

汤臣倍健（300146）半年报点评： 净利润高速增长，期待新兴业务和外延式并购

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

研究助理：李国锋

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期：2014年8月5日

www.lxzq.com.cn

事件：

2014年1-6月，公司实现营业收入9.38亿元，同比增长24.7%；归属于上市公司股东的净利润3.53亿元，同比增长51.6%；基本每股收益0.54元。

点评：

1、营业收入增长放缓。

今年上半年公司实现营业收入9.38亿元，同比增长24.7%，明显低于2010年底上市以来的上半年和年度增长率。收入增长放缓的原因主要是粉剂以及全资子公司佰健、奈梵斯收入下滑。其中，粉剂业务实现收入1.53亿元，同比下滑3.02%，主要受新西兰蛋白质粉原料供应不足的影响，目前已经更换为澳大利亚恒天然的乳清蛋白，相关产品将于年内投入市场，预计下半年蛋白质粉的业绩将会明显改善。奈梵斯主营进口商品，由于进口政策的变化导致其收入大幅下降。佰健亏损的主要原因是公司为了支持经销商，自2012年开始逐步取消了品牌管理费。

2、毛利率和期间费用率均明显改善。

今年上半年销售毛利率为66.6%，较同期提升2.17个百分点。毛利率的提升，一方面受益于高毛利产品片剂的高速增长，在公司的三种产品类型中片剂的毛利率为78.69%，毛利率最高，片剂收入增长53.19%，远高于公司24.7%的整体增长率。另一方面，随着公司经营规模的扩大，规模效应逐步显现，单位成本下降。

今年上半年公司的三项费用率为23.93%，比同期下降3.85个百分点，销售费用率、管理费用率、财务费用率为15.7%、8.93%、-2.20%。其中，销售费用率下降4.78个百分点，主要是广告费用下降较多，预计下半年销售费用会有所提升，但全年的销售费用率会低于去年；管理费用率为15.7%，同比上升0.64个百分点，出现小幅度的增长，主要是实施并购业务支付的中介费用增加以及对员工实行股权激励所致；财务费用率为-2.20%，略提高0.02个百分点。销售费用率的大幅下降是三项费用率提高的主要原因。

3、期待十二篮、健力多等新兴业务以及外延式并购

基于移动互联网思维的健康管理品牌“十二篮”项目已于今年6月12日开始公测，测试效果反映良好，符合公司预期，并于8月4日正式上市，市场定价为999元。“十二篮”最核心的是四位一体：产品组合、APP、营养师和可穿戴设备（智能秤和智能手环），以此打通体重管理产业链，为消费者提供增值服务，提升消费粘性。未来公司将通过优惠套餐、举办瘦身达人比赛等提升品牌影响力，通过十二篮构建一个健康管理平台。

成立于2012年的全资子公司广东佰嘉药业有限公司，以骨骼健康品类的“健力多”为品牌，主要产品为“氨糖软骨素钙片”于2012年下半年投入市场。“健力多”直接与百强连锁公司合作，建立终端销售渠道，区别于“汤臣倍健”主要依靠经销商的经营模式。2012、2013年该子公司实现销售收入352.2万元、2237.7万元，实现了高速增长，但由于该产品处于投入期，广告投入较大，同期分别亏损384万元和597万元。随着市场开拓的成熟和规模的扩大，今年上半年“健力多”实现净利润553万元，首次实现了盈利，预计今年将实现净利润1200万元。

为保持公司在行业内的领先地位，公司在战略上开始积极进行外延并购，主要面向海外公司，如可能在大营养健康领域的非营养补充剂、非传统渠道以及与“十二篮”密切相关的可穿戴设备类、软硬件互动等领域。今年7月11日，公司发布定增预案，将非公开发行股票不超过7000万股，募集资金不超过19亿元，用于“珠海生产基地建设”等四个项目，这将为公司的未来并购预留足够的资金。公司的外延扩张将会极大扩大规模，提升公司整体价值。

4、盈利预测及评级。

预计公司2014-2016年净利润增速分别为55.3%、35.9%和32.0%，EPS分别为1.00、1.35和1.78元，上一交易日收盘股价对应PE分别为28、20和15倍。本研究报告为首次覆盖，给予公司“增持”评级。

5、风险提示：

1) 原材料采购不足；2) 新项目开发低于预期；3) 行业内市场竞争加剧。

图表1 盈利预测表

| 万元（人民币） | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 106,669 | 148,224 | 193,646 | 249,805 | 320,848 |
| 增速 | 62.1% | 39.0% | 30.6% | 29.0% | 28.4% |
| 营业成本 | 39,070 | 52,327 | 64,205 | 79,433 | 99,978 |
| 毛利率 | 63.4% | 64.7% | 66.8% | 68.2% | 68.8% |
| 销售费用 | 26,589 | 31,702 | 35,825 | 44,965 | 56,148 |
| 管理费用 | 10,095 | 15,397 | 18,784 | 22,982 | 29,518 |
| 财务费用 | (3,557) | (3,439) | (3,873) | (4,996) | (6,417) |
| 营业利润 | 33,173 | 50,279 | 75,026 | 103,924 | 137,129 |
| 利润总额 | 33,120 | 50,321 | 76,498 | 103,924 | 137,129 |

| | | | | | |
|----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 归属母公司净利润 | 28,035 | 42,169 | 65,478 | 88,952 | 117,374 |
| 增速 | 50.4% | 50.4% | 55.3% | 35.9% | 32.0% |
| EPS | 1.28 | 1.29 | 1.00 | 1.35 | 1.78 |

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

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，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

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。

风险提示

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。