

定增加强核心竞争力, 为并购做准备

买入 维持

目标价格: 暂无

事件:

公司发布公告, 拟向不超过 5 名特定投资者非公开发行股票不超过 7000 万股, 募集资金不超过 19 亿, 用于“珠海生产基地四期建设”、“终端精细化管理及品牌建设”等五个项目。

对此, 我们点评如下:

- **募投项目有助于提升公司综合竞争力:** 珠海四期达产后将为公司品类扩张提供产能保障, 精细化管理项目也将提升公司品牌和渠道优势, 提高同店增速, 公司募投项目有助于提升公司品牌影响力和渠道优势, 并将有效推进公司终端精细化管理水平和质量; 此外, 增发完成后股本增加 11%, 但公司将通过渠道拓展和提高单店增速等措施, 增加未来收益, 预计增发对公司业绩摊薄影响较小;
- **定增为后续并购提供资金基础, 证监会新规或有望加速公司并购进程:** 公司目前主要优势是药店终端, 在品类拓展、直营店网络渠道、上游原材料控制力及品牌影响力方面尚存在改善提升的空间, 公司可以通过收购较快实现产品品类扩张与品牌影响力提升, 本次定增后公司资金储备有助于保障未来并购的顺利进行; 此外, 预计主要受监管条件限制, 公司前期并购项目未能成功, 近期证监会修订兼并重组细则, 减少并简化行政许可, 因此未来公司并购过程或能加速;
- **外延扩张与内生增长驱动未来成长, 行业龙头未来有望强者恒强: 1)** 公司是朝阳行业的龙头公司, 外延式增长仍有空间, 且精细化管理将推动同店增速提升, 未来有望继续保持快速增长; **2) 下半年随着基于移动互联思维的“十二篮”推出、维生素类形象产品宣传以及新品类本草萃系列推出, 有望打开新的增长空间, 且并购有望加速开展, 公司目前估值 26 倍, 处于上市以来低点, 估值继续下行空间不大。** **3) 根据最新食品安全法草案, 保健品行业监管或将从注册制改为注册和备案双规制, 这将潜在地增加行业竞争, 可能使平均售价下移。但预计从方案制定到具体实施最快要到明年, 维生素和矿物质类产品或将逐步实施备案制管理, 双规制并非放松监管, 贴牌等行为将逐步被禁止, 具备品牌与渠道优势的龙头有望强者恒强;**
- **盈利预测及投资建议:** 预计 14-16 年收入分别为 20.5 亿、28.0 亿与 37.3 亿, YOY38%、36%和 33%; 归母净利润分别为 6.3 亿、8.8 亿与 11.7 亿, YOY49%、40%和 33%; 本次增发仍需要经过股东大会和证监会审核, 暂不对股本进行调整, 预计 EPS 分别为 0.96 元、1.34 元和 1.78 元, 维持“买入”评级。

食品饮料研究组

分析师:

陈嵩昆(S1180513080001)

电话: 021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

研究助理:

刘洋

电话: 021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《今世缘: 差异化定位的大众“喜宴酒”龙头》
2014/7/2
- 《汤臣倍健: 业绩继续高增长, 估值有提升空间》
2014/6/30
- 《食品饮料行业周报: 聚焦龙头, 把握过度悲观带来的机会》
2014/6/30
- 《龙大肉食: 区域屠宰龙头, 关注渠道下沉扩张》
2014/6/29
- 《乳制品产业链调研: 成本下降提盈利, 乳品龙头价值凸显》
2014/6/28

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,067	1,482	2,050	2,796	3,731
增长率(%)	62%	39%	38%	36%	33%
归母净利润(百万)	280	422	628	877	1,166
增长率(%)	50%	50%	49%	40%	33%
每股收益	0.427	0.643	0.957	1.336	1.777
市盈率	151	126	26	19	14

募集资金用途

本次非公开发行股票募集资金总额不超过 19 亿元，扣除发行费用后拟用于“珠海生产基地四期建设项目”、“广东佰嘉单品运作项目”、“技术运营中心项目”、“信息化规划与建设项目”与“终端精细化管理及品牌建设项目”。

图 1: 5 个募投项目及拟投入资金额

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	募集资金拟投入额(万元)
1	珠海生产基地四期建设项目	99001	98001
2	广东佰嘉单品运作项目	15000	15000
3	技术运营中心项目	24239	24239
4	信息化规划与建设项目	7800	7800
5	终端精细化管理及品牌建设项目	99010	44960
合计		245050	190000

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

1、珠海生产基地四期建设项目

公司将建设珠海生产基地四期，突破部分品类产能瓶颈，并满足要求更高产品的生产需求：

- ◆ **必要性：突破部分品类产能瓶颈，匹配未来更多新品类、品牌布局需求：**随着市场的快速发展以及汤臣倍健品牌效应日渐凸显，公司部分品类产能预计将在 2014 年底达到饱和，且现有设备已经无法满足市场和部分工艺要求更高产品的生产需要，生产厂房和库房的不足将制约企业进一步的发展；
- ◆ **内容：扩建生产基地+购买生产设备：**公司拟利用现有土地资源，扩建生产基地，并购买相应设备。本项目拟投资 99,001 万元，其中 86,088 万元用于工程土建及设备投资，12,913 万元用于铺底流动资金。本项目拟使用募集资金 98,001 万元。
- ◆ **进度与收益：预计 17 年 6 月达产：**本项目从规划设计到交付使用拟建周期为 4.5 年，其中部分生产线预计在 2015 年内完成建设并实现量产（运营），全部建设工程预计在 2017 年 6 月全部完成并同期投产。预计项目达产后正常年可实现营业收入为 489,725 万元（含税），税后利润为 91,889 万元，投资回收期（所得税后）为 4.32

年。

2、广东佰嘉单品运作项目

公司将加大对佰嘉的投入，深入开拓细分市场，做好与国际大品牌竞争的准备：

- ◆ **必要性：打造健力多一牌单品模式，深入开拓部分细分市场，培育新的盈利增长点：**发展一牌单品运作模式，有利于公司开拓细分市场，培育新的盈利增长点。且一牌单品的模式重点突出一个品类，集中一点进行市场教育和营销推广，满足消费者的需求，迅速激活市场，最大可能切割各单品市场的份额。此外，未来国际大品牌有望加大在中国市场投入，公司需加强品牌建设，提高核心竞争力；
- ◆ **内容：加强广东佰嘉的渠道网络建设、终端推广和品牌建设：**子公司广东佰嘉为项目实施主体。本项目采取汤臣倍健向广东佰嘉增资 15,000 万元的方式，用于广东佰嘉的渠道网络建设、终端推广和品牌建设等。计划至 2016 年，在全国 70 个主要城市开立办事处，铺设 20,000 家优质终端，同时加大宣传语促销力度；
- ◆ **进度与收益：预计 16 年底完成，年实现净利润 7200 万：**建设周期约为 3.5 年，计划在 2016 年底完成。预计项目达产后正常年可实现营业收入为 42,000 万元（含税），税后利润为 7,200 万元，投资回收期（所得税后）为 4.07 年。

图 2：广东佰嘉单品运作项目内容

序号	具体形式	实施内容
1	渠道建设	计划至 2016 年，在全国 70 个主要城市开立办事处，在各地聘用专业市场人员协助经销商进行终端维护等全方位客户服务工作；同时，铺设 20,000 家优质终端
2	终端推广	大型骨密度检测活动及各类大型促销活动
3	品牌建设	(1) 借助各类电视、报纸媒体进行品牌广告宣传 (2) 品牌形象塑造 (3) 终端门店包装，打造样板店

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

3、技术运营中心项目

公司将建设技术运营中心，包括四大中心与营养学院，提升研发与客户服务能力：

- ◆ **必要性：提升研发能力并完善客户服务体系：**技术运营中心项目通过建设技术研发中心、连锁运营中心、顾客服务中心、健康体验中心、营养学院，为公司长远发展奠定坚实基础；在广州建立现代化的技术研发中心将提升公司研发能力，而连锁运营中心等后台部门将推动终端精细化管理，为消费者提供精准、个性化、可信赖的专业增值服务；
- ◆ **内容：建设厂房与设备，打造四大中心与营养学院：**本项目拟投资 24,239 万元，全部以募集资金投入，其中 22,035 万元用于工程土建及设备投资，2,204 万元用于铺底流动资金。将新增建筑面积 22,920 平方米。

- ◆ **进度与收益：预计建设周期为 3 年，有助于提升公司盈利能力：**建设周期为 3 年。本项目实施后，将有助于进一步提升公司研发能力，强化公司服务客户能力，扩大产品市场占有率，间接对公司的财务状况和经营成果产生积极影响。

4、信息化规划与建设项目

公司将加大信息化建设，完善互联网运营思维，打造打通线上线下的健康管理平台：

- ◆ **必要性：借助互联网打造线上线下结合的全面健康管理平台：**渠道方面，公司将通过“十二篮”及其官网，完全以互联网思维运营。数据分析方面，公司将线上线下结合的多终端数据采集，通过后台大数据分析，能够更精确的得到消费者的健康需求。会员健康管理方面，公司将利用后台庞大的营养家团队和专业技术支持，为会员提供个性化健康管理，提高客户粘性；
- ◆ **内容：建设信息系统，搭建大数据分析平台：**信息系统建设分为三大板块。一是建立以企业信息门户（EIP）与 workflow（OA）为基础的工作和管理信息平台系统；二是建设电子商务网站及移动终端系统，并在后台搭建高效整合的业务平台系统；三是搭建大数据分析决策支持平台，提供数据支持，充分挖掘会员需求，增强消费者教育的针对性。计划三年投入 7,800 万元；
- ◆ **进度与收益：预计建设周期为 3 年，有助于提升公司盈利能力：**计划建设周期为 3 年。项目实施后，将有利于公司打造线上线下结合的全面健康管理平台，有助于搭建公司内部、公司与客户的信息咨询交流平台，提升公司运营管理能力，从而提高经营收益，间接对公司的财务状况和经营成果产生积极影响。

5、终端精细化管理及品牌建设项目

公司将继续加大品牌宣传力度，做好终端精细化管理，提升品牌与渠道优势：

- ◆ **必要性：提升品牌与渠道优势，提高市占率：**公司战略目标达成的路径是打造高品质、差异化的“产品力”，重点致力于“品牌”和“渠道”两个核心竞争力的建设。公司将积极开拓细分市场，通过多元化品牌运营，进一步扩大销售规模，提高市场占有率。而品牌知名度的提升将提高公司产品对于百强医药连锁、百强商超、优质经销商的吸引力，以及提高公司的议价能力，进而推动营销网络建设；
- ◆ **内容：品牌推广与终端精细化管理：**借助全国性的主流媒体渠道，通过媒体投放等形式，扩大汤臣倍健的知名度；签约具有国际影响力的品牌代言人；持续的大型品牌传播活动；透明工厂展示，建立消费者的信任度；终端精细化管理，提升承接线上投资带来的高速销售增长潜力；定期的品牌及消费者调研分析；
- ◆ **进度与收益：预计建设周期为 3 年，有助于提升公司盈利能力：**本项目总投资为 99,010 万元，资金按进度分三年投入。本项目实施后，将有助于进一步提升公司品牌形象，提高公司营销网络开拓能力，扩大产品市场占有率，间接对公司的财务状况和经营成果产生积极影响。

图 1：三张财务报表分析摘要
财务报表预测（单位：百万元）

利润表					资产负债表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,482	2,050	2,796	3,731	货币资金	1530	2517	2524	2663
YOY	39%	38%	36%	33%	应收和预付款项	71	111	151	200
营业成本	523	739	1,012	1,355	存货	234	324	444	594
毛利	959	1311	1783	2376	其他流动资产	17	0	0	0
% 营业收入	65%	64%	64%	64%	长期股权投资	1	1	1	1
营业税金及附加	18	25	34	46	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产和在建工程	477	477	677	927
销售费用	317	400	531	709	无形资产和开发支出	95	102	109	114
% 营业收入	21.4%	19.5%	19.0%	19.0%	其他非流动资产	0	0	0	1
管理费用	154	185	238	298	资产总计	2438	3508	3851	4433
% 营业收入	10.4%	9.0%	8.5%	8.0%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-34	-42	-52	-54	应付和预收款项	214	994	1116	1188
% 营业收入	-2.3%	-2.0%	-1.9%	-1.4%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	1	其他负债	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	224	994	1116	1188
投资收益	0	0	5	5	股本	328	656	656	656
营业利润	503	743	1037	1380	资本公积	1163	1163	1163	1163
% 营业收入	33.9%	36.3%	37.1%	37.0%	留存收益	742	714	934	1444
营业外收支	0	0	0	0	归属母公司股东权益	2233	2533	2753	3263
利润总额	503	743	1037	1380	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	33.9%	36.3%	37.1%	37.0%	股东权益合计	2233	2533	2753	3263
所得税费用	82	115	161	214	负债和股东权益合计	2457	3527	3869	4452
净利润	422	628	877	1166					
归属于母公司所有者的净利润	422	628	877	1166					
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	282	427	428	429	毛利率	65%	64%	64%	64%
取得投资收益收回现金	0	0	5	5	三费/销售收入	29%	26%	26%	26%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	32%	34%	35%	35%
无形资产投资	-168	-7	-211	-261	EBITDA/销售收入	39%	36%	36%	37%
固定资产投资	0	0	0	-50	销售净利率	28%	31%	31%	31%
其他	0	5	0	-1	ROE	19%	25%	32%	36%
投资活动现金流净额	-171	-7	-206	-256	ROA	17%	18%	23%	26%
债券融资	0	-6	0	0	ROIC	18%	23%	30%	34%
股权融资	0	328	0	0	销售收入增长率	39%	38%	36%	33%
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	EBIT 增长率	58%	49%	40%	35%
筹资成本	-34	-42	-52	-54	EBITDA 增长率	78%	29%	38%	34%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	50%	49%	40%	33%
筹资活动现金流净额	-131	322	-656	-656	总资产增长率	19%	44%	10%	15%
现金净流量	324	987	7	139	股东权益增长率	463%	7%	29%	21%
					经营现金净流增长率	463%	7%	29%	21%
					流动比率	8.6	3.0	2.8	2.9
					速动比率	7.5	2.7	2.4	2.4
					应收账款周转天数	12.0	11.0	11.0	11.0

资料来源：Wind，宏源证券研究所

作者简介:

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012年加盟宏源证券研究所, 2012年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

刘洋: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2年银行工作经验, 2012年加盟宏源证券研究所, 2012年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。