

汤臣倍健 (300146.SZ)

其它食品行业

评级: 持有 首次评级

公司研究

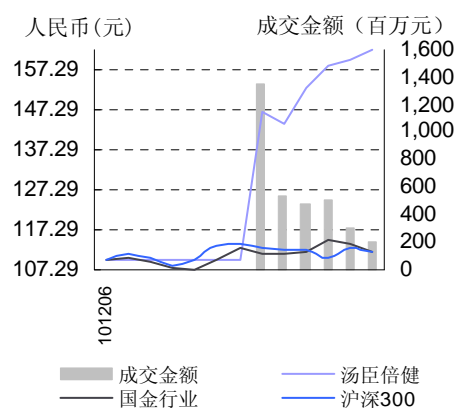
市价(人民币): 162.50元

目标(人民币): 150.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	10.98
总市值(百万元)	8,885.50
年内股价最高最低(元)	162.50/110.00
沪深300指数	3215.45



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.890	1.272	1.682	3.003	3.985
每股净资产(元)	1.41	2.61	30.61	33.45	37.44
每股经营性现金流(元)	0.85	1.02	1.87	3.15	4.20
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	115.54	315.67	315.67	315.67	315.67
净利润增长率(%)	120.22%	95.37%	76.25%	78.57%	32.72%
净资产收益率(%)	63.17%	48.76%	5.49%	8.98%	10.64%
总股本(百万股)	30.00	41.00	54.68	54.68	54.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **创业 15 载, 立志做中国膳食营养保健品专家。** 本公司是国内膳食营养补充剂行业非直销领域的领先企业; 2008 年, 公司在中国膳食营养补充剂行业非直销领域的市场占有率达到了 10%, 市场占有率排名第一, 09 年实现 2 亿收入; 主要高管团队一同创业 10 余载, 对保健品行业有较丰富的从业经验, 是一支兼具实战经验和理论素养的管理团队。
- **膳食补充剂行业, 消费品中的朝阳行业:** 08 年, 中国膳食营养补充剂行业的市场规模约为 550 亿元, 其中直销领域市场为 490 亿元, 非直销为 60 亿元。保健食品协会预测 2012 年, 非直销领域市场规模将达到 160 亿元。我们认为随着药店渠道的不断普及和下沉, 消费者对膳食营养补充剂的认知不断提升, 非直销领域的增速将有望超过直销领域
- **从渠道驱动走向品牌拉动, 汤臣欲做中国的膳食营养补充剂大王:**
渠道力: 医药商超为王, 探索自建连锁渠道。 公司以传统渠道销售为主, 80%以上的销售由药店终端贡献。今年上半年, 公司进入的药店终端大概为 8553 个, 12 年计划进入 1.92 万个药店终端。在全国 38 万个药店终端中, 公司只开发了 8,500 余个, 仅占 2.24%; 借鉴美国 GNC 的成功经验, 公司近年来开始探索自建连锁渠道。未来主要的推广模式为联营模式。
品牌力: 持续大笔投入品牌建设, 打造品牌粘性。 公司 06 年率先邀请刘璇代言公司产品, 10 年邀请姚明代言公司产品。公司从 08 年启动品牌提升战略, 根据公司品牌提升战略规划, 公司在 2008-2012 年间的年度品牌推广费率将保持在营业收入的 10%左右。
产品力: 取自全球, 健康全家。 在全球范围内甄选高品质原料, 产品品质向国际一流厂商看齐。我们认为目前公司在产品打造方面, 只欠明星产品。
- **盈利预测与估值:** 公司 10-12 年摊薄后 EPS 分别为 1.682、3.003 和 3.985 元, 同比增长 76.25%、78.57%和 32.72%。参考可比公司市盈率并综合考虑了公司的未来的成长性, 我们建议给予 11 年 50 倍估值, 目标价格 150 元。
- **风险提示: 市场竞争加剧风险、食品控制安全风险**

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

内容目录

汤臣倍健：中国非直销领域膳食营养保健品龙头.....	4
非直销领域第一名的膳食营养保健品专家.....	4
专注膳食营养保健品，与传统保健品企业形成区隔.....	5
保健品行业：最难做却又是最有想象空间的消费品行业.....	6
市场规模稳步增长，空间广阔.....	6
中式保健品 VS 西式保健品.....	7
直销 VS 非直销.....	7
从渠道驱动走向品牌拉动，汤臣欲做中国的膳食营养补充剂大王.....	8
渠道力：医药商超为王，探索自建连锁渠道.....	8
品牌力：持续大笔投入品牌建设，打造品牌粘性.....	11
产品力：取自全球，健康全家.....	12
募投项目简介.....	14
融资项目增强公司生产力和渠道力.....	14
盈利预测、股票估值和定价.....	14
风险提示.....	16
市场竞争加剧的风险.....	16
食品控制安全风险.....	16
附录：三张报表预测摘要.....	17

图表目录

图表 1：公司股权结构.....	4
图表 2：公司股权结构(续).....	4
图表 3：10 年 1H 产品销售结构.....	4
图表 4：10 年 1H 区域销售结构.....	4
图表 5：过去 7 年收入概况.....	5
图表 6：净利润和毛利率.....	5
图表 7：品牌成长故事.....	5
图表 8：经销商和网点数近三年快速扩张.....	5
图表 9：产品系列细分.....	6
图表 10：膳食营养补充剂消费结构.....	7
图表 11：人均营养产品消费量.....	7
图表 12：渠道策略.....	7
图表 13：渠道策略.....	8
图表 14：专柜加营养顾问模式，专攻传统渠道.....	9
图表 15：专柜建设（单位：万元）.....	9

图表 16: 连锁店样板	10
图表 17: 公司目前三种形式	10
图表 18: 目前自建渠道的盈利情况	10
图表 19: 探索自建连锁渠道	11
图表 20: 06 年刘璇代言	11
图表 21: 10 年姚明代言	11
图表 22: 09 年品牌建设费用构成	12
图表 23: 主辅品牌	12
图表 24: 自产比例不断上升	12
图表 25: 国外采购比例不断上升	12
图表 26: 10 年上半年十大畅销产品	13
图表 27: 公司明星产品不突出	13
图表 28: 产品包装正式升级	14
图表 29: 募集资金投向	14
图表 30: 食品饮料大众消费类企业平均 PE 为 35.6	15
图表 31: 食品饮料大众消费类企业平均 PE 为 40.85	15
图表 32: 盈利预测	15

汤臣倍健：中国非直销领域膳食营养保健品龙头

非直销领域第一名的膳食营养保健品专家

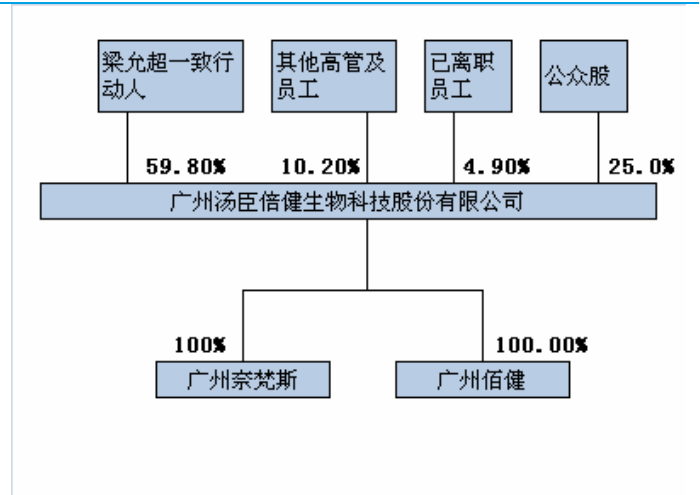
- 创业 15 载，立志做中国膳食营养保健品专家
 - 本公司是国内膳食营养补充剂行业非直销领域的领先企业，2008 年，公司在中国膳食营养补充剂行业非直销领域的市场占有率达到了 10%，市场占有率排名第一；
 - 公司提供 100 多个品种的保健品，主要产品包括蛋白质粉、维生素系列产品、钙片系列产品、鱼油软胶囊系列产品等。
 - 公司总股本为 5468 万股，此次发行 1368 万股，占发行后总股本的 25%。公司是家族绝对控股企业，发行后梁允超及其一致行动人持股比例合计为 59.8%，其中董事长梁允超持股 57.49%。公司股权结构比较简单，26 个自然人持有公司股份，无投资公司股权。
 - 主要高管团队一同创业 10 余载，对保健品行业有较丰富的从业经验，同时团队大部分成员获得国内著名大学 EMBA 学位，是一支兼具实战经验和理论素养的管理团队。

图表1：公司股权结构

主要大股东	发行后	
	股数（万股）	持股比例
梁允超一致行动人合计	3272	59.8%
其他高管合计	536.57	9.8%
普通职工合计	21.18	0.4%
已离职员工合计	270.47	4.9%
公众股	1,368.00	25.0%
总计	5468	100.0%

来源：国金证券研究所

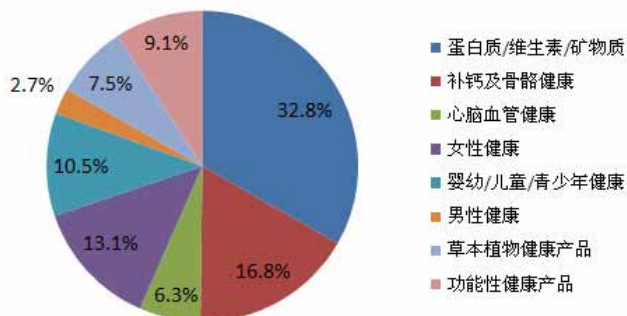
图表2：公司股权结构(续)



来源：国金证券研究所

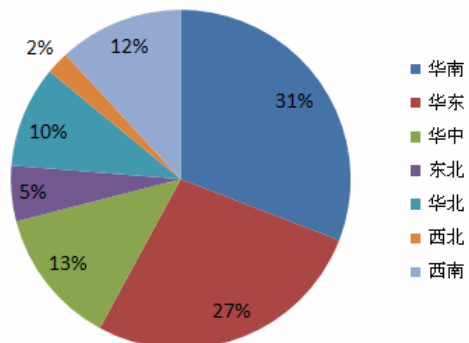
- 公司导入全系列膳食补充剂，主导产品以蛋白/维生素/矿物质系列为主，占比 32.8%；销售区域以华南和华东为主，内陆地区还鲜少涉足。

图表3：10年1H产品销售结构



来源：国金证券研究所

图表4：10年1H区域销售结构



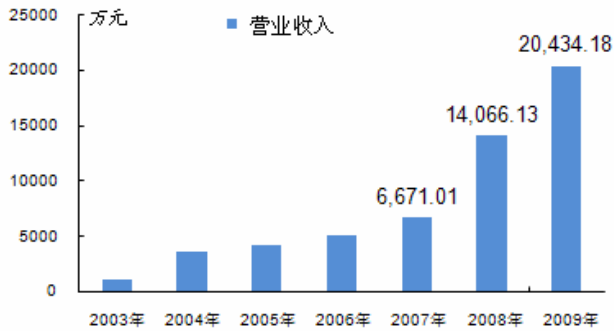
来源：国金证券研究所

专注膳食营养保健品，与传统保健品企业形成区隔

■ 近三年进入高速成长期

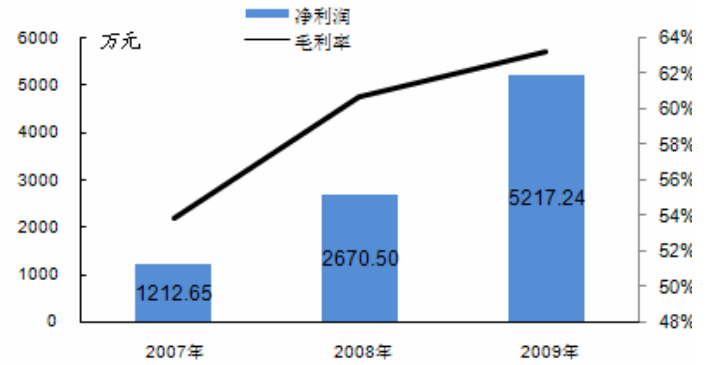
- 公司 02 年进入膳食营养添加剂行业，从千万收入做到 09 年 2 亿收入，应该说已经从创业初期步入高速成长期。04 年，确立全球采购的产品理念；06 年，聘请世界冠军刘璇为倍健的形象代言人，迈出品牌战略的第一步；07 年，品牌从倍健升级为汤臣倍健；08 年启动 5 年品牌提升战略，品牌投入进入大手笔投入阶段；08 年开始的 5 年高投入，也宣示着公司步入 5 年的高速成长期；

图表5：过去 7 年收入概况



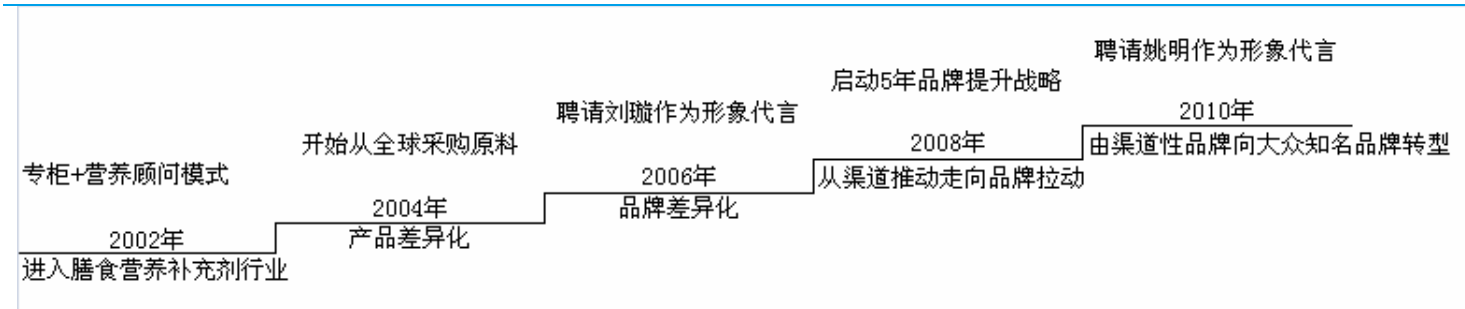
来源：国金证券研究所

图表6：净利润和毛利率



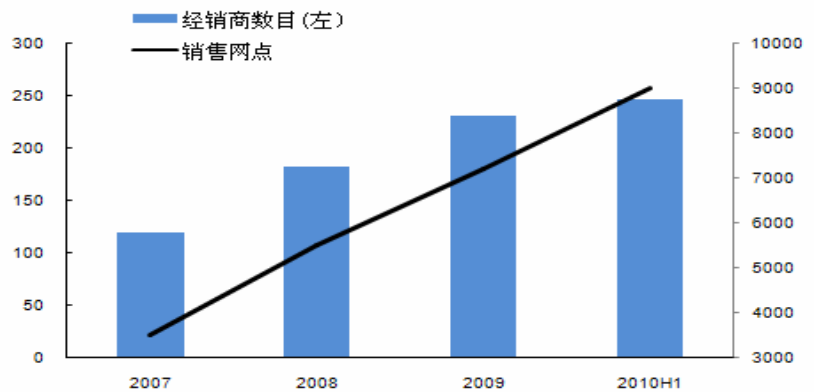
来源：国金证券研究所

图表7：品牌成长故事



来源：国金证券研究所

图表8：经销商和网点数近三年快速扩张



来源：国金证券研究所

图表9: 产品系列细分

类别	主要产品	主要用途
蛋白质/维生素/矿物质	蛋白质粉	补充蛋白质, 增强免疫力
	纯乳清蛋白粉	补充蛋白质
	蛋白质粉(儿童型)	补充蛋白质、钙
	多种维生素系列(女士、儿童及青少年、男士)	补充多种维生素及矿物质
	孕妇营养素片	补充多种维生素及矿物质
	维生素C片/维生素C加E咀嚼片	补充维生素C/C和E
	针叶樱桃片	补充维生素C
	维生素B族片	补充维生素B族
	小麦胚芽油软胶囊	补充天然维生素E和不饱和脂肪酸
	天然β-胡萝卜素软胶囊	补充天然β-胡萝卜素
补钙及骨骼健康	叶酸亚铁片	补充叶酸和铁
	钙铁锌咀嚼片	补充钙铁锌
	天然维生素E软胶囊	补充天然维生素E
	钙加D软胶囊	补充钙
心脑血管健康	牛初乳钙片	补充钙和牛初乳
	骨胶原高钙片	补充钙和骨胶原
	牛乳钙片、牛乳钙粉	补充钙、锌、维生素D3/钙
	葡萄糖胺片	补充葡萄糖胺和软骨素
女性健康	鱼油/浓缩鱼油软胶囊	补充不饱和脂肪酸, 辅助降血脂
	大豆磷脂软胶囊	补充磷脂酰胆碱, 辅助降血脂
	胶原蛋白粉/胶原蛋白片	补充胶原蛋白
婴幼儿/儿童/青少年健康	婷好青春胶囊	补充大豆异黄酮, 延缓衰老
	蛋白混合饮料	补充蛋白质和维生素及矿物质
	牛初乳粉/牛初乳片	补充牛初乳
男性健康	儿童维生素A维生素D软胶囊	补充维生素A、D
	金枪鱼油(DHA)软胶囊	补充不饱和脂肪酸, 特别是DHA
草本植物健康产品	番茄红素软胶囊	补充番茄红素
	螺旋藻片	增强免疫力
	红葡萄籽片	补充OPC
	果蔬纤维片	补充膳食纤维
	大蒜精油软胶囊	补充大蒜素, 增强免疫力
功能性健康产品	麦绿宝片	提供大麦苗浓缩提取物
	蜂胶软胶囊	补充蜂胶黄酮, 增强免疫力
	蜂王浆软胶囊	增强体力
	角鲨烯软胶囊	提高缺氧耐受力
	清好清畅胶囊	改善胃肠道功能

来源: 国金证券研究所

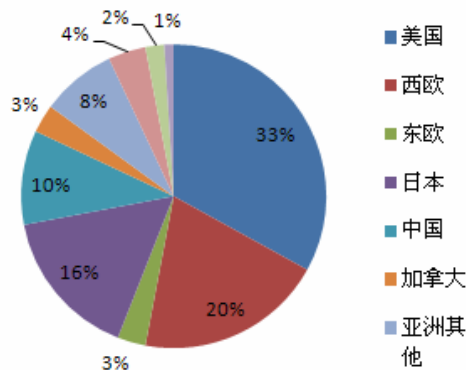
保健品行业: 最难做却又是最有想象空间的消费品行业

市场规模稳步增长, 空间广阔

- 2008年, 全球膳食营养补充剂的销售额达到了646.7亿美元; 01-06年, 发达国家年均增速为4%, 发展中国家年均增速为11%。发展中国家市场由于渗透率低, 有较高的增长潜力。

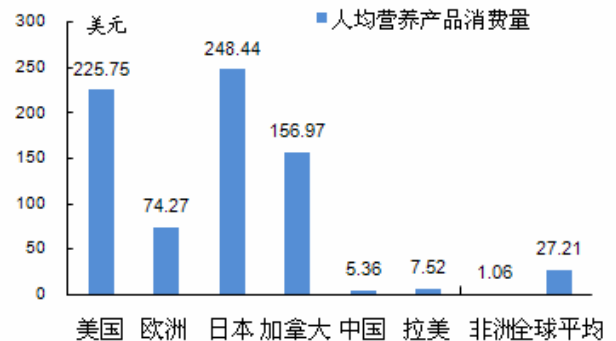
- 美国、西欧和日本是全球前三位的膳食营养补充剂消费大国，占比分别为 33%、20%和 16%；中国排名第四位，占比 10%。从人均消费量来看，美日人均消费皆超过 200 美元，中国仅为 5.36 美元。

图表10: 膳食营养补充剂消费结构



来源: 国金证券研究所

图表11: 人均营养产品消费量



来源: 国金证券研究所

中式保健品 VS 西式保健品

- 中国的膳食营养补充剂市场目前呈现出充分竞争，集中度不高的特点，正经历着深刻的变化。传统的中式保健品多以功能性为诉求，从早年的太阳神口服液、海王金樽牛初乳到近年来的瑞年氨基酸，中国保健品市场多年来热点纷呈，却也有如白酒市场一样，呈现出“三年卖倒一个产品”的特点。
- 近年来，安利纽崔莱、完美中国、NBTY 等企业将西方膳食营养补充剂的理念带入中国，中国的保健品市场逐渐走向理性和规范化。

图表12: 渠道策略

品类	膳食营养补充剂 (西式)	传统保健食品 (中式)
理论依据	以现代营养学和预防医学为理论基础，营养素摄入不足或营养失衡是导致各种慢性病和亚健康的重要原因。如孕妇普遍需要补充叶酸，否则胎儿畸形的概率大大增加。	大部分是以中医理论为基础。
原料	维生素、矿物质、动植物提取物。	以药食同源的中草药或动植物提取物为主要原料。
组方依据	各国根据本国国民饮食和生活方式，制定膳食指南及营养素摄入量的指导性文件，并以此作为膳食营养补充剂配方制定的主要依据。如《中国居民膳食指南 (2007)》和《美国膳食指南 (2005)》。	大部分是以中医配方为依据。
作用	解决营养素摄入不足和营养失衡所引发的问题，提高机体健康水平，降低疾病风险。	针对某种症状进行机能调节，如帮助肥胖者减肥。
适用人群	各种营养素缺乏的人群，如需要补充高叶酸的孕妇、需要补钙的儿童。	针对有特定需求的人群设计，如便秘者、肥胖人群等。
代表品牌	安利“纽崔莱”、NBTY“自然之宝”、GNC“健安喜”、汤臣倍健、同仁堂健康、益生康健。	太阳神、红桃 K。
代表产品	蛋白质粉、多种维生素及矿物质、鱼油等。	太阳神口服液、红桃 K 口服液。

来源: 国金证券研究所

直销 VS 非直销

- 08年，中国膳食营养补充剂行业的市场规模约为550亿元，其中直销领域市场为490亿元，非直销为60亿元。
 - 直销领域，安利等为市场翘楚，将直销渠道发展到极致。我们认为中国膳食营养补充剂行业以直销为主有其历史原因：在市场初期，消费者尚需要被教育，因此在这个阶段靠人卖比靠渠道卖要容易得多。
 - 非直销领域，未来增速将超过直销领域。保健食品协会预测2012年，非直销领域市场规模将达到160亿元。我们认为随着药店渠道的不断普及和下沉，消费者对膳食营养补充剂的认知不断提升，非直销领域的增速将有望超过直销领域。

从渠道驱动走向品牌拉动，汤臣欲做中国的膳食营养补充剂大王

渠道力：医药商超为王，探索自建连锁渠道

- 公司的销售模式主要分为三种：区域经销模式、直供终端模式和连锁经营模式。区域经销模式将公司研发、生产、品牌、营销等方面的优势与各地区经销商的地域优势结合起来，目前是公司主要的销售模式。连锁模式是公司09年开始的探索，决定借鉴美国NBTY、GNC等全球膳食营养补充剂领先企业的销售模式，在传统销售渠道模式的基础上增加连锁经营模式。

图表13：渠道策略

模式	说明	合作模式	10年1H销售占比	
区域经销模式	以经销商为主；区域经销商负责销售网络拓展、产品分销、促销等。	公司负责产品研发、生产、品牌建设、营销策划、市场管理以及整合全国经销商的网络、负责对经销商及营养顾问的培训；	80.36%	
直供终端模式	百强连锁药店和商超等重要零售终端		16.64%	
连锁经营模式	直营店	以广东、青岛为重点，另选择全国主要市场每个城市开设1-2家。		
	联营店	地级以上城市开设	合作第一年为2,500元/店/月；第二年为2,650元/店/月；第三年为2,800元/店/月。	3.00%
	加盟店	县级等三线以下城市	三年内暂不新开加盟店，三年后采用招商加盟方式开设加盟店。	

来源：国金证券研究所




- 在传统渠道中（区域经销模式和直供终端模式），80%以上的销售由药店终端贡献。今年上半年，公司进入的药店终端大概为8553个，12年希望进入1.92万个药店终端。在全国38万个药店终端中，公司只开发了8,500余个，仅占2.24%；
- 面对药店渠道竞争的日渐激烈，公司推出多项措施提升客户粘性。1.增加配备有营养顾问的零售终端数目，从目前的近4000个，提升至12年的5600多个；2.推出终端升级计划，加强终端专柜建设，计划至12年升级3480个终端，其中10年750个，11年1150个，12年1580个。

图表14: 专柜加营养顾问模式, 专攻传统渠道

项目	2009.12	2010.06	2010.12	2011.12	2012.12	
药店销售终端	总数	6,800	8,553	9,800	14,300	19,200
	新增	-		3000	4,500	4,900
	配营养顾问数		3,500	3300	4,000	4,800
商超销售终端	总数	420	450	600	700	800
	新增			180	100	100
	配营养顾问数		450	500	600	800
销售终端个数合计	7,220	9,003	10,400	15,000	20,000	
优质终端建设(新增)						
A			50	110	170	
B			180	220	300	
C			520	820	1110	
总计			750	1150	1580	

来源: 国金证券研究所

图表15: 专柜建设(单位: 万元)

标准	A类	B类	C类
样板			
内容	主要为店中店形式, 含背柜、地柜、电脑、便携式检测仪器等。需要装修、灯光、陈列及管理费等。	根据门店位置进行设计, 如包柱形式。需要形象专柜、便携式检测仪器、装修、陈列及管理费等	区域销售较好的门店, 进场条码 35个以上
单价	3	1.4	0.6
包装数量	330	700	2450
费用合计	990	980	1470
门店选择标准	区域影响力较强的主要门店, 进场条码 45个以上	区域销售较好的门店, 进场条码 35个以上	进场条码 30个以上

来源: 国金证券研究所

- 借鉴美国 GNC 的成功经验, 公司近年来开始探索自建连锁渠道。未来主要的推广模式为联营模式: 公司负责选址、提供设备、装修和操作规范。公司定期收取品牌使用及管理费, 并指导联营店按照统一业务模式、经营规范进行经营。专卖店的租赁费、押金、开店后的各项营运费用由店铺独立承担并承担经营风险和法律责任。

图表16: 连锁店样板



来源: 国金证券研究所

图表17: 公司目前三种形式

模式	店型	数量	分布区域
直营	旗舰店	0	广州、珠海、青岛、沈阳、常州
	商业店	6	
	社区店	0	
	店中店	26	
联营	商业店	17	广东、北京、江苏、浙江、重庆、湖北、河北、江西、云南、福建、山西等
	社区店	8	
	店中店	44	
加盟	加盟店	63	全国各地
合计	—	164	—

来源: 国金证券研究所

图表18: 目前自建渠道的盈利情况

模式	2010年1-6月收入	单店收入
直营	3,522,074	110,065
联营	733,320	10,628
加盟	573,712	9,107
合计	4,829,106	29,446

来源: 国金证券研究所

图表19: 探索自建连锁渠道

模式	店型	2010年-2010年计划新增数量						合计
		2009	2010年6月	2010	2011	2012	小计	
直营	旗舰店	0	0	1	2	4	7	129
	商业店	5	6	6	7	8	21	
	社区店	0	0	3	3	3	9	
	店中店	14	26	20	23	30	73	
	小计	19		30	35	45	110	
	累计			49	84	129		
联营	商业店	11	17	45	65	95	205	414
	社区店	1	8	7	18	30	55	
	店中店	22	44	28	42	50	120	
	小计	34		80	125	175	380	
	累计			114	239	414		
直营店和联营店累		53		163	323	543	490	543

来源: 国金证券研究所

品牌力: 持续大笔投入品牌建设, 打造品牌粘性

- 公司 06 年率先邀请刘璇代言公司产品, 10 年邀请姚明代言公司产品。公司从 08 年启动品牌提升战略, 根据公司品牌提升战略规划, 公司在 2008 - 2012 年间的年度品牌推广费率将保持在营业收入的 10% 左右。

图表20: 06 年刘璇代言



来源: 国金证券研究所

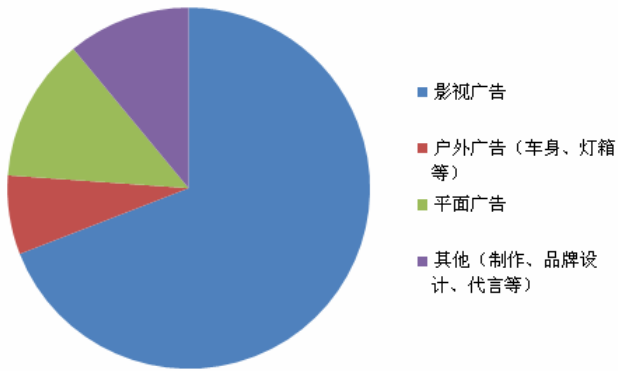
图表21: 10 年姚明代言



来源: 国金证券研究所

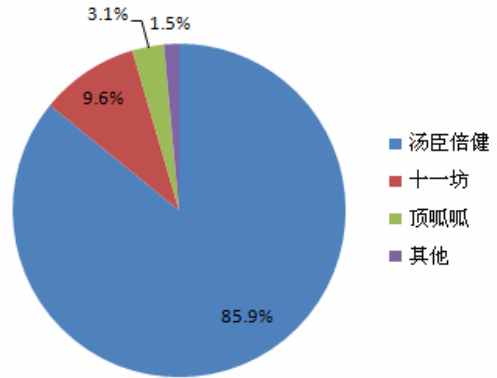
- 公司的主要品牌为“汤臣倍健”、“十一坊”和“顶呱呱”, 其中汤臣倍健为大众品牌, 十一坊定位女性细分市场, 顶呱呱则定位婴童细分市场。我们认为公司未来仍将以汤臣倍健为主导品牌, 并适时切入运动健身市场、女性瘦身市场和婴童保健市场。公司多品牌运营的能力, 还有待观察。

图表22: 09年品牌建设费用构成



来源: 国金证券研究所

图表23: 主辅品牌

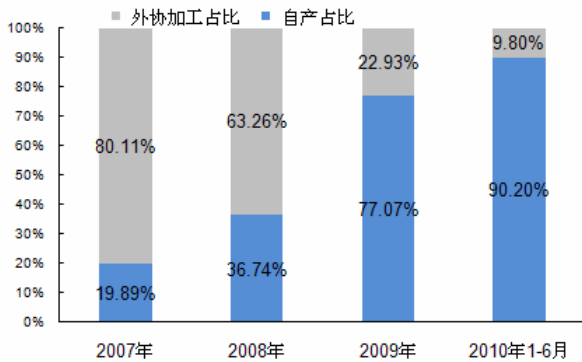


来源: 国金证券研究所

产品力: 取自全球, 健康全家

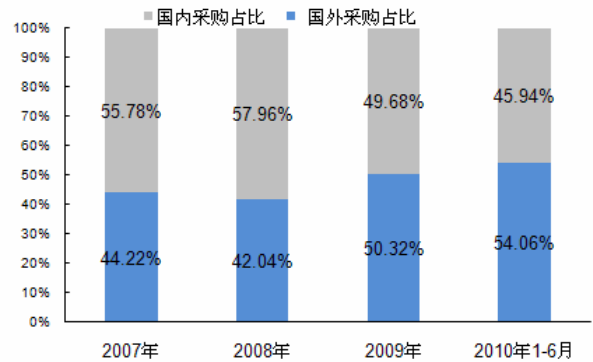
- 本公司坚持“取自全球, 健康全家”的理念, 在全球范围内甄选高品质原料, 如牛乳钙粉、牛初乳粉、乳清蛋白粉源自新西兰, 蜂胶、针叶樱桃源自巴西; 深海角鲨烯、胶原蛋白源自日本。目前, 本公司已与全球顶尖的原料供应商建立了良好的合作关系, 如新西兰恒天然、德国科宁、巴斯夫、帝斯曼等。
- 自产比例不断提升, 外协生产将成过去式。公司在报告期内持续扩张产能, 逐步减少外协加工产品的数量, 未来公司将力图实现全部产品由公司在珠海建立的生产基地自主生产。

图表24: 自产比例不断上升



来源: 国金证券研究所

图表25: 国外采购比例不断上升



来源: 国金证券研究所

- 公司产品系列齐全, 明星产品不突出, 正打造蛋白质粉为公司明星产品
 - 目前公司主推四大产品, 即蛋白质粉、骨胶原高钙片、牛初乳钙片和蜂胶软胶囊。10年上半年, 四大产品销售占比 6.15%、2.75%、2.59%和 2.19%。

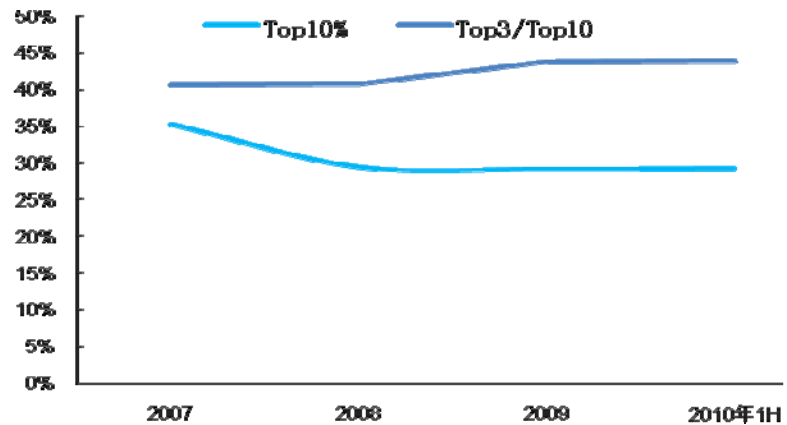
图表26: 10年上半年十大畅销产品

序号	产品名称	规格型号	销售金额	销售金额比重	毛利额	毛利额比重	毛利率
1	汤臣倍健蛋白质粉(铁罐装)	455g/罐	993.86	6.15%	634.12	6.20%	63.80%
2	汤臣倍健钙+D软胶囊	120粒/瓶	615.46	3.81%	429.73	4.20%	69.82%
3	汤臣倍健维生素C片	100粒/瓶	474.94	2.94%	371.78	3.64%	78.28%
4	汤臣倍健骨胶原高钙片	60片/瓶	444.65	2.75%	387.17	3.79%	87.07%
5	汤臣倍健牛初乳钙片	60片/瓶	418.79	2.59%	276.03	2.70%	65.91%
6	汤臣倍健小麦胚芽油软胶囊	100粒/瓶	400.22	2.48%	288.25	2.82%	72.02%
7	汤臣倍健金枪鱼油软胶囊	100粒片/瓶	383.76	2.38%	267.76	2.62%	69.77%
8	汤臣倍健蜂胶软胶囊	60粒/瓶	353.99	2.19%	245.22	2.40%	69.27%
9	汤臣倍健孕妇营养素片	60片/瓶	329.94	2.04%	271.58	2.66%	82.31%
10	汤臣倍健清好清畅胶囊	60粒/瓶	320.86	1.99%	234.54	2.29%	73.10%
合计			4,736.47	29.32%	3,406.19	33.32%	71.91%

来源: 国金证券研究所

- 相对于安利纽崔莱和养生堂来说, 公司明星产品短板凸显。安利纽崔莱的蛋白粉产品销售超过 50%, 养生堂的维生素 E 产品亦是其拳头产品, 但公司目前全产品系列尚处于没有记忆点的状态。我们认为明星产品的打造, 最能体现一个公司在产品创新和品牌运营上的综合能力; 明星产品的打造, 也才能使品牌建设真正落地, 让产品和品牌形成消费联想, 提升品牌的传播能力。目前公司正处于高速增长阶段, 产品建设上可谓万事俱备, 只求明星产品。

图表27: 公司明星产品不突出



来源: 国金证券研究所

■ 产品包装升级正当时

- 公司今年对产品包装进行了全面的升级, 我们认为升级正当时。一方面新包装在防伪和物流追踪上有所升级, 方便公司加强市场管控; 另一方面, 新包装是公司产品差异化的一个探索。

图表28: 产品包装正式升级



来源: 国金证券研究所

募投项目简介

融资项目增强公司生产力和渠道力

- 公司此次成功募集 15 亿资金，投向 3 个主要项目，即生产车间新建项目，营销网络优化技术改造项目和信息系统技术改造项目，总募投项目所用资金接近 3 亿。超募资金达到 12 亿。

图表29: 募集资金投向

项目名称	万元	预计投入时间进度		
		第一年	第二年	第三年
募集资金	150,480			
1 生产车间新建项目	13,902	6,140	5,662	2,100
2 营销网络优化技术改造项目	12,300	4,116	3,733	4,451
3 信息系统技术改造项目	1,866	482	628.5	755.5
4 其他与主营业务相关的营运资金				
剩余募集资金	122,412			

来源: 国金证券研究所

盈利预测、股票估值和定价

- 汤臣倍健同时属于食品制造类及医药上市公司；以沪深两市食品饮料行业中的大众消费品类企业为参考（安琪酵母、恒顺醋业、承德露露、黑牛食品、光明乳业、三全食品和得利斯）。可比企业 11 年按市值加权平均 PE 为 35.6 倍。

图表30: 食品饮料大众消费类企业平均 PE 为 35.6

代码	证券简称	收盘价	一致预期EPS		一致预期PE		总市值 (百万元)
		2010-9-2	2010E	2011E	2010E	2011E	
600298.SH	安琪酵母	39.81	1.07	1.36	37.21	29.27	12184
600305.SH	恒顺醋业	17.22	0.37	0.52	46.54	33.12	2190
000848.SZ	承德露露	29.44	0.76	0.98	38.74	30.04	8954
002387.SZ	黑牛食品	45.52	0.69	1.03	65.97	44.19	6077
600597.SH	光明乳业	9.39	0.19	0.24	49.42	39.13	9783
002216.SZ	三全食品	35.9	0.64	0.86	56.09	41.74	6713
002330.SZ	得利斯	19.55	0.29	0.54	67.41	36.20	4907
	平均值				49.08	35.57	

来源: 国金证券研究所

- 以沪深两市医药类企业为参考, 可比企业 11 年按市值加权平均 PE 为 40.85 倍。

图表31: 食品饮料大众消费类企业平均 PE 为 40.85

代码	证券简称	收盘价 2010-12-15	一致预期EPS		市盈率	
			2010E	2011E	2010E	2011E
000538.SZ	云南白药	62.00	1.31	1.72	47.33	36.05
600518.SH	康美药业	22.32	0.45	0.66	49.60	33.82
000423.SZ	东阿阿胶	53.14	0.93	1.23	57.14	43.20
002223.SZ	鱼跃医疗	50.30	0.65	0.97	77.38	51.86
002275.SZ	桂林三金	25.84	0.66	0.83	39.15	31.13
600750.SH	江中药业	38.95	0.88	1.16	44.26	33.58
600436.SH	片仔癀	76.91	1.23	1.46	62.53	52.68
000650.SZ	仁和药业	25.07	0.57	0.76	43.98	32.99
600993.SH	马应龙	46.19	0.98	1.32	47.13	34.99
002118.SZ	紫鑫药业	26.95	0.41	0.52	65.73	51.83
002432.SZ	九安医疗	33.50	0.39	0.71	85.90	47.18
	平均值				56.38	40.85

来源: 国金证券研究所

- 公司 10-12 年摊薄后 EPS 分别为 1.682、3.003 和 3.985 元, 同比增长 76.25%、78.57%和 32.72%。参考可比公司市盈率并综合考虑了公司的未来的成长性, 我们建议给予 11 年 50 倍估值, 目标价格 150 元。

图表32: 盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
膳食营养补充剂销售收入						
销售收入 (百万元)	66.71	140.66	203.07	357.40	551.81	804.33
增长率 (YOY)		110.85%	44.37%	76.00%	54.40%	45.76%
毛利率	53.84%	60.69%	63.25%	63.26%	63.26%	63.26%
销售成本 (百万元)	30.79	55.29	74.63	131.31	202.74	295.51
增长率 (YOY)	N/A	79.56%	34.96%	75.95%	54.40%	45.76%
毛利 (百万元)	35.92	85.37	128.44	226.09	349.08	508.82
增长率 (YOY)	N/A	137.68%	50.45%	76.03%	54.40%	45.76%
占总销售额比重	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
占主营业务利润比重	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销售总收入 (百万元)	66.71	140.66	203.07	357.40	551.81	804.33
销售总成本 (百万元)	30.79	55.29	74.63	131.31	202.74	295.51
毛利 (百万元)	35.92	85.37	128.44	226.09	349.08	508.82
平均毛利率	53.84%	60.69%	63.25%	63.26%	63.26%	63.26%

来源: 国金证券研究所

风险提示

市场竞争加剧的风险

- 由于行业市场容量的迅速扩大，市场竞争开始加剧，市场份额出现集中趋势，产品竞争逐渐体现在产品品牌、销售渠道和产品差异化等方面。尤其是近三年，膳食营养补充剂的国际领先企业美国 NBTY、美国 GNC 和加拿大杰美森等外国品牌开始以不同形式尝试进入国内非直销领域市场，其市场份额和市场影响力目前虽然有限，但由于实力雄厚，在发达市场拥有成功经验，一旦未来成功渗透中国市场，必将导致行业内部竞争进一步加剧。

食品控制安全风险

- 食品行业最为致命的影响就是食品安全问题，如果本公司在产品的原料采购、生产与销售环节出现质量管理差错，或者因为其他原因发生产品质量问题，将会影响公司的信誉和公司产品的销售。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	67	142	205	357	552	804	货币资金	7	21	41	1,448	1,453	1,598
增长率		112.2%	44.7%	74.1%	54.4%	45.8%	应收款项	6	8	9	18	27	40
主营业务成本	-31	-56	-76	-131	-203	-296	存货	15	17	33	36	56	81
%销售收入	46.1%	39.7%	36.8%	36.7%	36.7%	36.7%	其他流动资产	7	5	9	18	26	37
毛利	36	86	130	226	349	509	流动资产	36	51	92	1,520	1,562	1,757
%销售收入	53.9%	60.3%	63.2%	63.3%	63.3%	63.3%	%总资产	79.6%	65.9%	61.9%	88.1%	81.9%	81.2%
营业税金及附加	0	-1	-2	-4	-6	-8	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	8	20	46	188	321	371
营业费用	-11	-30	-46	-79	-124	-177	%总资产	16.8%	25.6%	30.7%	10.9%	16.8%	17.2%
%销售收入	16.2%	21.0%	22.3%	22.0%	22.5%	22.0%	无形资产	1	7	11	14	24	33
管理费用	-8	-18	-20	-36	-55	-80	非流动资产	9	26	57	205	346	406
%销售收入	12.0%	12.8%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%	%总资产	20.4%	34.1%	38.1%	11.9%	18.1%	18.8%
息税前利润 (EBIT)	17	36	62	108	164	243	资产总计	45	77	149	1,725	1,908	2,163
%销售收入	25.6%	25.7%	30.0%	30.3%	29.8%	30.3%	短期借款	0	9	12	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	29	29	应付款项	18	20	26	46	71	103
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	-5.2%	-3.6%	其他流动负债	4	6	5	5	8	12
资产减值损失	1	0	0	0	0	0	流动负债	23	35	42	51	79	114
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	-1	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.5%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	23	35	42	51	79	115
营业利润	18	35	61	108	193	272	普通股股东权益	22	42	107	1,674	1,829	2,047
营业利润率	26.7%	24.6%	29.9%	30.3%	35.0%	33.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-2	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	45	77	149	1,725	1,908	2,163
税前利润	16	34	61	108	193	272	比率分析						
利润率	23.5%	24.3%	29.9%	30.3%	35.0%	33.9%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-4	-8	-9	-16	-29	-54	每股指标						
所得税率	22.7%	22.5%	15.0%	15.0%	15.0%	20.0%	每股收益	#VALUE!	0.890	1.272	1.682	3.003	3.985
净利润	12	27	52	92	164	218	每股净资产	17.081	1.409	2.610	30.613	33.455	37.440
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	9.849	0.845	1.021	1.869	3.151	4.203
归属于母公司的净利润	12	27	52	92	164	218	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	18.1%	18.8%	25.4%	25.7%	29.8%	27.1%	回报率						
	33.6%	31.2%	40.2%	40.7%	47.0%	42.8%	净资产收益率	54.61%	63.17%	48.76%	5.49%	8.98%	10.64%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	26.97%	34.59%	34.91%	5.33%	8.61%	10.08%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	投入资本收益率	59.54%	55.03%	44.06%	5.49%	7.63%	9.51%
净利润	12	27	52	92	164	218	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	N/A	112.20%	44.72%	74.09%	54.40%	45.76%
非现金支出	0	1	4	9	18	25	EBIT增长率	N/A	112.98%	69.34%	75.39%	51.85%	48.21%
非经营收益	2	1	0	0	0	0	净利润增长率	N/A	120.22%	95.37%	76.25%	78.57%	32.72%
营运资金变动	-2	-4	-15	2	-10	-13	总资产增长率	N/A	71.67%	93.57%	1054.19%	10.62%	13.35%
经营活动现金净流	13	25	42	102	172	230	资产管理能力						
资本开支	-4	-15	-32	-156	-159	-85	应收账款周转天数	9.9	14.6	13.6	14.0	14.0	14.0
投资	-2	-6	0	-1	0	0	存货周转天数	89.2	103.9	121.9	100.0	100.0	100.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	48.7	52.0	41.3	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-6	-21	-32	-157	-159	-85	固定资产周转天数	39.0	50.8	81.6	140.2	145.3	111.3
股权募资	0	0	7	1,475	-9	0	偿债能力						
债权募资	0	9	3	-12	0	1	净负债/股东权益	-44.53%	-28.55%	-27.18%	-86.51%	-79.41%	-78.03%
其他	0	0	0	-1	0	0	EBIT利息保障倍数	-721.9	654.2	370.1	-3,245.9	-5.7	-8.4
筹资活动现金净流	0	9	10	1,462	-9	1	资产负债率	50.62%	45.24%	28.39%	2.95%	4.12%	5.33%
现金净流量	7	14	20	1,407	4	146							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	1	1	1
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室