

中小盘+高送配+高成长=25X12PE?

买入维持

100 元

事件:

- **公司发布 2011 年年度经营数据:** 全年共实现营业收入 6.58 亿元, 同比增长 90%; 归属于母公司净利润 1.86 亿元, 同比增长 102%, 对应 EPS 为 1.71 元, 基本符合预期。10 派 10 转 10, **同时, 公司预计 2012 年第一季度净利润增长 40%-60%。**

对此, 我们点评如下:

- **产品力+渠道力提升成就公司高速增长:** 分产品看, 主力产品蛋白粉/维生素/矿物质系列产品销售突破 2.5 亿元, 同比增长 107.3%, 补钙及骨骼健康系列销售也突破了 1 亿元, 公司各个类型产品销售增速都非常明显, 表明公司成长不是偏重某一特定产品, 而是整体品牌力的提升。从分地区来看, 几乎所有的地区都实现了超过 75% 的增速, 多点开花, 表明公司在全国网店的布局战略相当成功。截止到 2011 年底, 公司网店终端已经超过 21000 个。
- **原料采购更加全球化, 产品储备更为丰富, 募投项目投产在即, 助力公司 2012 年高增长:** 2011 年度公司从国外采购主要原料的比例达到 73.35%, 较 2010 年度提高了 7.84 个百分点, 将来这一比例将继续提升; 2011 年公司拥有 41 项营养素补充剂和保健食品批准证书, 比上一年增加 13 项, 且储备项目达到 50 项; 公司生产车间新建项目即将于 2012 年 4 月投产, 释放产能。
- **净利率和 ROE 双双提升, 高送转表现公司雄心:** 公司董事会预案拟每 10 股派发 10 元, 以公积金每 10 股转增 10 股, 表现公司雄心壮志。
- **盈利预测、估值和投资建议:** 预计 2012-2014 年收入分别为 10.99 亿、16.87 亿和 25.1 亿元, YOY 分别为 67%、53%和 49%; 归属于母公司净利润分别为 3.17 亿、4.8 亿和 7.3 亿元, YOY 分别为 70%、52%和 52%。对应 EPS 分别为 2.9 元、4.4 元和 6.7 元。给予 100 元的第一目标价, 继续维持“买入”评级。

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	346.08	657.96	1099.45	1686.96	2508.97
YOY	68.58%	90.12%	67.10%	53.44%	48.73%
净利润	92.11	186.44	317.14	481.48	732.46
YOY	76.54%	102.41%	70.11%	51.82%	52.13%
EPS (元)	0.842	1.705	2.900	4.403	6.698

食品饮料行业

联系人:

苏青青

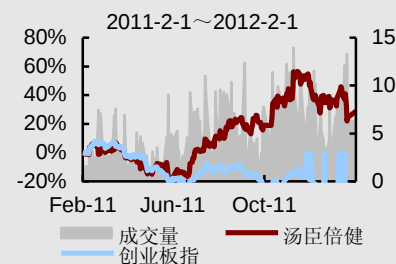
电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师:

郇彬 (S1180511050001)

市场表现



相关研究

- 1《汤臣倍健(300146) 宏源证券-公司研究-汤臣倍健: 汤臣倍健深度之三: 从碧生源说起-300146-食品饮料-苏青青》, 2012.1
- 2《汤臣倍健(300146) 宏源证券公司动态点评汤臣倍健: 持续超预期, 又到买入时 300146 食品饮料行业苏青青》, 2011.12
- 3《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
- 4《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

一、公司经营情况点评

1、产品力+渠道力提升，高增长命题已得到论证

产品力加上渠道力的建设一直是公司提升核心竞争力的关键,我们可以从两个角度来看公司无论在产品力,还是在渠道建设上都已经形成了一定的护城河,这将成为公司未来高成长的核心动力。

- ◆ **第一个角度：**各类产品百花齐放。公司所有产品都有大幅提升，多个主力产品正在形成，表明公司依靠整体品牌形象的提升来拉动销售，而非过多的偏重于某一产品，我们认为，这正是公司形象推广策略弱化具体产品，强调整体形象所要达到的目的。这种形象的提升是长久的，可持续性的，效仿的是国际巨头安利纽崔莱和 NBTY 等国际巨头。而只依靠单一产品红极一时的营销策略则更多以成长不可持续而告终，如国内的太阳神，红桃 K 等。

图 1：按类型分类各个产品销售收入增速（万元）

主营业务收入（按类型）	营业收入	营业收入比上年同期增减
蛋白质/维生素/矿物质系列	25,071.21	107.30%
补钙及骨骼健康系列	10,663.97	98.37%
心脑血管健康系列	3,668.87	78.29%
女性健康系列	7,014.03	69.90%
婴幼儿/儿童/青少年健康系列	6,769.63	71.95%
男性健康系列	1,176.20	36.29%
草本植物健康系列	3,442.36	42.49%
功能性健康系列	7,089.20	117.47%

资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

- ◆ **第二个角度：**各个地区多点开花。公司各个片区销售收入都大幅增加，在全国各个地区销售增速都达到 75%以上，表明公司渠道布局全面切具有全局性的效果。公司终端销售网点已经达到 21000 多个，在 2011 年增加了 8000 个，完成了预定目标。

图 2：按地区分类各个行政区域销售收入增速（万元）

地区	2011 年主营业务收入	2010 年主营业务收入	2011 年较 2010 年增减
东北	3,703.98	1,707.14	117%
华北	7,217.86	3,428.98	110%
华东	17,496.79	9,267.33	89%
华南	18,886.94	10,633.67	78%
华中	9,685.56	4,731.44	105%
西北	1,736.20	828.25	110%
西南	6,739.13	3,847.36	75%
合计	65,466.47	34,444.17	90%

资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

2、从原料到生产，制约公司增速瓶颈逐步打开

2011 年，公司无论从原料进口结构优化、新产品储备进展还是募投产能进度都取得了良好的成效，公司从原料到生产的管理进一步优化，产能释放具有爆发性和可持续性。

- ◆ **原材料进一步国际化:** 2011 年度公司从国外采购主要原料的比例达到 73.35%，较 2010 年度提高了 7.84 个百分点，将来这一比例将继续提升。
- ◆ **新产品储备进展顺利:** 截至 2011 年 12 月 31 日，公司拥有 41 项营养素补充剂和保健食品批准证书，较 2010 年底增加 13 项。除 17 项产品正在进入保健食品注册评审阶段外，公司尚有 30 多个营养素补充剂和保健食品生产技术项目处于开发实验阶段，并拟申请注册批准证书，同时有多个项目正处于研究阶段。公司新产品的开发将带来新的盈利增长点。
- ◆ **产能将在 2012 年释放:** 2011 年公司生产能力基本保证市场所需，募投项目之一的生产车间新建项目进展顺利，该项目已于 2011 年 6 月底封顶，预计将于 2012 年 4 月投产，为满足不断增长的市场需求提供生产保障。

3、从小公司成长为大公司，高送转表现公司管理层雄心

作为创业板公司，汤臣倍健是为数不多的真正兑现了高成长承诺的公司之一。2011 年公司拟以 2011 年末总股本 10,936 万股为基数，向全体股东每 10 股派发人民币 10 元现金（含税），以资本公积金每 10 股转增 10 股。预案实施后，公司总股本由 10,936 万股增至 21,872 万股。

公司抛出 10 送 10 转 10 的股利分配方案，充分体现了公司高层对于公司未来高成长的决心，公司又一家创业板小股本公司发展成为国内巨型企业是诚可期待之事。

二、公司财务数据点评

1、利润表项目及盈利能力分析

图 3：有关利润表各项目同比及环比变化对比及点评

	2010	1H2011	2011	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	346	281	658	90%	34%	公司实现高速增长，符合预期
-营业成本	36%	36%	36%	0.3	-0.6	
=毛利	64%	64%	64%	-0.3	0.6	公司成本控制较好，变动不大
-营业税金及附加	1.0%	1.2%	1.1%	0.2	-0.1	
-销售费用	24.8%	23.9%	27.5%	2.7	3.6	品牌推广费，销售人员大幅增加
-管理费用	8.0%	6.7%	7.8%	-0.2	1.1	管理人员大幅增加
-财务费用	-0.4%	-5.8%	-5.5%	-5.1	0.3	募集资金定期存款利息增加
-资产减值损失	0.1%	0.4%	0.2%	0.1	-0.2	
+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%	0.5%	0.4%	0.3	-0.1	
=利润总额	31.2%	37.7%	33.4%	2.2	-4.2	
-所得税费用	4.6%	5.8%	5.1%	0.5	-0.7	
-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	26.6%	31.9%	28.3%	1.7	-3.5	

注：同比变化指同比去年全年的各比率的变化；

环比变化指今年全年环比今年上半年各项比率的变化

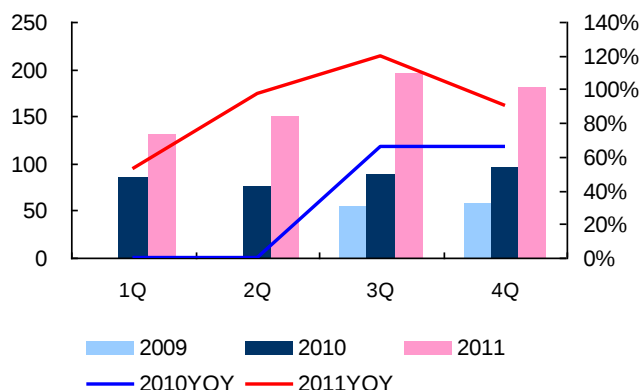
资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

图 4：剔除利息费用之后公司净利润 YOY 增速

单位：万元	2010	2011	YOY
归属于母公司净利润	9,210.59	18,643.51	102%
财务费用	-151.35	-3,638.87	
剔除财务费用之后的净利润	9081.94	15550.48	71%

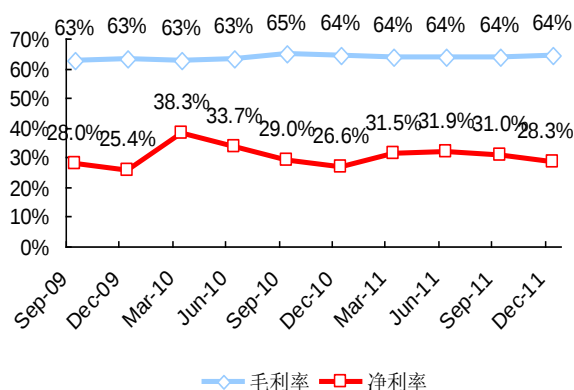
资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

图 5: 分季度收入及同比增速 (百万元)



资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 6: 分季度毛利率及净利率变化走势图



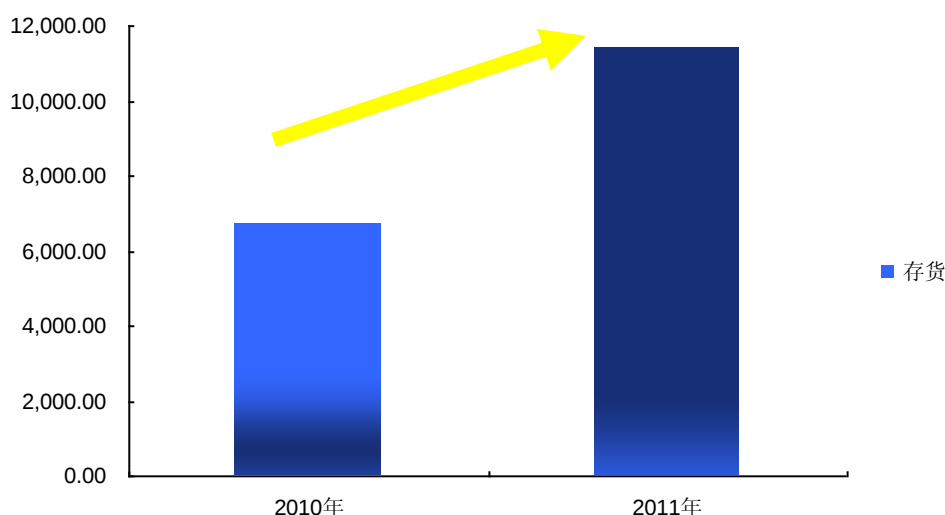
资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

2、资产负债表项目和现金流量表项目分析

存货方面: 我们认为公司存货的增长在合理范围之内, 不存在在产品积压滞销的情况。我们如此判断的理由如下:

- ◆ 公司销售收入增速 YOY 达到 90%, 存货变化幅度低于销售收入增速。
- ◆ 公司正处于扩张期, 恰逢临近春节, 公司需要有充足的备货以待销售旺季。我们实际了解到的情况是 2012 年临近农历新年, 公司产品供不应求, 出现断货、延迟发货的现象, 有待产能瓶颈的释放。

图 7: 公司 2011 年期末存货达到 1.14 亿, 较年初 6700 万变化幅度为 70%



资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

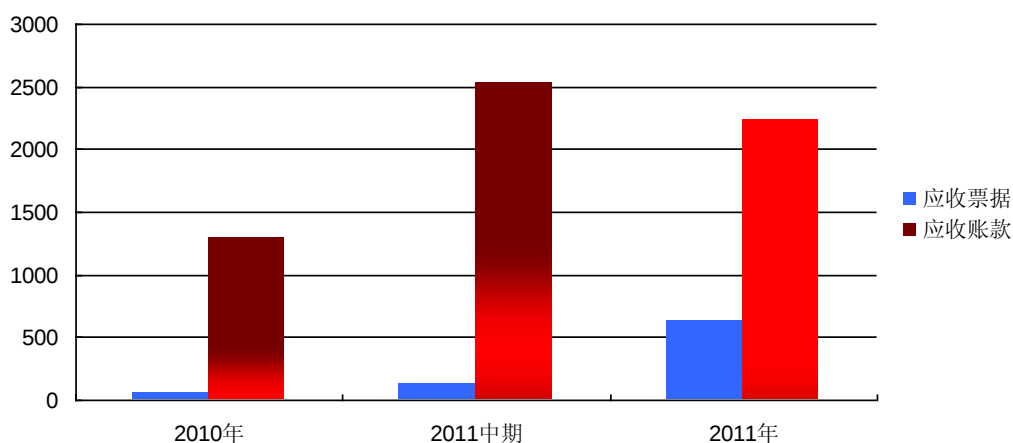
图 8：2011 年期末公司存货明细

单位：万元	2010/12/31	2011/12/31	变化幅度
产成品	3,477.00	7,078.00	104%
原材料	2,119.00	2,509.00	18%
半成品	505.00	785.00	55%
包装材料	372.00	537.00	44%
委托代销产品	157.00	268.00	71%
委托加工物资	27.00	131.00	385%
低值消耗品	53.00	113.00	113%
合计	6,710.00	11,420.00	70%

资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

应收项目：公司 2011 年年末较年初应收项目增长幅度较大，公司对下游和渠道的控制并不存在恶化的情况，我们的观点如下：

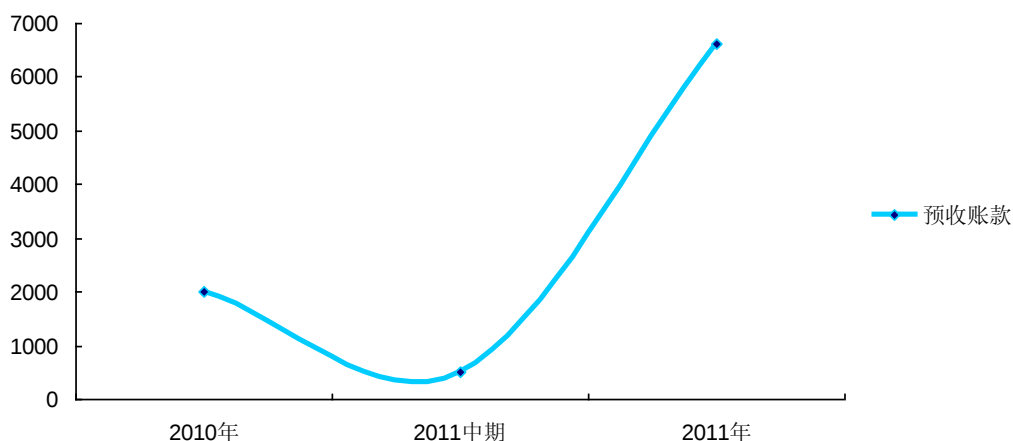
- ◆ 伴随着销售收入的迅猛增长，公司期末虽然应收项目合计达到 2800 万左右，但是相对于 6.58 亿的销售规模仍然完全可控。并且，公司应收账款在期末相对于 2011 年中期水平有所降低。
- ◆ 公司 2010 年应收账款占比前五名客户与 2011 年的完全不同，可以说 2010 年拖欠的账款得到完全收回。公司与下属两家公司关联的应收账款数额也只有 700 万元，不存在通过关联交易增加业绩的情况。

图 9：公司各个报告期末应收项目数值变化（万元）


资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

预收账款：伴随着销售收入的增加，加上春节前夕客户备货的需求，公司预收账款期末达到 6621 万元，这恰恰是公司较强产品力和下游议价能力的体现。

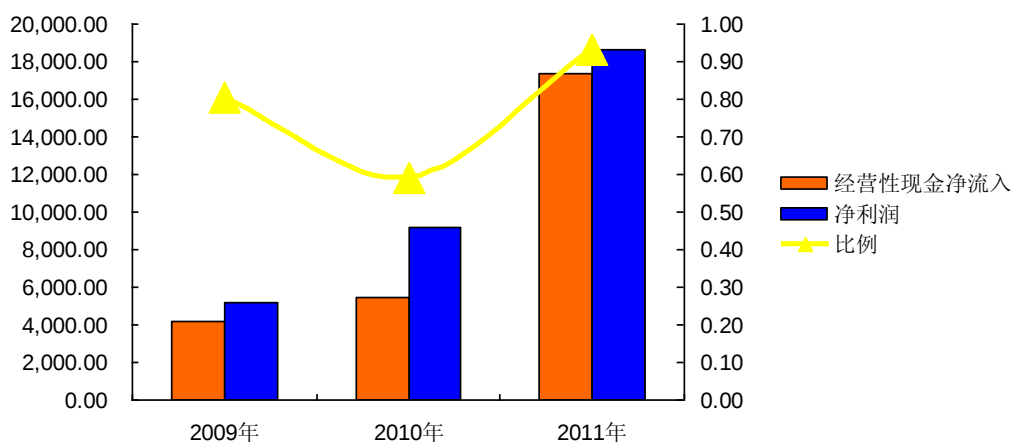
图 10: 公司 2011 年下半年预收账款上升幅度明显 (万元)



资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

经营性现金流: 几年来保持着良好的经营性现金流状况, 2011 年公司的经营性现金净流入/净利润接近 1, 表明了公司在告诉成长的同时也有成为现金奶牛的潜质。

图 11: 2011 年公司利润与现金流配比程度有所好转



资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 12: 分产品盈利预测分拆表

		2008	2009	2010	1H2011	2011	2012E	2013E	2014E
蛋白质/维生素/矿物质	收入 (百万)	44	61	121	100.9594	250.71	391	625	938
	YOY	137%	39%	98%	91%	107%	70%	60%	50%
	成本 (百万)	18	24	45	39	94	145	225	328
	YOY		36%	89%		107%	40%	56%	46%
	毛利率 (%)	60%	61%	63%	62%	63%	63%	64%	65%
补钙及骨骼健康	收入 (百万)	22	33	54	41.4081	106.64	194	288	432
	YOY	186%	50%	64%	53%	98%	80%	48%	50%
	成本 (百万)	8	12	17	15	37	68	101	151
	YOY		43%	45%		116%	58%	48%	50%
	毛利率 (%)	62%	64%	68%	63%	65%	65%	65%	65%
心脑血管健康	收入 (百万)	11	15	21	16.299	36.6887	67	108	161
	YOY	108%	36%	40%	60%	78%	60%	60%	50%
	成本 (百万)	6	7	10	8	17	30	47	73
	YOY		21%	46%		74%	57%	56%	53%
	毛利率 (%)	50%	56%	54%	51%	54%	55%	56%	55%
女性健康	收入 (百万)	16	28	41	44.0584	70.1403	125	199	299
	YOY	59%	75%	46%	108%	70%	60%	60%	50%
	成本 (百万)	5	8	12	14	19	34	54	81
	YOY		75%	46%		55%	44%	60%	50%
	毛利率 (%)	70%	70%	70%	69%	73%	73%	73%	73%
婴幼儿/儿童/青少年健康	收入 (百万)	16	21	39	30.5859	67.6963	112	168	253
	YOY	59%	31%	86%	80%	72%	60%	50%	50%
	成本 (百万)	6	8	14	12	27	45	67	101
	YOY		28%	89%		92%	156%	50%	50%
	毛利率 (%)	63%	64%	63%	60%	59%	60%	60%	60%
男性健康	收入 (百万)	3	5	9	5.6887	11.762	31	46	69
	YOY	160%	67%	80%	32%	36%	80%	50%	50%
	成本 (百万)	1	1	2	2	3	8	11	17
	YOY		43%	74%		35%	80%	50%	51%
	毛利率 (%)	70%	74%	75%	63%	74%	75%	75%	75%
草本植物健康产品	收入 (百万)	12	18	24	15.8543	34.42	73	95	123
	YOY	115%	50%	33%	31%	42%	60%	30%	30%
	成本 (百万)	5	7	10	6	12	26	33	43
	YOY		46%	39%		26%	40%	30%	30%
	毛利率 (%)	60%	61%	60%	63%	64%	65%	65%	65%
功能性健康产品	收入 (百万)	16	22	33	23.2142	70.89	100	150	226
	YOY	85%	38%	50%	58%	117%	60%	50%	50%
	成本 (百万)	6	8	11	8	23	33	50	74
	YOY		33%	41%		110%	60%	50%	50%
	毛利率 (%)	63%	64%	67%	67%	67%	67%	67%	67%
膳食营养补充剂	收入 (百万)	140	203	342	278	649	1093	1680	2501
	YOY		45%	68%		90%	67%	54%	49%
	成本 (百万)	54	75	122	103	233	388	589	869
	YOY		39%	63%		91%	55%	52%	48%
	毛利率 (%)	62%	63%	64%	63%	64%	65%	65%	65%
品牌使用及管理费	收入 (百万)	0	1	2.45	2.4	5.7099	6	7	8
	YOY			145%			20%	17%	14%
	成本 (百万)	0	0	0			0	0	
	YOY								
	毛利率 (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	200%
其他业务	收入 (百万)	1	0.79	1.3667			0	0	0
	YOY	753%	-21%	73%			20%	20%	120%
	成本 (百万)	1	1	1			0	0	0
	YOY		-13%	66%			#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	毛利率 (%)	14%	4%	8%			7%	7%	107%
合计收入	收入 (百万)	141	205	346	280	655	1099	1687	2509
	YOY		45%	69%		89%	67%	53%	49%
	成本 (百万)	55	75	123	103	233	388	589	861
	YOY		38%	63%		89%	55%	52%	46%
	毛利率 (%)	61%	63%	64%	63%	64%	65%	65%	66%

资料来源: 宏源证券研究所

图 13: 三张财务报表摘要

利润表					资产负债表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	658	1099	1687	2509	货币资金	1349	1419	1687	2165
YOY	90%	67%	53%	49%	应收和预付款项	128	217	367	490
营业成本	236	388	589	861	存货	114	196	275	414
毛利	422	712	1098	1648	其他流动资产	1	1	0	1
% 营业收入	64%	65%	65%	66%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	7	11	17	26	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	257	328	349	366
销售费用	181	275	422	627	无形资产和开发支出	11	61	105	144
% 营业收入	27%	25%	25%	25%	其他非流动资产	7	4	0	0
管理费用	51	82	127	176	资产总计	1867	2224	2784	3579
% 营业收入	8%	8%	8%	7%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-36	-31	-35	-43	应付和预收款项	111	150	229	291
% 营业收入	-6%	-3%	-2%	-2%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	2	1	1	1	其他负债	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	111	150	229	292
投资收益	0	0	0	0	股本	109	109	109	109
营业利润	217	373	566	862	资本公积	1366	1366	1366	1366
% 营业收入	33%	34%	34%	34%	留存收益	280	597	1079	1811
营业外收支	3	0	0	0	归属母公司股东权益	1756	2073	2555	3287
利润总额	220	373	566	862	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	33%	34%	34%	34%	股东权益合计	1756	2073	2555	3287
所得税费用	33	56	85	129	负债和股东权益合计	1867	2224	2784	3579
净利润	186	317	481	732					
归属于母公司所有者的	186	317	481	732					
净利润									
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	174	36	282	427	毛利率	64%	65%	65%	66%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	30%	30%	30%	30%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	28%	31%	32%	33%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	30%	33%	34%	34%
固定资产投资	-48	-411	-416	-322	销售净利率	28%	29%	29%	29%
其他	-1921	0	0	0	ROE	11%	15%	19%	22%
投资活动现金流净额	-1969	-411	-416	-322	ROA	10%	15%	19%	23%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	77%	70%	68%	79%
股权融资	1865	0	0	0	销售收入增长率	90%	67%	53%	49%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	72%	87%	55%	54%
筹资成本	0	-43	-59	-84	EBITDA 增长率	72%	88%	56%	52%
其他	-6	0	0	0	净利润增长率	102%	70%	52%	52%
筹资活动现金流净额	1859	-43	-59	-84	总资产增长率	7%	19%	25%	29%
现金净流量	37	-417	-192	21	股东权益增长率	8%	18%	23%	29%
					经营营运资本增长率	13%	98%	57%	48%
					流动比率	14.4	12.2	10.2	10.5
					速动比率	13.4	10.9	9.0	9.1
					应收账款周转率	23.0	24.6	24.9	25.2

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	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@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	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。