

持续超预期，又到买入时

买入维持

目标价：105 元

事件：

- **汤臣倍健发布 2011 年业绩预增公告：**预计 2011 年全年归属于上市公司股东净利润为 1.75 亿元-1.93 亿元，相比 2010 年全年 9210.6 万元的净利润，同比增长 90-110%。

对此，我们点评如下：

- **公司处于快速成长期，业绩兑现高增长预期：**我们一直强调，汤臣倍健良好的盈利模式可以确保公司不断成长，目前基数比较小给未来成长性提供了广阔空间。截止到目前为止，预计公司终端网点数在 2 万以上，相比较今年年初的 1.3 万个，网点数同比增长 50%以上。网点数大规模增长主要是公司给经销商客户形成了确定的赚钱效应，因此无论是渠道的广度、还是下沉的深度，都超过了公司给自己最初定的目标。
- **明年内部增长目标不低于 50%，我们认为业绩超预期的可能性依然很大：**公司内部有一个增长计划，预计未来三年每年增长速度不会低于 50%，但我们认为和目前基数相比，增速超预期的可能性依然很大。公司明年网点铺设计划为增至 2.7-2.8 万个，目前来看，一些前期谈判失败的客户（如国大、广州大润发、国药、海王星辰等）目前都与公司订立了合作协议。我们认为公司明年终端网点铺设速度会继续超预期，和全国 39 万个终端零售药店网点数相比，短期内丝毫不必担心成长瓶颈。
- **上调盈利预测：**预计 2011-2013 年收入分别为 6.58 亿、10.99 亿和 16.87 亿，YOY 分别为 90%、67%和 53%；归属于母公司净利润分别为 1.93 亿、3.27 亿和 5.09 亿，YOY 分别为 110%、68.7%和 56%。对应 EPS 分别为 1.77 元、2.99 元和 4.66 元。按 35X12PE 计算，合理价为 105 元，相比较目前 79.3 元的股价，还有 32%上涨空间，继续维持“买入”评级。
- **细分行业龙头，可以持续拿三年的票：**我们将公司竞争优势概况为以下几点：1，朝阳行业的龙头企业；2，盈利空间大+品牌知名度广，确保经销商可以赚钱，客户数量将不断变多；3，团队深耕行业多年，经验十分丰富；4，姚明代言+原料全球采购，确保产品质量。因此，在目前营收比较小的情况下，我们深信汤臣倍健是一个可以持续拿三年的票。

食品饮料行业

联系人：

苏青青

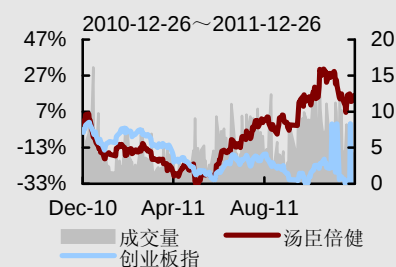
电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

邴彬 (S1180511050001)

市场表现



相关研究

- 1 《汤臣倍健（300146）宏源证券-动态点评-三季报业绩预增超预期-300146-食品饮料-苏青青》，2011.10
- 2 《汤臣倍健（300146）宏源证券-公司研究-汤臣倍健：“黄金”行业中的明星企业-300146-食品饮料-苏青青》，2011.8
- 3 《汤臣倍健(300146)* 宏源证券*中报点评*汤臣倍健：中报业绩略超预期，维持买入*300146*食品饮料行业*苏青青》，2011.7
- 4 《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

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	205.29	346.08	658.40	1099.45	1686.96
YOY	44.72%	68.58%	90.24%	66.99%	53.44%
净利润	52.17	92.11	193.59	326.61	509.88
YOY	95.37%	76.54%	110.18%	68.71%	56.11%
EPS (元)	0.477	0.842	1.770	2.987	4.662

图 1：三张财务报表预测摘要

利润表					资产负债表				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	346	658	1099	1687	货币资金	1498	1446	1630	2061
YOY	69%	90%	67%	53%	应收和预付款项	104	144	277	377
营业成本	123	250	427	667	存货	67	101	186	261
毛利	223	408	672	1020	其他流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	64%	62%	61%	60%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	3	6	10	16	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	161	242	337	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	43	66	101	资产总计	1746	1956	2377	3001
% 营业收入	8%	7%	6%	6%	短期借款	70	0	0	0
财务费用	-2	-30	-30	-34	应付和预收款项	51	88	132	197
% 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	138	232	347
投资收益	0	0	0	0	股本	55	55	55	55
营业利润	107	228	384	600	资本公积	1421	1421	1421	1421
% 营业收入	31%	35%	35%	36%	留存收益	149	342	669	1179
营业外收支	0	0	0	0	归属母公司股东权益	1624	1818	2145	2654
利润总额	108	228	384	600	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	31%	35%	35%	36%	股东权益合计	1624	1818	2145	2654
所得税费用	16	34	58	90	负债和股东权益合计	1746	1956	2377	3001
净利润	92	194	327	510					
归属于母公司所有者的	92	194	327	510					
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%	61%	60%
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%	32%	34%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	33%	32%	35%	35%
固定资产投资	-48	-411	-416	-322	销售净利率	27%	29%	30%	30%
其他	-1921	0	0	0	ROE	6%	11%	15%	19%
投资活动现金流净额	-1969	-411	-416	-322	ROA	6%	10%	15%	19%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	107%	84%	70%	77%
股权融资	1865	0	0	0	销售收入增长率	69%	90%	67%	53%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	73%	86%	79%	60%
筹资成本	0	-43	-59	-84	EBITDA 增长率	73%	85%	84%	55%
其他	-6	0	0	0	净利润增长率	77%	110%	69%	56%
筹资活动现金流净额	1859	-43	-59	-84	总资产增长率	1107%	12%	22%	26%
现金净流量	37	-417	-192	21	股东权益增长率	1418%	12%	18%	24%
					经营营运资本增长率	341%	32%	110%	34%
					流动比率	13.8	19.2	15.8	13.7
					速动比率	13.2	18.1	14.4	12.4
					应收账款周转率	25.5	21.7	25.6	24.3

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 年加盟宏源证券研究所。**推介成绩:** 在 2011 年 6 月 13 日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达 40%; 成功在 57 元时推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达 55%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在 58-64 元, 股价表现与分析结论一致; 近期成功挖掘酒鬼酒的投资机会。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiahong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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。