

汤臣倍健 (300146): 收入保持快速增长, 销售费用维持高水平

增持 (维持)

食品饮料行业/保健食品

当前股价: 110.01 元

报告日期: 2011 年 4 月 22 日

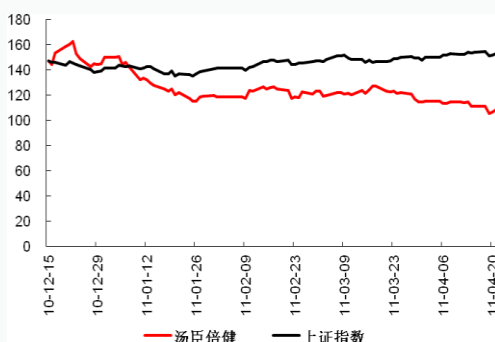
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	346	552	821	1219
(+/-)	68.58%	59.60%	48.60%	48.55%
营业利润	107	182	258	380
(+/-)	75.10%	69.01%	42.02%	47.51%
归属于母公司净利润	92	156	221	326
(+/-)	76.54%	68.97%	42.04%	47.52%
每股收益 (元)	1.68	2.85	4.04	5.96
市盈率 (倍)	65	39	27	18

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	5468/1098
流通市值 (亿元)	12.08
每股净资产 (元)	30.46
资产负债率 (%)	2.88

股价表现 (最近一年)



证券分析师: 仇彦英

执业证书编号: A0140511010003

联系人: 王思宇

010-66045408 wangsy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2011年一季度, 公司实现营业收入1.3亿元, 同比增长52.58%; 实现营业利润4826万元, 同比增长25.11%; 实现归属母公司净利润4095万元, 同比增长25.32%; 实现每股收益0.75元。
- 一季度收入同比增长较快, 但增速低于去年全年收入增长水平; 毛利率变化不大。公司在2010年增加了5700余家销售终端, 相比2009年增长78%, 我们认为有一部分销售终端目前还处在培育期阶段, 没能够完全放量。预计年内部分终端将逐步走出培育期并有望并贡献更多业绩, 且随着年内开拓更多的销售终端, 收入增速有望回升。当期综合毛利率为63.78%, 同比提升0.9个百分点, 变化不大。
- 加大营销力度, 销售费用同比大幅增长。2010年一季度公司产生销售费用967万元, 7月份成功签约姚明作为形象代言人后, 逐步加强了营销力度, 大幅增加了品牌推广费的投入, 下半年品牌推广费共投入了3411万元, 占全年投入的86.38%。2011年一季度, 公司延续了2010年的营销思路, 加大营销力度, 产生3162万元的销售费用, 同比增长226.93%, 环比增长2.51%, 整体水平与2010年四季度差不多。为配合以姚明为核心的新的品牌形象的推广, 不断提升公司的品牌力优势, 公司已经为2011年制定了明确的年度推广方案, 将延续2010年底的品牌推广计划及相关媒体推广安排, 适度加大全年品牌推广费投入比例, 预计2011年全年品牌推广费投入将保持均衡。
- 净利润增幅低于收入增幅。一季度公司净利润同比增长25.32%, 增速显著低于收入增速, 主要原因是当期销售费用增幅较大影响了当期净利润增长水平。我们认为, 尽管公司今年在品牌推广费的投放水平整体上要明显高于去年, 但是随着销售终端数量的增加以及品牌宣传效果逐渐得以体现, 产品销量的增长将逐渐对冲销售费用增长所带来的不利影响, 净利润增速有望逐步回升。
- 盈利预测: 我们认为公司正处于快速发展阶段, 随着公司营销渠道的不断拓展以及品牌战略的深入实施, 公司作为膳食营养补充剂细分行业龙头的地位将得到持续的巩固。我们预计公司2011-2013年的EPS分别是2.85、4.04、5.96元, 以截

止2011年4月22日收盘价110.01元计算，对应的动态PE分别是39X、27X、18X，维持“增持”的投资评级。

- **风险提示：**（1）食品安全风险；（2）原材料价格上升的风险。

图表 汤臣倍健盈利预测（万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	20529.04	34608.08	55235.80	82080.65	121928.30
同比增长	44.72%	68.58%	59.60%	48.60%	48.55%
减：营业成本	7552.79	12297.01	20637.00	30630.82	45524.14
综合毛利率	63.21%	64.47%	62.64%	62.68%	62.66%
营业税金及附加	206.51	335.91	536.12	796.68	1183.45
资产减值损失	12.74	41.21	0.00	0.00	0.00
减：期间费用	6620.21	11188.56	15902.36	24862.18	37175.87
期间费用率	32.25%	32.33%	28.79%	30.29%	30.49%
其中：销售费用	4580.29	8579.32	13692.93	20347.75	30225.96
管理费用	2023.26	2760.59	3590.33	5335.24	7925.34
财务费用	16.66	-151.35	-1380.90	-820.81	-975.43
二、营业利润	6136.79	10745.38	18160.32	25790.97	38044.84
同比增长	75.59%	75.10%	69.01%	42.02%	47.51%
营业利润率	29.89%	31.05%	32.88%	31.42%	31.20%
加：营业外收支净额	-1.30	44.76	71.44	106.16	157.70
三、利润总额	6135.49	10790.14	18231.76	25897.12	38202.54
减：所得税	918.25	1579.55	2668.91	3791.03	5592.40
实际所得税率	14.97%	14.64%	14.64%	14.64%	14.64%
四、净利润	5217.24	9210.59	15562.85	22106.09	32610.14
归属于母公司所有者净利润	5217.24	9210.59	15562.85	22106.09	32610.14
同比增长	95.37%	76.54%	68.97%	42.04%	47.52%
净利润率	25.41%	26.61%	28.18%	26.93%	26.75%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本（万股）	4100.00	5468.00	5468.00	5468.00	5468.00
五、每股收益（元）	1.45	1.68	2.85	4.04	5.96

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道, 天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正, 但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议, 仅供阅读者参考, 不构成对证券买卖的出价或询价, 也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果, 概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有, 为非公开资料, 仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权, 任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-82709089 邮编: 518041