

证券研究报告—动态报告

食品饮料

食品

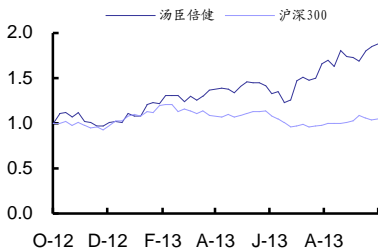
汤臣倍健 (300146)

推荐

合理估值: 75 元 昨收盘: 66 元 (维持评级)

2013年10月08日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	328/111
总市值/流通(百万元)	21,653/7,318
上证综指/深圳成指	2,175/8,515
12个月最高/最低(元)	67.12/32.31

相关研究报告:

《汤臣倍健-300146-2013年半年报点评: 二季度恢复高速增长》——2013-08-01
 《汤臣倍健-300146-中短期看渠道扩张, 长期看品牌提升》——2011-11-16

证券分析师: 朱元

电话: 021-60933162
 E-MAIL: zhuyuan2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513070005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析

三季度业绩大幅增长并创历史新高

● 三季度收入与净利润大幅增长并创历史新高

公司发布业绩预告, 1-9月份业绩比上年同期增长40%-50%, 前三季净利润约33877万元-36297万元, 略高于之前预期。三季度单季度销售收入与净利润同比均大幅增长并创历史新高, 三季度单季度实现净利润范围为10583-13003万元, 同比增长70%-109%, 较1, 2季度的10%, 58%增速逐季提速明显。

● 行业处于高成长的黄金期, 打四非利好龙头公司

我们对于膳食营养补充剂行业的判断是: 目前处于高成长的黄金期, 而且非直销市场的增速远快于直销领域的增长, 目前处于大头的直销市场占比预计会逐渐下降。一方面公司作为非直销领域的行业龙头公司, 将享受行业高成长的红利; 另一方面, “打四非”等行业监管升级将带来行业结构的重大变局, 中长期有利于龙头公司, 同时也给公司带来终端精细化管理落实执行的大好良机。

● 三条发展路径: 外延, 内生和并购整合

从发展路径来看, 公司目前仍处于较快的外延扩张期, 预计到15年之前每年仍可新开终端1万家以上; 同时内生增长也是下一步的重点, 终端店效有待进一步挖掘, 一方面公司需要在产品、品牌、渠道、管理等诸方面提升, 另一方面行业打四非也给公司带来机遇减少阻力去提升终端的精细化管理水平。同时, 我们通过跟踪国际膳食营养补充剂龙头公司NBTY和GNC的路径发现, 并购整合是第三条路径, 以NBTY为例, 通过不断收购知名保健品企业, 扩充自己的品牌体系和渠道体系, 目前公司旗下拥有超过150个的国际保健品品牌, 我们认为汤臣倍健未来不排除并购整合成为其中长期发展的第三条路径。

● 风险提示

产品质量和食品安全风险; 海外原材料供应的影响; 新品牌和新单品运作风险;

● 上调盈利预测, 维持“推荐”评级

12年由于季度之间销售费用的不均衡分摊, Q1-Q4单季业绩增速前高后低, 从161%降到-0.8%, 预计13年各季业绩前低后高逐季爬坡式增长, 下半年净利润增速翻倍将是大概率事件。我们上调13-15年公司净利润至4.5/6.4/8.7亿元, 折合EPS1.37/1.95/2.64元(原先为1.35/1.94/2.61元), 对应PE48/34/25倍, 考虑到行业和公司的高成长性, 维持推荐评级。绝对估值法平均合理估值75元。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	658	1,067	1,632	2,285	3,039
(+/-%)	90.1%	62.1%	53.0%	40.0%	33.0%
净利润(百万元)	186	280	450	640	867
(+/-%)	102.4%	50.4%	60.4%	42.3%	35.5%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.85	1.37	1.95	2.64
EBIT Margin	27.9%	27.7%	30.6%	31.5%	32.3%
净资产收益率(ROE)	10.6%	14.5%	20.7%	25.3%	28.9%
市盈率(PE)	116.1	77.2	48.2	33.8	25.0
EV/EBITDA	111.9	73.8	40.7	28.8	21.4
市净率(PB)	12.3	11.2	10.0	8.6	7.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1246	1332	1503	1785	营业收入	1067	1632	2285	3039
应收款项	54	83	116	155	营业成本	391	580	813	1082
存货净额	210	306	434	582	营业税金及附加	11	17	24	32
其他流动资产	107	164	230	305	销售费用	266	408	560	729
流动资产合计	1617	1885	2283	2827	管理费用	101	128	167	213
固定资产	398	459	512	559	财务费用	(36)	(34)	(37)	(43)
无形资产及其他	24	24	23	23	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	64	64	64	64	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	0	1	1	1
资产总计	2105	2432	2883	3474	营业利润	332	531	756	1024
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	49	73	104	140	利润总额	331	531	756	1024
其他流动负债	120	176	245	323	所得税费用	51	81	116	157
流动负债合计	169	250	349	462	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	280	450	640	867
其他长期负债	8	8	8	8					
长期负债合计	8	8	8	8	现金流量表 (百万元)				
负债合计	178	258	357	471	净利润	280	450	640	867
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	0	(2)	0	0
股东权益	1927	2174	2526	3003	折旧摊销	22	40	45	52
负债和股东权益总计	2105	2432	2883	3474	公允价值变动损失	2	2	2	2
					财务费用	(36)	(34)	(37)	(43)
					营运资本变动	(113)	(104)	(128)	(148)
					其它	0	2	0	0
					经营活动现金流	191	388	559	772
					资本开支	(159)	(100)	(100)	(100)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(160)	(100)	(100)	(100)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(179)	(202)	(288)	(390)
					其它融资现金流	223	0	0	0
					融资活动现金流	(136)	(202)	(288)	(390)
					现金净变动	(105)	85	171	282
					货币资金的期初余额	1351	1246	1332	1503
					货币资金的期末余额	1246	1332	1503	1785
					企业自由现金流	44	259	427	635
					权益自由现金流	267	287	458	672

关键财务与估值指标				
	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	1.28	1.37	1.95	2.64
每股红利	0.82	0.62	0.88	1.19
每股净资产	8.81	6.63	7.70	9.15
ROIC	14%	25%	40%	48%
ROE	15%	21%	25%	29%
毛利率	63%	64%	64%	64%
EBIT Margin	28%	31%	32%	32%
EBITDA Margin	30%	33%	34%	34%
收入增长	62%	53%	40%	33%
净利润增长率	50%	60%	42%	35%
资产负债率	8%	11%	12%	14%
息率	1%	1%	2%	3%
P/E	51.5	48.2	33.8	25.0
P/B	7.5	10.0	8.6	7.2
EV/EBITDA	45.7	40.7	28.8	21.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

固定收益	交通运输	机械
赵婧 021-60875174	郑武 0755-82130422	郑武 0755-82130422
	岳鑫 0755-82130432	陈玲 021-60875162
	糜怀清 021-60933167	杨森 0755-82133343
基础化工及石化	医药	电子
朱振坤 010-88005317	贺平鸽 0755-82133396	刘翔 021-60875160
	丁丹 0755-82139908	陈平 021-60933151
	杜佐远 0755-82130473	卢文汉 021-60933164
	胡博新 0755-82133263	
	刘勍 0755-82133400	
计算机	传媒	零售、纺织服装及快销品
高耀华 010-88005321	陈财茂 010-88005322	朱元 021-60933162
	刘明 010-88005319	
电力及公共事业	非银行金融	银行
陈青青 0755-22940855	邵子钦 0755-82130468	王婧
	童成墩 0755-82130513	
轻工	建筑工程及建材	家电
邵达 0755-82130706	邱波 0755-82133390	王念春 0755-82130407
	刘萍 0755-82130678	
通信	电力设备	新能源
程成 0755-22940300	杨敬梅 021-60933160	张弢 010-88005311
食品饮料	旅游	农业
龙飞 0755-82133920	曾光 0755-82150809	杨天明 021-60875165
	钟潇 0755-82132098	赵钦 021-60933163
金融工程	基金评价与研究	
戴军 0755-82133129	李腾 010-88005310	
林晓明 021-60875168	钱晶 021-60875163	
秦国文 0755-82133528	潘小果 0755-82130843	
张璐楠 0755-82130833-1379		
陈志岗 0755-82136165		
马璞清 0755-22940643		
吴子昱 0755-22940607		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				