汤臣倍健 300146.SZ

全年利润预增 90%-110%

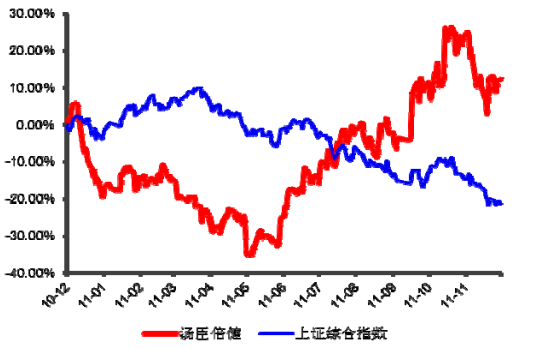
东方证券 ORIENT SECURITIES

证券分析师 李淑花
8621－63325888×6088
lishuhua@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860208110154

联系人 田加强
8621－63325888×6087
tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级	**买入** 增持 中性 减持（维持）
股价（2011 年 12 月 26 日）	79.30 元
目标价格	99.53 元
总股本/A 股（万股）	10936/10936
国家地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 12 月 27 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	346	627	969	1,321
同比(%)	69%	81%	55%	36%
归属母公司净利润	92	194	294	404
同比(%)	77%	110%	52%	38%
毛利率(%)	64.5%	64.0%	64.0%	64.0%
ROE(%)	5.7%	10.3%	13.6%	15.7%
每股收益(元)	0.84	1.77	2.69	3.69
P/E（倍）	94.15	44.80	29.53	21.47
P/B（倍）	5.34	4.63	4.00	3.37

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

事件

汤臣倍健公布 2011 年度业绩预增公告，今年全年公司实现归属于母公司净利润为 17500 万元-19342 万元，同比增幅为 90%-110%。

研究结论

- **全年利润高增长，四季度费用上升幅度较快。**公司全年收入和利润保持翻倍式增长，其中第四季度贡献净利润在 2726 万元-4568 万元，环比第三季度略有下降，这主要是因为费用环比上升明显，今年春节在 1 月份，年底各项活动均提前在 12 月份召开，是公司多笔费用确认的时点。
- **终端扩张仍处于较快阶段。**公司目前仍然维持较快的终端扩张速度，预计到今年年底零售终端将会超过 2 万个。产能方面，新厂区计划于今年春节前后试投产，明年 2 月~3 月有望正式投产，新厂达产后，公司产能将是现有产能的 2 倍-3 倍，缓解目前生产偏紧的局面。
- **发布《汤臣倍健国民健康报告》，占领行业研发制高点。**近日在国家发改委公众营养与发展中心指导下，公司和广东省营养学会联合发布了《汤臣倍健国民健康报告》，报告从近几年越来越常见的肥胖、骨质疏松、血管硬化这三个方面，对国人健康状况进行深入分析，未来这份报告将每年发布一次。我们认为这项活动对于指导公司产品研发、塑造公司在行业内的专业地位意义明显。我国最近一次综合性营养与健康状况调查是在 2002 年，此后十年国内经济和社会发展变化较快，但营养状况调查却没有及时跟上，数据的落后容易影响产品研发和市场针对性推广，公司此次能够分享自己的一手资料，一方面体现出企业的社会责任感，另一方面能够助其在消费者心中树立起专业的地位。
- **“全球营养体验之旅活动”正如火如荼，品牌营销值得关注。**公司于今年 6 月启动了“全球营养体验之旅”，经过两个月的选拔，挑选出两名具有良好专业知识的“全球营养体验大使”，于 11 月份前往公司位于美国、挪威、新西兰的原料生产基地，考察和体验公司产品的原料是如何生产的，全程网络动态跟踪，目前活动已经结束。我们认为类似这种营销活动对于塑造公司的品牌地位有积极的推动作用，公司在轻资产运营的情况下可以拿出更多的费用和精力去建设品牌，随着时间的积淀，品牌优势将成为竞争对手难以复制的壁垒。

风险提示：经营管理难以跟上业务增长 保健食品安全性风险

盈利预测： 我们根据公告小幅调整盈利预测，预计公司 2011-2013 年每股收益为 1.77 元、2.69 元和 3.69 元，得力于国内药店转型拉动，短期终端保持一定增长，而公司的品牌建设正逐步走向深入，这将树立起公司的长期竞争力。我们看好膳食营养补充剂未来得到更多国民认可，维持公司买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：公司财务预测表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,676	1,720	2,005	2,445
现金	1,504	1,567	1,753	2,096
应收账款	13	31	47	64
其它应收款	2	3	6	8
预付账款	88	23	35	48
存货	67	97	165	230
其他	2	-	-	-
非流动资产	78	248	296	301
长期投资	-	-	-	-
固定资产	57	142	255	247
无形资产	3	3	3	3
其他	18	104	38	52
资产总计	1,754	1,968	2,301	2,747
流动负债	129	96	135	176
短期借款	70	-	-	-
应付账款	20	37	58	78
其他	39	59	77	98
非流动负债	0	-	-	-
长期借款	-	-	-	-
其他	0	-	-	-
负债合计	129	96	135	176
少数股东权益	-	-	-	-
股本	55	109	109	109
资本公积	1,421	1,421	1,421	1,421
留存收益	149	342	636	1,040
归属母公司股东权益合计	1,624	1,873	2,166	2,570
负债和股东权益	1,754	1,968	2,301	2,747

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	55	209	223	314
净利润	92	194	294	404
折旧摊销	7	6	13	16
财务费用	(2)	(39)	(45)	(52)
投资损失	-	-	-	-
营运资金变动	(45)	48	(59)	(55)
其它	2	0	21	0
投资活动现金流	(79)	(176)	(82)	(23)
资本支出	(79)	(178)	(82)	(23)
长期投资	-	-	-	-
其他	0	2	-	-
筹资活动现金流	1,487	30	45	52
短期借款	58	(70)	-	-
长期借款	-	-	-	-
普通股增加	14	55	-	-
资本公积增加	1,412	-	-	-
其他	3	45	45	52
现金净增加额	1,463	63	187	343

利润表 单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	346	627	969	1,321
营业成本	123	226	349	476
营业税金及附加	3	6	9	13
营业费用	86	157	233	304
管理费用	28	50	78	106
财务费用	(2)	(39)	(45)	(52)
资产减值损失	0	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-
营业利润	107	228	346	475
营业外收入	1	-	-	-
营业外支出	1	-	-	-
利润总额	108	228	346	475
所得税	16	34	52	71
净利润	92	194	294	404
少数股东损益	-	-	-	-
归属于母公司净利润	92	194	294	404
EBITDA	113	195	313	439
EPS（元）	0.84	1.77	2.69	3.69

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	68.6%	81.1%	54.6%	36.3%
营业利润	75.1%	112.0%	51.7%	37.5%
归属于母公司净利润	76.5%	110.2%	51.7%	37.5%
获利能力				
毛利率	64.5%	64.0%	64.0%	64.0%
净利率	26.6%	30.9%	30.3%	30.6%
ROE	5.7%	10.3%	13.6%	15.7%
ROIC	5.3%	8.5%	11.8%	14.0%
偿债能力				
资产负债率	7.4%	4.9%	5.9%	6.4%
净负债比率				
流动比率	12.98	17.96	14.88	13.87
速动比率	12.46	16.94	13.66	12.56
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.34	0.45	0.52
应收账款周转率	32.61	27.86	24.29	23.07
应付账款周转率	8.35	7.86	7.36	6.99
每股指标（元）				
每股收益	0.84	1.77	2.69	3.69
每股经营现金流	0.50	1.91	2.04	2.87
每股净资产	14.85	17.12	19.81	23.50
估值比率				
P/E	94.2	44.8	29.5	21.5
P/B	5.3	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	64.2	37.2	23.1	16.5

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向

注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn