

食品饮料行业

推荐（维持）

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号：S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号：S1060512040001
tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁

投资咨询资格编号：S1060512040003
dingyunjie640@pingan.com.cn

解睿

一般证券从业资格编号：S1060512070005
0755-22621631
xierui097@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

汤臣倍健(300146)

迎来费用投入高峰，仍处于高成长阶段

事项：近期我们调研了汤臣倍健，与公司高管进行了深入交流，主要观点如下：

- **收入增长趋缓。**今年二季度之后，公司收入增长出现了明显的放缓趋势，Q3 单季收入增速可能仍将延续下滑的势头，预计同比增长 50%左右。几个方面的原因共同导致了公司收入增速的下降：1、“螺旋藻”、“毒胶囊”等突发事件的影响；2、今年的定位是市场整理年，对于终端进行了一系列的精细化管理，为长期发展打下了牢固的基础；3、经济增速下降，膳食营养补充剂作为一种可选消费品不可避免的会受到经济波动的影响。我们判断，公司全年收入增速约为 60%，仍将实现高增长。
- **费用投入迎来高峰。**全年来看，公司今年的净利润增速将呈现明显的前高后低走势，主要原因是公司的费用投入集中在下半年。姚明的新版广告已经在 8 月份上线，预计 Q3 广告费用投入将达到 5000 万左右，Q3 的整体销售费用率可能会达到 30%左右，环比明显增长。公司对于品牌的建设非常重视，今年全年的广告费用投入比例预计将高达 12%，所以 Q4 的销售费用率仍会比较高。
- **仍处于高成长阶段。**尽管短期收入增长出现了放缓的趋势，但是我们认为长期来看，3-5 年之内公司仍将处于高成长阶段，主要驱动力是：1、行业本身的高增长，预计膳食营养补充剂非直销领域未来 5 年的复合增速将高达 20%；2、公司渠道强势扩张仍在继续，预计未来 3 年销售终端数量仍会保持 30%左右的高速增长。公司已经在行业内建立了牢固的品牌和渠道优势，未来将充分享受行业高增长的盛宴，预计未来 3 年收入复合增速仍将高达 50%。
- **维持“推荐”评级。**预计公司未来三年营收 CAGR 为 53%，净利润 CAGR 为 51%，2012-2014 年 EPS 分别为 1.39、2.06 和 2.94 元，同比分别增 63.4%、47.7%和 43.1%；最新收盘价对应的动态 PE 分别为 40、27 和 19 倍。我们认为，公司在行业内具备突出的品牌和渠道优势，目前仍处于高成长阶段，尽管三季报略低于市场预期，但是经历预期下调的调整之后，依然值得关注，维持“推荐”的评级。
- **风险提示。**行业受到食品安全事件的影响。

损益表 (百万元, 元/股)	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	658	1,070	1,625	2,364	净利润	186	305	450	644
YoY	90.1%	62.6%	51.9%	45.5%	折旧摊销	11	34	34	36
营业成本	236	385	585	851	营运资金投资	-35	-174	-125	-249
毛利率	64.2%	64.0%	64.0%	64.0%	经营活动现金净流量	174	134	347	420
营业税金及附加	7	11	17	25	资本开支	-6	-17	-50	-48
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-200	-17	-50	-48
销售费用	181	267	406	591	债务融资	-70	0	0	0
管理费用	51	83	127	184	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-36	-36	-40	-47	支付红利	-33	-55	-89	-132
投资净收益	0	0	0	0	融资活动现金净流量	1,487	-129	-19	-49
营业利润	217	357	529	758	当年现金净流量	-155	99	248	287
加: 营业外收入	4	4	4	4					
减: 营业外支出	2	2	2	2					
利润总额	220	360	531	761	资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
减: 所得税	33	55	81	117	货币资金	1,351	1,447	1,694	1,982
净利润	186	305	450	644	应收款项	29	44	69	99
减: 少数股东损益	0	0	0	0	预付款项	94	214	280	440
归属母公司所有者净利润	186	305	450	644	存货	114	198	292	432
YoY	102.4%	63.4%	47.7%	43.1%	其他流动资产	29	30	59	76
销售净利率	28.3%	28.5%	27.7%	27.2%	流动资产合计	1,618	1,934	2,395	3,029
EPS (当年股本)	1.70	1.39	2.06	2.94	长期股权投资	0	0	0	0
EPS (最新股本摊薄)	0.85	1.39	2.06	2.94	固定资产	257	238	253	263
					无形资产	4	4	5	5
					其他非流动资产	16	17	17	20
					非流动资产合计	277	259	275	288
重要指标速览	2011A	2012E	2013E	2014E	资产总计	1,894	2,193	2,670	3,317
估值					短期借款	0	0	0	0
PE	32.5	39.8	27.0	18.8	应付款项	32	58	84	126
PEG	0.6	0.9	0.6	0.4	预收款项	66	85	146	200
PB	3.5	5.8	5.1	4.2	应付股利	0	-93	-50	7
PS	9.2	11.3	7.5	5.1	其他流动负债	35	58	87	127
EV/EBITDA	31.5	34.1	23.2	16.2	流动负债合计	134	108	267	459
股息收益率	0.9%	0.7%	1.1%	1.6%	长期借款	0	0	0	0
经营回报率					应付债券	0	0	0	0
ROE	11.0%	15.9%	20.1%	24.5%	其他非流动负债	4	4	4	4
ROA	8.4%	13.3%	17.0%	20.1%	非流动负债合计	4	4	4	4
资本结构及偿债能力					负债合计	138	112	271	463
资产负债率	7.3%	5.1%	10.2%	14.0%	归属母公司所有者权益	1,756	2,081	2,399	2,854
速动比率	11.2	16.0	7.9	5.7	其中: 实收资本	109	219	219	219
运营效率					少数股东权益	0	0	0	0
存货周转率	2.6	2.5	2.4	2.4	股东权益合计	1,756	2,081	2,399	2,854
流动资产周转率	0.4	0.6	0.8	0.9	负债及股东权益总计	1,894	2,193	2,670	3,317
固定资产周转率	4.2	4.3	6.6	9.2					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257