



## 战略方向清晰，新产品上线值得期待

——汤臣倍健（300146）调研快报

2014年08月06日

**强烈推荐/首次**
**汤臣倍健**
**调研快报**

### 关注 1：战略路径清晰

公司规划战略路径主要包括三个方向：1) 海外并购；2) 营销升级；3) 多品牌化。

汤臣倍健年初第一次尝试海外并购，并未成功，但公司还会减持走海外并购道路。公司认为保健品行业无论是外资品牌渗透还是行业准入门槛降低，行业竞争都会日趋激烈，海外并购一是可以获得品牌价值增厚，二来可以丰富产品种类，三是提升公司研发实力。

汤臣现阶段核心优势在“品牌、渠道、市场”三方面，公司考虑未来核心优势将发生转变，营销思路将由“产品营销”向“价值营销”，即从服务经销商客户向服务消费者用户升级。方法是通过后台大数据系统以及自媒体平台等新方法实现客户个性化服务。

汤臣倍健主品牌在流通渠道市场占有率已经很高，公司未来将重点打造非汤臣品牌，预期非汤臣品牌收入 2014 年达到 15%、2015 年达到 20%、2016 年后达到 30%以上。公司已经进入品牌多元化阶段，而非一般食品企业产品多元化阶段。多元化品牌的运作模式和盈利模式都会相互独立，不会简单重复汤臣固有模式。

### 关注 2：主品牌增长符合预期，窜货控制加强

汤臣倍健主品牌上半年销售增长 27%，销量增长好于去年同期。2013 年上半年受提价影响销量增速不佳，收入增长来自提价效应。主品牌现在面临的问题是线下经销商的货品窜货到线上销售，扰乱价格体系。公司已经查处了窜货的经销商。公司即将通过层层出货扫码的方式加强货品流通管理。

### 关注 3：“十二篮”体重管理产品上线销售

公司正在推进“十二篮”体重管理项目，已经完成了内部公测，产品控制体重效果显著。“十二篮”是一套体重管理综合解决方案，通过后台大数据系统和专门营养师服务，监控管理个人体重。相比目前市面流行的智能手环、智能电子秤，“十二篮”提供的是体重管理服务，而不是简单体质监控设备。

### 徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

### 焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

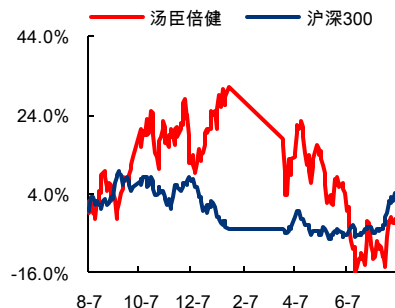
执业证书编号：

S1480512090001

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	28.03-59.65
总市值 (亿元)	184.44
流通市值 (亿元)	92.19
总股本/流通 A 股 (万股)	65801/32890
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.99

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

2014年还是“十二篮”项目确认模式、完善服务、整合后台的阶段，我们认为项目成功与否还得看首期产品使用效果以及客户反馈。8月4日首批产品5000份在淘宝天猫“十二篮”旗舰店开始销售，预计销售旺季将出现在2015年春节后。“十二篮”模式如果成功，公司将推广到其他领域，例如孕妇体质管理、个人慢性疾病管理等。从商业模式来看，“十二篮”模式是符合商业潮流的，我们看好“十二篮”项目。

#### 关注4：健利多快速增长、贵系中药年底试点

健利多2014年销售增长超预期，目前产品销量每月超过10万盒，预计年底销量水平会达到20万盒/月。健利多全年收入增长预计150%-170%，公司对健利多的增速预期是未来2年复合增长率超过100%。健利多销售没有通过经销商体系，完全是公司直营，公司对渠道、终端销售信息完全掌控。自营模式下给渠道和终端的利润空间也更大，产品容易放量。

公司年底将开始试点“无限能”贵系中药材产品，项目定位不是传统名贵中药材，产品剂型上会有创新。贵系中药材项目将采取全渠道模式销售，希望达到线上线下销售联动，同时也将控制好线上线下产品价格防止窜货。项目2014年底将开始试点，2015年将达到7-8个中药品种，之后还有30多个中药材产品储备。同时公司将针对新产品邀请重量级代言人。公司认为依照现有的渠道资源，“无限能”销售过亿的时间会少于以往项目，达到盈利的时间也将大大缩短。

#### 关注5：广告费用占比下半年上升

公司上半年销售费用1.47亿元，同比下降4.55%，主要是广告费用比2013年上半年减少了3667.3万元。2013年上半年公司广告费用占比达到10.5%，2013年全年广告费用占比是9.46%，公司近2年广告费用占比在10%左右。而2014年上半年公司广告费用占比仅4.57%，大幅低于历史平均水平。预计公司下半年广告费用占比会有提升，但广告费用占比水平可能低于2013年。下半年广告投放会围绕新产品，聘请新代言人。

#### 结论：

汤臣倍健战略规划清晰，我们看好公司战略方向。“十二篮”项目开始正式上线销售，预计2015年迎来销售高峰期。公司储备的其他项目在未来一年也将开始试点。对于海外并购暂时无法预期标的和时间点，但看好海外并购给公司带来的协同效应。

我们预计公司2012年-2014年的营业收入分别为19.63亿元、25.55亿元和32.99亿元，归属于上市公司股东净利润分别为6.1亿元、8.37亿元和11.13亿元，每股收益分别为0.93元、1.27元和1.69元，对应PE分别为30.22X、22.03X、16.58X。首次关注给予“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	1617	1859	2751	3450	4353	<b>营业收入</b>	1067	1482	1963	2555	3299
货币资金	1246	1530	2363	2947	3700	<b>营业成本</b>	391	523	699	907	1179
应收账款	37	40	48	63	81	营业税金及附加	11	18	25	32	41
其他应收款	11	8	11	15	19	营业费用	266	317	357	432	525
预付款项	75	23	30	39	50	管理费用	101	154	198	248	307
存货	210	234	287	373	484	财务费用	-36	-34	-41	-56	-70
其他流动资产	1	0	0	0	0	资产减值损失	1.96	1.36	3.10	1.50	1.00
<b>非流动资产合计</b>	488	597	495	432	368	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1	1	1	1	1	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	390	386	421	355	299	<b>营业利润</b>	332	503	721	990	1316
无形资产	24	74	67	59	52	营业外收入	6.26	11.36	10.00	9.00	9.00
其他非流动资产	48	17	0	0	0	营业外支出	6.79	10.95	9.00	8.00	8.00
<b>资产总计</b>	2105	2455	3245	3881	4721	<b>利润总额</b>	331	503	722	991	1317
<b>流动负债合计</b>	169	214	263	329	413	所得税	51	82	112	154	204
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	280	422	610	837	1113
应付账款	48	67	86	114	149	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	28	50	79	117	167	归属母公司净利润	280	422	610	837	1113
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	340	576	745	997	1309
<b>非流动负债合计</b>	8	8	5	5	5	<b>EPS (元)</b>	1.28	1.29	0.93	1.27	1.69
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	178	223	267	334	418	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	62.12%	38.96%	32.41%	30.16%	29.13%
实收资本(或股	219	328	658	658	658	营业利润增长	52.57%	51.57%	43.47%	37.22%	32.91%
资本公积	1257	1163	1163	1163	1163	归属于母公司净利润	50.38%	50.41%	44.75%	37.17%	32.88%
未分配利润	388	635	897	1258	1736	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1927	2233	2978	3547	4304	毛利率(%)	63.37%	64.70%	64.38%	64.50%	64.27%
<b>负债和所有者权</b>	2105	2455	3245	3881	4721	净利率(%)	26.28%	28.45%	31.10%	32.78%	33.73%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	13.32%	17.17%	18.81%	21.57%	23.56%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	14.55%	18.89%	20.50%	23.60%	25.85%
<b>经营活动现金流</b>	111	627	608	797	1040	<b>偿债能力</b>					
净利润	280	422	610	837	1113	资产负债率(%)	8%	9%	8%	9%	
折旧摊销	43.79	107.70	0.00	63.02	63.02	流动比率	9.54	8.68	10.47	10.48	10.54
财务费用	-36	-34	-41	-56	-70	速动比率	8.30	7.59	9.38	9.35	9.37
应收账款减少	0	0	-8	-15	-18	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	29	38	49	总资产周转率	0.53	0.65	0.69	0.72	0.77
<b>投资活动现金流</b>	-169	-171	51	-2	-1	应收账款周转率	36	39	44	46	46
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	26.36	25.63	25.59	25.48	25.10
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.28	1.29	0.93	1.27	1.69
<b>筹资活动现金流</b>	-109	-131	174	-212	-286	每股净现金流(最新	-0.76	0.99	1.27	0.89	1.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	8.81	6.81	4.53	5.39	6.54
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	109	109	330	0	0	P/E	21.90	21.73	30.22	22.03	16.58
资本公积增加	-109	-94	0	0	0	P/B	3.18	4.12	6.19	5.20	4.29
<b>现金净增加额</b>	-167	324	833	583	753	EV/EBITDA	14.37	13.31	21.59	15.54	11.26

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，6 年食品饮料行业研究经验。

### 焦凯

经济学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。