

评级：强烈推荐（维持）
食品饮料
公司跟踪报告

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)——

药店渠道里的“硬通货”

预测价格区间(元) 65 ~ 70

交易数据

上一日交易日股价(元) 49.05

总市值(百万元) 16,092

流通股本(百万股) 111

流通股比率(%) 33.80

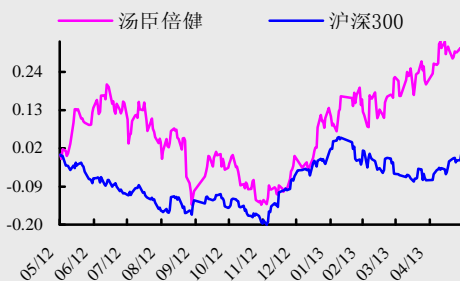
资产负债表摘要(03/13)

股东权益(百万元) 1,914

每股净资产(元) 8.75

市净率(倍) 5.61

资产负债率(%) 12.30

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：

近期，我们调研多家连锁药店，针对汤臣倍健以及其他膳食营养补充剂产品在药店的销售情况、周转率以及发展空间进行详尽的研究和总结。

点评：

保健食品行业的发展与老龄化的进程高度相关，可抵抗经济周期波动。从研究发达国家的保健食品的发展历程来看，90年代初，日本经济陷入低迷，而在1985-2000年日本老龄化进程加速，65岁以上人口的增长率一直维持在4%左右，其保健食品的复合增长率都保持在10%以上。而在美国也呈现类似的发展过程，膳食营养补充剂在美国的消费已非常普遍和成熟，近十年来仍维持6%以上的复合增长率，详细内容请参考我们之前的研究报告《跟踪报告之二：从国际巨头，看汤臣倍健的发展空间》。随着我国老龄化进程加快，保健食品必将保持快速发展。

膳食营养补充剂已成为国内保健食品的新宠，审批制有利于龙头企业扩大市场份额。改革开放以来，国内保健食品经历了多重波折，保健食品的监管更加细致和严厉，企业经营环境逐渐从混乱转向规范，消费者更为理性，以膳食营养补充剂为代表的现代保健食品发展势头要优于以中药为基础的传统保健食品，成为消费者心中的新宠。另外，国内对保健食品批文实行严格的“审批制”，《保健食品监督管理条例》预计年内出台，都将有利于保健食品行业的健康发展，更有助于提升龙头企业的市场份额。

保健食品已成为药店解决经营困境的良药。医药改革以来，药店在药品销售的利润直线下滑，并伴随着房租、员工成本、水电费等经营成本的大幅上升，药店正面临严峻的经营困境。高毛利的保健食品已成为其解决困境的金钥匙。保健食品在药店的销售毛利率都在60%以上，为一般药品的2倍左右。据相关机构统计，保健食品在药店的销售额约在20%~30%，并仍有提升空间。

汤臣倍健已是药店渠道的“硬通货”。多年前，汤臣倍健已向大众知名消费品牌转型，品牌推广费的投入一直维持在收入的10%左右；又成功签约姚明为品牌代言人，品牌知名度持续提升。公司一直致力于追求高品质的产品，全球范围内寻求最优质的原料，公司产品已得到其经销商、药店以及消费者的高度认可，汤臣倍健的产品已成为消费者主动寻找并购买的品种。也是药店中膳食营养补充剂系列产品中销量最大、周转最快的品牌之一，普遍称其为药店里的“硬通货”。

以深度开发优秀药店、提升单店销售额为重点。截止到2013年一季度末，汤臣倍健已经进驻的药店数量约有3.3万家，面对全国近40万家的药店，汤臣倍健对新开拓药店的政策进行了调整，不以新增药店数量为主，重点放在单店销售额的提升，对药店分为4个等级，严格执行不同销售政策，重点支持大型连锁药



店，并从不合格的药店里撤出，预计到 2013 年年底将超过 4.1 万家，同比增长 32%。成立 KA 部和商超部分别负责大型连锁药店和商超，这些药店的单店销售额同比增加近一倍。2012 年药店的单店回款额约为 3.34 万元，样本店同比增长约 20%，2013 年一季度样本店同比增长仍有 20% 以上的增长。

经销商库存和销售终端的周转率处于正常状态。2012 年初，公司对市场进行整理，对经销商的库存和串货进行严厉管控，取得显著成果，据我们草根调研其经销商的库存一直都保持在 1~1.5 个月的合理水平，另一方面，公司严控发货量，将经销商库存控制在合理范围内。受去年年底提价后的负面影响，2013 年一季度产品销售情况略低于市场预期，公司加大销售终端的促销活动和力度，据我们终端草根调研了解到，调研的销售终端的近期销售情况明显好于一季度。

利润增速将呈现“前低后高”，继续维持“强烈推荐”评级。由于去年广告宣传费用集中投放在下半年，今年将会均衡的投放于各季度，故利润增速将呈现“前低后高”。以 3.28 亿股本计算，预计 2013~2015 年摊薄后 EPS 为 1.35(36X)、2.01(24X)、2.93(17X)，据我们终端草根调研了解，公司目前的销售情况比一季度已有明显好转，预计能较好的完成全年的经营目标，12 个月股价的合理目标区间为“65~70”元，故继续维持“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	1,639.9	2,410.6	3,495.4
同比 (%)	90.1%	62.1%	53.7%	47.0%	45.0%
营业毛利	422.1	676.0	1,054.8	1,550.5	2,243.9
同比 (%)	89.2%	60.1%	56.0%	47.0%	44.7%
归属上市公司净利润	186.4	280.4	442.0	660.1	961.9
同比 (%)	102.4%	50.4%	57.7%	49.4%	45.7%
总股本 (亿股)	3.28	3.28	3.28	3.28	3.28
每股收益 (元)	0.57	0.85	1.35	2.01	2.93
ROE	10.6%	14.5%	21.0%	23.9%	25.8%
P/E (倍)	86	57	36	24	17

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	1,810.6	2,528.5	3,569.9	一、营业收入	1,066.7	1,639.9	2,410.6	3,495.4
货币资金	1,246.2	1,259.4	1,720.2	2,400.3	减: 营业成本	390.7	585.1	860.1	1,251.5
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	11.0	16.8	24.7	35.8
应收款项	43.4	90.3	133.5	192.8	销售费用	265.9	397.1	602.7	873.9
预付款项	74.8	135.8	202.3	294.7	管理费用	101.0	145.3	200.6	276.8
存货	209.5	313.3	460.6	670.2	财务费用	-35.6	-18.5	-41.8	-58.2
其他流动资产	43.2	11.8	11.8	11.8	资产减值损失	2.0	5.2	1.6	2.2
非流动资产	487.6	488.0	470.0	452.0	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	382.1	369.5	356.8	二、营业利润	331.7	509.0	762.9	1,113.7
在建工程	8.1	4.4	4.5	4.7	加: 营业外收入	6.3	4.9	5.1	5.3
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	6.8	0.4	0.4	0.5
无形及递延性资产	39.6	35.2	29.7	24.2	三、利润总额	331.2	513.6	767.6	1,118.5
其它非流动资产	49.1	65.4	65.4	65.4	减: 所得税费用	50.8	71.6	107.5	156.6
资产总计	2,104.7	2,298.7	2,998.5	4,021.9	四、净利润	280.4	442.0	660.1	961.9
流动负债	169.5	186.5	226.2	287.7	归属母公司净利润	280.4	442.0	660.1	961.9
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	72.4	108.2	158.1	五、总股本(百万股)	328.1	328.1	328.1	328.1
预收帐款	27.9	21.1	28.2	40.7	EPS (元)	0.85	1.35	2.01	2.93
其它流动负债	92.6	93.1	89.8	88.9					
非流动负债	8.1	5.5	5.5	5.5	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	5.3	5.3	5.3	营业收入	62.1%	53.7%	47.0%	45.0%
负债合计	177.6	192.0	231.7	293.2	营业毛利	60.1%	56.0%	47.0%	44.7%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	63.3%	66.2%	45.8%	46.4%
股本	218.7	328.1	328.1	328.1	母公司净利	50.4%	57.7%	49.4%	45.7%
资本公积与其它	1,319.9	1,319.9	1,319.9	1,319.9	获利能力				
留存收益	388.5	458.7	1,118.8	2,080.7	毛利率	63.4%	64.3%	64.3%	64.2%
股东权益合计	1,927.1	2,106.6	2,766.8	3,728.7	主业盈利/收入	27.9%	30.2%	30.0%	30.3%
负债和股东权益	2,104.7	2,298.7	2,998.5	4,021.9	ROS	26.3%	27.0%	27.4%	27.5%
					ROE	14.5%	21.0%	23.9%	25.8%
					ROIC	14.5%	21.0%	23.9%	25.8%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债率	8.4%	8.4%	7.7%	7.3%
经营活动现金流	111.2	321.8	419.0	621.9	利息保障倍数	-7.9	-23.8	-15.8	-16.5
净利润	280.4	442.0	660.1	961.9	速动比率	8.05	7.96	9.09	10.04
折旧摊销	26.7	25.0	19.8	20.4	经营现金净额/当期债务	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
财务费用	0.0	-18.5	-41.8	-58.2	营运能力				
投资损失	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	总资产周转率	0.51	0.71	0.80	0.87
营运资金变动	-200.3	-179.8	-218.9	-302.1	应收款天数	14.65	19.83	19.94	19.86
其它变动	4.5	53.3	0.0	0.0	存货天数	193.07	192.79	192.79	192.79
投资活动现金流	-169.0	-19.2	0.0	0.0	每股指标(元)				
资本支出	-158.3	-31.4	-0.1	-0.1	主业盈利/股本	0.91	1.51	2.20	3.22
长期投资	-10.7	-0.2	0.0	0.0	每股经营现金流	0.34	0.98	1.28	1.90
其它变动	0.0	12.4	0.1	0.1	每股净资产	5.87	6.42	8.43	11.37
筹资活动现金流	-109.4	-289.5	41.8	58.2	估值比率				
债务融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	57.40	36.41	24.38	16.73
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	8.35	7.64	5.82	4.32
其它变动	-109.4	-289.5	41.8	58.2	P/S	15.09	9.81	6.68	4.60
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	29.35	28.64	19.51	12.85
现金净增加额	-167.1	13.2	460.9	680.1					

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