

评级：强烈推荐（维持）
食品饮料
公司事件点评

证券研究报告

分析师 晁岱秀 S1080512090001

电话：0755-82485059

邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

汤臣倍健(300146)——

业绩符合预期，明年增速“前低后高”

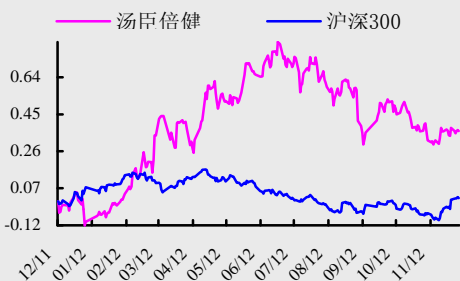
交易数据

上一日交易日股价（元）	53.33
总市值（百万元）	11,664
流通股本（百万股）	78
流通股比率（%）	35.70

资产负债表摘要（09/12）

股东权益（百万元）	1,889
每股净资产（元）	8.64
市净率（倍）	6.18
资产负债率（%）	7.02

公司与沪深300指数比较



相关报告

《汤臣倍健(300146)-两翼齐发育 雏鹰展翅》-20110620

《汤臣倍健(300146)-跟踪报告之一：未来5年保持50%以上增长目标价90~100元》-20110901

《汤臣倍健(300146)-得天时地利人和者得天下》-20111227

《汤臣倍健(300146)-“螺旋藻风波”平息，雏鹰继续高飞》-20120405

《汤臣倍健(300146)-跟踪报告之二：从国际巨头，看汤臣倍健的发展空间》-20120729

《汤臣倍健(300146):增长不是目的，做大才是目标》-20121025

事件：

公司发布《2012年年度业绩预告》，2012年全年归属于上市公司股东的净利润为2.61~2.98亿元，同比增长40%~60%，基本符合预期。

点评：

品牌推广费增加，导致净利润增速放缓。公司决定在2012年下半年加大品牌推广费用，由姚明拍摄的新广告“世界之旅”在9月~12月进行高密度的投放，品牌推广费用投入比例亦将大幅提高，预计下半年品牌推广费将超过1亿元，导致下半年净利润增速放缓，且全年品牌推广费用率约在12.5%左右。

2013年净利润增速呈现“前低后高”。2012年广告投放节奏决定今年的净利润增速为“前高后低”，2013年的净利润增速将呈现“前低后高”。预计2013年末公司进驻的药店的数量或超过4万家，开设专卖店的数量约在1000家左右，进入商超预计超过2000家，公司在渠道建设方面的布局逐渐完善，在药店拿量，商超拿势，专卖店拿利。另外，11月份已完成全国统一零售价上调10%~15%，为明年增长提供新的动力。

从渠道强势品牌向知名消费品牌转变。公司之前的快速增长主要来自销售网点数量的增加，2012年开始整顿渠道，控制发货量消耗渠道库存、控制新增网点数量、经销商的“公司制”改造、加强价格管控和禁止串货管理。重点打造“汤臣倍健”品牌，持续的广告投放、全球原料采购和建设专攻基地、建设“透明工厂”、收购国际品牌增加品牌厚度。

探索多种营销模式，成就保健食品王国。公司已开始从增加网点的粗放式增长向探索多种营销模式的精细化增长转变，对主品牌“汤臣倍健”在药店、专卖店、商超等销售模式运作相当成熟的前提下，今年中期推出单品销售模式运作“健力多氨糖软骨素钙片”，目标直指辉瑞的善存、钙尔奇；并在10月份推出网络专供品牌“十二篮”，针对现代社会职业人群的亚健康状态，特别是现代女性的健康需求，提供一站式的健康解决方案。

从卓越向伟大迈进。我们深入研究公司已超过两年，逐渐意识到公司的转变不仅是从渠道强势品牌向知名消费品牌转型，更是从增加网点的粗放式增长向探索多种营销模式的精细化增长模式转变，从模仿他人到超越自我的蜕变。公司高管和销售持股已达到68%，着眼于公司的未来发展，新引进多名在知名快消品企业有过管理经验的优秀人才，给予某些激励措施，皆为实现“健康、持续、快速”的发展。



维持“强烈推荐”预计 2012~2014 年 EPS 为 1.32(40X)、2.10(25X)、3.02(17X)，我们预计 2013 年净利润增速将呈现“前低后高”，明年上半年将出现绝佳的买入时机，继续维持“强烈推荐”评级。

风险提示 食品安全事故发生

盈利预测

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	346.1	658.0	1,063.3	1,680.1	2,469.7
同比 (%)	68.6%	90.1%	61.6%	58.0%	47.0%
营业毛利	223.1	422.1	676.3	1,099.6	1,604.8
同比 (%)	71.9%	89.2%	60.2%	62.6%	45.9%
归属上市公司净利润	92.1	186.4	289.6	459.3	660.7
同比 (%)	76.5%	102.4%	55.3%	58.6%	43.8%
总股本 (亿股)	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19
每股收益 (元)	0.42	0.85	1.32	2.10	3.02
ROE	5.7%	10.6%	15.0%	19.2%	21.6%
P/E (倍)	127	63	40	25	18

资料来源：公司公告 第一创业证券研究所整理



主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,617.6	1,633.4	2,143.5	2,867.4	一、营业收入	658.0	1,063.3	1,680.1	2,469.7
货币资金	1,351.1	1,282.6	1,627.9	2,109.2	减: 营业成本	235.8	387.0	580.5	864.9
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	7.4	10.5	17.1	24.9
应收款项	28.6	43.6	70.1	103.2	销售费用	180.9	260.9	420.0	635.1
预付款项	94.5	106.3	151.0	223.0	管理费用	51.3	90.0	130.5	176.2
存货	114.2	187.2	280.8	418.4	财务费用	-36.4	-27.0	-10.1	-12.5
其他流动资产	29.3	13.6	13.6	13.6	资产减值损失	1.5	1.4	1.0	1.3
非流动资产	276.6	431.9	419.6	407.2	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	73.7	322.5	309.7	297.0	二、营业利润	217.4	340.6	541.1	779.7
在建工程	183.2	72.7	75.0	77.4	加: 营业外收入	4.1	7.2	7.6	7.9
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.6	4.8	5.1	5.7
无形资产及递延性资产	18.6	35.9	34.0	32.0	三、利润总额	219.9	343.0	543.6	781.9
其它非流动资产	1.1	0.8	0.8	0.8	减: 所得税费用	33.5	53.5	84.3	121.2
资产总计	1,894.2	2,065.3	2,563.1	3,274.6	四、净利润	186.4	289.6	459.3	660.7
流动负债	133.9	124.7	163.2	214.0	归属母公司净利润	186.4	289.6	459.3	660.7
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	32.5	55.3	86.3	129.5	五、总股本(百万股)	218.7	218.7	218.7	218.7
预收帐款	66.2	24.4	24.4	33.9	EPS (元)	0.85	1.32	2.10	3.02
其它流动负债	35.3	45.0	52.4	50.6					
非流动负债	4.1	4.3	4.3	4.3	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	4.1	4.3	4.3	4.3	营业收入	90.1%	61.6%	58.0%	47.0%
负债合计	138.0	128.9	167.4	218.2	营业毛利	89.2%	60.2%	62.6%	45.9%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	71.7%	72.5%	68.9%	44.5%
股本	109.4	218.7	218.7	218.7	母公司净利	102.4%	55.3%	58.6%	43.8%
资本公积与其它	1,401.5	1,292.2	1,292.2	1,292.2	获利能力				
留存收益	245.2	425.4	884.7	1,545.5	毛利率	64.2%	63.6%	65.4%	65.0%
股东权益合计	1,756.1	1,936.3	2,395.6	3,056.4	主业盈利/收入	27.7%	29.6%	31.7%	31.1%
负债和股东权益	1,894.2	2,065.3	2,563.1	3,274.6	ROS	28.3%	27.2%	27.3%	26.8%
					ROE	10.6%	15.0%	19.2%	21.6%
					ROIC	10.6%	15.0%	19.2%	21.6%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	7.3%	6.2%	6.5%	6.7%
经营活动现金流	174.0	141.5	337.6	471.1	利息保障倍数	-5.1	-10.7	-45.4	-52.8
净利润	186.4	289.6	459.3	660.7	速动比率	11.01	11.49	11.33	11.38
折旧摊销	12.7	15.5	15.7	16.0	经营现金净额/当期债务	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
财务费用	0.2	-27.0	-10.1	-12.5	营运能力				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.35	0.51	0.66	0.75
营运资金变动	-28.3	-124.7	-127.3	-193.2	应收款天数	15.64	14.77	15.03	15.04
其它变动	3.0	-11.8	0.0	0.0	存货天数	174.33	174.16	174.15	174.15
投资活动现金流	-200.4	-102.9	-2.3	-2.3	每股指标(元)				
资本支出	-190.4	-115.5	-2.3	-2.3	主业盈利/股本	0.83	1.44	2.43	3.51
长期投资	-10.0	-10.3	0.0	0.0	每股经营现金流	0.80	0.65	1.54	2.15
其它变动	0.0	22.8	0.0	0.0	每股净资产	8.03	8.85	10.95	13.97
筹资活动现金流	-128.9	-107.1	10.1	12.5	估值比率				
债务融资	-70.0	0.0	0.0	0.0	P/E	62.57	40.28	25.39	17.65
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	6.64	6.02	4.87	3.82
其它变动	-58.9	-107.1	10.1	12.5	P/S	17.73	10.97	6.94	4.72
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	23.13	31.57	18.45	12.31
现金净增加额	-155.3	-68.5	345.4	481.3					

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135