



中报业绩略超预期，维持买入

买入维持

目标价： 72-84 元

事件：

- **公司发布上半年经营数据：**上半年共实现营业收入 2.8 亿元，同比增长 73.8%；归属于母公司净利润 8930 万，同比增长 64.24%，对应 EPS 为 0.82，基本符合我们在中报前瞻中对其 63%净利润增速的预测。

对此，我们点评如下：

- **收入增长略超预期，下半年终端网点数还将快速增加：**分产品看，拳头产品蛋白粉/维生素/矿物质系列产品贡献 1 个亿收入，同比增长 91%，且由于去年底涨价因素以及上半年采用了一些原来库存的原材料双重因素，导致此类产品毛利率在今年上半年原料成本普涨的情况下，较去年同此上升 2.1 个百分点。此外，从收入分地区增长看，西北、华北、东北地区分别增长 177%、93.4%、93.1%，这一态势也符合今年在全国拓展渠道网点的经营思路，预计年底终端网点数可达 2 万个。
- **上半年净利润增速低于收入增速主要由于本次费用率高于去年同期 9.3 个点：**去年年底由于计划签约姚明，因此公司有意在上半年控制了品牌推广费，导致去年营销费用呈现出前低后高的态势。而今年上半年品牌推广费已达 12.6%。目前对于下半年的营销活动公司已经做了安排，预计全年费用率将保持这一水平。
- **项目储备丰富，为产品更新做足准备：**上半年公司拥有营养素补充剂和保健食品批准证书 39 项，在途申请待批的新产品 50 余项，为公司未来产品更新换代、产品线继续扩张打下良好的基础。
- **上调盈利预测：**预计 2011-2013 年收入分别为 5.6 亿元（YOY62%）、8.8 亿元（YOY57%）和 13.6 亿元（YOY54%），分别调高 7.6%、4.7% 和 4.8%；归属母公司净利润分别为 1.7 亿元（YOY85%）、2.6 亿元（YOY50%）、3.9 亿（YOY54%），上调幅度为 8.3%。维持“买入”评级，年内目标价 72-84 元。

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	205.29	346.08	559.77	880.30	1358.41
YOY	44.72%	68.58%	61.75%	57.26%	54.31%
净利润	52.17	92.11	170.31	269.9	419.5
YOY	95.37%	76.54%	84.91%	58.5%	55.4%
EPS（元）	0.477	0.842	1.557	2.468	3.836

食品饮料行业

联系人：

苏青青

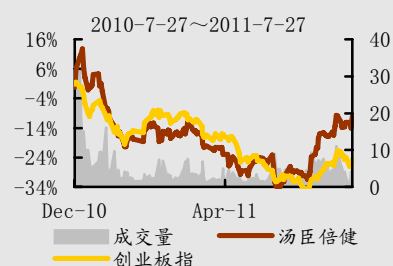
电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

郇彬（S1180511050001）

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110331	1744	
20101231	1270	
20101214	500	

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源：港澳资讯

相关研究

1 《汤臣倍健（300146）宏源证券-公司研究-汤臣倍健：朝阳行业，黑马现身-300146-食品饮料-苏青青》，2011.7

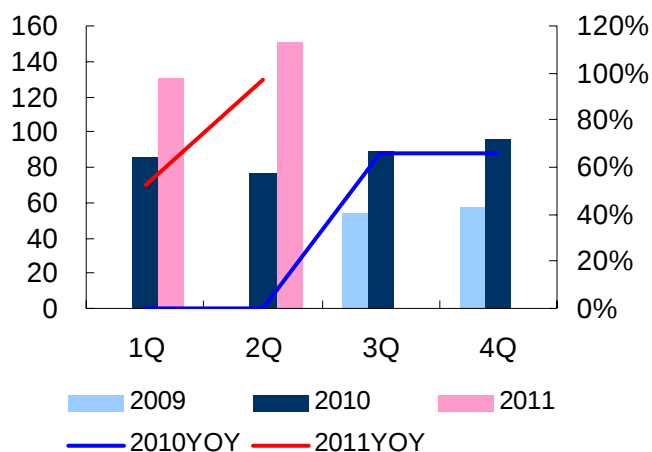
图 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比及点评

	1H10	1Q11	1H11	同比 变化	环比 变化	变化原因及点评
营业收入(百万元)	162	130	281	74%	16%	终端网点加速复制, 符合预期
-营业成本	37%	36%	36%	-0.2	-1.3	1, 今年上半年用了一些去年库存原材料; 2, 蛋白质去年底涨价
=毛利	64%	64%	64%	-0.05	1.3	
-营业税金及附加	1.1%	1.1%	1.2%	0.1	0.0	
-销售费用	14.6%	24.3%	23.9%	9.3	2.5	上半年品牌推广费 12.6% (去年前低后高)
-管理费用	7.1%	5.8%	6.7%	-0.4	-1.9	业务人员增加所致
-财务费用	0.1%	-5.4%	-5.8%	-5.9	-0.5	募集资金定期存款利息增加
-资产减值损失	0.4%	0.9%	0.4%	0.0	0.1	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+营业外收支	0.1%	0.1%	0.5%	0.4	0.1	上半年收到 130 万政府补贴
=利润总额	40.1%	37.1%	37.7%	-2.4	1.3	
-所得税费用	6.4%	5.7%	5.8%	-0.6	0.1	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	33.7%	31.5%	31.9%	-1.9	1.2	

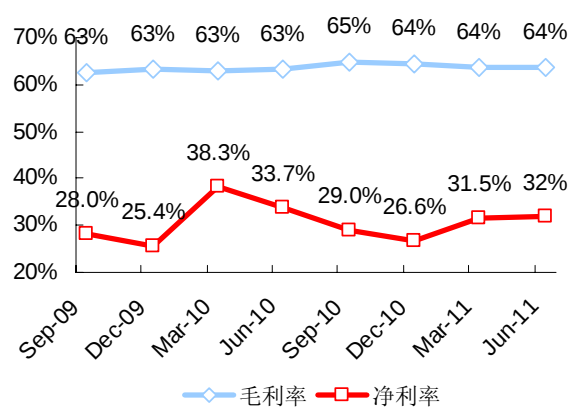
注：同比变化指同比去年上半年的各比率的变化；

环比变化指今年上半年环比今年一季度各项比率的变化

资料来源：wind，宏源证券研究所

图 2：分季度收入及同比增速（百万元）


资料来源：宏源证券研究所

图 3：分季度毛利率及净利率变化走势图


资料来源：宏源证券研究所

图 4：分产品盈利预测表

		2008	2009	2010	1H2011	2011E	2012E	2013E
蛋白质/维生素/矿物质	收入（百万）	44	61	121	101	200	325	521
	YOY	137%	39%	98%	91%	65%	63%	60%
	成本（百万）	18	24	45	39	90	163	260
	YOY		36%	89%		99%	81%	60%
	毛利率（%）	60%	61%	63%	62%	55%	50%	50%
补钙及骨骼健康	收入（百万）	22	33	54	41.4	83	124	183
	YOY	186%	50%	64%	53%	53%	50%	48%
	成本（百万）	8	12	17	15	33	50	73
	YOY		43%	45%		92%	50%	48%
	毛利率（%）	62%	64%	68%	63%	60%	60%	60%
心脑血管健康	收入（百万）	11	15	21	16.3	32	49	78
	YOY	108%	36%	40%	60%	50%	55%	60%
	成本（百万）	6	7	10	8	14	22	34
	YOY		21%	46%		48%	52%	56%
	毛利率（%）	50%	56%	54%	51%	54%	55%	56%
女性健康	收入（百万）	16	28	41	44.1	82	131	210
	YOY	59%	75%	46%	108%	100%	60%	60%
	成本（百万）	5	8	12	14	25	39	63
	YOY		75%	46%		100%	60%	60%
	毛利率（%）	70%	70%	70%	69%	70%	70%	70%
婴幼儿/儿童/青少年健康	收入（百万）	16	21	39	30.6	62	100	150
	YOY	59%	31%	86%	80%	60%	60%	50%
	成本（百万）	6	8	14	12	16	32	60
	YOY		28%	89%		9%	105%	88%
	毛利率（%）	63%	64%	63%	60%	75%	68%	60%
男性健康	收入（百万）	3	5	9	5.7	13	23	34
	YOY	160%	67%	80%	32%	40%	80%	50%
	成本（百万）	1	1	2	2	3	6	8
	YOY		43%	74%		40%	80%	50%
	毛利率（%）	70%	74%	75%	63%	75%	75%	75%
草本植物健康产品	收入（百万）	12	18	24	15.9	31	41	53
	YOY	115%	50%	33%	31%	30%	30%	30%
	成本（百万）	5	7	10	6	12	16	21
	YOY		46%	39%		29%	30%	30%
	毛利率（%）	60%	61%	60%	63%	60%	60%	60%
功能性健康产品	收入（百万）	16	22	33	23.2	53	82	123
	YOY	85%	38%	50%	58%	60%	55%	50%
	成本（百万）	6	8	11	8	17	27	41
	YOY		33%	41%		58%	55%	50%
	毛利率（%）	63%	64%	67%	67%	67%	67%	67%
膳食营养	收入（百万）	140	203	342	278	555	874	1351

补充剂	YOY		45%	68%		62%	58%	55%
	成本（百万）	54	75	122	103	211	354	561
	YOY		39%	63%		73%	68%	58%
	毛利率（%）	62%	63%	64%	63%	62%	59%	58%
品牌使用及管理费	收入（百万）	0	1	2.45	2.4	5	6	7
	YOY			145%		104%	20%	17%
	成本（百万）	0	0	0		0	0	0
	YOY							
其他业务	毛利率（%）	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	收入（百万）	1	0.79	1.3667		0	0	0
	YOY	753%	-21%	73%		20%	20%	20%
	成本（百万）	1	1	1		0	0	0
合计收入	YOY		-13%	66%				
	毛利率（%）	14%	4%	8%		7%	7%	7%
	收入（百万）	141	205	346	280	560	880	1358
	YOY		45%	69%		62%	57%	54%
	成本（百万）	55	75	123	103	211	354	561
	YOY		38%	63%		71%	68%	58%
	毛利率（%）	61%	63%	64%	63%	62%	60%	59%

资料来源：wind，宏源证券研究所

图 5：三张财务报表摘要

利润表					资产负债表				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	346	560	880	1358	货币资金	1498	1470	1609	1992
YOY	69%	62%	57%	54%	应收和预付款项	104	105	228	294
营业成本	123	211	338	532	存货	67	74	153	204
毛利	223	349	542	826	其他流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	64%	62%	62%	61%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	3	5	8	13	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产和在建工程	65	257	280	298
销售费用	86	137	194	272	无形资产和开发支出	6	5	4	4
% 营业收入	25%	25%	22%	20%	其他非流动资产	7	3	0	0
管理费用	28	36	53	82	资产总计	1746	1915	2274	2792
% 营业收入	8%	7%	6%	6%	短期借款	70	0	0	0
财务费用	-2	-30	-30	-33	应付和预收款项	51	70	110	158
% 营业收入	0%	-5%	-3%	-2%	长期借款	0	50	100	150
资产减值损失	0	0	0	0	其他负债	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	121	120	210	308
投资收益	0	0	0	0	股本	55	55	55	55
营业利润	107	200	318	494	资本公积	1421	1421	1421	1421
% 营业收入	31%	36%	36%	36%	留存收益	149	319	589	1008
营业外收支	0	0	0	0	归属母公司股东权益	1624	1795	2065	2484
利润总额	108	200	318	494	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	31%	36%	36%	36%	股东权益合计	1624	1795	2065	2484
所得税费用	16	30	48	74	负债和股东权益合计	1746	1915	2274	2792
净利润	92	170	270	420					
归属于母公司所有者的	92	170	270	420					
净利润									
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	55	36	282	427	毛利率	64%	62%	62%	61%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	32%	26%	25%	24%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	31%	30%	33%	34%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	33%	32%	36%	36%
固定资产投资	-48	-411	-416	-322	销售净利率	27%	30%	31%	31%
其他	-1921	0	0	0	ROE	6%	9%	13%	17%
投资活动现金流净额	-1969	-411	-416	-322	ROA	6%	9%	13%	16%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	107%	72%	64%	69%
股权融资	1865	0	0	0	销售收入增长率	69%	62%	57%	54%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	73%	60%	69%	60%
筹资成本	0	-43	-59	-84	EBITDA 增长率	73%	61%	75%	55%
其他	-6	0	0	0	净利润增长率	77%	85%	58%	55%
筹资活动现金流净额	1859	-43	-59	-84	总资产增长率	1107%	10%	19%	23%
现金净流量	37	-417	-192	21	股东权益增长率	1418%	10%	15%	20%
					经营营运资本增长率	341%	-7%	144%	26%
					流动比率	13.8	23.6	18.1	15.8
					速动比率	13.2	22.5	16.7	14.5
					应收账款周转率	25.5	23.6	25.2	24.4

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 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 4 月加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。