



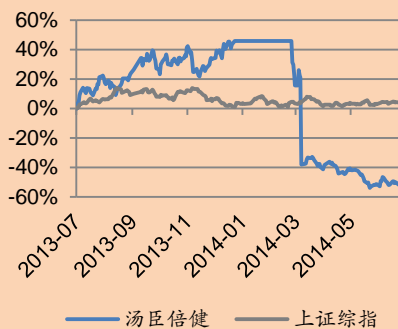
## 汤臣倍健 (300146)

投资评级: 增持

报告日期: 2014-07-29

当前价格 (元) 27.86  
目标价格 (元) 30  
目标期限 (月) 6

### 股价走势:



### 主要数据

总股本(百万股)	656.16
A股股本(百万股)	656.16
B/H股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	182.8
A股流通比例(%)	49.8
第一大股东	梁允超
第一大股东持股比例	57.49
12个月最高/最低(元)	77.48/24.07

分析师: 王俊杰

021-60956106

wjjhazq@163.com

S0010513100001

## 业绩快速增长, 外延扩张值得期待

——2014年半年报点评

### 主要观点:

□ 2014年上半年公司营收增长 24.70%, 归母净利润增长 51.60%, EPS0.54 元, 超出市场预期

2014年上半年, 公司实现营业收入 9.38 亿元, 同比增长 24.70%, 低于市场预期, 实现归属于母公司股东净利润 3.53 亿元, 同比增长 51.60%, 实现 EPS0.54 元, 超出市场预期。

### □ 毛利率提升和费用率下降导致公司净利润超预期

毛利率提升和费用率下降是导致公司上半年业绩超预期的主要原因, 今年上半年公司主营业务毛利率为 66.74%, 较去年同期提升 2%, 销售费用率 15.66%, 较去年同期下降 4.83%, 上半年公司收入增速低于市场预期, 公司销售费用率下降的主要原因为品牌推广费用的下降。

### □ 营养保健品行业仍处于快速成长期, 公司竞争优势突出

随着人老老龄化和新一代婴儿潮的来临, 营养保健品行业快速增长, 尽管随着经济增速中枢的下移, 行业增速近年来略有放缓, 但是我们预计, 未来几年营养保健品行业 20%左右的增速仍可维持。

公司作为营养保健品行业非直销领域的龙头企业, 竞争力突出, 已上市产品已在市场上热销多年, 被消费者充分接受, 且公司目前具有较多的产品储备, 产品力较强; 公司目前覆盖 40000 家营销终端, 渠道优势明显; 但是相比外资营养保健品品牌公司在品牌力上略显欠缺, 但是近年来公司加大品牌建设力度, 正在逐步加强。

### □ 业绩稳定快速增长, 并购提升公司价值

我们认为, 营养保健品行业快速增长, 公司执行力到位, 预计未来几年公司业绩将会保持稳定快速增长, 而公司战略上开始积极进行外延并购, 将会快速促进公司规模的扩大, 提升公司整体价值。

### □ 盈利预测和估值

预计公司 2014-2016 年营收增速分别为 24%、20%、20%, 实现归母净利润增速分别为 55%、33%、24%, 实现 EPS 分别为 0.98 元、1.30 元和 1.62 元, 对应当前股价的 PE 分别为 28.46、21.34、17.18, 我们认为经历前期股价的调整, 公司当前估值处于合理水平, 而且并购预期提升公司投资价值, 我们给予“增持”评级, 6 个月目标价 30 元。

### □ 风险和不确定性

公司股价面临的不确定性来自公司面临的潜在食品安全问题以及外延收购失败。

### 主要财务指标:

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1482	1838	2206	2647
收入同比(%)	39%	24%	20%	20%
归属母公司净利润	422	642	857	1064
净利润同比(%)	50%	52%	33%	24%
毛利率(%)	64.7%	66.5%	70.0%	70.0%
ROE(%)	18.9%	21.3%	23.7%	24.4%
每股收益(元)	0.64	0.98	1.31	1.62
P/E	43.35	28.46	21.34	17.18
P/B	8.19	6.07	5.06	4.20
EV/EBITDA	44	23	17	14

资料来源: wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1,859	1,062	1,168	1,297	<b>营业收入</b>	1,482	1,838	2,206	2,647
现金	1,530	688	794	891	营业成本	523	616	662	794
应收账款	48	62	74	88	营业税金及附加	18	18	22	26
其他应收款	10	15	18	22	销售费用	317	312	331	344
预付账款	23	(2)	(44)	(98)	管理费用	154	193	232	278
存货	234	287	308	370	财务费用	(34)	(14)	(6)	(8)
其他流动资产	13	13	18	25	资产减值损失	1	1	0	1
<b>非流动资产</b>	597	551	530	495	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	50	50	50
固定资产	386	361	337	313	<b>营业利润</b>	503	761	1,015	1,261
无形资产	74	69	65	60	营业外收入	11	10	10	10
其他非流动资产	136	120	127	121	营业外支出	11	10	10	10
<b>资产总计</b>	2,455	1,613	1,697	1,792	<b>利润总额</b>	503	761	1,015	1,261
<b>流动负债</b>	214	341	349	399	所得税	82	119	158	197
短期借款	0	106	102	98	<b>净利润</b>	422	642	857	1,064
应付账款	67	79	85	102	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	147	156	162	198	<b>归属母公司净利润</b>	422	642	857	1,064
<b>非流动负债</b>	8	11	13	15	EBITDA	505	776	1,038	1,282
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.64	0.98	1.31	1.62
其他非流动负债	8	11	13	15					
<b>负债合计</b>	223	352	363	414					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	328	656	656	656					
资本公积	1,163	1,163	1,163	1,163					
留存收益	742	1,191	1,791	2,536					
归属母公司股东权益	2,233	3,011	3,610	4,355					
<b>负债和股东权益</b>	2,455	3,363	3,973	4,769					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	627	581	837	1,065
净利润	422	642	857	1,064
折旧摊销	41	29	29	29
财务费用	0	(14)	(6)	(8)
投资损失	0	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	151	(28)	6	29
其他经营现金流	13	1	0	1
<b>投资活动现金流</b>	(171)	50	50	50
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	(0)	0
其他投资现金流	(171)	50	50	50
<b>筹资活动现金流</b>	(131)	255	(255)	(316)
短期借款	0	106	(4)	(4)
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	109	328	0	0
资本公积增加	(94)	0	0	0
其他筹资现金流	(146)	(179)	(251)	(312)
<b>现金净增加额</b>	324	887	631	799

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	38.96%	24.00%	20.00%	20.00%
营业利润	51.57%	51.37%	33.37%	24.18%
归属于母公司净利润	50.41%	52.34%	33.37%	24.18%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	64.70%	66.50%	70.00%	70.00%
净利率(%)	28.45%	34.95%	38.85%	40.20%
ROE(%)	18.89%	21.34%	23.73%	24.43%
ROIC(%)	61.79%	92.71%	32.96%	34.07%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	9.06%	10.48%	9.12%	8.69%
净负债比率(%)	-60.58%	-15.45%	-15.16%	-14.48%
流动比率	8.68	3.11	3.34	3.25
速动比率	7.58	2.27	2.46	2.32
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.90	1.33	1.52
应收账款周转率	36.61	39.77	39.82	39.82
应付账款周转率	25.63	25.10	26.82	28.24
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.98	1.31	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.89	1.27	1.62
每股净资产(最新摊薄)	3.40	4.59	5.50	6.64
<b>估值比率</b>				
P/E	43.4	28.5	21.3	17.2
P/B	8.2	6.1	5.1	4.2
EV/EBITDA	44.28	23.00	17.12	13.83

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 股票投资评级

- 1、买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
- 2、增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
- 3、持有：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 4、卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业投资评级

- 1、强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
- 2、中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 3、弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。