业绩环比提升，下半年高速增长

买入 增持

目标价格：70 元

事件：公司公布中报，上半年实现营业收入 7.5 亿元，YOY42.44%；归属母公司净利润 2.3 亿元，YOY29.56%，位于公司前期业绩预告中值。

对此，我们点评如下：

- **2Q单季度收入增速56.1%，预计上半年同店销量增长7.4%：**公司今年终端扩张季度分布较去年相对均匀，叠加提价对销量影响逐步淡去的影响，公司2Q单季度收入增速56.1%，较一季度提升25.8个百分点，验证了我们此前关于收入增速环比回升的判断；上半年终端销售网点3.5万个，较去年同期（2.8万个）同比提高25%；考虑提价10%的影响，粗略计算上半年同店销量增长7.4%，较1Q同店销量几乎无增长的情况大幅改善。
- **提价致2Q单季度毛利率同比提高2.3个百分点，期间费用率同比提高1.5个百分点：**受去年11月份提价10%的影响，2Q单季度毛利率64.4%，同比提高2.3个百分点；销售人员增加及品牌投入加大致公司2Q单季度销售费用率为21.8%，同比提高2.3个百分点，2Q管理费用率和财务费用率分别为9%和-2.2%，同比分别下滑1.8个百分点和提高1个百分点，从而2Q公司净利率29.7%，同比提高0.4个百分点。
- **预计下半年公司收入增速60%，净利润增速将达110%：**公司从2012年开始实施终端精细化管理，并通过广告宣传等手段加大品牌推广力度，我们认为全年同店销量增长有望达10%左右，叠加终端网点扩张33%和提价10%的影响，全年收入增长有望达到50%以上，从而下半年收入增速将达60%；在提价影响下净利润增速有望超过收入增速，且与去年费用投放分布前低后高不同，今年费用投放相对均匀，下半年净利润有望加速释放，增速有望达110%；**重申我们看好汤臣倍健的逻辑：行业成长性好、民营机制灵活、公司渠道推动力强且品牌影响力逐步提升，公司是值得投资的优质成长股。**
- **盈利预测及投资建议：**预计13-15年营业收入分别为16.1亿、23.7亿和33.6亿，YOY分别为51%、47%和42%；净利润分别为4.45亿、6.5亿和9.15亿，YOY为分别59%，45%和41%；EPS分别为1.357元、1.973元和2.789元，维持"买入"评级，12个月内目标价70元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	658	1,067	1,614	2,365	3,361
增长率（%）	90%	62%	51%	47%	42%
归母净利润(百万)	186	280	445	647	915
增长率（%）	102%	50%	59%	45%	41%
每股收益	0.568	0.855	1.357	1.973	2.789
市盈率	137	61	39	27	19

食品饮料行业

分析师：

苏青青（S1180512060001）

电话：021-51782237

Email：suqingqing@hysec.com

研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

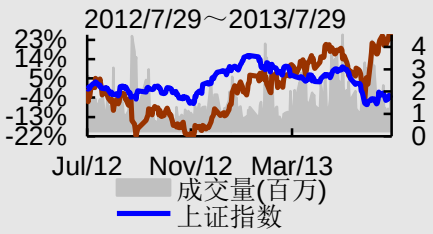
Email：liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email：chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

《茅台股价下跌带来买入良机》 2013/7/22

《皇氏乳业：涉足柠檬饮料，促进后续发展》 2013/7/16

《行业深度报告》 2013/7/16

《食品估值切换，白酒趋势仍弱》 2013/7/15

《青青稞酒：万绿丛中一点红》 2013/7/9

《白酒相对收益，乳品表现最佳》 2013/7/1

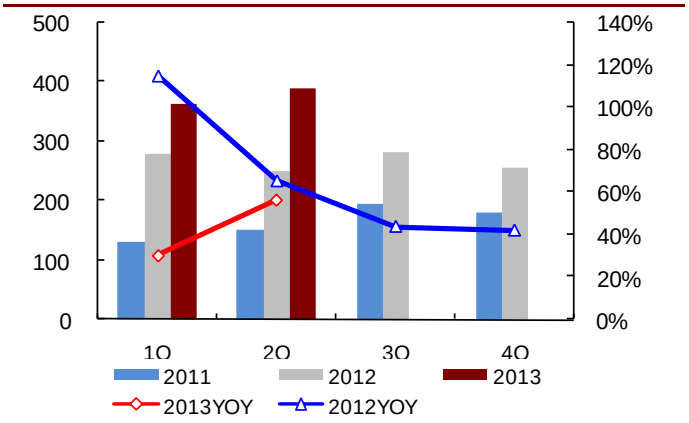
主要财务指标和经营情况

图表 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	249	281	257	364	388	56%	7%	终端扩张季度分布较去年相对均匀，提价对销量影响逐步淡去
-营业成本	38%	38%	36%	36%	36%	-2.3	0.0	
=毛利	62%	62%	64%	64%	64%	2.3	0.0	去年 11 月份提价 10%
-营业税金及附加	1%	1%	1%	1%	1%	0.4	0.1	
-销售费用	19%	31%	34%	19%	22%	2.3	2.7	销售队伍的扩大及品牌投入比去年同期加大导致
-管理费用	11%	7%	15%	7%	9%	-1.8	1.5	去年高基数致同比有所下滑，但环比因研发投入和人工费用增加而有所提高
-财务费用	-3%	-3%	-4%	-2%	-2%	1.0	-0.1	
-资产减值损失	-0.6%	0.1%	0.2%	1.3%	-0.9%	-0.3	-2.2	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+营业外收支	-0.1%	0.1%	-0.9%	0.0%	-0.1%	0.0	-0.1	
=利润总额	34.7%	26.2%	17.3%	37.5%	35.4%	0.8	-2.1	毛利率提高致利润率同比提升，期间费用率环比提高致利润率环比下降
-所得税费用	5.4%	4.1%	2.4%	5.2%	5.8%	0.4	0.6	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	29.3%	22.1%	14.9%	32.4%	29.7%	0.4	-2.7	毛利率提高致净利率同比提升，期间费用率环比提高致净利率环比下降

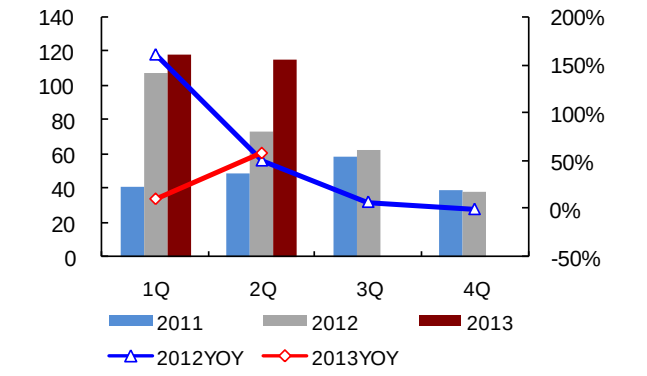
资料来源：宏源证券研究所

图表 2：分季度收入及同比变化图（百万元）



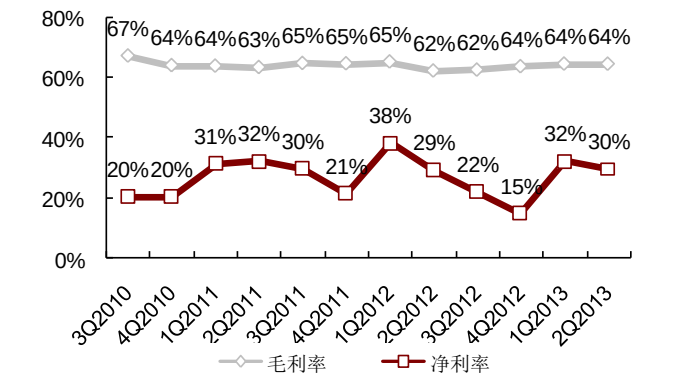
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图表 3：分季度净利润及同比变化图（百万元）



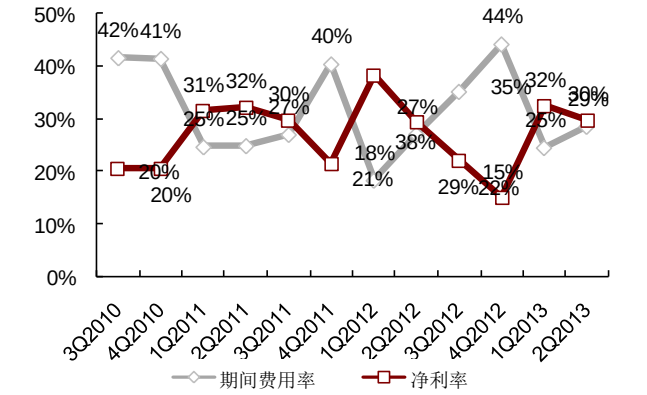
资资料来源：Wind，宏源证券研究所

图表 4：分季度毛利率与净利率关系图



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图表 5：分季度期间费用率与净利率关系图



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 6: 分产品收入预测

		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
片剂	收入（百万）	134	247	388	581	843	1,180
	YOY	71%	85%	57%	50%	45%	40%
	成本（百万）	40	69	109	151	219	307
	YOY	54%	74%	58%	38%	45%	40%
	毛利率（%）	70%	72%	72%	74%	74%	74%
粉剂	收入（百万）	61	125	211	327	490	710
	YOY	95%	106%	69%	55%	50%	45%
	成本（百万）	25	53	96	140	211	305
	YOY	73%	109%	82%	47%	50%	45%
	毛利率（%）	58%	58%	55%	57%	57%	57%
胶囊	收入（百万）	139	227	356	534	775	1,085
	YOY	50%	63%	57%	50%	45%	40%
	成本（百万）	49	79	126	176	256	358
	YOY	45%	63%	59%	40%	45%	40%
	毛利率（%）	65%	65%	65%	67%	67%	67%
其他	收入（百万）	11	56	107	171	257	386
	YOY	405%	388%	93%	60%	50%	50%
	成本（百万）	8	32	55	86	129	193
	YOY	941%	301%	73%	56%	50%	50%
	毛利率（%）	31%	43%	49%	50%	50%	50%
合计收入	收入（百万）	344	655	1062	1,614	2,365	3,361
	YOY	69%	90%	62%	52%	47%	42%
	成本（百万）	121	233	386	554	814	1163
	YOY	63%	92%	66%	43%	47%	43%
	毛利率（%）	65%	64%	64%	66%	65.6%	65.4%

资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 7：三张财务报表分析摘要

财务报表预测（单位：百万元）

利润表	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**1,067**	**1,614**	**2,365**	**3,361**
YOY	62%	51%	47%	42%
营业成本	391	554	814	1,163
毛利	676	1060	1551	2198
% 营业收入	*63%*	*66%*	*66%*	*65%*
营业税金及附加	11	17	24	35
% 营业收入	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
销售费用	266	403	591	840
% 营业收入	*24.9%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
管理费用	101	145	213	302
% 营业收入	*9.5%*	*9.0%*	*9.0%*	*9.0%*
财务费用	-36	-31	-43	-56
% 营业收入	*-3.3%*	*-1.9%*	*-1.8%*	*-1.7%*
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	5
营业利润	332	526	765	1081
% 营业收入	*31.1%*	*32.6%*	*32.3%*	*32.2%*
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	331	526	765	1081
% 营业收入	*31.0%*	*32.6%*	*32.3%*	*32.2%*
所得税费用	51	81	117	166
净利润	280	445	647	915
归属于母公司所有者的净利润	280	445	647	915
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428
取得投资收益收回现金	0	0	0	5
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	-158	-46	-56	-211
固定资产投资	0	-80	-45	0
其他	0	6	0	0
投资活动现金流净额	-168	-46	-56	-206
债券融资	0	-4	0	0
股权融资	0	109	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-36	-31	-43	-56
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-109	105	0	0
现金净流量	-166	519	579	692

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1246	1765	2344	3036
应收和预付款项	123	203	258	310
存货	210	273	401	574
其他流动资产	32	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	398	438	483	683
无形资产和开发支出	34	37	40	43
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	2057	2686	3451	4524
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	169	252	371	528
长期借款	0	0	0	0
其他负债	4	0	0	0
负债合计	178	252	371	528
股本	219	328	328	328
资本公积	1257	1257	1257	1257
留存收益	451	896	1544	2459
归属母公司股东权益	1927	2482	3129	4044
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1927	2482	3129	4044
负债和股东权益合计	2105	2734	3500	4572

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	63%	66%	66%	65%
三费/销售收入	31%	32%	32%	32%
EBIT/销售收入	28%	31%	31%	30%
EBITDA/销售收入	30%	34%	33%	32%
销售净利率	26%	28%	27%	27%
ROE	15%	18%	21%	23%
ROA	13%	16%	18%	20%
ROIC	13%	17%	20%	21%
销售收入增长率	62%	51%	47%	42%
EBIT 增长率	63%	66%	46%	41%
EBITDA 增长率	67%	69%	43%	39%
净利润增长率	50%	59%	45%	41%
总资产增长率	9%	31%	29%	31%
股东权益增长率	-36%	313%	38%	41%
经营现金净流增长率	-36%	313%	38%	41%
流动比率	9.5	8.9	8.1	7.5
速动比率	8.3	7.8	7.1	6.4
应收账款周转天数	11.5	11.0	11.0	11.0

资料来源：Wind，宏源证券研究所

作者简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师，上海交通大学材料学硕士，曾任职于国金证券，2010 年新财富团队成员，2011 年加盟宏源证券研究所，2012 年获新财富最佳分析师第四名，水晶球公募类第五、非公募第三名。

主要研究覆盖公司：汤臣倍健、酒鬼酒、五粮液、古越龙山、山西汾酒、青青稞酒、贵州茅台、伊利股份等。

机构销售团队

公募	北京片区	李　倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚　曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴　蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵　越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周　迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵　佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李　岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱　隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5％～+5％
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。