东兴证券
DONGXING SECURITIES

终端销售大幅增加，期间费用略有降低

——汤臣倍健（300146）2012 年中报财报点评

2011 年 7 月 30 日

推荐/维持

汤臣倍健 | 财报点评

陈恒	医药行业分析师	执业证书编号：S1480510120015
	010-6655 4018	
联系人：苏进进	010-66554020	

事件：

汤臣倍健发布 2012 年半年报报告，实现营业收入 5.28 亿元，比上年同期增长 88.1%；归属于上市公司股东的净利润 1.79 亿元，比上年同期增长 100.93%，每股收益为 0.28 元。4-6 月实现营业收入 2.48 亿元，归属于上市公司股东的净利润 0.72 亿元，分别同比增长 65.15%、50.13%。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	130.22	150.58	195.95	181.22	279.51	248.68
增长率（%）	52.58%	97.60%	119.94%	89.88%	114.64%	65.15%
毛利率（%）	63.78%	63.32%	64.68%	64.57%	65.18%	62.16%
期间费用率（%）	24.65%	24.86%	27.01%	40.44%	18.28%	27.07%
营业利润率（%）	37.07%	37.26%	35.05%	24.49%	44.73%	34.77%
净利润（百万元）	40.96	48.52	58.26	38.69	106.95	72.85
增长率（%）	25.32%	122.59%	219.59%	99.51%	161.10%	50.13%
每股盈利（季度，元）	0.749	0.444	0.533	0.354	0.489	0.333
资产负债率（%）	2.88%	2.71%	4.41%	7.29%	5.94%	6.05%
净资产收益率（%）	2.46%	2.92%	3.39%	2.20%	6.10%	3.99%
总资产收益率（%）	2.39%	2.85%	3.24%	2.04%	5.74%	3.75%

评论：

积极因素：

- 销售终端数量不断增加，从广度和深度推进渠道建设。公司销售终端数量增加约7,000 多个，达到28,000多个。包括全国百强连锁药店89家，全国百强商业超市25家，连锁营养中心已有约490家，较2011年底增加52家。
- 销售期间费用率为22.42%，下滑2.34个百分点。公司销售费用率为17.53%，同比下降6.38个百分点，销售费用率下降的原因是销售费用的增长幅度低于销售收入的增长幅度。公司管理费用为8.03%，同比增加1.35个百分点，财务费用为-3.14%，同比降低2.69个百分点。
- 继续加强研发投入，不断推出新产品。公司新获3项营养素补充剂和保健食品批准证书，21项产品正在进入保健食品注册评审阶段外，50 多个营养素补充剂和保健食品生产技术项目处于开发实验阶段，并拟申请注册批准证书，同时有多个项目正处于研究阶段。

消极因素:

- “问题胶囊”对公司品牌产生一定负面影响。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，公司二季度收入增速为65.15%，净利润增速为50.13%，较第一季度有较大幅度下滑，螺旋藻事件对公司的负面影响有待进一步观察，关注公司三季度销售数据。公司预计在今年下半年开始进行新一轮品牌推广活动，对品牌进行修复。

业务展望:

随着居民可支配收入的增加以及健康意识的提高，相关政策和法规的逐步完善，膳食营养补充剂行业迎来黄金发展时期。汤臣倍健作为膳食营养补充剂行业非直销领域的龙头企业，随着未来渠道网络终端数量进一步增加，品牌推广进一步加强，公司的业绩可能会保持高增长，在保健品行业中脱颖而出。

盈利预测与投资建议:

预计公司12-14年EPS分别为1.42元、2.14元、2.90元，对应PE 45倍、30倍、22倍，公司目前估值较为合理。随着公司在产品差异化、渠道和品牌的持续投入，公司有望成为保健品行业未来的领军企业，维持“推荐”评级。

风险提示:

问题胶囊”事件影响超预期；品牌推广费用超预期

公司财务指标预测

指标	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	657.96	1,135.41	1,720.65	2,349.54
增长率（%）	90.12	72.57	51.54	36.55
净利润（百万元）	187.78	311.85	469.39	634.93
增长率（%）	103.87	66.07	50.52	35.27
每股收益(元)	0.86	1.42	2.14	2.90
PE	76	45	30	22
ROE（%）	9.82	14.86	18.44	20.17

分析师简介

陈恒

生物工程和金融工程专业毕业，2010 年加盟东兴证券，从事生物医药行业研究三年，医药生物行业资深研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。