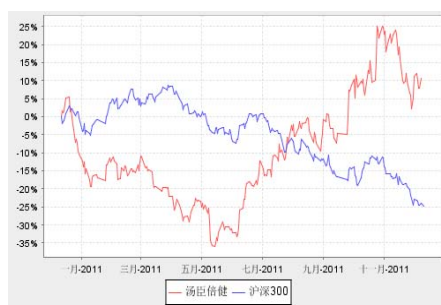


汤臣倍健 (300146.SZ)
公司 2011 年业绩预增 90%-110%

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **86.1-102.5**
 分析师
 胡德军
 S0740511070005
 021-20315083
 hudj@r.qlzq.com.cn
 2011 年 12 月 26 日

基本状况

总股本(百万股)	109.36
流通股本(百万股)	37.16
市价(元)	78.86
市值(百万元)	8624.13
流通市值(百万元)	2930.37

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	205.29	346.08	612.60	971.53	1,482.28
营业收入增速	44.72%	68.58%	77.01%	58.59%	52.57%
净利润增长率	95.37%	76.54%	105.52%	57.48%	45.77%
摊薄每股收益(元)	1.27	1.68	1.73	2.73	3.97
前次预测每股收益(元)	1.27	1.68	1.85	2.98	4.48
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	89.05	39.57	25.13	17.24
PEG	0.00	1.16	0.38	0.44	0.38
每股净资产(元)	2.61	29.71	30.71	34.00	38.79
每股现金流量	1.02	1.00	2.50	2.81	3.78
净资产收益率	48.76%	5.67%	6.80%	9.67%	12.35%
市净率	0.00	5.05	2.23	2.01	1.77
总股本(百万股)	41.00	54.68	109.36	109.36	109.36

备注: 市场预测取 聚源一致预期

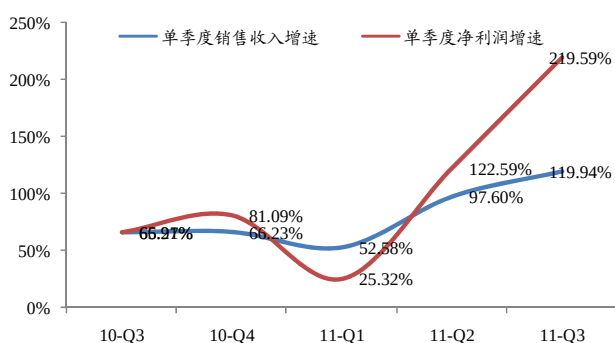
投资要点

- 公司 2011 年 12 月 27 日发布 2011 年业绩预告, 预计公司 2011 年营业利润为 17500 万元-19340 万元, 同比 2010 年 90%-110%, 对应公司 EPS 区间为 1.60-1.78 元; 公司 2011 年前三季度实现 EPS 为 1.35 元, 预计四季度单季度实现 EPS 约为 0.25-0.43 元, 全年业绩保持高速增长, 四季度业绩略低于三季度;
- 从公司全年业绩来看, 公司 2011 年销售实现了快速增长, 根据目前公司经营情况分析, 全年终端覆盖超过 2 万个, 新增终端超过 6000 个, 和我们之前预期基本一致, 我们预计公司四季度销售收入依然保持快速增长, 而利润增速有所放缓的原因可能归结于以下几点:
 - 公司前三季度基本已到达全年销售目标, 整个营销市场开拓节奏适当放缓, 营销团队也逐渐将注意力转移到对 2012 年新的考核任务上; 同时公司在四季度公司也逐渐整顿营销渠道, 对市场一些违规行为进行清理和整顿, 保证渠道畅通以及公司销售款项能够及时追回;
 - 2012 年春节较早, 公司四季度的营销推广计划也适时提前, 约比往年早了近一个月, 也就是在 11 月份开始进行大规模促销和广告宣传, 因此大力推广的营销费用在一定程度上比前三季度有所增加, 预计对单季度净利润有所侵蚀;
 - 公司四季度抓紧营销推广的同时, 及时将一些挤压的存货进行及时清理, 确保未来渠道存货带来的销售不畅和市场风险, 保障产品价格和品牌力;
- 我们对公司把握还是居于未来营销渠道快速扩张和以姚明为首的广告推广带来的品牌力不断增长, 其中我们着重强调的是姚明的品牌力在未来三年都将极具号召力, 而作为一个新品牌以及市场的开拓者, 品牌力意味着产品质量和信誉保证, 而目前姚明依然国内最好的形象代言人, 兼具健康和明星效应, 因此

我们继续看好未来品牌力提升带来的销售放量；

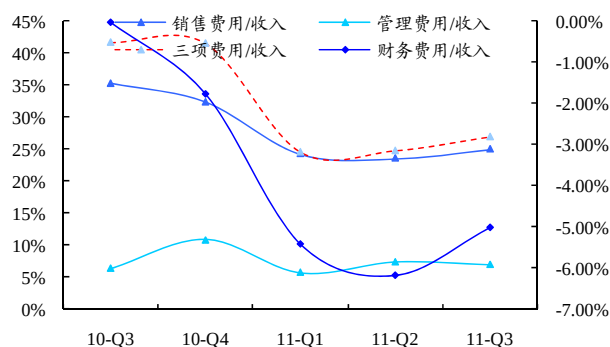
- 从区域分析，公司横向拓展依然极具潜力，目前公司近 60% 的销售来自于华南和华东地区，而华中、华北、西南和华南等都刚刚起步，我们认为外部资源目前公司依然处于开拓阶段，商业资源还有待开发，公司大量超募资金为未来区域扩张提供了资金保障；
- 考虑到公司对目前产能状况和对今年整个经营的统筹安排，我们适度的调节盈利预测，预计公司 2011-13 年的营收分别为 6.13 亿元、9.72 亿元和 14.82 亿元；净利润分别为 1.89 亿元、2.98 亿元和 4.35 亿元，同比分别增长 105.52%、57.48% 和 45.77%，实现每股收益分别为 1.73 元、2.73 元和 3.97 元；维持目标价 86.09-102.5 元/股，继续维持“买入”评级。

图表 1：公司三季度销售和利润增收情况



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：公司销售费用率情况



来源：齐鲁证券研究所

附表 1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	142	205	346	613	972	1,482
增长率	112.20%	44.7%	68.6%	77.0%	58.6%	52.6%
营业成本	-56	-76	-123	-224	-345	-526
% 销售成本	39.7%	36.8%	35.5%	36.5%	35.5%	35.5%
毛利	86	130	223	389	627	956
% 销售毛利	60.3%	63.2%	64.5%	63.5%	64.5%	64.5%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-6	-10	-15
% 销售税金	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-30	-46	-86	-147	-235	-358
% 销售费用	21.0%	22.3%	24.8%	24.0%	24.2%	24.1%
管理费用	-18	-20	-28	-53	-82	-125
% 销售费用	12.8%	9.9%	8.0%	8.6%	8.4%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	36	62	106	183	300	458
% 销售 EBIT	25.7%	30.0%	30.7%	30.0%	30.9%	30.9%
财务费用	0	0	2	39	50	53
% 销售财务	0.0%	0.1%	-0.4%	-6.4%	-5.2%	-3.6%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	0	0
% 税前利润	—	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	35	61	107	222	350	511
营业利润率	24.6%	29.9%	31.0%	36.3%	36.1%	34.5%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	34	61	108	223	351	511
利润率	24.3%	29.9%	31.2%	36.4%	36.1%	34.5%
所得税	-8	-9	-16	-33	-53	-77
所得税率	22.5%	15.0%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	27	52	92	189	298	435
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	27	52	92	189	298	435
净利率	18.8%	25.4%	26.6%	30.9%	30.7%	29.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	27	52	92	189	298	435
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	4	7	5	6	7
非经营收益	1	0	0	1	1	1
营运资金变动	-4	-15	-45	32	-51	-100
经营活动现金净流	25	42	55	227	255	343
资本开支	15	32	79	21	20	20
投资	-6	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-21	-32	-79	-21	-20	-20
股权募资	0	7	1,436	1,062	0	0
债权募资	9	3	58	-70	-70	-70
其他	0	0	-7	-1	-92	-1
筹资活动现金净流	9	10	1,487	991	-162	-71
现金净流量	14	20	1,463	1,197	72	251

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	21	41	1,504	2,701	2,773	3,024
应收账款	8	9	16	24	37	57
存货	17	33	67	92	141	216
其他流动资产	5	9	89	61	103	185
流动资产	51	92	1,676	2,877	3,055	3,481
% 总资产	65.9%	61.9%	95.6%	96.9%	96.6%	96.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	20	46	65	81	96	110
% 总资产	25.6%	30.7%	3.7%	2.7%	3.0%	3.1%
无形资产	7	11	13	12	11	11
非流动资产	26	57	78	93	108	122
% 总资产	34.1%	38.1%	4.4%	3.1%	3.4%	3.4%
资产总计	77	149	1,754	2,971	3,162	3,602
短期借款	9	12	70	0	0	0
应付账款	20	26	51	81	128	193
其他流动负债	6	5	8	104	21	32
流动负债	35	42	129	185	149	225
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	35	42	129	186	149	225
普通股股东权益	42	107	1,624	2,785	3,083	3,518
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	77	149	1,754	2,971	3,232	3,742

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.890	1.272	1.684	2.087	3.287	4.792
每股净资产 (元)	1.409	2.610	29.707	30.712	33.999	38.791
每股经营现金净流 (元)	0.845	1.021	0.999	2.505	2.808	3.779
每股股利 (元)	0.000	0.000	1.000	1.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	63.17%	48.76%	5.67%	6.80%	9.67%	12.35%
总资产收益率	34.59%	34.91%	5.25%	6.37%	9.22%	11.61%
投入资本收益率	93.41%	67.29%	47.59%	185.37%	82.30%	78.91%
增长率						
营业总收入增长率	112.20%	44.72%	68.58%	77.01%	58.59%	52.57%
EBIT 增长率	112.98%	69.34%	72.48%	72.52%	63.55%	52.68%
净利润增长率	120.22%	95.37%	76.54%	105.52%	57.48%	45.77%
总资产增长率	71.67%	93.57%	1073.53%	69.39%	6.46%	13.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.6	13.6	10.8	11.7	11.4	11.5
存货周转天数	103.9	121.9	149.2	149.2	149.2	149.2
应付账款周转天数	52.0	41.3	43.7	46.4	45.9	44.3
固定资本周转天数	34.6	58.3	54.1	37.3	27.3	19.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.55%	-27.18%	-88.26%	-96.98%	-89.95%	-85.97%
EBIT 利息保障倍数	654.2	370.1	-70.3	-4.7	-6.0	-8.7
资产负债率	45.24%	28.39%	7.37%	6.25%	4.62%	6.01%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308