

审慎推荐-A (维持)

汤臣倍健 300146.SZ

目标估值: 16.5 元
 当前股价: 13.94 元
 2017 年 11 月 1 日

收入维持高增长, 费用投放明显加大

基础数据

上证综指	3396
总股本 (万股)	147012
已上市流通股 (万股)	87215
总市值 (亿元)	205
流通市值 (亿元)	122
每股净资产 (MRQ)	3.5
ROE (TTM)	15.1
资产负债率	12.2%
主要股东	梁允超
主要股东持股比例	48.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	28	11
相对表现	-1	11	-9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《汤臣倍健 (300146) 一环比明显改善, 静待更大转型成效》2017-08-02
- 2、《汤臣倍健 (300146) 一牵手 NBTY: 四两拨千斤》2016-03-23
- 3、《汤臣倍健 (300146) 一收入维持高速增长, 费用增加影响短期利润》2016-02-28

董广阳

021-68407471
 donggy1@cmschina.com.cn
 S1090512070001

杨勇胜

021-68407562
 yangys5@cmschina.com.cn
 S1090514060001

研究助理

欧阳予

ouyangyu@cmschina.com.cn

公司前三季度收入业绩分别增长 22.9% 和 41.5%, 业绩增长符合预告中枢, 转型成效超出预期。公司 Q3 已经明显加大销售投放, Q4 仍将维持高投放力度, 但收入将保持较高增长。公司当前“大单品、发力线上和跨境电商”三大战略稳步推进, 我们上调公司 17-19 年 EPS 为 0.50、0.57 和 0.66 元, 分别增长 38%、14% 和 15%, 考虑公司调整期结束潜力兑现, 给予 19 年 25 倍 PE, 上调目标价至 16.5 元, 暂维持“审慎推荐-A”评级。

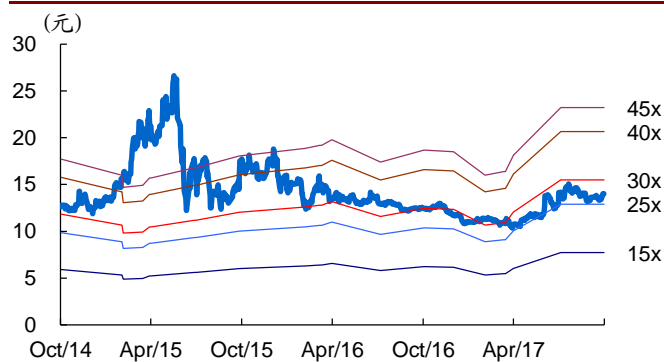
- **Q3 收入维持高增长, 业绩由于营销投放增加明显放缓, 符合预告中枢。**公司 17 年前三季度收入 23.50 亿元、营业利润 9.73 亿元、归母净利 8.03 亿元, 同比分别增长 22.9%、49.4%、41.5%, 业绩增长符合预告中枢, 转型成效超出预期。其中 17Q3 单季收入 8.64 亿元、营业利润 2.75 亿元、归母净利 2.21 亿元, 分别同比增长 27.1%、14.8%、5.7%, 收入增速保持 Q2 以来高增速, 但净利增速环比明显减缓, 主要系费用投放明显增加影响。Q3 销售费用率 28.6%, 同比提升 4pcts, 环比提升 5pcts, 公司下半年为推广健力多等核心单品的广告投放和线下推广活动力度明显体现; 管理费用率 6.2%, 同比下降 1pct, 处于年内低位; 受费用端影响, Q3 净利率 25.6%, 同比下降 5.2pcts, 但前三季度净利率由于上半年高位, 达 34.2%, 同比提升 4.5pcts。
- **大单品高增, 线上亮眼, 跨境业务表现不俗。**受益下半年广告推动, 公司大单品健力多前三季度增长将近 110%, 预计全年将实现翻倍增长; 电商业务前三季度实现 120%-130% 增长, 其中主品牌线上增速 60%+, 保持高增速。合资公司健之宝主要由跨境业务促进, 前三季度增长良好, 全年预计收入将可达到 2.3-2.5 亿元。另外, 公司线下渠道维持大个位数增长。
- **销售费用 Q4 仍将加大投放, 期待为更大转型成效打下良好基础。**公司上半年处于销售投放准备期, 公司电视广告 6 月开始投放, 线下推广活动同样加大, Q3 销售费用已大幅提升, 预计 Q4 同样维持高费用投放, 14-16 年单 Q4 销售费用率均达 40% 以上, 预计今年 Q4 也将保持高费用率, 全年销售费用率将近 30%, 对公司净利率形成压制; 管理费用方面, 由于年底计提奖金, 往年 Q4 管理费用率均大幅高于前三季度, 今年在给中层制定较高奖金激励政策情况下, 预计全年管理费用率将比前三季度 7.6% 水平明显提升, 达到两位数左右。费用端高支出虽对短期报表略有影响, 但有利于品牌的长期建设, 我们期待为公司更大转型成效打下良好基础。
- **三大战略稳步推进, 暂维持“审慎推荐 A”评级, 上调目标价至 16.5 元。**公司“大单品、发力线上和跨境电商”三大战略稳步推进, 同时高费用投放及对中层员工激励, 将利于公司激发销售体系动力和产品结构转型, 为公司带来新的增长动力。考虑公司改革成效逐步显现, 我们上调公司 17-19 年 EPS 为 0.50、0.57 和 0.66 元, 分别增长 38%、14% 和 15%, 给予 19 年 25 倍 PE, 上调目标价至 16.5 元, 维持“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示: 转型不及预期、跨境电商风险**

表 1、汤臣倍健单季度利润表

单位: 百万元	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	16Q1-3	17Q1-3
一、营业总收入	485	656	577	679	396	736	750	864	1913	2350
二、营业总成本	454	420	426	449	417	413	496	593	1295	1502
其中: 营业成本	169	234	195	234	159	258	234	289	663	781
营业税金及附加	6	10	8	9	12	9	12	13	26	34
营业费用	217	135	175	167	162	110	177	247	477	534
管理费用	73	47	56	48	94	45	81	54	150	180
财务费用	-9	-11	-5	-13	-13	-15	-9	-13	-30	-36
资产减值损失	-3	6	-2	4	4	5	2	2	8	9
三、其他经营收益	22	15	10	9	5	30	91	0	34	121
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	22	15	10	9	5	30	91	0	34	121
四、营业利润	54	251	161	239	-16	354	345	275	652	973
加: 营业外收入	11	16	1	7	4	5	17	-2	24	19
减: 营业外支出	11	0	2	1	7	4	1	2	3	7
五、利润总额	54	268	160	245	-19	354	360	270	673	985
减: 所得税	11	47	29	43	27	65	52	40	119	157
六、净利润	43	220	131	202	-46	289	309	230	553	828
减: 少数股东损益	-8	-5	-3	-7	-13	5	9	10	-14	24
七、归属母公司净利润	51	225	134	209	-33	283	299	221	568	803
EPS	0.07	0.31	0.18	0.14	-0.02	0.19	0.20	0.15	0.86	1.22
主要比率										
毛利率	65.2%	64.4%	66.2%	65.5%	59.8%	64.9%	68.9%	66.5%	65.3%	66.8%
主营税金率	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	3.0%	1.2%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%
营业费率	44.6%	20.5%	30.3%	24.6%	40.8%	14.9%	23.6%	28.6%	24.9%	22.7%
管理费率	15.1%	7.1%	9.6%	7.1%	23.7%	6.2%	10.7%	6.2%	7.9%	7.6%
营业利润率	11.1%	38.3%	27.9%	35.2%	-4.0%	48.0%	46.0%	31.8%	34.1%	41.4%
实际税率	19.9%	17.7%	18.0%	17.6%	-140.6%	18.5%	14.4%	14.8%	17.7%	16.0%
净利率	10.5%	34.3%	23.2%	30.8%	-8.2%	38.5%	39.9%	25.6%	29.7%	34.2%
YoY										
收入增长率	51.7%	13.6%	-3.7%	12.6%	-18.4%	12.2%	30.0%	27.1%	7.4%	22.9%
营业利润增长率	411.0%	10.7%	-35.5%	26.0%	-129.5%	40.8%	114.2%	14.8%	-2.3%	49.4%
净利润增长率	112.2%	9.5%	-36.7%	24.5%	-164.1%	26.0%	123.3%	5.7%	-2.9%	41.5%

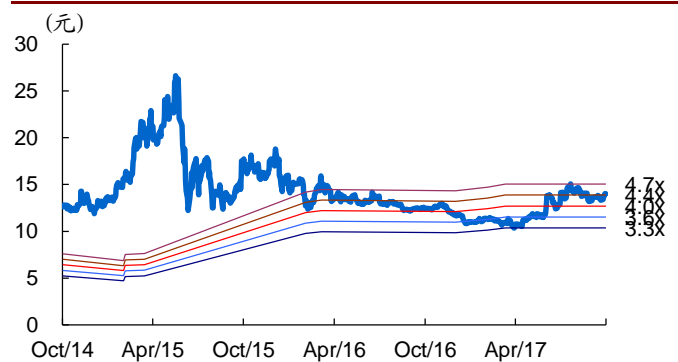
资料来源: 公司报表、招商证券

图 1: 汤臣倍健历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 汤臣倍健历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《汤臣倍健（300146）—环比明显改善，静待更大转型成效》2017-08-02
- 2、《汤臣倍健（300146）—牵手 NBTY：四两拨千斤》2016-03-23
- 3、《汤臣倍健（300146）—收入维持高速增长，费用增加影响短期利润》2016-02-28

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3135	3230	3627	3999	4436
现金	1444	2016	2410	2602	2842
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	15	23	28	32	37
应收款项	52	54	54	62	71
其它应收款	8	14	17	20	22
存货	309	339	367	418	477
其他	1307	784	751	864	988
非流动资产	1770	2099	2142	2159	2173
长期股权投资	228	220	220	220	220
固定资产	497	602	630	655	678
无形资产	142	190	184	178	172
其他	903	1087	1108	1106	1104
资产总计	4905	5328	5770	6158	6610
流动负债	335	606	679	728	784
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	79	185	213	242	276
预收账款	48	117	134	152	174
其他	208	304	333	333	334
长期负债	17	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他	17	18	18	18	18
负债合计	352	625	697	746	802
股本	728	1470	1469	1469	1469
资本公积金	2646	1924	1924	1924	1924
留存收益	1188	1286	1641	1963	2339
少数股东权益	(8)	24	39	56	75
归属于母公司所有者权益	4562	4680	5034	5356	5732
负债及权益合计	4905	5328	5770	6158	6610

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	635	685	734	705	819
净利润	635	535	737	838	963
折旧摊销	74	94	79	82	84
财务费用	0	7	(46)	(53)	(57)
投资收益	(32)	(39)	(122)	(50)	(50)
营运资金变动	(30)	110	69	(134)	(146)
其它	(12)	(23)	17	22	25
投资活动现金流	(2214)	236	(124)	(100)	(100)
资本支出	(270)	(150)	(100)	(100)	(100)
其他投资	(1944)	387	(24)	0	0
筹资活动现金流	1483	(347)	(215)	(413)	(479)
借款变动	(120)	(12)	0	0	0
普通股增加	70	742	(1)	0	0
资本公积增加	1773	(723)	0	0	0
股利分配	(329)	(437)	(382)	(516)	(587)
其他	90	82	168	103	107
现金净增加额	(96)	574	395	192	239

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2266	2309	2845	3277	3745
营业成本	764	822	942	1073	1222
营业税金及附加	28	38	47	54	62
营业费用	619	639	821	864	976
管理费用	213	244	295	334	378
财务费用	(51)	(43)	(46)	(53)	(57)
资产减值损失	4	12	12	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	32	39	122	50	50
营业利润	721	636	895	1042	1202
营业外收入	31	28	25	25	25
营业外支出	12	10	11	11	11
利润总额	740	654	909	1056	1216
所得税	120	146	157	201	233
净利润	620	508	752	855	983
少数股东损益	(15)	(28)	15	17	20
归属于母公司净利润	635	535	737	838	963
EPS (元)	0.87	0.36	0.50	0.57	0.66

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	33%	2%	23%	15%	14%
营业利润	30%	-12%	41%	16%	15%
净利润	26%	-16%	38%	14%	15%
获利能力					
毛利率	66.3%	64.4%	66.9%	67.2%	67.4%
净利率	28.0%	23.2%	25.9%	25.6%	25.7%
ROE	13.9%	11.4%	14.6%	15.6%	16.8%
ROIC	12.2%	9.6%	13.4%	14.6%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	7.2%	11.7%	12.1%	12.1%	12.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	9.4	5.3	5.3	5.5	5.7
速动比率	8.4	4.8	4.8	4.9	5.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	2.8	2.5	2.7	2.7	2.7
应收帐款周转率	47.6	43.5	52.6	56.6	56.4
应付帐款周转率	10.5	6.2	4.7	4.7	4.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.87	0.36	0.50	0.57	0.66
每股经营现金	0.87	0.47	0.50	0.48	0.56
每股净资产	6.27	3.18	3.43	3.64	3.90
每股股利	0.60	0.26	0.35	0.40	0.46
估值比率					
PE	16.0	38.3	27.8	24.4	21.3
PB	2.2	4.4	4.1	3.8	3.6
EV/EBITDA	19.7	21.6	15.3	13.2	11.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中研研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峰：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

欧阳予：浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。