

业绩略低于预期，看好明年改善

——汤臣倍健（300146）三季度财报点评

2014年10月24日

强烈推荐/维持

汤臣倍健

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号：S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	

事件：

公司发布三季报：前三季度收入 13.85 亿元，同比增长 19.11%，净利润 4.79 亿元，同比增长 35.37%。

公司分季度财务指标

指标	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
营业收入（百万元）	364.23	388.12	410.39	319.5	476.14	462.03	446.82
增长率（%）	30.31%	56.07%	45.82%	24.29%	30.72%	19.04%	8.88%
毛利率（%）	64.46%	64.43%	65.05%	64.83%	65.65%	67.60%	65.28%
期间费用率（%）	24.50%	28.55%	27.49%	38.72%	19.86%	25.08%	30.05%
营业利润率（%）	37.50%	35.52%	35.64%	25.69%	43.27%	41.45%	32.68%
净利润（百万元）	117.87	115.08	120.65	68.09	177.60	175.55	125.52
增长率（%）	10.21%	57.97%	94.00%	77.45%	50.68%	52.55%	04.04%
每股盈利（季度，元）	0.54	0.35	0.37	0.21	0.54	0.27	0.19
资产负债率（%）	12.30%	6.33%	6.76%	9.06%	19.47%	8.48%	8.89%
净资产收益率（%）	6.16%	5.67%	5.61%	3.05%	8.50%	7.63%	5.18%
总资产收益率（%）	5.40%	5.31%	5.23%	2.77%	6.85%	6.99%	4.72%

观点：

- ▶ 三季度收入4.47亿元，同比增长8.88%，收入增速环比有显著放缓，三季度净利润1.26亿元，同比仅增长4.04%，相比一、二季度利润增速大幅放缓。收入增速放缓的原因我们认为不是来自行业基本面以及消费端的变化，而是公司内部原因，主要是公司从年初开始整顿经销商窜货，对公司成长考核从过去强调扩张速度过渡到考核增长质量。另外广州佰健、奈梵斯两个子公司三季度业绩下滑也拖累了母公司业绩，但佰嘉保持了良好增长趋势。
- ▶ 汤臣倍健主品牌上半年收入增长27%，前三季度收入增速依然能维持20%以上。骨骼健康、维生素等主力产品收入增速则维持在30%以上。生产端，蛋白粉原料的新供应商已经开始发货，三季度蛋白粉收入增速高于上半年。
- ▶ 三季度综合毛利率66.18%，但三季度的季度毛利率环比二季度有小幅下降，公司在国庆期间做了一些产

品的促销活动, 视同销售计入生产成本, 造成毛利率下降。前三季度的销售费用占比达到18.4%, 其中三季度销售费用占比达到24.16%, 比一季度和二季度都有大幅提升。三季度也是公司近4年来首次单季度销售费用超过1亿元。销售费用的提升主要是三季度增加了广告投放大约3000万, 但全年会保持销售费用的比例合理, 预计四季度费用投放节奏放缓。

- 总体看公司三季度业绩低于预期的原因主要还是经销商渠道的调整以及费用的集中投放。我们认为今年是公司调整的一年, 无论是渠道还是产品结构, 虽然下半年推出了“十二篮”体重管理方案, 但项目还未到业绩贡献期, “无限能”贵系中药材项目也还没开始铺货销售。

结论:

我们看好公司2015年业绩增长: 1) 针对渠道的调整预计会在2015年结束, 未来推出的新产品都将开展全渠道模式运作, 从源头避免线上线下价格冲击问题, 2015年还有其他新产品陆续上市; 2) “十二篮”体重管理项目, 14年是运作初期, 总结模式经验, 2015年将迎来销售爆发期; 3) 海外并购的窗口重新开启, 公司会坚定海外并购膳食营养品的战略, 虽然时间点和标的资产还不确定, 但我们看好公司并购战略方向。

调整公司2014年至2016年盈利预测, 预计2014年至2016年EPS分别为0.85元、1.21元和1.62元, 对应PE分别为30.3倍、21.3倍和15.9倍, 维持公司“强烈推荐”的投资评级。

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
流动资产合计	1617	1859	2716	3382	4252	营业收入	1067	1482	1901	2506	3263
货币资金	1246	1530	2277	2839	3570	营业成本	391	523	670	871	1134
应收账款	37	40	68	82	98	营业税金及附加	11	18	24	31	41
其他应收款	11	8	11	14	19	营业费用	266	317	359	431	539
预付款项	75	23	29	38	49	管理费用	101	154	192	243	304
存货	210	234	321	394	497	财务费用	-36	-34	-10	-13	-16
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
非流动资产合计	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	营业利润	332	503	663	941	1261
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
资产总计	2105	2455	3211	3813	4620	利润总额	331	503	664	942	1262
流动负债合计	169	214	262	323	405	所得税	51	82	103	146	196
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	280	422	561	796	1066
应付账款	48	67	86	110	143	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	28	50	78	116	165	归属于母公司净利润	280	422	561	796	1066
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	340	576	717	991	1308
非流动负债合计	8	8	5	5	5	BPS (元)	1.28	1.29	0.85	1.21	1.62
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	178	223	267	328	410	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	62.12%	38.96%	28.24%	31.83%	30.21%
实收资本(或股本)	219	328	658	658	658	营业利润增长	52.57%	51.57%	31.79%	42.01%	33.97%
资本公积	1257	1163	1163	1163	1163	归属于母公司净利润	50.38%	50.41%	32.98%	41.95%	33.94%
未分配利润	388	635	876	1218	1677	获利能力					
归属母公司股东权	1927	2233	2944	3485	4210	毛利率(%)	63.37%	64.70%	64.77%	65.25%	65.24%
负债和所有者权	2105	2455	3211	3813	4620	净利率(%)	26.28%	28.45%	29.50%	31.76%	32.67%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	13.32%	17.17%	17.47%	20.88%	23.08%	
经营活动现金流	111	627	536	806	1057	偿债能力					
净利润	280	422	561	796	1066	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	10.38	10.47	10.50
财务费用	-36	-34	-10	-13	-16	速动比率	8.30	7.59	9.15	9.25	9.27
应收账款减少	0	0	-28	-15	-16	营运能力					
预收帐款增加	0	0	29	38	49	总资产周转率	0.53	0.65	0.67	0.71	0.77
投资活动现金流	-169	-171	51	-2	-1	应收账款周转率	36	39	35	33	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	26.36	25.63	24.78	25.57	25.83
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.28	1.29	0.85	1.21	1.62
筹资活动现金流	-109	-131	159	-242	-325	每股净现金流(最新)	-0.76	0.99	1.13	0.85	1.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	8.81	6.81	4.47	5.30	6.40
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	109	109	330	0	0	P/E	20.17	20.02	30.30	21.34	15.94
资本公积增加	-109	-94	0	0	0	P/B	2.93	3.79	5.77	4.87	4.04
现金净增加额	-167	324	747	563	731	EV/EBITDA	12.95	12.05	20.51	14.28	10.26

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法律责任。

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。