

2012年8月1日

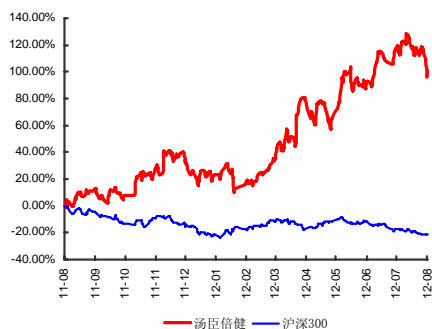
研究员：何筱微  
 执业证书编号：S0910510120001  
 电话：021-62448067  
 Email: hexiaowei@casstock.com

研究支持：吴琳  
 电话：021-62442039  
 Email: wulin@casstock.com

当前价格：61.15元  
 目标价格：54-67.5元  
 目标期限：6个月

总股本：21872万  
 总市值：137.29亿  
 流通比例：29.76%

汤臣倍健（300146）股价表现



相关报告：汤臣倍健（300146）：  
 2011 年度业绩增长符合预期  
 2012 年 2 月 2 日

## 汤臣倍健（300146）：业绩依然高速增长，价值基本体现

评级：中性

### 主要观点：

- ◆ 上半年业绩依然高速增长。公司在 2012 年 1-6 月实现营业收入 5.28 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 1.8 亿元，分别比上年同期增长 88.1% 和 100.93%；EPS 为 0.82 元。
- ◆ 二季度增速放缓，“问题胶囊”事件有望逐步消除。公司一季度营收及净利润的同比增幅分别为 114.64% 和 161.1%，二季度营收及净利润的同比增幅分别为 65% 和 50%。增速放缓主要是受 3 月底发生的螺旋藻事件以及 4 月发生的“问题胶囊”事件的负面影响所致。目前螺旋藻事件的负面影响基本消除，相关产品正常销售，而“问题胶囊”事件预计将随着下半年品牌推广，美誉度修复而逐步消除。
- ◆ 销售渠道建设稳步开展。公司在传统营销网络建设和连锁营销渠道建设共同推进，截至 2012 年 6 月 30 日，公司销售终端数量达到 28000 多个，较 2011 年年底增加约 7000 多个，连锁营养中心已有约 490 家，较 2011 年年底增加 52 家，其中，直营店增至 164 家，联营店增至 319 家。产品成功进入 89 家百强连锁药店和 25 家百强商业超市。
- ◆ 品牌推广力度加大，产品知名度及形象有望提升。姚明代言的新品牌片正在后期制作中，预计在今年下半年开始进行新一轮品牌推广活动，届时虽然销售费用将有所增加，但无形中将提高公司产品形象及美誉度。
- ◆ 目前估值水平较高，调整为中性评级。我们预计公司在 2012 年-2014 年营业收入分别为 11.67 亿元、19.34 亿元和 31.33 亿元，增速分别在 77.29%、65.76% 和 62.03%；EPS 分别为 1.35 元、2.09 元和 3.29 元。给予 2012 年 40-50 倍 PE，对应目标价格为 54-67.5 元。公司业绩有望持续高速增长，但目前估值处于同行业较高水平，我们调低前期的增持评级为中性评级。
- ◆ 风险提示：食品安全风险；原材料价格上涨的风险。

**利润表 (百万元)**

	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	658	1167	1934	3133	
营业成本	236	436	759	1236	
毛利	422	730	1175	1897	
	% 营业收入	64.2%	62.6%	60.8%	60.6%
营业税金及附加	7	13	22	35	
	% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	181	338	522	846	
	% 营业收入	27.5%	29.0%	27.0%	27.0%
管理费用	51	91	151	244	
	% 营业收入	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
财务费用	-36	-58	-58	-78	
	% 营业收入	-5.5%	-5.0%	-3.0%	-2.5%
资产减值损失	2	1	2	3	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	
营业利润	217	345	536	847	
	% 营业收入	33.0%	29.6%	27.7%	27.0%
营业外收支	3	3	3	3	
利润总额	220	343	534	845	
	% 营业收入	33.4%	29.4%	27.6%	27.0%
所得税费用	33	55	85	135	
净利润	186	288	448	710	
归属于母公司所有者的净利润	186.4	287.7	448.4	709.5	
少数股东损益	0	0	0	0	
EPS (元/股)	1.70	1.35	2.09	3.29	

**现金流量表 (百万元)**

	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	174	90	186	340
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	-3	-3	-3
固定资产投资	-190	-384	-413	-457
其他	-10	0	0	0
投资活动现金流净额	-200	-387	-415	-460
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	-70	0	0	0
筹资成本	55	-30	-79	-138
其他	-114	0	0	0
筹资活动现金流净额	-129	-30	-79	-138

现金净流量	-155	-327	-308	-258
-------	------	------	------	------

**资产负债表 (百万元)**

	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1351	1024	715	458
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	27	48	80	129
存货	114	212	369	602
预付账款	94	175	305	497
其他流动资产	24	45	71	114
<b>流动资产合计</b>	<b>1618</b>	<b>1516</b>	<b>1560</b>	<b>1832</b>
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	240	78	75	71
无形资产	4	3	5	6
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1	0	0	0
其他非流动资产	31	62	93	124
<b>资产总计</b>	<b>1894</b>	<b>1659</b>	<b>1732</b>	<b>2033</b>
短期贷款	0	0	0	0
应付款项	32	60	105	171
预收账款	66	118	195	316
应付职工薪酬	16	30	52	84
应交税费	7	12	18	29
其他流动负债	12	22	37	60
<b>流动负债合计</b>	<b>134</b>	<b>241</b>	<b>407</b>	<b>660</b>
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	4	0	0	0
其他非流动负债	1	1	2	2
<b>负债合计</b>	<b>138</b>	<b>243</b>	<b>408</b>	<b>662</b>
归属于母公司所有者权益	1756	1962	2282	2787
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>1756</b>	<b>1962</b>	<b>2282</b>	<b>2787</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>1894</b>	<b>2205</b>	<b>2691</b>	<b>3449</b>
<b>基本指标</b>				
EPS	1.705	1.347	2.089	3.294
BVPS	16.06	17.94	10.43	12.74
PE	11.84	14.98	9.66	6.13

PEG	0.21	0.26	0.17	0.11
PB	1.26	1.13	1.93	1.58
EV/EBITDA	16.27	11.65	7.66	5.12
ROE	10.6%	15.0%	20.0%	25.9%

### 具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

### 投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

### 免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有, 未经事先书面授权, 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“航天证券”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

### 风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任, 我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: [www.casstock.com](http://www.casstock.com)