

评级：强烈推荐（维持）
食品饮料
公司年报点评

证券研究报告

分析师 晁岱秀 S1080512090001

电话：0755-83026491

邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

汤臣倍健(300146)——

业绩符合预期，坚持“健康、持续、快速”发展

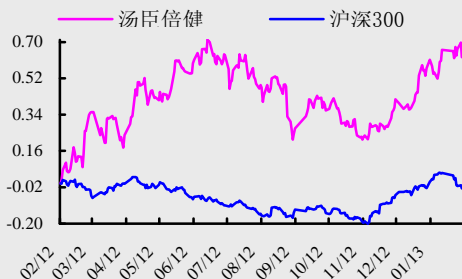
交易数据

上一日交易日股价（元）	68.66
总市值（百万元）	15,017
流通股本（百万股）	78
流通股比率（%）	35.74

资产负债表摘要（12/12）

股东权益（百万元）	1,927
每股净资产（元）	8.81
市净率（倍）	7.79
资产负债率（%）	8.44

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：

公司公布2012年年报，实现营业收入10.67亿元，同比增长62.12%；营业利润3.32亿元，同比增长52.57%；净利润2.80亿元，同比增长50.38%；EPS1.28元，符合市场预期。

2012年利润分配方案：每10股派发6元（含税），转增5股。

2013年第一季度业绩预告：归属于上市公司股东的净利润约为1.07~1.28亿元，同比增长0~20%。

点评：

营业收入仍保持快速增长，下半年密集广告投放拉低利润增速。2012年四季度实现营业收入2.57亿元，同比增长41.85%；营业利润0.47亿元，同比增长5.42%；归属于上市公司股东的净利润0.38亿元，略微下降0.82%，实现EPS0.12元。为提升“汤臣倍健”的品牌形象，自2012年下半年投入品牌推广费超过9000万元，致使三、四季度利润与去年相比基本持平。由于2012年一季度净利润的高基数，公司预计2013年一季度增速为0~20%，这已在市场预期中，我们认为受2013年春节较晚影响，一季度的营业收入增速或高于四季度。

销售渠道与终端网点有序开展。截至2012年底，公司销售终端数量超过30,000个，新增加10,000多个。公司产品成功进入了96家全国百强连锁药店和41家全国百强商业超市，在同行业中零售终端规模处于领先地位。预计到2013年底新增网点10,000个以上，总数超过40,000个。

专卖店建设不达预期，以“种子业务”培养。2012年底连锁营养中心增至583家，其中自营店增加77家达到192家，联营店增加96家至385家，而加盟店减少28家后仅剩6家。专卖店2012年营业收入达到4168万元，增长60.22%，而净利润亏损367.7万元。其中直营店的销售收入达到3241万元，单店年均销售额为16.88万元。连锁营养中心属于公司的“种子业务”，项目不单纯以盈利为目的，而更多从战略层面出发，定位是对所在区域经销商和顾客提供支持性服务，为加强公司核心竞争力中的“服务力”打造线下的网络。另外不再对联营店收取品牌使用及管理费，也是广州佰健2012年度业绩亏损的原因之一。

继续执行精细化管理策略，保证健康持续发展。2012年确定“市场整理年”，提出实施精细化管理系统工程，通过多项措施提升销售管理和终端管理，包括渠道网点扩张的控制、经销商的梳理、部分城市精细化管理的试点、对孕婴童品牌的调整等等。2013年加大力度实施终端精细化项目，由4个样板城市试点将增加至80个以上，并对16个重点城市进行深度市场监察；通过样板店建设、重点



SKU的分销和推广以提升单店产出；继续推进专营专销策略，加强核心经销商战略合作伙伴关系，和经销商合作设立推广基金；帮助经销商打造团队，组织经销商业务骨干进行销售管理培训。

建设原料专供基地和加大产品研发费用，提高产品品质。公司始终坚持“取自全球，健康全家”的品牌理念，继续加强全球原料的甄选，外国采购比例已提升至76.4%，2012年并重点落实“三步走”的第二步——建立全球原料专供基地，已建成巴西绿蜂胶和针叶樱桃专供基地。2012年全年研发投入3051.6万元占销售收入的比例为2.86%，主要用于与国内著名高校合作研究氨糖软骨素钙片、CoQ10的保健作用，以及研究中老年人群的身体健况。

保健食品批文持续增加，政策壁垒越加显著。继续丰富产品结构，提升产品竞争力。截至2012年底，公司共拥有51个营养素补充剂和保健食品批准证书，其中新增10个；仍有24个新产品已进入保健食品注册评审阶段；此外，尚有40多个项目处于开发试验阶段，并拟申请注册批准证书，同时有多个项目正处于研究阶段。

继续开拓单品新模式，投放新品。2012年中全资子公司广东佰嘉生物科技有限公司推出的首个单品即骨骼健康产品“健力多氨糖软骨素钙片”做试点与推广，定位于骨骼健康这一细分市场逐步扩大单品销售规模，尝试开辟新的利润增长点。2013年将尝试推出一款新类型的单品。2013年公司将在销售渠道布局方面逐步实施商超渠道拓展布局，设立商超KA部进行单独考核，从经销商、渠道、产品、促销四个方面做规划改进。

维持“强烈推荐” 预计2013~2015年EPS为2.01(34X)、2.92(23X)、4.24(16X)，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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	658.0	1,066.7	1,685.4	2,477.5	3,592.4
同比(%)	90.1%	62.1%	58.0%	47.0%	45.0%
营业毛利	422.1	676.0	1,087.6	1,595.8	2,309.5
同比(%)	89.2%	60.1%	60.9%	46.7%	44.7%
归属上市公司净利润	186.4	280.4	440.1	641.0	931.9
同比(%)	102.4%	50.4%	57.0%	45.6%	45.4%
总股本(亿股)	2.19	2.19	2.19	2.19	2.20
每股收益(元)	0.85	1.28	2.01	2.92	4.24
ROE	10.6%	14.5%	19.7%	22.0%	24.0%
P/E(倍)	81	54	34	23	16

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	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,617.1	2,018.7	2,799.0	3,892.0	一、营业收入	1,066.7	1,685.4	2,477.5	3,592.4
货币资金	1,246.2	1,478.1	2,004.6	2,742.3	减: 营业成本	390.7	597.8	881.7	1,282.9
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	11.0	17.7	26.0	37.7
应收款项	43.4	70.5	103.9	150.3	销售费用	265.9	404.5	613.4	898.1
预付款项	74.8	137.7	206.1	300.1	管理费用	101.0	139.3	192.3	265.3
存货	209.5	320.1	472.2	687.1	财务费用	-35.6	0.2	0.2	0.1
其他流动资产	43.2	12.2	12.2	12.2	资产减值损失	2.0	1.1	1.4	2.0
非流动资产	487.6	440.3	392.9	345.5	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.9	0.9	0.9	0.9	投资收益	0.0	0.1	0.1	0.1
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	0.1	0.1	0.1
固定资产	390.0	344.2	298.4	252.6	二、营业利润	331.7	524.9	762.6	1,106.4
在建工程	8.1	8.3	8.6	8.9	加: 营业外收入	6.3	6.6	6.9	7.3
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	6.8	13.7	15.4	17.3
无形及递延性资产	39.6	37.8	35.9	34.0	三、利润总额	331.2	517.8	754.1	1,096.3
其它非流动资产	49.1	49.1	49.1	49.1	减: 所得税费用	50.8	77.7	113.1	164.4
资产总计	2,104.7	2,459.0	3,191.8	4,237.5	四、净利润	280.4	440.1	641.0	931.9
流动负债	169.5	214.9	268.1	343.3	归属母公司净利润	280.4	440.1	641.0	931.9
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	49.1	86.2	129.3	188.5	五、总股本(百万股)	218.7	218.7	219.4	220.0
预收帐款	27.9	26.9	37.0	53.3	EPS (元)	1.28	2.01	2.92	4.24
其它流动负债	92.6	101.7	101.8	101.5					
非流动负债	8.1	8.1	8.1	8.1	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
专项及预计负债	0.2	0.2	0.2	0.2	成长能力				
其它非流动负债	7.9	7.9	7.9	7.9	营业收入	62.1%	58.0%	47.0%	45.0%
负债合计	177.6	223.0	276.3	351.4	营业毛利	60.1%	60.9%	46.7%	44.7%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	63.3%	76.5%	45.2%	45.1%
股本	218.7	218.7	219.4	220.0	母公司净利	50.4%	57.0%	45.6%	45.4%
资本公积与其它	1,319.9	1,319.9	1,357.9	1,395.8	获利能力				
留存收益	388.5	697.4	1,338.4	2,270.3	毛利率	63.4%	64.5%	64.4%	64.3%
股东权益合计	1,927.1	2,236.0	2,915.6	3,886.1	主业盈利/收入	27.9%	31.2%	30.8%	30.9%
负债和股东权益	2,104.7	2,459.0	3,191.8	4,237.5	ROS	26.3%	26.1%	25.9%	25.9%
					ROE	14.5%	19.7%	22.0%	24.0%
					ROIC	14.5%	19.7%	22.0%	24.0%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债率	8.4%	9.1%	8.7%	8.3%
经营活动现金流	111.2	332.6	488.2	699.3	利息保障倍数	-7.9	2,100.8	3,869.7	9,084.1
净利润	280.4	440.1	641.0	931.9	速动比率	8.05	7.85	8.63	9.30
折旧摊销	26.7	48.7	49.1	49.7	经营现金净额/当期债务	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
财务费用	0.0	0.2	0.2	0.1	营运能力				
投资损失	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	总资产周转率	0.51	0.69	0.78	0.85
营运资金变动	-200.3	-156.3	-201.9	-282.1	应收款天数	14.65	15.06	15.09	15.06
其它变动	4.5	0.0	0.0	0.0	存货天数	193.07	192.79	192.80	192.80
投资活动现金流	-169.0	30.8	-0.1	-0.1	每股指标(元)				
资本支出	-158.3	-0.3	-0.3	-0.3	主业盈利/股本	1.36	2.41	3.48	5.04
长期投资	-10.7	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.51	1.52	2.23	3.18
其它变动	0.0	31.1	0.1	0.1	每股净资产	8.81	10.22	13.29	17.66
筹资活动现金流	-109.4	-131.4	38.4	38.5	估值比率				
债务融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	53.57	34.12	23.50	16.21
权益融资	0.0	0.0	38.6	38.6	P/B	7.79	6.72	5.17	3.89
其它变动	-109.4	-131.4	-0.2	-0.1	P/S	14.08	8.91	6.08	4.20
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	42.56	23.68	16.19	10.81
现金净增加额	-167.1	232.0	526.5	737.7					

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