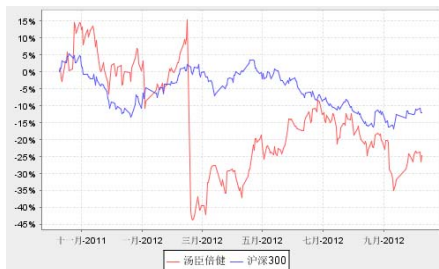


**汤臣倍健 (300146.SZ)**
**未来成长在于客户积累和消费者信心**

**评级:** 买入      **前次:** 买入  
**目标价(元):** 59.7-66.9  
 分析师 胡德军      分析师 生物医药小组  
 S0740511070005  
 021-20315083  
 hudj@r.qizq.com.cn  
 2012年10月25日

**基本状况**

总股本(百万股)	218.72
流通股本(百万股)	74.32
市价(元)	57.20
市值(百万元)	12510.78
流通市值(百万元)	4251.01

**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	1,908.3	2,868.1
营业收入增速	68.58%	90.12%	82.15%	59.23%	50.30%
净利润增长率	76.54%	102.41	66.98%	67.95%	48.39%
摊薄每股收益(元)	1.68	1.70	1.42	2.39	3.55
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	43.28	25.77	17.37
PEG	1.16	0.45	0.65	0.38	0.36
每股净资产(元)	29.71	16.06	16.90	21.69	28.78
每股现金流量	1.00	1.59	1.36	2.02	2.79
净资产收益率	5.67%	10.62%	16.84%	22.05%	24.65%
市净率	5.05	4.85	3.64	2.84	2.14
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

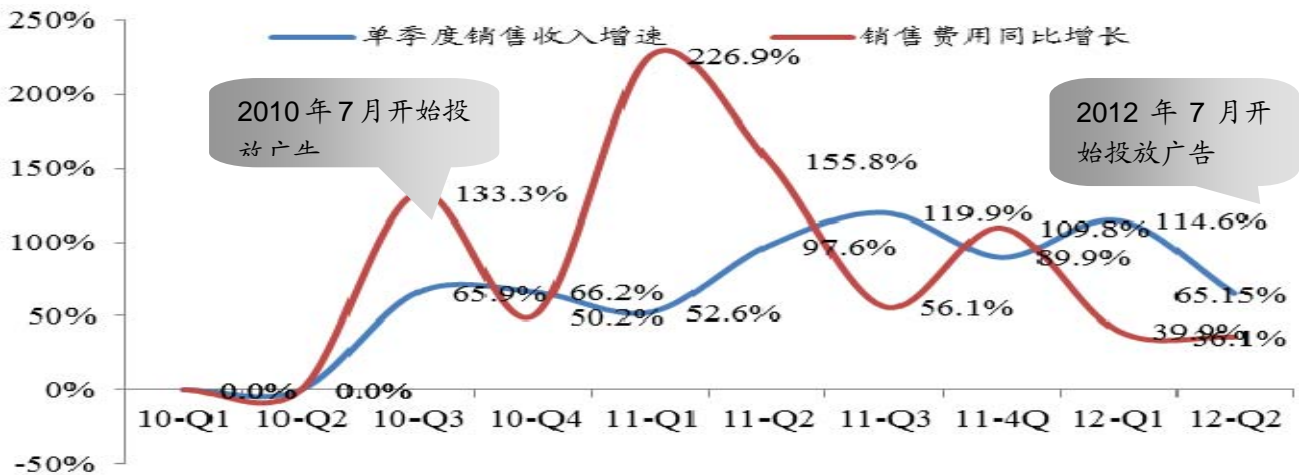
**投资要点**

- 2012年10月25日,公司发布三季报业绩公告,前三季度实现营收和净利润分别为8.1亿元和2.4亿元,比上年同期分别增长69.8%和63.8%,符合我们之前判断,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,预计四季度整体销售费用依然保持高位;**
- 公司第三季度实现营收和净利润分别为2.8亿元和0.6亿元,同比分别增长43.6%和6.7%,毛利率为62.5%,环比增加0.3个百分点,公司第三季度净利润增速放缓主要受2012年上半年发生螺旋藻事件以及毒胶囊事件影响,同时公司2012年第三季度开始品牌推广费用投入比例大幅提升,导致第三季度销售费用同比增长78%,远高于收入增速;但我们认为高投入会有高回报,其轨迹可以参考公司2010年广告大幅投放带来的2011年业绩快速增长,对此我们在前期报告《复制2010》已经进行深入探讨;**
- 提价在即,预计提价幅度10-15%:** 考虑到公司面对的原材料成本上涨等因素,公司公告将对旗下主品牌“汤臣倍健”部分产品于2012年11月1日调整全国统一零售价,届时对供应价格进行同步调整。根据我们对公司以往提价的幅度和目前市场的承受能力,我们预计提价幅度应该在10-15%之间,覆盖品类超过半数,其中原料逐步实现全部国外替代的产品提价幅度有望达到30%左右,而常规产品预计提价幅度都不会超过15%,其中有部分产品价格不会变化;
- 预计价格调整对公司2012年和2013年业绩影响程度小于收入和销售费用影响:** 1、我们认为价格调整提升公司毛利率水平,但成本上涨在一定程度上降低了毛利率提升幅度; 2、公司出厂价格很大程度上取决于终端销售情况,品牌认知度高的地区出厂折扣也相应要高,而新开发地区折扣很难提升,因此综合下来提价可能对毛利率并没有起到非常明显的作用; 3、我们认为公司成长性的核心在于客户的积累以及消费者信心的建立,公司新的广告投入和原料国际化无疑都将在客户和消费者信心方面起到积极的作用

，但价提并不能增加客户黏性，反而会在一定程度上打击客户消费信心，因此我们判断提价对公司未来业绩影响将小于收入和销售费用的影响，短期难以做出对未来业绩正面作用的判断；

- 综合分析，我们依然判断 2012 年公司依然是一个“调整年”，2013 年下半年将是业绩释放期；公司核心优势在于品牌力的不断提升，在毒胶囊和螺旋藻事件之后，我们判断公司在 2012 年第四季度依然会保持强势广告投放强度，届时销售费用率依然将保持高位；而随着公司规模的不扩大和海外竞争者的不断涌入，预计
- 我们继续看好公司未来成长能力，考虑到提价和广告投放影响，我们小幅调整盈利预测，预计公司 2012-14 年净利润分别为 3.11 亿元、5.23 亿元和 7.76 亿元，同比分别增长 66.98%、67.95%和 48.39%，最新股本摊薄后实现每股收益分别为 1.42 元、2.39 元和 3.55 元，较前期盈利预测分别调整-3.2%、2.6%和-1.2%，，合理价值区间 59.7-66.9 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：公司销售费用投放和业绩释放呈现负相关



来源：齐鲁证券研究所

**附表 1: 公司单季度财务分析表**

项目	2011单季度数据						2012单季度数据			备注	
	10-Q3	10-Q4	11-Q1	11-Q2	11-Q3	11-Q4	12-Q1	12-Q2	12-Q3	12-3Q同 比增减	12-3Q环 比增减
<b>主营业务收入</b>	<b>89.1</b>	<b>95.4</b>	<b>130.2</b>	<b>150.6</b>	<b>195.9</b>	<b>181.2</b>	<b>279.5</b>	<b>248.7</b>	<b>281.4</b>	<b>85.5</b>	<b>32.8</b>
增长率(同比)	65.9%	66.2%	52.6%	97.6%	119.9%	89.9%	114.6%	65.2%	43.6%		
增长率(环比)	16.9%	7.1%	36.4%	15.6%	30.1%	-7.5%	54.2%	-11.0%	13.2%		
<b>营业成本</b>	<b>29.3</b>	<b>34.4</b>	<b>47.2</b>	<b>55.2</b>	<b>69.2</b>	<b>64.2</b>	<b>97.3</b>	<b>94.1</b>	<b>105.7</b>	<b>36.5</b>	<b>11.6</b>
成本率	32.8%	36.0%	36.2%	36.7%	35.3%	35.4%	34.8%	37.8%	37.5%	2.2%	-0.3%
<b>主营业务税金及附加</b>	<b>1.1</b>	<b>0.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.7</b>	<b>1.4</b>	<b>3.4</b>	<b>2.2</b>	<b>3.0</b>	<b>0.3</b>	<b>0.8</b>
/销售收入	1.2%	0.5%	1.1%	1.3%	1.4%	0.8%	1.2%	0.9%	1.1%	-0.3%	0.2%
<b>主营业务利润</b>	<b>58.8</b>	<b>60.5</b>	<b>81.6</b>	<b>93.4</b>	<b>124.1</b>	<b>115.6</b>	<b>178.7</b>	<b>152.4</b>	<b>172.8</b>	<b>48.7</b>	<b>20.4</b>
营业利润率	66.0%	63.4%	62.6%	62.0%	63.3%	63.8%	63.9%	61.3%	61.4%	-1.9%	0.1%
<b>主营毛利</b>	<b>59.8</b>	<b>61.0</b>	<b>83.1</b>	<b>95.3</b>	<b>126.7</b>	<b>117.0</b>	<b>182.2</b>	<b>154.6</b>	<b>175.8</b>	<b>49.0</b>	<b>21.2</b>
毛利率	67.2%	64.0%	63.8%	63.3%	64.7%	64.6%	65.2%	62.2%	62.5%	-2.2%	0.3%
增长率(同比)	80.0%	64.6%	54.7%	96.3%	111.8%	91.7%	119.4%	62.1%	38.7%		
增长率(环比)	23.2%	2.0%	36.1%	14.8%	32.9%	-7.7%	55.7%	-15.2%	13.7%		
<b>销售费用</b>	<b>31.4</b>	<b>30.9</b>	<b>31.6</b>	<b>35.5</b>	<b>49.0</b>	<b>64.7</b>	<b>44.3</b>	<b>48.3</b>	<b>87.1</b>	<b>38.1</b>	<b>38.8</b>
增长率(同比)	133.3%	50.2%	226.9%	155.8%	56.1%	109.8%	39.9%	36.1%	77.8%		
销售费用/收入	35.2%	32.3%	24.3%	23.6%	25.0%	35.7%	15.8%	19.4%	30.9%	5.9%	11.5%
<b>管理费用</b>	<b>5.7</b>	<b>10.4</b>	<b>7.5</b>	<b>11.2</b>	<b>13.8</b>	<b>18.8</b>	<b>15.4</b>	<b>27.0</b>	<b>20.2</b>	<b>6.4</b>	<b>-6.8</b>
管理费用/收入	6.4%	10.9%	5.8%	7.5%	7.0%	10.3%	5.5%	10.9%	7.2%	0.1%	-3.7%
<b>财务费用</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.7</b>	<b>-7.1</b>	<b>-9.3</b>	<b>-9.8</b>	<b>-10.2</b>	<b>-8.6</b>	<b>-8.0</b>	<b>-8.2</b>	<b>1.7</b>	<b>-0.2</b>
财务费用/收入	0.0%	-1.8%	-5.4%	-6.2%	-5.0%	-5.6%	-3.1%	-3.2%	-2.9%	2.1%	0.3%
三项费用/收入	41.6%	41.5%	24.7%	24.9%	27.0%	40.4%	18.3%	27.1%	35.2%	8.2%	8.1%
资产减值损失	0.0	(0.2)	1.2	(0.1)	2.5	(2.0)	2.6	(1.4)	0.2		
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营业利润</b>	<b>21.7</b>	<b>21.1</b>	<b>48.3</b>	<b>56.1</b>	<b>68.7</b>	<b>44.4</b>	<b>125.0</b>	<b>86.5</b>	<b>73.5</b>	<b>4.8</b>	<b>-13.0</b>
增长率(同比)	63.2%	80.7%	25.1%	115.0%	216.7%	110.4%	159.0%	54.1%	7.0%		
增长率(环比)	-16.9%	-2.7%	128.8%	16.2%	22.4%	-35.4%	181.7%	-30.8%	-15.0%		
加: 营业外收入	0.3	0.6	0.1	1.3	1.0	1.8	1.76	2.20	1.43	0.5	(0.8)
减: 营业外支出	0.5	0.0	0.0	0.0	1.0	0.7	0.00	2.46	1.14	0.2	(1.3)
<b>利润总额</b>	<b>21.5</b>	<b>21.6</b>	<b>48.3</b>	<b>57.4</b>	<b>68.7</b>	<b>45.5</b>	<b>126.8</b>	<b>86.2</b>	<b>73.7</b>	<b>5.1</b>	<b>-12.5</b>
增长率(同比)	63.0%	81.0%	25.1%	119.7%	219.7%	110.2%	162.3%	50.1%	7.4%		
增长率(环比)	-17.8%	0.7%	123.5%	18.8%	19.6%	-33.8%	178.8%	-32.0%	-14.4%		
<b>所得税</b>	<b>3.3</b>	<b>2.2</b>	<b>7.4</b>	<b>8.9</b>	<b>10.4</b>	<b>6.8</b>	<b>19.8</b>	<b>13.4</b>	<b>11.6</b>	<b>1.1</b>	<b>-1.8</b>
实际税率(%)	15.1%	10.4%	15.3%	15.5%	15.2%	14.9%	15.6%	15.5%	15.7%		0.2%
<b>净利润</b>	<b>18.2</b>	<b>19.4</b>	<b>41.0</b>	<b>48.5</b>	<b>58.3</b>	<b>38.7</b>	<b>106.9</b>	<b>72.8</b>	<b>62.2</b>	<b>3.9</b>	<b>(10.7)</b>
净利润率(%)	20.5%	20.3%	31.5%	32.2%	29.7%	21.4%	38.3%	29.3%	22.1%	-7.6%	-7.2%
增长率(同比)	66.3%	81.1%	25.3%	122.6%	219.6%	99.5%	161.1%	50.1%	6.7%		
增长率(环比)	-16.4%	6.4%	111.2%	18.5%	20.1%	-33.6%	176.4%	-31.9%	-14.6%		
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
<b>归属母公司所有者的净利润</b>	<b>18.2</b>	<b>19.4</b>	<b>41.0</b>	<b>48.5</b>	<b>58.3</b>	<b>38.7</b>	<b>106.9</b>	<b>72.8</b>	<b>62.2</b>	<b>3.9</b>	<b>(10.7)</b>
增长率(同比)	66.3%	81.1%	25.3%	122.6%	219.6%	99.5%	161.1%	50.1%	6.7%		
增长率(环比)	-16.4%	6.4%	111.2%	18.5%	20.1%	-33.6%	176.4%	-31.9%	-14.6%		
<b>摊薄每股收益(元)</b>	<b>#DIV/0!</b>	<b>0.35</b>	<b>0.75</b>	<b>0.44</b>	<b>0.53</b>	<b>0.35</b>	<b>0.49</b>	<b>0.33</b>	<b>0.28</b>	<b>(0.25)</b>	<b>(0.05)</b>

来源: 齐鲁证券研究所

**附表 2: 财务预测简表**
**损益表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业总收入</b>	<b>205</b>	<b>346</b>	<b>658</b>	<b>1,198</b>	<b>1,908</b>	<b>2,868</b>
增长率	44.72%	68.6%	90.1%	82.1%	59.2%	50.3%
营业成本	-76	-123	-236	-425	-630	-946
% 销售收入	36.8%	35.5%	35.8%	35.5%	33.0%	33.0%
毛利	130	223	422	773	1,279	1,922
% 销售收入	63.2%	64.5%	64.2%	64.5%	67.0%	67.0%
营业税金及附加	-2	-3	-7	-13	-21	-31
% 销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-46	-86	-181	-329	-525	-788
% 销售收入	22.3%	24.8%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%
管理费用	-20	-28	-51	-93	-149	-224
% 销售收入	9.9%	8.0%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	62	106	183	337	584	879
% 销售收入	30.0%	30.7%	27.7%	28.1%	30.6%	30.6%
财务费用	0	2	36	27	29	34
% 销售收入	0.1%	-0.4%	-5.5%	-2.3%	-1.5%	-1.2%
资产减值损失	0	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	61	107	217	365	614	912
营业利润率	29.9%	31.0%	33.0%	30.4%	32.2%	31.8%
营业外收支	0	0	3	3	3	3
税前利润	61	108	220	367	616	915
利润率	29.9%	31.2%	33.4%	30.6%	32.3%	31.9%
所得税	-9	-16	-33	-56	-93	-139
所得税率	15.0%	14.6%	15.2%	15.2%	15.1%	15.2%
净利润	52	92	186	311	523	776
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>52</b>	<b>92</b>	<b>186</b>	<b>311</b>	<b>523</b>	<b>776</b>
净利率	25.4%	26.6%	28.3%	26.0%	27.4%	27.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	52	92	186	311	523	776
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	7	13	8	10	11
非经营收益	0	0	3	-3	-3	-3
营运资金变动	-15	-45	-28	-20	-89	-175
<b>经营活动现金净流</b>	<b>42</b>	<b>55</b>	<b>174</b>	<b>297</b>	<b>442</b>	<b>609</b>
资本开支	32	79	190	131	153	146
投资	0	0	-10	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-32</b>	<b>-79</b>	<b>-200</b>	<b>-131</b>	<b>-153</b>	<b>-146</b>
股权募资	7	1,436	0	0	0	0
债权募资	3	58	-70	0	0	0
其他	0	-7	-59	0	-219	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>10</b>	<b>1,487</b>	<b>-129</b>	<b>0</b>	<b>-219</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>20</b>	<b>1,463</b>	<b>-155</b>	<b>166</b>	<b>70</b>	<b>464</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	41	1,504	1,351	1,517	1,587	2,051
应收款项	9	16	34	48	78	117
存货	33	67	114	164	242	364
其他流动资产	9	89	119	164	270	458
流动资产	92	1,676	1,618	1,893	2,177	2,989
% 总资产	61.9%	95.6%	85.4%	82.5%	79.9%	81.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	46	65	257	384	529	666
% 总资产	30.7%	3.7%	13.6%	16.7%	19.4%	18.1%
无形资产	11	13	19	17	17	17
非流动资产	57	78	277	402	547	684
% 总资产	38.1%	4.4%	14.6%	17.5%	20.1%	18.6%
<b>资产总计</b>	<b>149</b>	<b>1,754</b>	<b>1,894</b>	<b>2,295</b>	<b>2,724</b>	<b>3,673</b>
短期借款	12	70	0	0	0	0
应付款项	26	51	111	183	287	429
其他流动负债	5	8	23	259	62	93
流动负债	42	129	134	442	349	521
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	4	4	4	4
<b>负债</b>	<b>42</b>	<b>129</b>	<b>138</b>	<b>446</b>	<b>353</b>	<b>525</b>
普通股股东权益	107	1,624	1,756	1,849	2,372	3,147
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>149</b>	<b>1,754</b>	<b>1,894</b>	<b>2,295</b>	<b>2,724</b>	<b>3,673</b>

**比率分析**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	1.272	1.684	1.705	1.423	2.390	3.547
每股净资产 (元)	2.610	29.707	16.058	16.905	21.686	28.781
每股经营现金净流 (元)	1.021	0.999	1.591	1.358	2.019	2.786
每股股利 (元)	0.000	0.000	1.000	1.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	48.76%	5.67%	10.62%	16.84%	22.05%	24.65%
总资产收益率	34.91%	5.25%	9.84%	13.57%	19.19%	21.12%
投入资本收益率	67.29%	47.59%	37.87%	85.22%	62.92%	67.71%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	44.72%	68.58%	90.12%	82.15%	59.23%	50.30%
EBIT 增长率	69.34%	72.48%	71.66%	84.74%	73.28%	50.33%
净利润增长率	95.37%	76.54%	102.41%	66.98%	67.95%	48.39%
总资产增长率	93.57%	1073.53%	8.01%	21.14%	18.72%	34.82%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	13.6	10.8	9.8	10.1	10.0	10.1
存货周转天数	122.0	149.2	140.3	140.3	140.3	140.3
应付账款周转天数	41.3	43.7	40.7	44.4	42.6	42.9
固定资产周转天数	58.3	54.1	36.2	23.6	16.2	11.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-27.18%	-88.26%	-76.93%	-82.05%	-66.91%	-65.15%
EBIT 利息保障倍数	370.1	-70.3	-5.0	-12.3	-20.0	-26.1
资产负债率	28.39%	7.37%	7.29%	19.43%	12.95%	14.30%

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。