

生物制品 II

汤臣倍健 (300146.SZ) / 58.50 元
**大幅提升品牌推广费用，
上调零售价格，长期利好公司发展**
事项

公司 2012 年前 3 季度收入及净利润分别为 8.09 亿及 2.42 亿元，同比增长分别为 69.82% 和 63.78%。符合预期。

主要观点
1. 三季度增长 6.74%，全年预计在 50% 左右。

公司 3 季度收入及净利润分别为 2.81 亿和 6219 万元，增长分别为 43.63% 和 6.74%。我们分析认为三季度业绩增速下降有 4 个原因：

- 1) 螺旋藻及问题胶囊的不良影响：目前公司螺旋藻的销售已下降十分显著，胶囊产品除蜂胶外，下降也是比较明显，危机事件影响仍未完全消失。
- 2) 上市后对于渠道快速扩张效应递减。此前公司销售收入大幅增长的原因之一是公司上市后，成为膳食营养补充剂行业第一家上市公司，渠道品牌力大幅提升，由此收割渠道中不知名品牌的市场，很多代理商加盟汤臣倍健，终端数量大幅增长。但是随着时间的推移，此因素带来的快速增长渐消。我们分析认为，未来每年终端数量增长的绝对值不变，但增速将下降。
- 3) 3 季度广告投入大幅增加。公司为提升品牌力，从 9 月份开始大幅投入姚明新广告片的宣传推广，预计 5000 万左右。全年来看，公司预计广告费用在 10% 左右，但是上半年广告投入 3103.54 万，只占销售收入的 5.88%，因此下半年广告投入提升，减少净利润。但广告投入是提升品牌力的长期正确策略，预计在 2013 年 2 季度开始显效。
- 4) 公司管理费用 6259.58 万，同比提升 92.41%，主要是公司 2012 年配合公司的发展战略，引入高端管理人才，人力资源投入增加、营业收入及房产增加而致税费支出增加以及公司配合未来战略加大科研投入等因素所致。

公司前三季度毛利率为 63.3%，较去年同期下降 0.7 个百分点，毛利率基本稳定。

我们分析认为，公司为长远发展考虑，下半年增加品牌投入，全年业绩增长预计在 50% 左右。

2、上调“汤臣倍健”品牌产品零售价格，利好公司长远发展。

根据公司“三步走”的产品差异化品质战略，截至 2011 年底，主要原料进口比例为 73.35%，2012 年 6 月在巴西建立了第一个原料专供基地，考虑到公司面对的原材料成本上涨等因素，公司决定对旗下主品牌“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，但代理的扣率维持不变。“汤臣倍健”品牌部分产品零售价的上调，将提高公司的毛利率，有利于公司“全球原料、全球品质”差异化战略的实施，持续保持公司的竞争优势。

证券分析师： 廖万国
 执业编号： S0360210100002

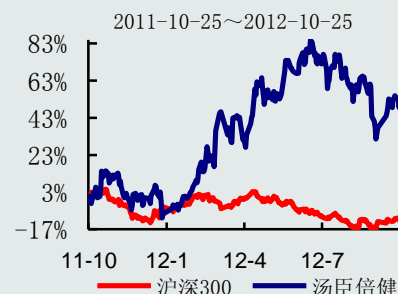
研究助理： 兰兰
 Tel: 010-66500818
 Email: lanlan@hczq.com

投资评级

投资评级： 推荐
 评级变动： 维持

公司基本数据

总股本(万股)	21872
流通 A 股/B 股(万股)	6508/0
资产负债率(%)	9.8
每股净资产(元)	8.81
市盈率(倍)	45.66
市净率(倍)	6.64
12 个月内最高/最低价	91.5/42.75

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源： 港澳资讯

相关研究报告

《三季度业绩预增 50%-70%》	2012-09-23
《二季度收入增长 65%，或为今年低点》	2012-07-29
《半年报预增 90-110%，不良事件影响渐消》	2012-06-26
《一季度增长强劲，螺旋藻事件影响有待继续观察》	2012-04-16
《螺旋藻铅含量超标新闻点评》	2012-03-29
《品牌渠道建设效果显现，业绩超预期》	2012-03-21

我们认为此次提价后，短期对终端会有负面影响，但是随着公司广告的不断推广，将逐渐消化提价效应。长期来看，公司将有更多资金投入品牌建设，将产生正面效果。由于年内剩余时间有限，预计对 2012 年的业绩不会产生较大影响。

3. 未来产品不断丰富，提升产品力。

目前公司拥有44项营养素补充剂和保健食品批准证书，较2011年底增加3项。除21项产品正在进入保健食品注册评审阶段外，公司尚有50多个营养素补充剂和保健食品生产技术项目处于开发实验阶段，并拟申请注册批准证书，同时有多个项目正处于研究阶段。公司正在储备高端中药品种，但是预计在2年后形成产品群集中上市。公司去年投入2317万进行研发，未来新产品陆续获批，将增强公司的产品驱动力。

4. 培育新的销售渠道及营销模式。

截至2012年6月30日，公司连锁营养中心已有约490家，较2011年底增加52家。其中，直营店增至164家，联营店增至319家。连锁营养中心将增加公司对于终端市场的信息反馈。

今年公司出资1,000万元在珠海横琴新区设立了全资子公司广东佰嘉汤臣倍健生物科技有限公司，负责膳食营养补充剂单品项目的运作与管理。首个新产品“健力多氨糖软骨素钙片”已开始少量几个样板城市做试点，我们分析认为公司不断探索新的销售模式，为未来培育新的增长点，但是2-3年内不会对业绩贡献产生实质影响。

公司落实2012年度经营计划的要求，网络专供品牌“十二篮”系列产品已于2012年10月在淘宝的官方旗舰店推出。我们认为，新品牌有一个较长的开拓和投入期，预计短期内无法对业绩产生贡献，也难以准确预测该品牌系列产品对未来销售收入的影响程度。

5. 国家政策逐步完善，利好公司长期发展。

国家政策支持与行业相关法规和政策的逐步完善给诚信经营与规范运作的企业带来更加健康的外部环境：

- 2012年1月工信部与国家发改委联合印发《食品工业“十二五发展规划”》，对“营养与保健食品制造业”提出了具体要求；
- 2012年3月国家食品药品监督管理局下发《关于印发保健食品命名规定和命名指南的通知》，有利于行业的进一步清理和整顿，为公司未来发展创造了健康的外部环境。
- 国家药监局定于2012年5月下旬至9月下旬，在全国范围内突出重点集中开展生产企业监督检查工作。

我们认为国家政策监管逐步完善利好公司长期发展。

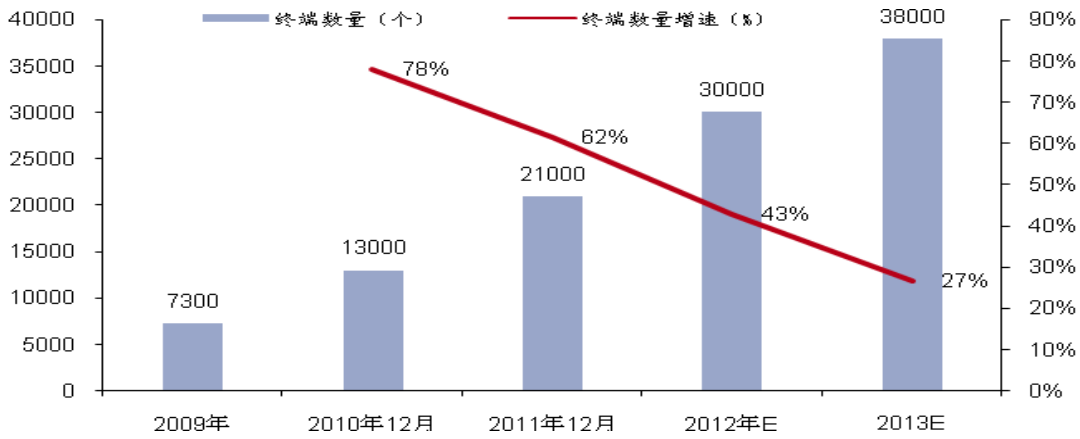
6. 投资建议：推荐（维持）。

受益于行业及终端快速扩张、公司品牌力及产品力不断提升，我们看好公司未来长期发展。考虑到不良事件影响逐渐恢复，下半年公司增加品牌推广投入，维持公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.28、1.90 及 2.81，增长分别为 50%/49%/48%，对应 PE 分别为 46X\31X\21X。维持推荐评级，按照 2013 年 35 倍估值计算，目标价 66 元。

风险提示

- 1、食品安全风险无法预知；
- 2、公司终端扩张迅速带来的管理不善风险；
- 3、公司采购原料大部分来自国外所致原料供应及原料安全风险；
- 4、国外保健品牌、国内知名药企及食品企业进入保健品行业的竞争加剧风险；
- 5、不良事件对于公司业绩影响。

图表 1 汤臣倍健终端数量及增速



资料来源：华创证券研究所整理

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1618	1871	2248	2778
现金	1351	1440	1498	1694
应收账款	22	38	58	84
其它应收款	5	7	11	17
预付账款	94	187	364	529
存货	114	187	297	424
其他	31	13	20	30
非流动资产	277	265	254	241
长期投资	0	0	0	0
固定资产	74	159	196	208
无形资产	4	4	4	4
其他	199	101	54	29
资产总计	1894	2136	2502	3019
流动负债	134	208	321	466
短期借款	0	27	32	20
应付账款	32	54	86	122
其他	101	126	202	324
非流动负债	4	1	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	4	1	2	2
负债合计	138	209	322	468
少数股东权益	0	0	0	0
股本	109	219	219	219
资本公积金	1366	1257	1257	1257
留存收益	280	451	703	1075
归属母公司股东权益	1756	1927	2179	2550
负债和股东权益	1894	2136	2502	3019

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	174	124	195	433
净利润	186	280	417	615
折旧摊销	11	9	13	15
财务费用	-36	-32	-30	-28
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-28	-132	-205	-170
其它	41	-2	0	1
投资活动现金流	-200	15	-7	-8
资本支出	190	0	0	0
长期投资	-10	0	0	0
其他	-20	15	-7	-8
筹资活动现金流	-129	-50	-129	-229
短期借款	-70	27	5	-13
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	55	109	0	0
资本公积增加	-55	-109	0	0
其他	-59	-77	-134	-216
现金净增加额	-155	89	58	196

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	658	1051	1611	2373
营业成本	236	380	585	859
营业税金及附加	7	11	16	24
营业费用	181	286	435	631
管理费用	51	76	113	161
财务费用	-36	-32	-30	-28
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	217	329	491	724
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	220	329	491	724
所得税	33	49	74	109
净利润	186	280	417	615
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	186	280	417	615
EBITDA	192	307	474	711
EPS (元)	1.70	1.28	1.90	2.81

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	90.1%	59.7%	53.3%	47.3%
营业利润	102.3%	51.5%	48.9%	47.6%
归属母公司净利润	102.4%	50.3%	48.7%	47.7%
获利能力				
毛利率	64.2%	63.8%	63.7%	63.8%
净利率	28.3%	26.7%	25.9%	25.9%
ROE	10.6%	14.5%	19.1%	24.1%
ROIC	39.2%	49.4%	55.4%	68.5%
偿债能力				
资产负债率	7.3%	9.8%	12.9%	15.5%
净负债比率	0.00%	13.08%	10.06%	4.26%
流动比率	12.08	9.01	7.01	5.96
速动比率	11.22	8.12	6.09	5.05
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.52	0.69	0.86
应收帐款周转率	37	35	34	34
应付帐款周转率	8.96	8.82	8.35	8.23
每股指标(元)				
每股收益	0.85	1.28	1.90	2.81
每股经营现金	0.80	0.57	0.89	1.98
每股净资产	8.03	8.81	9.96	11.66
估值比率				
P/E	34.32	45.66	30.71	20.79
P/B	3.64	6.64	5.87	5.02
EV/EBITDA	60	37	24	16

资料来源：公司报表、华创证券

医药组分析师介绍

廖万国：解放军军事医学科学院医学硕士和上海中欧国际工商管理学院工商管理硕士/从业 4 年。1990 年起先后从事基础医学研究和药品营销管理，任产品经理、销售经理和营销总监。2008 年进入平安证券综合研究所任医药行业研究员，2009 年底进入华创证券研究所任高级医药行业研究员和首席医药行业研究员、医药组组长。

兰兰：首都医科大学神经生物硕士学位，临床医学本科学位。曾就职于赛诺菲安万特及拜耳医药公司，具有 5 年医药销售经验。2011 年加盟华创证券，负责化学药、医疗器械、中药及医药流通子行业。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	杨晓昊	机构销售总监	010-66500808	yangxiaohao@hcqz.com
	刘玄	机构销售经理	010-66500807	liuxuan@hcqz.com
	石翌飞	机构销售经理	010-66500836	shizhaofei@hcqz.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hcqz.com
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	zhaoyifan@hcqz.com
	周琼	机构销售助理	010-66500838	zhou.vivian@yahoo.com
广深	李涛	机构销售总监	0755-82027736	litao@hcqz.com
	张娟	机构销售经理	0755-82828570	zhangjuan@hcqz.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	konglingyao@hcqz.com
	宋唯瑛	机构销售经理	0755-83711905	songweiying@hcqz.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-88283119	wangliyan@hcqz.com
	刁建楠	机构销售助理	0755-88283039	diaojiannan@hcqz.com
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	weiyuanhong@hcqz.com
	王维昌	机构销售经理	021-50111907	wangweichang@hcqz.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hcqz.com
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	wuliping@hcqz.com
	晏宗飞	机构销售经理	021-50157561	yanzongfei@hcqz.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558