

汤臣倍健 (300146.SZ)

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **71.8-**

 分析师 **生物医药小组**

胡德军

S0740511070005

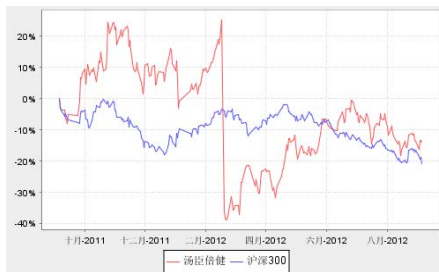
021-20315083

hudj@r.qizq.com.cn

2012年9月21日

复制 2010
基本状况

总股本(百万股)	218.72
流通股本(百万股)	74.32
市价(元)	62.06
市值(百万元)	13573.76
流通市值(百万元)	4612.19

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

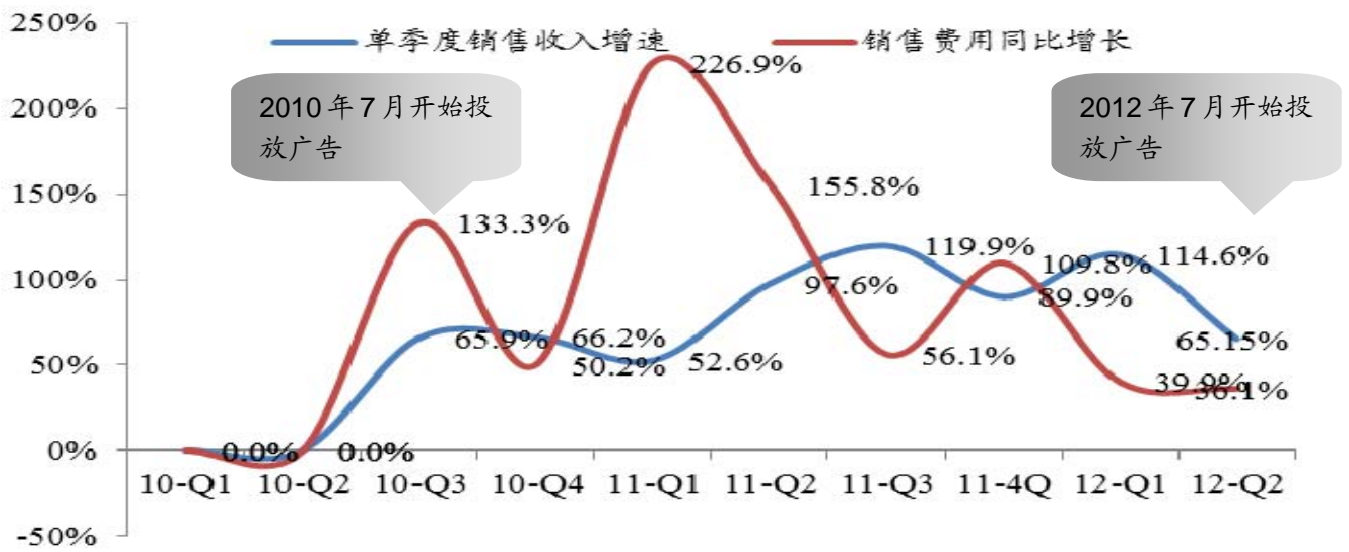
指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	346.08	657.96	1,198.4	1,975.3	3,083.2
营业收入增速	68.58%	90.12%	82.15%	64.83%	56.08%
净利润增长率	76.54%	102.41	71.96%	58.73%	54.28%
摊薄每股收益(元)	1.68	1.70	1.47	2.33	3.59
前次预测每股收益(元)	1.68	1.70	1.47	2.33	3.59
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	89.05	45.69	43.86	27.63	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9月20日,公司发布前三季度业绩预告,预计前三季度实现净利润区间为2.22亿元--2.51亿元,比上年同期增长50-70%;我们预计公司产品销售已经度过二季度毒胶囊和螺旋藻事件影响,其净利润增速放缓主要为公司在三季度新投放广告带来销售费用大幅增加所致;公司同时公告将在2012年10月25日披露2012年第三季度业绩报告;
- 按照目前公布的三季度预增来看,公司第三季度净利润极有可能和2011年第三季度持平,但根据目前终端销售来看其销售收入依然保持快速增长势头,2012年1-6月,公司销售终端数量达到28000多个,较2011年年底增加约7000多个,预计全年完成30000个终端的目标可能性极大,销售增长无忧;而广告制作和前期投入可能是导致此次净利润原地踏步的主要原因,我们预计公司第三季度三项费用率可能超过40%,从而出现和2010年三四季度同样的三项费用率大幅增加的情形;
- 我们预计公司今年第三季度极有可能是2010年第三季度翻版,其效果是将在两个季度后得到充分释放;2010年7月底公司聘请姚明作为形象代言人,该年三季度公司销售费用率达到35%,同比增长133%,为2010年全年最高值,导致2010年第三季度净利润率只有20%,比全年平均水平低6个百分点;但我们也看到公司在2011年一季度开始其广告效应逐渐体现,第二和第三季度销售收入分别增长98%和120%,呈现逐季加速态势,公司今年在毒胶囊事件后启动制作姚明新的品牌宣传片,以此推算预计第三季度将进行新一轮品牌推广活动,销售费用大幅增加应该在意料之中;
- 我们预计公司今年下半年极有可能是公司在营销市场深度耕耘的一年,其业绩需要伴随公司品牌效力提升而得到释放,按照目前的投放时间我们预计其品牌效力有望在2013年逐季体现出来,届时公司收入增长将在利润增长中得到充分体现;

- 我们继续看好公司未来成长能力，维持前期盈利预测，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 71.8 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: 2012 年公司新批准产品


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)							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	1,198	1,975	3,083	货币资金	41	1,504	1,351	1,526	1,546	1,976
增长率	44.72%	68.6%	90.1%	82.1%	64.8%	56.1%	应收款项	9	16	34	48	81	125
营业成本	-76	-123	-236	-425	-701	-1,095	存货	33	67	114	164	270	421
% 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	164	298	526
毛利	130	223	422	773	1,274	1,989	流动资产	92	1,676	1,618	1,902	2,195	3,048
% 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%	82.5%	80.0%	81.7%
营业税金及附加	-2	-3	-7	-13	-22	-34	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%	固定资产	46	65	257	384	529	666
营业费用	-46	-86	-181	-319	-531	-826	% 总资产	30.7%	3.7%	13.6%	16.7%	19.3%	17.8%
% 销售成本	22.3%	24.8%	27.5%	26.6%	26.9%	26.8%	无形资产	11	13	19	17	17	17
管理费用	-20	-28	-51	-93	-154	-240	非流动资产	57	78	277	402	547	684
% 销售成本	9.9%	8.0%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	% 总资产	38.1%	4.4%	14.6%	17.5%	20.0%	18.3%
息税前利润 (EBIT)	62	106	183	348	567	889	资产总计	149	1,754	1,894	2,304	2,742	3,732
% 销售成本	30.0%	30.7%	27.7%	29.0%	28.7%	28.8%	短期借款	12	70	0	0	0	0
财务费用	0	2	36	28	30	34	应付款项	26	51	111	183	304	472
% 销售成本	0.1%	-0.4%	-5.5%	-2.3%	-1.5%	-1.1%	其他流动负债	5	8	23	259	67	104
资产减值损失	0	0	-2	0	0	0	流动负债	42	129	134	441	371	576
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	446	375	580
营业利润	61	107	217	376	597	923	普通股股东权益	107	1,624	1,756	1,858	2,367	3,152
营业利润率	29.9%	31.0%	33.0%	31.3%	30.2%	29.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	3	3	3	3	负债股东权益合计	149	1,754	1,894	2,304	2,742	3,732
税前利润	61	108	220	378	600	926	比率分析						
利润率	29.9%	31.2%	33.4%	31.6%	30.4%	30.0%	每股指标	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-9	-16	-33	-58	-91	-140	每股收益(元)	1.272	1.684	1.705	1.466	2.327	3.589
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	16.990	21.643	28.822
净利润	52	92	186	321	509	785	每股经营现金净流(元)	1.021	0.999	1.591	1.399	1.793	2.632
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	321	509	785	回报率						
净利润率	25.4%	26.6%	28.3%	26.7%	25.8%	25.5%	净资产收益率	48.76%	5.67%	10.62%	17.25%	21.50%	24.91%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	34.91%	5.25%	9.84%	13.92%	18.56%	21.04%
净利润	52	92	186	321	509	785	投入资本收益率	67.29%	47.59%	37.87%	87.85%	58.43%	63.94%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	4	7	13	8	10	11	营业总收入增长率	44.72%	68.58%	90.12%	82.15%	64.83%	56.08%
非经营收益	0	0	3	-3	-3	-3	EBIT增长率	69.34%	72.48%	71.66%	90.64%	63.02%	56.66%
营运资金变动	-15	-45	-28	-21	-124	-218	净利润增长率	95.37%	76.54%	102.41%	71.96%	58.73%	54.28%
经营活动现金净流	42	55	174	306	392	576	总资产增长率	93.57%	1073.53%	8.01%	21.61%	19.03%	36.11%
资本开支	32	79	190	131	153	146	资产管理能力						
投资	0	0	-10	0	0	0	应收账款周转天数	13.6	10.8	9.8	10.1	10.0	10.1
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	122.0	149.2	140.3	140.3	140.3	140.3
投资活动现金净流	-32	-79	-200	-131	-153	-146	应付账款周转天数	41.3	43.7	40.7	44.4	42.6	42.9
股权募资	7	1,436	0	0	0	0	固定资产周转天数	58.3	54.1	36.2	23.6	15.7	10.7
债权募资	3	58	-70	0	0	0	偿债能力						
其他	0	-7	-59	0	-219	0	净负债/股东权益	-27.18%	-88.26%	-76.93%	-82.12%	-65.33%	-62.70%
筹资活动现金净流	10	1,487	-129	0	-219	0	EBIT利息保障倍数	370.1	-70.3	-5.0	-12.6	-19.1	-26.0
现金净流量	20	1,463	-155	175	21	430	资产负债率	28.39%	7.37%	7.29%	19.34%	13.68%	15.55%

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。