

汤臣倍健 (300146)

业绩增速放缓，费用投入迎来高峰

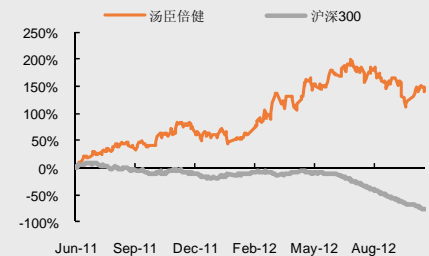
推荐 (维持)

现价: 58.50 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.by-health.com.cn
大股东/持股	梁允超/57.49%
实际控制人/持股	梁允超/57.49%
总股本(百万股)	219
流通 A 股(百万股)	65
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	128
流通 A 股市值(亿元)	38
每股净资产(元)	8.64
资产负债率(%)	6.05

行情走势图



证券分析师

解睿

投资咨询资格编号: S1060512070005
0755-22621631
xierui097@pingan.com.cn

文 献 CFA 食品饮料首席研究员

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

汤玮亮

投资咨询资格编号: S0260511020009
0755-22624571
tangweiliang978@pingan.com.cn

丁芸洁

投资咨询资格编号: S1060110040054
0755-22625697
dingyunjie640@pingan.com.cn

投资要点

事项: 汤臣倍健发布了 2012 年三季报。报告期内, 公司实现营业收入 8.10 亿元, 同比增长 69.8%; 实现归属于母公司股东净利润 2.42 亿元, 同比增长 63.8%; 基本每股收益为 1.11 元, 期末每股净资产为 8.64 元。

■ 业绩符合预期

公司业绩基本符合我们的预期, 收入增长是驱动净利增长的主要因素: 1-3Q 营收同比增 70%, 主要来自于销售终端的强势扩张, 估计截止 Q3 终端数量已达到 2.9-3 万家左右, 全年超过 3 万家的年初目标是大概率事件; 1-3Q 累计毛利率为 63.3%, 同比下降 0.7 个

■ 收入增速继续放缓

但是, Q3 单季收入增速仅为 44%, 放缓的趋势明显

■ Q3 迎来费用投入高峰

报告期内, 公司的销售费用率为 17.5%, 同比大幅下降 6.4 个百分点; 对应的销售费用投入仅为 9300 万元, 同比增长 38%, 远低于同期收入增幅, 主要原因是上半年的品牌推广费用投入较少。但是, 姚明的新广告已经进入制作后期, 预计下半年公司将会围绕该广告进行新一轮的品牌推广活动, 全年来看, 品牌推广费用率仍将维持在 10% 以上的水平, 所以预计 2H 销售费用率将会有明显的提高。

■ 维持“推荐”评级

预计公司 2012-2014 年的营收 CAGR 为 53%, 净利润 CAGR 为 51%, 2012、2013、2014 年的 EPS 分别为 1.39、2.06、2.94 元, 最新收盘价对应的 PE 分别为 42、28 和 20 倍。我们认为, 公司作为国内膳食营养补充剂非直销领域的龙头企业, 具备渠道、品牌和产品优势, 且依然处于强势外延扩张中, 尽管未来收入增速相比前两年会略有下降, 但依然处于高成长轨道中, 维持“推荐”评级。

■ 风险提示

1、行业食品安全事件; 2、经济增速持续下滑对于公司终端销售的不利影响超预期。

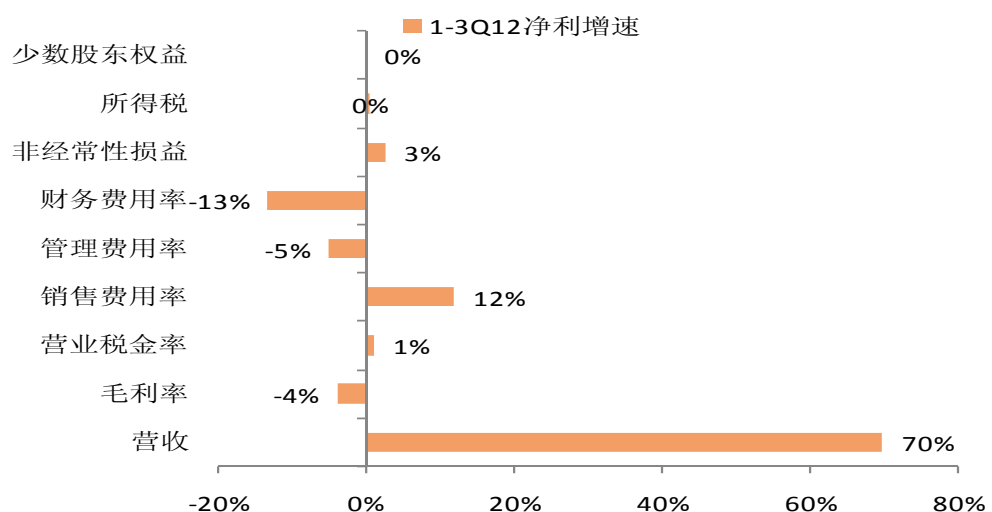
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	346	658	1,070	1,625	2,364
YoY(%)	68.6	90.1	62.6	51.9	45.5
净利润 (百万元)	92	186	305	450	644
YoY(%)	76.5	102.4	63.4	47.7	43.1
毛利率(%)	64.5	64.2	64.0	64.0	64.0
净利率(%)	26.6	28.3	28.5	27.7	27.2
ROE(%)	10.6	11.0	15.9	20.1	24.5
EPS(摊薄/元)	1.68	1.70	1.39	2.06	2.94
P/E(倍)	34.7	34.3	42.0	28.4	19.9
P/B(倍)	2.0	3.6	6.1	5.3	4.5

图表 1 三季度快读：Q3单季收入增速放缓，销售费用集中投入（单位：百万元）

	3Q11	3Q12	QoQ	(1-3)Q11	(1-3)Q12	YoY	
营业收入	196	281	43.6%	477	810	69.8%	Q3 单季收入增速放缓
营业成本	69	106	52.7%	172	297	73.1%	
毛利率	64.7%	62.5%	-2.2%	64.0%	63.3%	-0.7%	
毛利	127	176	38.7%	305	513	68.0%	
营业税金及附加	3	3	11.6%	6	9	41.2%	
销售费用	49	87	77.8%	116	180	54.7%	Q3 品牌推广费用投入迎来高峰
管理费用	14	20	46.3%	33	63	92.4%	引入高端管理人才，人力投入增加
财务费用	-10	-8	17.0%	-26	-25	5.6%	
资产减值损失	2	0	-90.6%	4	1	-58.5%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
营业利润	69	73	7.0%	173	285	64.7%	
营业利润率	35.0%	26.1%	-8.9%	36.3%	35.2%	-1.1%	
营业外收入	1	1	46.0%	2	5	125.4%	收到政府奖励及发展支持资金增加
营业外支出	1	1	17.5%	1	4	266.2%	捐赠支出增加
利润总额	69	74	7.4%	174	287	64.4%	
所得税	10	12	11.0%	27	45	67.5%	
所得税率	15.2%	15.7%	0.6%	15.4%	15.7%	0.3%	
少数股东损益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
归属于母公司净利润	58	62	6.7%	148	242	63.8%	
净利率	29.7%	22.1%	-7.6%	31.0%	29.9%	-1.1%	毛利率略有下降，财务费用率增加
EPS	0.27	0.28	6.7%	0.68	1.11	63.8%	

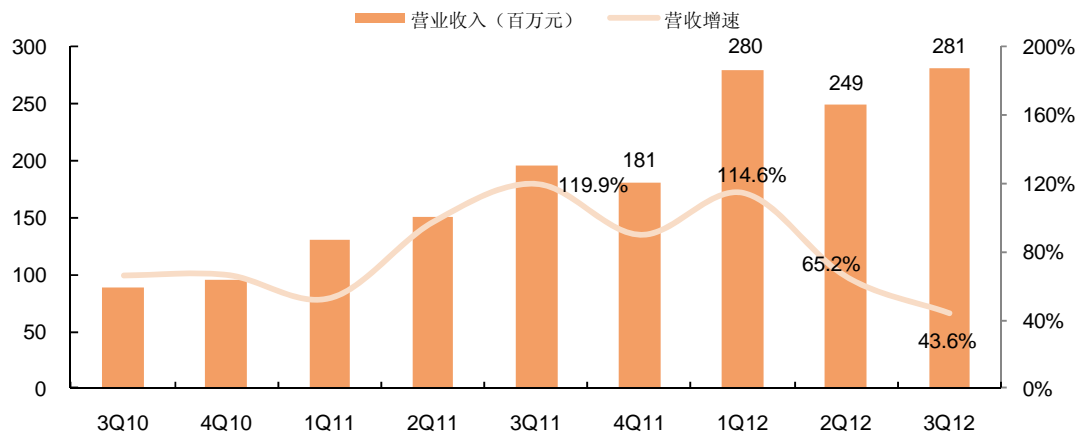
资料来源：公司公告，平安证券研究所，Wind

图表2 1-3Q的净利增长主要由收入增长驱动



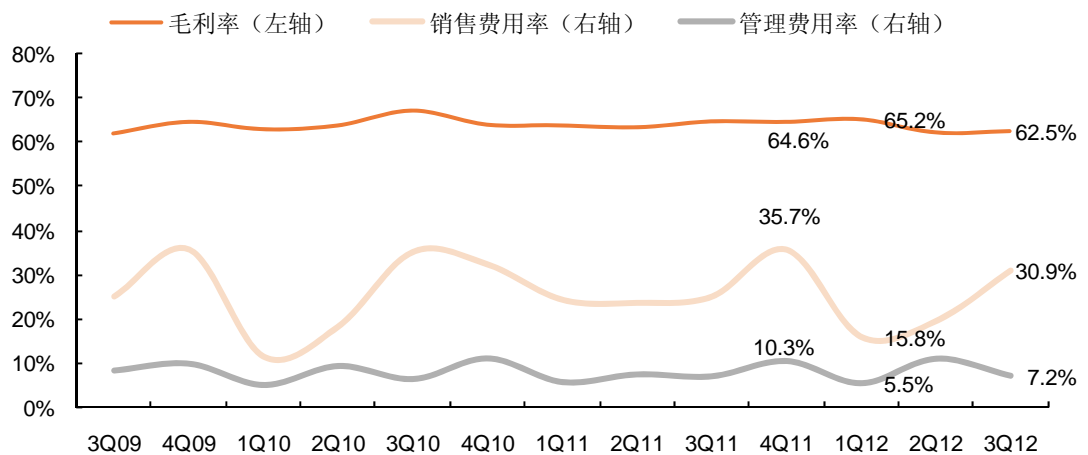
资料来源：公司公告，平安证券研究所，Wind

图表3 Q3单季收入增速下降至44%



资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表4 Q3单季销售费用率大增至31%



资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表5 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
	10月24日	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
泸州老窖	38.96	2.08	3.22	4.24	18.7	12.1	9.2	强烈推荐
五粮液	34.09	1.63	2.53	3.15	20.9	13.5	10.8	强烈推荐
贵州茅台	246.28	8.44	13.67	20.07	29.2	18.0	12.3	强烈推荐
沱牌舍得	31.61	0.58	1.12	1.83	54.6	28.2	17.3	强烈推荐
山西汾酒	43.94	0.90	1.57	2.38	48.7	27.9	18.5	强烈推荐
洋河股份	121.88	3.72	6.29	9.16	32.7	19.4	13.3	强烈推荐

股票名称	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)			评级
	10月24日	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
古井贡酒	38.00	1.12	1.67	2.23	33.8	22.7	17.0	推荐
酒鬼酒	56.52	0.59	2.00	2.86	95.3	28.3	19.8	推荐
张裕A	48.96	2.78	3.00	3.56	17.6	16.3	13.7	强烈推荐
安琪酵母	18.89	0.91	1.10	1.32	20.9	17.2	14.3	推荐
双汇发展	59.82	1.23	2.73	3.40	48.6	21.9	17.6	强烈推荐
大北农	21.50	0.63	0.85	1.10	34.1	25.3	19.5	强烈推荐
伊利股份	21.57	0.95	0.95	1.21	22.7	22.7	17.8	推荐
贝因美	20.91	1.03	1.15	1.27	20.3	18.2	16.5	推荐
燕京啤酒	5.89	0.32	0.33	0.38	18.2	17.8	15.5	推荐
青岛啤酒	31.59	1.29	1.46	1.75	24.6	21.6	18.1	推荐
黑牛食品	10.15	0.33	0.40	0.53	31.1	25.4	19.2	推荐
汤臣倍健	58.50	0.85	1.39	2.06	68.6	42.1	28.4	推荐
承德露露	15.68	0.48	0.56	0.67	32.5	27.8	23.5	推荐
均值					35.4	22.4	17.0	

资料来源: Wind、平安证券研究所

损益表 (百万元, 元/股)						现金流量表 (百万元)					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	346	658	1,070	1,625	2,364	净利润	92	186	305	450	644
YoY	68.6%	90.1%	62.6%	51.9%	45.5%	折旧摊销	7	11	34	34	36
营业成本	123	236	385	585	851	营运资金投资	-99	-35	-174	-125	-249
毛利率	64.5%	64.2%	64.0%	64.0%	64.0%	经营活动现金净流量	55	174	134	347	420
营业税金及附加	3	7	11	17	25	资本开支	-4	-6	-17	-50	-48
股权激励费用	0	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-79	-200	-17	-50	-48
销售费用	86	181	267	406	591	债务融资	58	-70	0	0	0
管理费用	28	51	83	127	184	股权融资	0	0	0	0	0
财务费用	-2	-36	-36	-40	-47	支付红利	-16	-33	-55	-89	-132
投资净收益	0	0	0	0	0	融资活动现金净流量	10	1,487	-129	-19	-49
营业利润	107	217	357	529	758	当年现金净流量	1,463	-155	99	248	287
加: 营业外收入	1	4	4	4	4						
减: 营业外支出	1	2	2	2	2						
利润总额	108	220	360	531	761	资产负债表 (百万元)					
减: 所得税	16	33	55	81	117	货币资金	1,504	1,351	1,447	1,694	1,982
净利润	92	186	305	450	644	应收款项	14	29	44	69	99
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	预付款项	88	94	214	280	440
归属母公司所有者净利	92	186	305	450	644	存货	67	114	198	292	432
YoY	76.5%	102.4%	63.4%	47.7%	43.1%	其他流动资产	4	29	30	59	76
销售净利率	26.6%	28.3%	28.5%	27.7%	27.2%	流动资产合计	1,676	1,618	1,934	2,395	3,029
EPS (当年股本)	1.68	1.70	1.39	2.06	2.94	长期股权投资	0	0	0	0	0
EPS (最新股本摊薄)	0.42	0.85	1.39	2.06	2.94	固定资产	57	257	238	253	263
						无形资产	3	4	4	5	5
						其他非流动资产	18	16	17	17	20
						非流动资产合计	78	277	259	275	288
重要指标速览											
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	资产总计	1,754	1,894	2,193	2,670	3,317
估值						短期借款	70	0	0	0	0
PE	34.7	34.3	42.0	28.4	19.9	应付款项	20	32	58	84	126
PEG	0.5	0.7	1.0	0.6	0.5	预收款项	20	66	85	146	200
PB	2.0	3.6	6.1	5.3	4.5	应付股利	0	0	-93	-50	7
PS	9.2	9.7	12.0	7.9	5.4	其他流动负债	19	35	58	87	127
EV/EBITDA	28.9	33.2	36.0	24.5	17.1	流动负债合计	129	134	108	267	459
股息收益率	1.0%	0.9%	0.7%	1.0%	1.5%	长期借款	0	0	0	0	0
经营回报率						应付债券	0	0	0	0	0
ROE	10.6%	11.0%	15.9%	20.1%	24.5%	其他非流动负债	0	4	4	4	4
ROA	9.5%	8.4%	13.3%	17.0%	20.1%	非流动负债合计	0	4	4	4	4
资本结构及偿债能力						负债合计	129	138	112	271	463
资产负债率	7.4%	7.3%	5.1%	10.2%	14.0%	归属母公司所有者权益	1,624	1,756	2,081	2,399	2,854
速动比率	12.5	11.2	16.0	7.9	5.7	其中: 实收资本	55	109	219	219	219
运营效率						少数股东权益	0	0	0	0	0
存货周转率	2.4	2.6	2.5	2.4	2.4	股东权益合计	1,624	1,756	2,081	2,399	2,854
流动资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.8	0.9	负债及股东权益总计	1,754	1,894	2,193	2,670	3,317
固定资产周转率	6.7	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。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

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