

2014年12月01日

汤臣倍健 (300146.SZ)

定增过会，龙头即将重归成长

■事件：公司公告非公开发行股票申请获得中国证监会创业板发行审核委员会审核通过。公司曾在7月12日公告其非公开发行股票预案，拟向不超过5名特定投资者发行不超过7000万股，募集资金总额不超过19亿元，扣除发行费用后将用于公司“珠海生产基地四期建设项目”等的五个项目建设。对此，我们点评如下：

■19亿元定增过会，内外兼修提升实力：在宏观环境放缓，消费疲软的背景下，公司内修渠道管理转型、终端精细化管理、打造单品牌运作战略以及提升信息化运营水平，有助于为未来提高内生性同店收入增速打下坚实基础。同时，公司定增后资金充裕，预计将利用自身龙头优势整合资源加速外延式并购发展，11月初参股深圳倍泰布局移动健康只是开始。

■多方位创新推动转型期发展：公司作为我国膳食营养补充剂行业龙头，已率先推出基于移动互联网思维的健康管理品牌“十二篮”；同时年底草本系列新品“无限能”会推出，未来新品牌和新产品也会考虑包括互联网等的全渠道运作；营养家会员中心系统稳步推进，当前活跃会员已达50万，看好公司通过内生性增长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：预计14年-16年的收入YOY分别为19.5%、30.5%、31.0%，净利润YOY分别为39.3%、35.2%、32.2%，EPS为0.90元、1.21元和1.60元。维持“买入-A”投资评级，6个月目标价36.8元，对应30X15PE。

■风险提示：渠道及终端改革进度低于预期、内生性同店增长减缓。

| 摘要(百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1,066.7 | 1,482.2 | 1,771.9 | 2,312.5 | 3,029.6 |
| 净利润 | 280.4 | 421.7 | 587.3 | 794.0 | 1,049.8 |
| 每股收益(元) | 0.43 | 0.64 | 0.90 | 1.21 | 1.60 |
| 每股净资产(元) | 2.93 | 3.39 | 4.25 | 4.72 | 5.34 |

| 盈利和估值 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 市盈率(倍) | 63.0 | 41.9 | 30.0 | 22.2 | 16.8 |
| 市净率(倍) | 9.2 | 7.9 | 6.3 | 5.7 | 5.0 |
| 净利润率 | 26.3% | 28.4% | 33.1% | 34.3% | 34.7% |
| 净资产收益率 | 14.5% | 18.9% | 21.1% | 25.6% | 29.9% |
| 股息收益率 | 0.7% | 1.9% | 2.0% | 2.8% | 3.6% |
| ROIC | 63.2% | 62.7% | 81.9% | 100.6% | 137.3% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

生物医药 III

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

36.80元

股价(2014-11-28)

26.83元

交易数据

总市值(百万元) 17,654.43

流通市值(百万元) 8,824.40

总股本(百万股) 658.01

流通股本(百万股) 328.90

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 | -16.75 | -25.78 | -78.82 |
| 绝对收益 | -0.52 | -4.25 | -63.68 |

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

相关报告

创新转型持续，期待龙头重归成长 2014-10-24

业绩预告符合预期 战略转型持续推进 2014-10-07

新产品新项目新转型有助公司继续维持较快增长 2014-07-29

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月30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 | 1,771.9 | 2,312.5 | 3,029.6 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 390.7 | 523.3 | 601.6 | 769.9 | 989.8 | 营业收入增长率 | 62.1% | 39.0% | 19.5% | 30.5% | 31.0% |
| 营业税费 | 11.0 | 18.2 | 22.1 | 28.9 | 37.9 | 营业利润增长率 | 52.6% | 51.6% | 38.1% | 35.2% | 32.2% |
| 销售费用 | 265.9 | 317.0 | 301.2 | 370.0 | 484.7 | 净利润增长率 | 50.4% | 50.4% | 39.3% | 35.2% | 32.2% |
| 管理费用 | 101.0 | 154.0 | 186.1 | 238.2 | 309.0 | EBITDA 增长率 | 68.7% | 58.9% | 38.1% | 35.1% | 32.1% |
| 财务费用 | -35.6 | -34.4 | -35.0 | -35.0 | -35.0 | EBIT 增长率 | 63.6% | 58.2% | 40.8% | 37.1% | 33.5% |
| 资产减值损失 | 2.0 | 1.4 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | NOPLAT 增长率 | 63.4% | 56.6% | 41.8% | 37.1% | 33.5% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 57.7% | 8.5% | 11.7% | -2.3% | 16.1% |
| 投资和汇兑收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 9.7% | 15.9% | 24.9% | 11.1% | 13.2% |
| 营业利润 | 331.7 | 502.8 | 694.3 | 938.9 | 1,241.6 | 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% | 66.1% | 66.7% | 67.3% |
| 利润总额 | 331.2 | 503.2 | 695.8 | 940.7 | 1,243.7 | 营业利润率 | 31.1% | 33.9% | 39.2% | 40.6% | 41.0% |
| 减:所得税 | 50.8 | 81.5 | 108.5 | 146.7 | 193.9 | 净利润率 | 26.3% | 28.4% | 33.1% | 34.3% | 34.7% |
| 净利润 | 280.4 | 421.7 | 587.3 | 794.0 | 1,049.8 | EBITDA/营业收入 | 29.8% | 34.1% | 39.4% | 40.7% | 41.1% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 27.8% | 31.6% | 37.2% | 39.1% | 39.8% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 固定资产周转天数 | 78 | 94 | 75 | 52 | 36 |
| 货币资金 | 1,246.2 | 1,530.2 | 2,006.7 | 2,334.1 | 2,623.0 | 流动营业资本周转天数 | 56 | 38 | 35 | 38 | 40 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 546 | 422 | 440 | 418 | 373 |
| 应收帐款 | 47.8 | 48.5 | 69.7 | 84.5 | 117.5 | 应收帐款周转天数 | 13 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 应收票据 | 6.5 | 7.2 | 11.5 | 12.8 | 19.0 | 存货周转天数 | 55 | 54 | 53 | 53 | 53 |
| 预付帐款 | 74.8 | 22.5 | 77.7 | 44.2 | 104.7 | 总资产周转天数 | 675 | 554 | 558 | 502 | 432 |
| 存货 | 209.5 | 233.7 | 284.3 | 391.9 | 494.9 | 投资资本周转天数 | 173 | 158 | 146 | 117 | 95 |
| 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% | 21.1% | 25.6% | 29.9% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 13.3% | 17.2% | 19.4% | 23.3% | 27.2% |
| 长期股权投资 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | ROIC | 63.2% | 62.7% | 81.9% | 100.6% | 137.3% |
| 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% | 17.0% | 16.0% | 16.0% |
| 在建工程 | 8.1 | 91.7 | 91.7 | 91.7 | 91.7 | 管理费用率 | 9.5% | 10.4% | 10.5% | 10.3% | 10.2% |
| 无形资产 | 33.6 | 95.1 | 90.3 | 85.6 | 80.8 | 财务费用率 | -3.3% | -2.3% | -2.0% | -1.5% | -1.2% |
| 其他非流动资产 | - | - | - | - | - | 三费/营业收入 | 31.1% | 29.5% | 25.5% | 24.8% | 25.0% |
| 资产总额 | 2,104.7 | 2,455.3 | 3,033.4 | 3,411.3 | 3,864.6 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | - | - | - | - | - | 资产负债率 | 8.4% | 9.1% | 8.0% | 9.2% | 9.3% |
| 应付帐款 | 102.7 | 94.3 | 120.9 | 154.5 | 199.6 | 负债权益比 | 9.2% | 10.0% | 8.7% | 10.1% | 10.2% |
| 应付票据 | 0.6 | - | 0.5 | 0.1 | 0.7 | 流动比率 | 9.54 | 8.68 | 10.51 | 9.51 | 9.70 |
| 其他流动负债 | - | - | - | - | - | 速动比率 | 8.30 | 7.59 | 9.30 | 8.22 | 8.28 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | -8.33 | -13.62 | -18.84 | -25.83 | -34.47 |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 177.6 | 222.5 | 244.0 | 312.9 | 357.8 | DPS(元) | 0.20 | 0.50 | 0.55 | 0.74 | 0.98 |
| 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% | 1.9% | 2.0% | 2.8% | 3.6% |
| 留存收益 | 1,708.4 | 1,904.7 | 2,133.2 | 2,442.2 | 2,850.7 | | | | | | |
| 股东权益 | 1,927.1 | 2,232.8 | 2,789.4 | 3,098.4 | 3,506.8 | | | | | | |

| 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 | 587.3 | 794.0 | 1,049.8 | EPS(元) | 0.43 | 0.64 | 0.90 | 1.21 | 1.60 |
| 加:折旧和摊销 | 24.8 | 40.9 | 38.4 | 38.4 | 38.4 | BVPS(元) | 2.93 | 3.39 | 4.25 | 4.72 | 5.34 |
| 资产减值准备 | 2.0 | 1.4 | - | - | - | PE(X) | 63.0 | 41.9 | 30.0 | 22.2 | 16.8 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 9.2 | 7.9 | 6.3 | 5.7 | 5.0 |
| 财务费用 | - | - | -35.0 | -35.0 | -35.0 | P/FCF | 344.0 | 47.9 | 34.7 | 21.7 | 18.9 |
| 投资损失 | - | - | - | - | - | P/S | 16.6 | 11.9 | 9.9 | 7.6 | 5.8 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | 36.0 | 44.3 | 22.3 | 16.2 | 12.0 |
| 营运资金的变动 | -237.3 | 183.0 | -118.4 | -19.9 | -158.0 | CAGR(%) | 41.5% | 35.5% | 46.6% | 41.5% | 35.5% |
| 经营活动产生现金流量 | 111.2 | 626.5 | 472.2 | 777.5 | 895.2 | PEG | 1.5 | 1.2 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| 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 | 4.3 | -450.1 | -606.3 | 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 |
| | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 刘凯 | 010-59113572 | liukai2@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-59113571 | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 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

