

新产品新项目新转型有助公司继续维持较快增长

■事件：公布2014年半年度报告，实现营收9.38亿元，YOY24.7%；归属于上市公司股东的净利润3.53亿元，YOY51.6%；EPS为0.54元；其中二季度收入4.62亿元，YOY19.04%；归属于上市公司股东的净利润1.76亿元，YOY52.55%；公司中报收入增速略低于预期，净利润增速符合预期。对此，我们点评如下：

■短期因素扰动和子公司业绩拖累是上半年收入增速低于预期的主要原因，未来几年收入增速预计能维持在30%左右，主要通过终端精细化管理并提升消费者服务力，提高内生性同店收入增速，同时利用自身龙头优势整合资源外延式发展来实现：14年上半年子公司唯佰嘉（盈利553万元）表现较优，佰健（亏损850万元）与奈梵斯（盈利32万，去年同期+676.87万元）均有不同幅度下滑；上半年部分澳大利亚原料短缺以及经销商调整导致收入增速受限，前者更多是短期扰动，而后者是公司战略层面出发采取的相对较长期些的转型措施。

■上半年净利润较快增长主要得益于毛利率改善和费用率的控制，全年看毛利率再提升空间有限，销售费用率将小于去年：随着收入增长，规模效应逐渐体现，结合产品结构的改善（尤其是毛利率高达78.69%的片剂产品收入增速达53%，远超公司24.7%的整体水平），14年上半年毛利率提升2.17pct至66.61%；上半年销售费用率仅为15.7%，同比上年同期大幅下滑4.79pct，符合公司既定战略，在充分评估终端和渠道反映前提下，适度减少品牌推广和降低促销力度，不过随着销售费用投入高峰期的三季度到来，14年全年费用率会高于中报水平，但会低于13年水平；管理费用率提升0.65pct至8.93%，主要是并购业务支付的中介费增加（+860万，上年同期71万）以及本年对员工实施股权激励所致（公告显示14年1月6日向23名激励对象授予的预留股票期权，费用在14年将摊销384.7万元）；14年上半年净利润率为37.64%，比上年同期+6.68pct。

■作为我国膳食营养补充剂行业龙头，今年8月预计将正式推出期待已久的体重管理O2O产品“十二篮”（6月公测反馈超预期），同时年底预计会上线几款新产品，看好公司未来通过内生性及外延式并购的发展战略及潜力。

■盈利预测、估值与投资建议：在不考虑公司可能并购的前提下，预计14年-16年的收入YOY分别为29.8%、31.6%、30.9%，净利润YOY分别为43.1%、36.5%、35.5%，EPS为0.92元、1.25元和1.70元。维持“买入-A”投资评级，6个月目标价36.8元，对应40X14PE。

■风险提示：渠道及终端改革进度落后、内生性同店增长减缓、募投项目进度低于预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,066.7	1,482.2	1,923.6	2,531.1	3,313.2
净利润	280.4	421.7	603.3	823.2	1,115.7
每股收益(元)	0.43	0.64	0.92	1.25	1.70
每股净资产(元)	2.94	3.40	4.26	4.75	5.41

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	65.2	43.4	30.3	22.2	16.4
市净率(倍)	9.5	8.2	6.5	5.9	5.1
净利润率	26.3%	28.4%	31.4%	32.5%	33.7%
净资产收益率	14.5%	18.9%	21.6%	26.4%	31.4%
股息收益率	0.7%	1.8%	2.0%	2.8%	3.7%
ROIC	63.2%	62.7%	84.3%	100.2%	143.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

36.80元

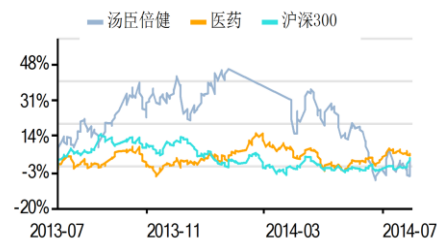
股价(2014-07-28)

27.86元

交易数据

总市值(百万元)	18,280.62
流通市值(百万元)	9,111.60
总股本(百万股)	656.16
流通股本(百万股)	327.05
12个月价格区间	24.07/76.30元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	2.13	-18.04	-51.50
绝对收益	10.21	-9.19	-47.01

苏青青

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514020001
suqq@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

张龙

021-68763897

zhanglong2@essence.com.cn

王园园

021-68765661

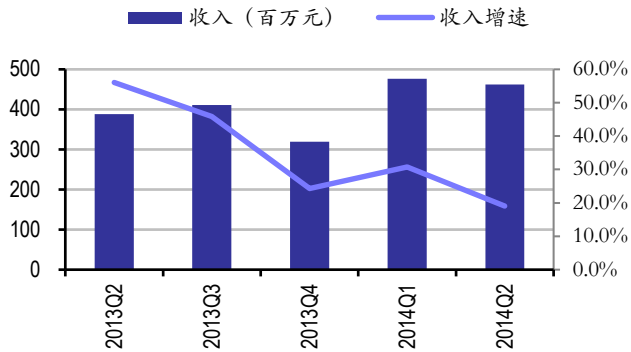
wangyy7@essence.com.cn

相关报告

拟非公开增发投五大项目， 内外兼修，尽显龙头锐意进 取	2014-07-13
内生性增长为业绩保驾护航	2014-07-01
一季度利润增速略超预期	2014-04-23

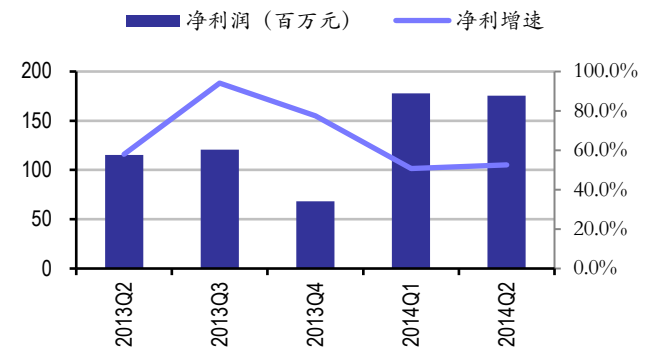
■事件：公布 2014 年半年度报告，实现营收 9.38 亿元，YOY24.7%；归属于上市公司股东的净利润 3.53 亿元，YOY51.6%；EPS 为 0.54 元；其中二季度收入 4.62 亿元，YOY19.04%；归属于上市公司股东的净利润 1.76 亿元，YOY52.55%；公司中报收入增速略低于预期，净利润增速符合预期。对此，我们点评如下：

图 1：中报收入略低于预期



数据来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

图 2：中报净利润维持较快增速



数据来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

■短期因素扰动和子公司业绩拖累是上半年收入增速低于预期的主要原因，未来几年收入增速预计能维持在 30%左右，主要通过终端精细化管理并提升消费者服务力，提高内生性同店收入增速，同时利用自身龙头优势整合资源外延式发展来实现：

- 14 年上半年子公司唯佰嘉表现较优，佰健子公司亏损 850 万元（去年同期亏损 327.68 万元），奈梵斯子公司盈利 32 万（去年同期盈利 676.87 万元），佰嘉子公司盈利 553 万元（去年同期亏损 280.35 万元）；

表 1：部分子公司业绩较差拖累公司整体收入增速

子公司	职能及主要业务	1H2014 净利润 (万元)	1H2013 净利润 (万元)
佰嘉	对公司新品项目进行统一管理和运营	553	-280
佰健	对公司连锁养中心进行统一管理和运营	-850	-328
奈梵斯	“十一坊”品牌膳食营养补充剂产品的经营管理	32	677

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

- 上半年部分澳大利亚原料短缺以及经销商调整导致收入增速受限，前者更多是短期扰动，而后者是公司战略层面出发采取的相对较长期些的转型措施。

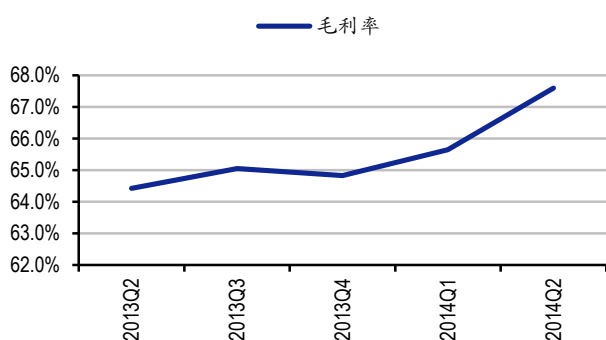
■上半年净利润较快增长主要得利于毛利率改善和费用率的控制，全年看毛利率再提升空间有限，销售费用率将小于去年：

- 随着收入增长，规模效应逐渐体现，结合产品结构的改善（尤其是毛利率高达 78.69%的片剂产品收入增速达 53%，远超公司 24.7%的整体水平），

14年上半年毛利率提升2.17pct至66.61%；

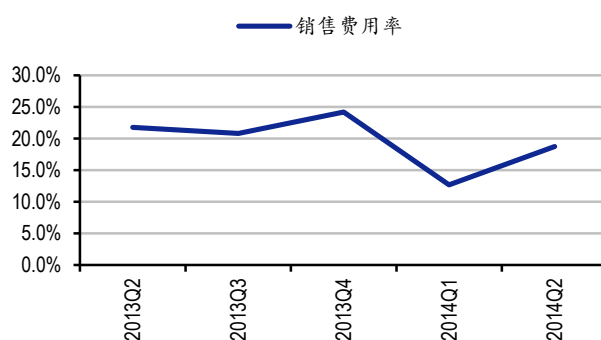
- ▶ 上半年销售费用率仅为15.7%，同比上年同期大幅下滑4.79pct，符合公司既定战略，在充分评估终端和渠道反映前提下，适度减少品牌推广和降低促销力度，不过随着销售费用投入高峰期的三季度到来，14年全年费用率会高于中报水平，但会低于13年水平；

图3：规模效应和产品结构改善是14年中报毛利率提升的主要原因



数据来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

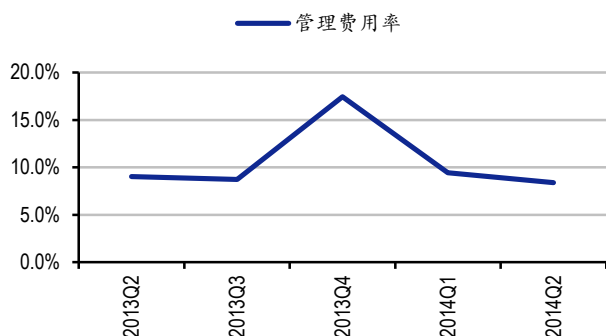
图4：在充分评估终端和渠道反映前提下，适度减少品牌推广和降低促销力度，降低销售费用率符合公司既定战略



数据来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

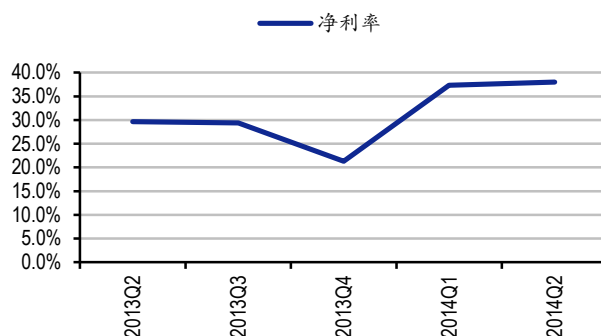
- ▶ 管理费用率提升0.65pct至8.93%，主要是并购业务支付的中介费增加（+860万，上年同期71万）以及本年对员工实施股权激励所致（公告显示14年1月6日向23名激励对象授予的预留股票期权，费用在14年将摊销384.7万元）；14年上半年净利润率为37.64%，比上年同期+6.68pct。

图5：并购业务中介费及股权激励费用促使14年上半年管理费用率小幅提升



数据来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

图6：得益于毛利率提升和费用率控制，上半年净利润率大幅提升6.68pct至37.64%



数据来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

- 作为我国膳食营养补充剂行业龙头，今年8月预计将正式推出期待已久的体重管理O2O产品“十二篮”（6月公测反馈超预期），同时年底预计会上线几款新产品，看好公司未来通过内生性及外延式并购的发展战略及潜力。

■ **盈利预测、估值与投资建议：**在不考虑公司可能并购的前提下，预计 14 年-16 年的收入 YOY 分别为 29.8%、31.6%、30.9%，净利润 YOY 分别为 43.1%、36.5%、35.5%，EPS 为 0.92 元、1.25 元和 1.70 元。维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价 36.8 元，对应 40X14PE。

■ **风险提示：**渠道及终端改革进度落后、内生性同店增长减缓、募投项目进度低于预期。

表 2：汤臣倍健 14 年中报财务数据分析

300146	20132Q	20133Q	20134Q	20141Q	20142Q	简评
单季度营业收入 YOY	56%	46%	24%	31%	19%	短期因素扰动和子公司业绩拖累是上半年收入增速低于预期的主要原因
减：单季度毛利率	64%	65%	65%	66%	68%	近几年随着产能进一步扩大，公司发力营销和渠道建设，不断扩充营销渠道，对华东市场进行的板块市场打造和渠道精耕措施效果逐渐释放，促销计划、渠道进攻和抢占市场也逐渐开始起到作用。
营业税金及附加/收入	1%	1%	1%	2%	1%	
销售费用率	22%	21%	24%	13%	19%	在充分评估终端和渠道反映前提下，适度减少品牌推广和降低促销力度，降低销售费用率符合公司既定战略
管理费用率	9%	9%	17%	9%	8%	并购业务中介费及股权激励费用促使 14 年上半年管理费用率小幅提升
财务费用率	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%	
资产减值损失/收入	-1%	1%	-1%	1%	0%	
加：公允价值变动净收益/收入	0%	0%	0%	0%	0%	
投资净收益/收入	0%	0%	0%	0%	0%	
汇兑收益/收入	0%	0%	0%	0%	0%	
营业利润率	36%	36%	26%	43%	41%	
加：营业外收入/收入	0%	2%	1%	0%	3%	
减：营业外支出/收入	0%	3%	0%	0%	0%	
利润总额/收入	35%	35%	27%	43%	45%	
减：所得税/利润总额	16%	16%	21%	14%	15%	
净利润(含少数股东损益)/收入	30%	29%	21%	37%	38%	
减：少数股东损益/收入	0%	0%	0%	0%	0%	
归母净利润/收入	30%	29%	21%	37%	38%	得益于毛利率提升和费用率控制，上半年净利润率大幅提升 6.68pct 至 37.64%
基本 EPS	0.35	0.37	0.21	0.54	0.27	

数据来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2014年07月29日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,066.7	1,482.2	1,923.6	2,531.1	3,313.2	成长性					
减:营业成本	390.7	523.3	642.7	825.4	1,057.8	营业收入增长率	62.1%	39.0%	29.8%	31.6%	30.9%
营业税费	11.0	18.2	24.0	31.6	41.4	营业利润增长率	52.6%	51.6%	41.8%	36.5%	35.6%
销售费用	265.9	317.0	365.5	455.6	563.2	净利润增长率	50.4%	50.4%	43.1%	36.5%	35.5%
管理费用	101.0	154.0	211.6	278.4	364.5	EBITDA 增长率	68.7%	58.9%	41.9%	36.3%	35.4%
财务费用	-35.6	-34.4	-35.0	-35.0	-35.0	EBIT 增长率	63.6%	58.2%	44.8%	38.4%	36.9%
资产减值损失	2.0	1.4	1.6	1.6	1.6	NOPLAT 增长率	63.4%	56.6%	45.8%	38.4%	36.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	57.7%	8.5%	16.3%	-4.6%	19.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	9.7%	15.9%	25.2%	11.5%	13.9%
营业利润	331.7	502.8	713.2	973.5	1,319.7	利润率					
加:营业外净收支	-0.5	0.4	1.5	1.8	2.2	毛利率	63.4%	64.7%	66.6%	67.4%	68.1%
利润总额	331.2	503.2	714.7	975.3	1,321.9	营业利润率	31.1%	33.9%	37.1%	38.5%	39.8%
减:所得税	50.8	81.5	111.4	152.1	206.1	净利润率	26.3%	28.4%	31.4%	32.5%	33.7%
净利润	280.4	421.7	603.3	823.2	1,115.7	EBITDA/营业收入	29.8%	34.1%	37.3%	38.6%	39.9%
						EBIT/营业收入	27.8%	31.6%	35.3%	37.1%	38.8%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	78	94	69	48	33
货币资金	1,246.2	1,530.2	1,981.3	2,339.2	2,622.9	流动营业资本周转天数	56	38	35	38	39
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	546	422	408	385	346
应收帐款	47.8	48.5	79.8	89.0	131.9	应收帐款周转天数	13	12	12	12	12
应收票据	6.5	7.2	13.1	13.5	21.3	存货周转天数	55	54	52	52	51
预付帐款	74.8	22.5	84.6	46.1	113.0	总资产周转天数	675	554	516	462	401
存货	209.5	233.7	319.7	405.2	542.4	投资资本周转天数	173	158	138	110	90
其他流动资产	32.3	16.7	24.5	24.5	24.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.5%	18.9%	21.6%	26.4%	31.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.3%	17.2%	19.7%	24.0%	28.3%
长期股权投资	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	ROIC	63.2%	62.7%	84.3%	100.2%	143.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	390.0	385.6	352.0	318.4	284.8	销售费用率	24.9%	21.4%	19.0%	18.0%	17.0%
在建工程	8.1	91.7	91.7	91.7	91.7	管理费用率	9.5%	10.4%	11.0%	11.0%	11.0%
无形资产	33.6	95.1	90.3	85.6	80.8	财务费用率	-3.3%	-2.3%	-1.8%	-1.4%	-1.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	31.1%	29.5%	28.2%	27.6%	26.9%
资产总额	2,104.7	2,455.3	3,061.9	3,436.8	3,937.0	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	8.4%	9.1%	8.7%	9.3%	9.8%
应付帐款	102.7	94.3	135.6	159.7	218.8	负债权益比	9.2%	10.0%	9.5%	10.3%	10.9%
应付票据	0.6	-	0.6	0.2	0.8	流动比率	9.54	8.68	9.71	9.34	9.14
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	8.30	7.59	8.47	8.05	7.71
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-8.33	-13.62	-19.38	-26.81	-36.71
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	177.6	222.5	266.3	320.9	386.9	DPS(元)	0.20	0.50	0.56	0.77	1.04
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	46.8%	77.8%	61.1%	61.1%	61.1%
股本	218.7	328.1	656.2	656.2	656.2	股息收益率	0.7%	1.8%	2.0%	2.8%	3.7%
留存收益	1,708.4	1,904.7	2,139.4	2,459.7	2,893.9						
股东权益	1,927.1	2,232.8	2,795.6	3,115.9	3,550.0						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	280.4	421.7	603.3	823.2	1,115.7	EPS(元)	0.43	0.64	0.92	1.25	1.70
加:折旧和摊销	24.8	40.9	38.4	38.4	38.4	BVPS(元)	2.94	3.40	4.26	4.75	5.41
资产减值准备	2.0	1.4	-	-	-	PE(X)	65.2	43.4	30.3	22.2	16.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.5	8.2	6.5	5.9	5.1
财务费用	-	-	-35.0	-35.0	-35.0	P/FCF	356.2	49.6	37.1	21.3	18.9
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	17.1	12.3	9.5	7.2	5.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	36.0	44.3	22.7	16.3	11.8
营运资金的变动	-237.3	183.0	-150.1	-0.8	-188.8	CAGR(%)	43.2%	38.3%	47.9%	43.2%	38.3%
经营活动产生现金流量	111.2	626.5	456.5	825.7	930.3	PEG	1.5	1.1	0.6	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-169.0	-171.3	-	-	-	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-109.4	-131.2	-5.4	-467.9	-646.6	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏青青声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

