181	-319	-531	-826
% 销售收入	22.3%	24.8%	27.5%	26.6%	26.9%	26.8%
管理费用	-20	-28	-51	-93	-154	-240
% 销售收入	9.9%	8.0%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	62	106	183	348	567	889
% 销售收入	30.0%	30.7%	27.7%	29.0%	28.7%	28.8%
财务费用	0	2	36	28	30	34
% 销售收入	0.1%	-0.4%	-5.5%	-2.3%	-1.5%	-1.1%
资产减值损失	0	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	61	107	217	376	597	923
营业利润率	29.9%	31.0%	33.0%	31.3%	30.2%	29.9%
营业外收支	0	0	3	3	3	3
税前利润	61	108	220	378	600	926
利润率	29.9%	31.2%	33.4%	31.6%	30.4%	30.0%
所得税	-9	-16	-33	-58	-91	-140
所得税率	15.0%	14.6%	15.2%	15.2%	15.1%	15.2%
净利润	52	92	186	321	509	785
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	52	92	186	321	509	785
净利率	25.4%	26.6%	28.3%	26.7%	25.8%	25.5%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	41	1,504	1,351	1,526	1,546	1,976
应收账款	9	16	34	48	81	125
存货	33	67	114	164	270	421
其他流动资产	9	89	119	164	298	526
流动资产	92	1,676	1,618	1,902	2,195	3,048
% 总资产	61.9%	95.6%	85.4%	82.5%	80.0%	81.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	46	65	257	384	529	666
% 总资产	30.7%	3.7%	13.6%	16.7%	19.3%	17.8%
无形资产	11	13	19	17	17	17
非流动资产	57	78	277	402	547	684
% 总资产	38.1%	4.4%	14.6%	17.5%	20.0%	18.3%
资产总计	149	1,754	1,894	2,304	2,742	3,732
短期借款	12	70	0	0	0	0
应付账款	26	51	111	183	304	472
其他流动负债	5	8	23	259	67	104
流动负债	42	129	134	441	371	576
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	4	4	4	4
负债	42	129	138	446	375	580
普通股股东权益	107	1,624	1,756	1,858	2,367	3,152
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	149	1,754	1,894	2,304	2,742	3,732

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益(元)	1.272	1.684	1.705	1.466	2.327	3.589
每股净资产(元)	2.610	29.707	16.058	16.990	21.643	28.822
每股经营现金流(元)	1.021	0.999	1.591	1.399	1.793	2.632
每股股利(元)	0.000	0.000	1.000	1.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	48.76%	5.67%	10.62%	17.25%	21.50%	24.91%
总资产收益率	34.91%	5.25%	9.84%	13.92%	18.56%	21.04%
投入资本收益率	67.29%	47.59%	37.87%	87.85%	58.43%	63.94%
增长率						
营业总收入增长率	44.72%	68.58%	90.12%	82.15%	64.83%	56.08%
EBIT增长率	69.34%	72.48%	71.66%	90.64%	63.02%	56.66%
净利润增长率	95.37%	76.54%	102.41%	71.96%	58.73%	54.28%
总资产增长率	93.57%	1073.53%	8.01%	21.61%	19.03%	36.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.6	10.8	9.8	10.1	10.0	10.1
存货周转天数	122.0	149.2	140.3	140.3	140.3	140.3
应付账款周转天数	41.3	43.7	40.7	44.4	42.6	42.9
固定资产周转天数	58.3	54.1	36.2	23.6	15.7	10.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.18%	-88.26%	-76.93%	-82.12%	-65.33%	-62.70%
EBIT利息保障倍数	370.1	-70.3	-5.0	-12.6	-19.1	-26.0
资产负债率	28.39%	7.37%	7.29%	19.34%	13.68%	15.55%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	52	92	186	321	509	785
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	7	13	8	10	11
非经营收益	0	0	3	-3	-3	-3
营运资金变动	-15	-45	-28	-21	-124	-218
经营活动现金净流	42	55	174	306	392	576
资本开支	32	79	190	131	153	146
投资	0	0	-10	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-32	-79	-200	-131	-153	-146
股权募资	7	1,436	0	0	0	0
债权募资	3	58	-70	0	0	0
其他	0	-7	-59	0	-219	0
筹资活动现金净流	10	1,487	-129	0	-219	0
现金净流量	20	1,463	-155	175	21	430

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。