

**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：0755-83026491

邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

## 汤臣倍健(300146)——

### 股票期权授予完成，奋斗的力量踏上征途

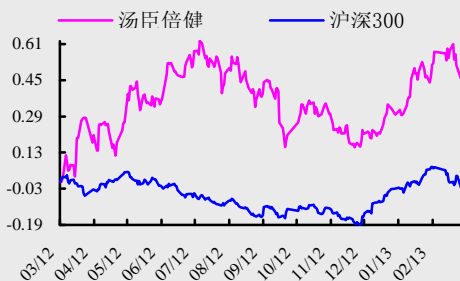
**预测价格区间(元)** 81.8 ~ 87.6

**交易数据**

上一日交易日股价(元)	63.9
总市值(百万元)	13,976
流通股本(百万股)	72
流通股比率(%)	32.82

**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)	7.25
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 雏鹰展翅飞》-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《关于股票期权激励计划所涉股票期权首次授予相关事项的公告》，董事会同意2013年3月5日为公司股票期权激励计划首次授予股票期权的授权日，向135名激励对象授予213万份股票期权，行权价格为60.40元。

**点评：**

**期权费用较低，消除市场担忧。**公司本着“让奋斗的力量充分分享企业成长的价值”的原则，向优秀员工实施股权激励。公司确定股票期权的首次授权日为2013年3月5日，当日收盘价为63.90元，比60.4元的行权价略高一点，公司要承担的期权费用为4158.69万元，2013年要摊销期权费用为1682.64万元，影响EPS0.077元，我们认为期权费用较低，消除了市场一直担心的费用较高的问题。

**库存处于正常水平，终端动销也不必过分担心。**2012年末公司库存为2.1亿元，同比增长83.8%，主要受原材料大幅增长154%的影响，其库存商品占库存的比例为57.9%，处于历史正常水平（2007~2011年皆在52%~62%之间）。近期，走访部分经销商和销售终端，其库存皆控制在合理水平。关于近期媒体报道公司产品动销率较慢的问题，我们认为这与2012年加强渠道管理，取消几家经常违反公司规定的大型经销商的代理权有关，造成小部分产品在渠道内滞留时间较长。

**继续控制渠道扩张，加强精细化管理。**公司仍将控制销售终端的数量增长，预计药店数量新增10000家，专卖店建设200~300家，成立商超事业部适当开拓商超渠道。将重心继续放在“渠道精细化”管理上，提升单店销售额，争取将公司产品提升为药店内的首推品种。并继续为做大做强，尝试单品运作模式、推出网上专供产品、增加研发投入、开设营养学院、培养营养中心和商超渠道等。

**净利润增速呈现“前低后高”。**公司预告2013年一季度增速为0%~20%，EPS为0.49~0.59元之间，我们预计公司在2013年的品牌推广费在各个季度的安排较为均衡，故净利润增速将呈现“前低后高”（2012年品牌推广费主要集中在下半年）。

**继续“强烈推荐”评级，存在超预期的可能性。**预计2013~2015年EPS为2.01(32X)、2.92(22X)、4.24(15X)，公司绝对估值略贵，但目前大众消费品估值皆30PE左右，公司在管理层水平、行业发展空间、以及业绩兑现方面具有明显优势，并存在业绩超预期的可能性，我们认为9个月股价目标区间为“81.8~87.6”元，故继续“强烈推荐”。



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)	75	50	32	22	15

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
<b>流动资产</b>	<b>1,617.1</b>	<b>2,018.7</b>	<b>2,799.0</b>	<b>3,892.0</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>1,066.7</b>	<b>1,685.4</b>	<b>2,477.5</b>	<b>3,592.4</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>487.6</b>	<b>440.3</b>	<b>392.9</b>	<b>345.5</b>	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	<b>二、营业利润</b>	<b>331.7</b>	<b>524.9</b>	<b>762.6</b>	<b>1,106.4</b>
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	<b>三、利润总额</b>	<b>331.2</b>	<b>517.8</b>	<b>754.1</b>	<b>1,096.3</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>2,104.7</b>	<b>2,459.0</b>	<b>3,191.8</b>	<b>4,237.5</b>	<b>四、净利润</b>	<b>280.4</b>	<b>440.1</b>	<b>641.0</b>	<b>931.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>169.5</b>	<b>214.9</b>	<b>268.1</b>	<b>343.3</b>	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	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>218.7</b>	<b>218.7</b>	<b>219.4</b>	<b>220.0</b>
预收帐款	27.9	26.9	37.0	53.3	<b>EPS (元)</b>	<b>1.28</b>	<b>2.01</b>	<b>2.92</b>	<b>4.24</b>
其它流动负债	92.6	101.7	101.8	101.5					
<b>非流动负债</b>	<b>8.1</b>	<b>8.1</b>	<b>8.1</b>	<b>8.1</b>	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
专项及预计负债	0.2	0.2	0.2	0.2	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债合计</b>	<b>177.6</b>	<b>223.0</b>	<b>276.3</b>	<b>351.4</b>	营业毛利	60.1%	60.9%	46.7%	44.7%
少数股东权益	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	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	<b>获利能力</b>				
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%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,927.1</b>	<b>2,236.0</b>	<b>2,915.6</b>	<b>3,886.1</b>	主业盈利/收入	27.9%	31.2%	30.8%	30.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,104.7</b>	<b>2,459.0</b>	<b>3,191.8</b>	<b>4,237.5</b>	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%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	资产负债率	8.4%	9.1%	8.7%	8.3%
<b>经营活动现金流</b>	<b>111.2</b>	<b>332.6</b>	<b>488.2</b>	<b>699.3</b>	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	<b>营运能力</b>				
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>-169.0</b>	<b>30.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-109.4</b>	<b>-131.4</b>	<b>38.4</b>	<b>38.5</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	49.85	31.76	21.87	15.09
权益融资	0.0	0.0	38.6	38.6	P/B	7.25	6.25	4.81	3.62
其它变动	-109.4	-131.4	-0.2	-0.1	P/S	13.10	8.29	5.66	3.91
<b>汇率变动影响</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EV/EBITDA	39.35	21.87	14.90	9.90
<b>现金净增加额</b>	<b>-167.1</b>	<b>232.0</b>	<b>526.5</b>	<b>737.7</b>					

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