

分析师：涂羚波
 执业证书编号：S0050208010103
 Tel: 010-59355910
 Email: tulb@chinans.com.cn
 地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



食品饮料

合理估值区间(元) **135.5-149.05**

发行上市资料

发行价格(元)	110.00
发行市盈率(倍)	115.29
发行股数(万股)	1368
发行后总股本(万股)	5468
发行日期	2010/12/6
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	广发证券
上市日期	

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	3.94
总股本/流通A股(万股)	4100/0
流通B股/H股(万股)	0/0
2010年6月30日	

相关研究

汤臣倍健 (300146. SZ)

未来关注点——毛利率&渠道

投资要点

● **膳食补充剂行业非直销领域的代表企业。**膳食补充剂行业在我国处于起步后的快速发展阶段，2003-2007年间，膳食补充剂非直销领域年均增速达到77.8%。随着我国人口老龄化、可支配收入的增加和城镇化进程加快，预计2008-2012年复合增速将达到30%。公司作为这一领域的代表企业，2007-2009年营业收入、净利润年均增长分别达到78.46%、107.79%，成长性突出。2008年在非直销领域的市场占有率达到10%，位居第一，预计2010年达到15-20%。

● **公司的竞争优势在于产品、渠道、品牌和服务。**公司产品系列丰富，拥有27个药监局批准的产品批文，并在全球范围内甄选高品质原料，扩大产品品质差异化优势；在渠道方面，建立了行业内领先的销售体系，拥有240多个经销商、9000多个零售终端，销售网络覆盖全国200多个城市。在品牌建设方面，以明星代言加品牌推广形式，培育以品牌为核心的价值链，逐步实现消费者对渠道的依赖转化为对品牌的依赖；在服务体系建设方面，以连锁店为中心，搭建全国性的顾客服务实体网络，培养营养师专业团队等。

盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	141.86	205	334	528	787
增长率(%)	112.20	44.72	62.85	57.90	48.99
净利润(百万)	26.71	52.17	91.71	148.29	224.23
增长率(%)	120.22	95	76	62	51
EPS(元)	0.89	1.27	1.68	2.71	4.10
毛利率(%)	60.29	63	65	67	68
净资产收益率(%)	63.17	49	5	8	11

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	1.57	0.91	50.61	0.00	0.00
2008A	1.46	0.97	45.23	25.07	3.51
2009A	2.19	1.39	28.39	26.92	2.99

来源：招股说明书、民族证券

●未来盈利增长来源于多方面。公司未来增长点来源于行业需求的快速扩大、自产产品比例的提高和产品提价带来的毛利率提升、渠道深度和广度的进一步拓展、产能释放等。

●募集资金投向生产车间新建和营销网络及信息系统改造项目等。公司拟发行 1386 万股，占发行后总股本的 25.0183%。项目达产后将解决产能瓶颈，优化营销网络，提升管理水平和效率。

●合理价位 135.5-149.05 元。我们预计公司 2010、2011、2012 年实现净利润 0.92 亿元、1.48 亿元、2.24 亿元，同比增长 76%、62%、51%，每股收益 1.68 元、2.71 元、4.10 元。公司是快速成长行业的高速增长公司，未来前景看好，我们给予公司 2011 年 50 倍 PE 估值，合理估值 135.5-149.05 元。

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
汤臣倍健	16877	28691	45905	68857
增长率 (%)	42.95%	70.00%	60.00%	50.00%
毛利率 (%)	63.11%	64.50%	66.50%	67.50%
十一坊	2215	3323	4652	6048
增长率 (%)	56.25%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率 (%)	67.70%	65.00%	64.00%	63.00%
顶呱呱	814	1100	1594	2471
增长率 (%)	93.10%	35.00%	45.00%	55.00%
毛利率 (%)	65.09%	61.00%	62.00%	63.00%
品牌使用及管理费	128	319	638	1276
增长率 (%)		150.00%	100.00%	100.00%
毛利率 (%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
总收入	20529	33432	52789	78652
增长率 (%)	20.90%	62.85%	57.90%	48.99%
营业成本率	54.20%	35.23%	33.45%	32.46%
毛利率 (%)	45.80%	64.77%	66.55%	67.54%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	92	1702	1883	2151
现金及等价物	41	1621	1759	1969
应收帐款	8	13	20	30
存货	33	52	78	113
其它流动资产	10	17	26	39
非流动资产	56	139	184	241
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及其他	53	127	169	220
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	3	12	15	20
其它非流动资产	0	0	0	0
资产总计	148	1870	2096	2421
流动负债	42	47	71	102
短期借款	12	0	0	0
应付帐款	9	14	22	31
其它流动负债	21	33	49	71
非流动负债	0	90	144	213
长期借款	0	90	144	213
其它非流动负债	0	0	0	1
负债合计	42	137	215	316
少数股东权益	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	107	1704	1852	2076
负债和股东权益	149	1841	2067	2392

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	39	86	130	203
净利润	52	92	148	224
资产减值准备	0	0	0	0
折旧和摊销	4	7	9	12
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	0	0	-8	-8
营运资本变动	-17	-13	-19	-26
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-33	-90	-54	-69
资本支出	-33	-90	-54	-69
其它	0	0	0	0
融资活动现金流	16	1583	62	77
权益性融资	13	1505	0	0
负债净变化	3	78	54	69
财务费用	0	0	8	8
现金净增加额	21	1579	138	211
期初现金余额	21	42	1621	1759
期末现金余额	42	1621	1759	1969

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	205	334	528	787
营业成本	76	118	177	255
营业税金及附加	2	3	5	8
销售费用	46	74	127	189
管理费用	20	32	53	79
财务费用	0	0	-8	-8
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	61	108	174	264
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	61	108	174	264
所得税	9	16	26	40
净利润	52	92	148	224
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所	52	92	148	224
EBITDA	62	108	167	256
EPS (元)	1.27	1.68	2.71	4.10

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	44.7%	62.9%	57.9%	49.0%
营业利润	75.6%	75.8%	61.7%	51.2%
归属母公司净利	95.4%	75.8%	61.7%	51.2%
获利能力				
毛利率	63.2%	64.8%	66.5%	67.5%
净利率	25.4%	27.4%	28.1%	28.5%
ROE	48.8%	5.4%	8.0%	10.8%
ROIC	41.3%	5.1%	7.1%	9.5%
偿债能力				
资产负债率	28.6%	7.3%	10.3%	13.0%
流动比率	2.2	36.0	26.6	21.0
速动比率	1.4	34.9	25.5	19.9
营运能力				
总资产周转率	1.4	0.2	0.3	0.3
应收帐款周转率	26.6	26.6	26.6	26.6
应付帐款周转率	8.2	8.2	8.2	8.2
每股指标(元)				
每股收益	1.27	1.68	2.71	4.10
每股经营现金	0.95	1.57	2.38	3.70
每股净资产	2.61	31.15	33.87	37.97
估值比率				
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	147.5	84.3	54.6	35.5

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn