

评级：强烈推荐（维持）

食品饮料

点评报告

证券研究报告

李镜池 S1030209080561

联系人：晁岱秀 S1080110100006

电 话：0755-82485059

邮 件：chaodaixiu@fcsc.cn

交易数据

上一交易日股价(元/股): 79.30
 总市值(百万元): 8672.25
 流通股本(百万股): 37.16
 流通股比率(%): 34%

资产负债表摘要(09/11)

股东权益(百万元): 1717.43
 每股净资产(百万元): 15.70
 市净率(%): 5.05
 资产负债率(%): 4.4

公司股价近一年走势

相关报告

《汤臣倍健(300146)-两翼齐发育 雏鹰展翅》-20110620

《汤臣倍健(300146)-二季度同比增长 90%~140%业绩大幅超预期》-20110624

《汤臣倍健(300146)-未来五年可保持持续、健康、快速增长》-20110728

《汤臣倍健(300146)-未来5年保持50%以上增长 目标价90~100元》-20110901

《汤臣倍健(300146)-业绩继续给力，再次上调全年业绩》-20111024

汤臣倍健（300146）
——得天时地利人和者 得天下
事件：

公司发布 2011 年年度业绩预告，归属上市公司股东的净利润为 1.75~1.93 亿元，同比增加 90%~110%，EPS 为 1.61~1.77 元，符合我们之前的预期。

要点：

- **2011 年净利润同比增长 90%~110%，符合预期** 随着公司销售渠道的深度与广度建设不断加强、品牌影响力进一步的提升，2011 年年度公司主营的膳食营养补充剂的销售业绩继续保持持续、健康、快速的增长势头，销售收入较去年同期大幅提升，导致了公司 2011 年年度的业绩较去年同期大幅增加。我们认为公司得天时地利人和，未来 5 年可保持 50%以上增长。
- **天时：**①人口老龄化的加剧和生活水平的提升，促使消费者追求健康生活的热情高涨，但健康知识匮乏，才有张悟本之辈在国内的狂热炒作。②《医学科技发展“十二五”规划》首次将“治未病”写入规划，将加强保健食品的产品开发和知识宣传。③终端药店卖保健食品的热情进入火热状态。新医改以来，药店在药品销售方面几乎零利润，急需保健食品的销售增加盈利。
- **地利：**①国内膳食营养补充剂在药店、商超、专卖店等传统渠道的行业竞争格局尚未形成，各企业仍处在跑马圈地的发展阶段。②国内保健食品入市实行“审批制”，国内产品审批需要 2 年以上，外资产品的审批长达 5 年，在一定程度上限制了国际巨头在国内的发展，且短期内审批政策不会改变。③“审批制”有利于国内龙头的市场占有率的提升，美国的“备案制”导致龙头 NBTY 的市场份额也只有 6.5%，国内的“审批制”有利于先进入者和批文较多的企业。
- **人和：**①管理层和销售人员持有公司股权，并有从事保健食品销售的丰富经验。②战略规划清晰明确。公司未来规划详尽细致，操作性强，从公司的品牌推广规划就可看出。③员工执行力强，后勤人员与销售人员的同样热情四射，快乐工作成为公司文化主旋律。④刘璇、姚明先后入驻汤臣倍健，与公司共同实施品牌推广计划。⑤加强对消费者的服务，2011 年为公司的服务元年，从销售终端的专业营养顾问、健康快车的全国义诊，到搭建顾客网络信息平台、专卖店一对一的真情服务，加强与消费者心与心的沟通。



- **渠道建设快于预期 业绩继续超预期** ①销售终端(以药店、药妆店为主)预计到 2011 年底将达到 2 万家,比预期的 1.8 万家多了 2000 家。而全国有药店 39 万家和商超 12 万家,公司产品进驻的比例仅有 5%和 1.3%,仍有巨大的发展空间,未来 5 年销售终端达到 5~8 万家并非难事。②连锁营养中心到 2011 年年底预计将达到 400 多家,公司长远规划超过 3000 家才算有一定的规模效应。③开辟新的销售渠道,2011 年开始探索特殊销售渠道,并在淘宝开设官方旗舰店,为未来高增长开辟新的动力。④尚有超募资金 7.9 亿元,可用于业务扩展与收购兼并。⑤由于公司股本较小,流动性较差,我们认为未来股本扩张的可能性较大。
- **维持“强烈推荐”** 本着谨慎的原则,给予 11~13 年的 EPS 分别为 1.76(45X)、2.65 (30X)、4.33 (18X) 的预测。我们认为公司 PE 未来可维持在 38~40 倍,以 12 年 EPS 计算,未来 12 月的合理股值在 100~106 元,维持“强烈推荐”。
- **风险:** 行业发生食品安全事件;宏观经济的恶化

单位:百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	205.3	346.1	684.8	1,091.5	1,736.9
同比 (%)	44.7%	68.6%	97.9%	59.4%	59.1%
营业毛利	129.8	223.1	430.6	693.9	1,109.1
同比 (%)	51.7%	71.9%	93.0%	61.1%	59.8%
归属母公司净利润	52.2	92.1	192.8	289.9	473.9
同比 (%)	95.4%	76.5%	109.3%	50.4%	63.5%
总股本 (亿股)	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09
每股收益 (元)	0.48	0.84	1.76	2.65	4.33
ROE	48.8%	5.7%	10.9%	14.1%	18.8%
P/E (倍)	166	94	45	30	18

数据来源:公司公告 第一创业研究所整理



图 1: 日本的年人均消费量为我国的 20 倍

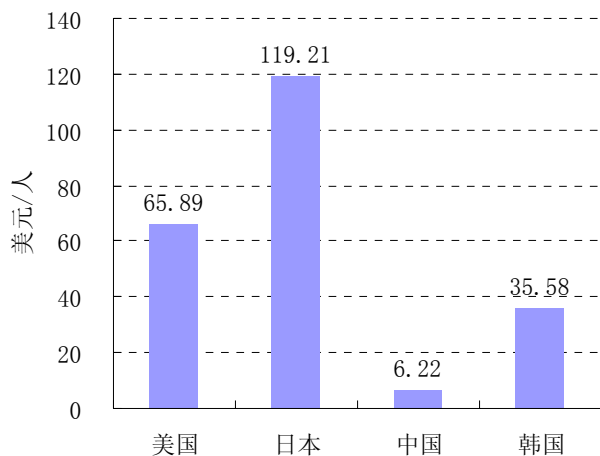
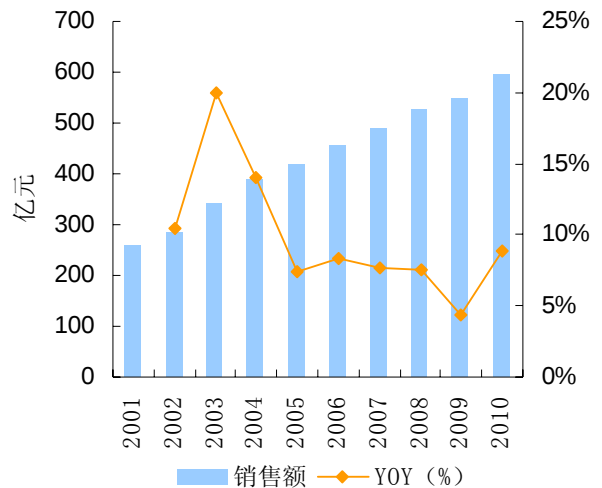


图 2: 我国膳食营养补充剂的销售额已接近 600 亿元

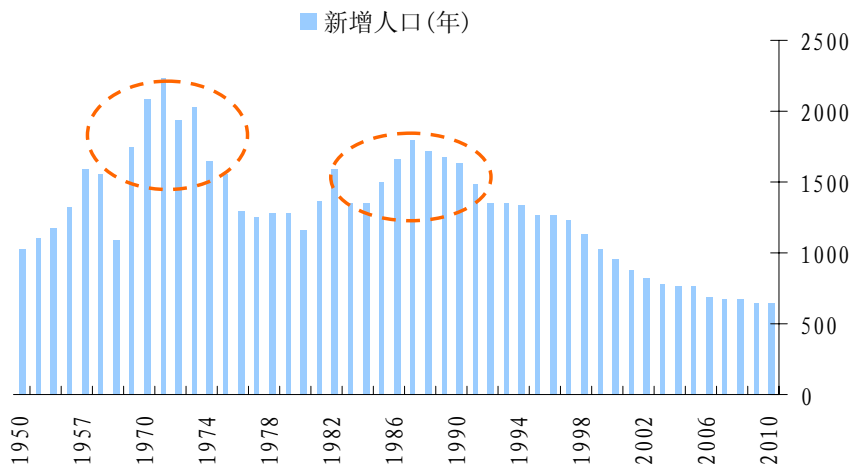


数据来源: Euromonitor2011 第一创业研究所

数据来源: 欧瑞国际 第一创业研究所

图 3: 我国 70 年左右的人口高峰已进入 40 岁门槛

单位: 万人



数据来源: wind 第一创业研究所

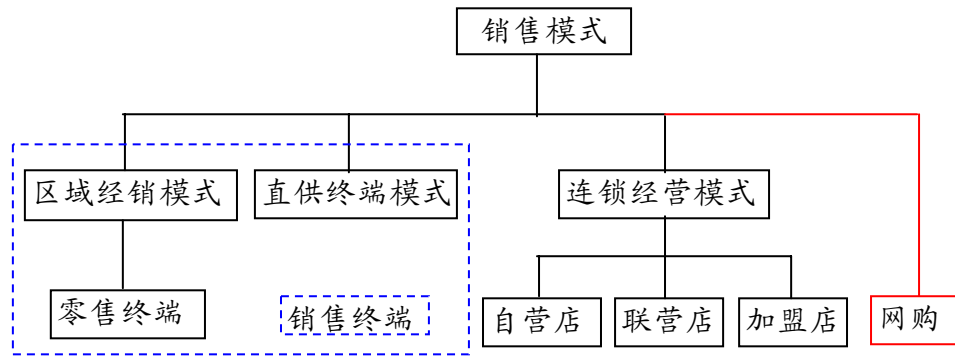
表 1: 汤臣倍健 2010 年排名上升 39 位进入前 10

排名	品牌	市场份额 (%)			产品	销售模式
		2009	2010	增减		
1(0)	安利纽崔莱	15.9	16.2	0.3	蛋白粉、维生素等膳食营养补充剂	直销
2(0)	无限极	3.2	3.7	0.5	以灵芝、人参等为原料制作的口服液	直销
3(↑ 2)	完美	2.2	2.8	0.6	低聚糖为原料的产品	直销
4(↓ 1)	东阿阿胶	2.7	2.6	-0.1	以阿胶为主	非直销
5(↑ 4)	国珍	1.8	2.3	0.5	松花粉等膳食营养补充剂	直销
6(↑ 5)	瑞年国际	1.5	2.2	0.7	氨基酸片、氨基酸口服液	非直销
7(↓ 2)	天狮	1.9	1.9	0	多种维生素, 枸杞、枣等口服液	直销
8(↓ 2)	脑白金	1.7	1.7	0	脑白金、黄金搭档	非直销
9(↑ 12)	金日	1.7	1.7	0	西洋参、燕窝、蜂产品	非直销
10(↑ 39)	汤臣倍健	1	1.5	0.5	蛋白粉、维生素等膳食营养补充剂	非直销
19(0)	善存	0.7	0.6	-0.1	多种维生素	非直销

数据来源: Euromonitor2011 第一创业研究所

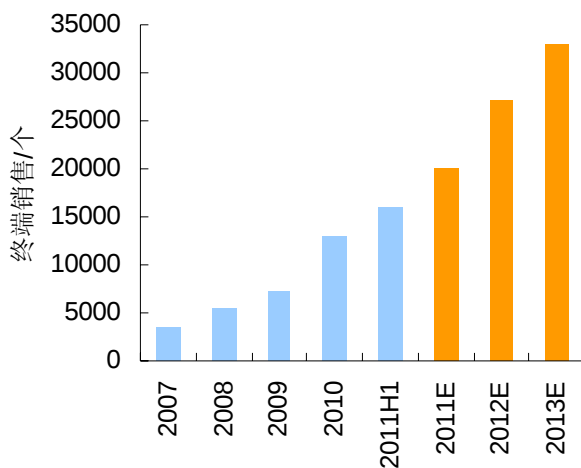


图 4：销售模式新增网购模式



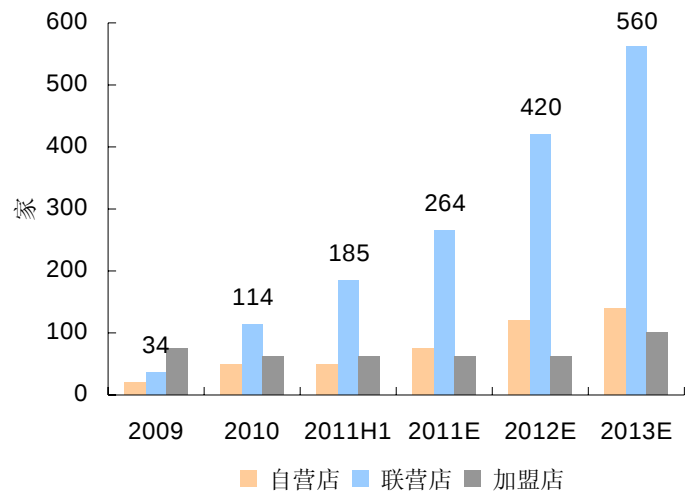
数据来源：公司公告 第一创业研究所

图 5：预计 2011 年底销售终端将达 2 万家



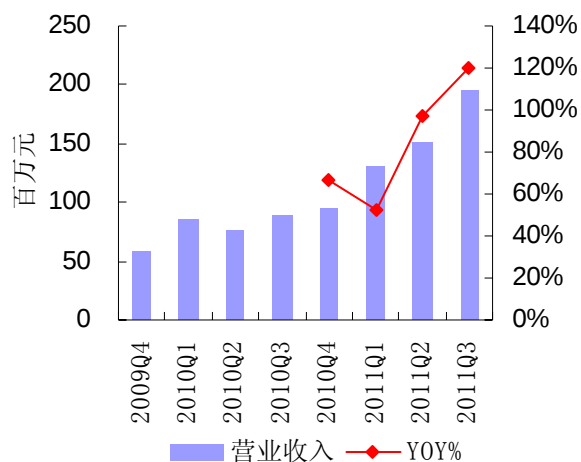
数据来源：公司公告 第一创业研究所

图 6：预计 2011 年底连锁营养中心将达 420 家



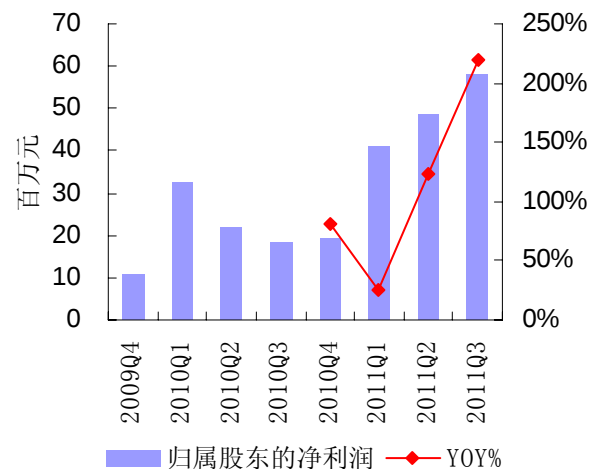
数据来源：公司公告 第一创业研究所

图 7：2011Q3 营业收入同比增长 120%



数据来源：公司公告 第一创业研究所

图 8：2011Q3 净利润同比增长 220%



数据来源：公司公告 第一创业研究所



主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,676.0	1,635.3	1,955.4	2,481.4	一、营业收入	346.1	684.8	1,091.5	1,736.9
货币资金	1,503.6	1,312.1	1,467.6	1,716.9	减: 营业成本	123.0	254.2	397.6	627.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	3.4	7.2	11.5	18.4
应收款项	13.6	44.9	72.7	115.5	销售费用	85.8	168.1	272.9	434.2
预付款项	87.6	132.4	190.9	299.6	管理费用	27.6	53.4	74.7	104.6
存货	67.1	138.4	216.6	342.0	财务费用	-1.5	-28.4	-9.0	-9.8
其他流动资产	4.1	7.5	7.5	7.5	资产减值损失	0.4	3.8	0.9	1.5
非流动资产	77.7	210.7	208.3	205.8	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	56.8	68.2	145.9	140.7	二、营业利润	107.5	226.5	342.9	560.2
在建工程	7.8	125.3	46.6	50.6	加: 营业外收入	1.1	3.0	3.1	3.3
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.6	2.0	4.3	4.9
无形及递延性资产	12.6	16.3	15.0	13.7	三、利润总额	107.9	227.5	341.7	558.6
其它非流动资产	0.5	0.8	0.8	0.8	减: 所得税费用	15.8	34.8	51.8	84.7
资产总计	1,753.6	1,845.9	2,163.6	2,687.2	四、净利润	92.1	192.8	289.9	473.9
流动负债	129.1	83.3	111.1	160.7	归属母公司净利润	92.1	192.8	289.9	473.9
短期借款	70.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	20.2	41.5	61.2	96.1	五、总股本(百万股)	109.4	109.4	109.4	109.4
预收帐款	20.1	15.5	21.6	34.0	EPS (元)	0.84	1.76	2.65	4.33
其它流动负债	18.9	26.2	28.4	30.6	主要财务比率				
非流动负债	0.2	0.2	0.2	0.2	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	68.6%	97.9%	59.4%	59.1%
其它非流动负债	0.2	0.2	0.2	0.2	营业毛利	71.9%	93.0%	61.1%	59.8%
负债合计	129.3	83.5	111.3	160.8	主业盈利	72.5%	89.9%	65.8%	64.8%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	母公司净利	76.5%	109.3%	50.4%	63.5%
股本	54.7	109.4	109.4	109.4	获利能力				
资本公积与其它	1,438.5	1,383.8	1,383.8	1,383.8	毛利率	64.5%	62.9%	63.6%	63.9%
留存收益	131.2	269.3	559.2	1,033.2	主业盈利/收入	30.7%	29.5%	30.7%	31.8%
股东权益合计	1,624.4	1,762.5	2,052.4	2,526.3	ROS	26.6%	28.2%	26.6%	27.3%
负债和股东权益	1,753.6	1,845.9	2,163.6	2,687.2	ROE	5.7%	10.9%	14.1%	18.8%
现金流量表					ROIC	5.4%	10.9%	14.1%	18.8%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	7.4%	4.5%	5.1%	6.0%
经营活动现金流	54.6	64.4	150.6	243.4	利息保障倍数	-60.9	-6.8	-32.2	-48.3
净利润	92.1	192.8	289.9	473.9	速动比率	12.43	17.88	15.58	13.27
折旧摊销	7.2	11.6	7.4	8.0	经营现金净额/当期债务	0.78	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
财务费用	0.5	-28.4	-9.0	-9.8	营运能力				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.20	0.37	0.50	0.65
营运资金变动	-44.9	-135.9	-137.7	-228.7	应收款天数	14.14	23.60	23.98	23.93
其它变动	-0.3	24.4	0.0	0.0	存货天数	196.42	196.04	196.10	196.09
投资活动现金流	-78.8	-129.1	-4.0	-4.0	每股指标 (元)				
资本支出	-78.8	-144.0	-4.0	-4.0	主业盈利/股本	0.97	1.85	3.06	5.05
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.50	0.59	1.38	2.23
其它变动	0.0	14.9	0.0	0.0	每股净资产	14.85	16.12	18.77	23.10
筹资活动现金流	1,486.7	-126.8	9.0	9.8	估值比率				
债务融资	58.0	-70.0	0.0	0.0	P/E	94.16	44.98	29.91	18.30
权益融资	1,435.6	0.0	0.0	0.0	P/B	5.34	4.92	4.23	3.43
其它变动	-6.9	-56.8	9.0	9.8	P/S	25.06	12.66	7.95	4.99
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	25.70	34.63	21.20	12.56
现金净增加额	1,462.5	-191.5	155.6	249.2					

数据来源: 公司公告 第一创业研究所整理

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.fcsc.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120