

食品饮料

2017年03月01日

汤臣倍健 (300146)

—— 16年业绩基本符合预期，期待17年重新发力

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **事件：**公司发布2016年报，2016年实现收入23.09亿元，同比增长1.90%；实现归属于上市公司净利润5.35亿元，同比下降15.78%。同时公司发布2017Q1业绩预告，2017Q1预计实现归属于上市公司净利润25857.07万元-30353.95万元，同比增长15%-35%。
- **投资评级与估值：**我们小幅下调2016-18年公司EPS至0.36、0.43、0.52元，同比增长-16%、19%、20%，当前股价对应17-18年PE为27、22倍，维持“增持”评级。我们看好公司的主要逻辑是：1、收入提高、人口老龄化与年轻人保健品消费提升奠定保健品行业增长的基础。2、内生，2017年公司实行业务结构调整+大单品战略，有望充分整合与发挥渠道、服务等优势，提高盈利能力；同时管理层股权激励落地，有望改善业绩。3、外延，NBTY合资公司品牌注入有望提升公司2017年业绩。
- **全面启动业绩结构调整，公司业绩承压：**2016Q4公司实现收入3.96亿元，同比下降18.36%，这主要是由于16Q3开始公司对部分子品牌业务进行了相关调整所致。同时2016Q4公司归属于上市公司净利润净亏损3253万元，同比大幅下降164.09%，年底经销商返利以及销售折让带来的毛利率的下降是主要原因。同时公司发布2017年一季度业绩预告，2017年一季度预计实现归属于上市公司净利润25857.07万元-30353.95万元，同比增长15%-35%，主要得益于16年四季度的产品提价。
- **16Q4毛利率同比下滑明显，管理费用率大幅提高：**2016Q4公司的整体毛利率为59.83%，同比大幅下滑5.37%，环比下滑5.70%，16年全年公司主营业务的毛利率为64.76%，同比下滑1.97%。期间费用率方面，2016Q4公司的整体期间费用率为61.21%，同比上升3.23%；其中销售费用率为40.84%，同比下降3.80%，管理费用率为23.74%，同比大幅提高了8.64%，存货损失以及研发费用的提高时管理费用率提升的主要原因。
- **“大单品+跨境电商”双引擎驱动，17年汤臣倍健将对部分子品牌进行业务结构调整，骨骼健康品牌健力多、中药材品牌无限能纳入汤臣药业业务板块，形成包括汤臣倍健、健力多、无限能在内的大药业系统。大药业系统有望整合与发挥渠道、服务等优势，提高盈利能力，为公司的业绩增长提供保证。同时去年3月，汤臣倍健与NBTY设立合资公司健之宝，拥有NBTY在中国市场的自然之宝和美瑞克斯的永久经营权，包括中国区的跨境电商业务，已于去年年底正式投入运营。**
- **股价表现的催化剂：业绩超预期、业务结构调整效果超预期**
- **核心假设风险：电商推广低于预期**

市场数据： 2017年02月28日

收盘价(元)	11.6
一年内最高/最低(元)	33.9/10.86
市净率	3.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	10109
上证指数/深证成指	3241.73 / 10391.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	3.18
资产负债率%	11.72
总股本/流通A股(百万)	1470/871
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《汤臣倍健(300146)点评：经营趋势筑底 关注明年合资品牌发力》 2016/12/12
 《汤臣倍健(300146)点评：1500万参股 赐百年，形成协同效应》 2016/11/28

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

张喆
(8621)23297818×转
zhangzhe@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,266	2,309	2,658	3,000	3,352
同比增长率(%)	32.91	1.90	15.11	12.87	11.73
净利润(百万元)	635	535	638	770	878
同比增长率(%)	26.44	-15.78	19.21	20.69	14.03
每股收益(元/股)	0.87	0.36	0.43	0.52	0.60
毛利率(%)	66.3	64.4	67.2	68.2	68.9
ROE(%)	13.9	11.4	12.9	14.6	15.6
市盈率	13	32	27	22	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,705	2,266	2,309	2,658	3,000	3,352
营业收入同比增长率 (yoy)	15.03%	32.91%	1.90%	-	-	-
减: 营业成本	580	764	822	870	953	1,043
毛利率 (%)	65.98%	66.28%	64.40%	67.20%	68.20%	68.90%
减: 营业税金及附加	22	28	38	44	49	55
主营业务利润	1,103	1,474	1,449	-	-	-
主营业务利润率 (%)	64.69%	65.06%	62.75%	-	-	-
减: 销售费用	397	619	639	816	870	955
减: 管理费用	177	213	244	247	270	302
减: 财务费用	-44	-51	-43	-50	-55	-60
经营性利润	573	693	609	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	13.67%	21.00%	-12.20%	-	-	-
经营性利润率 (%)	33.61%	30.60%	26.37%	-	-	-
减: 资产减值损失	19	4	12	0	0	0
加: 投资收益及其他	0	32	39	12	10	15
营业利润	554	721	636	742	923	1,071
加: 营业外净收入	38	19	18	25	21	21
利润总额	592	740	654	767	944	1,092
减: 所得税	90	120	146	141	184	223
净利润	503	620	508	627	759	869
少数股东损益	0	-15	-28	-11	-11	-9
归属于母公司所有者的净利润	503	635	535	638	770	878
净利润同比增长率 (yoy)	19.19%	26.44%	-15.78%	-	-	-
全面摊薄总股本	658	728	1,470	1,470	1,470	1,470
每股收益 (元)	0.77	0.89	0.37	0.43	0.52	0.60
归属母公司所有者净利润率 (%)	29.48%	28.04%	23.18%	-	-	-
ROE	20.53%	13.93%	11.44%	12.90%	14.60%	15.60%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。