

谨慎推荐（维持）

## 战略转型升级，打造大健康平台

风险评级：一般风险

汤臣倍健（300146）2014 年年报简评

2015 年 3 月 2 日

### 投资要点：

黄黎明

SAC 执业证书编号：

S0340208070036

电话：0755-23616029

邮箱：hlm@dgzq.com.cn

**事件：**汤臣倍健公布2014年年报，全年实现营收17.05亿元，YOY15.03%；归属母公司净利润5.03亿元，YOY19.19%，EPS 为 0.77元；扣非后母公司4.7亿，YOY为11.42%，经营活动现金流5.6亿，YOY-10.51%。

公司同时预告2015年1季度归母公司净利润约1.6-1.95亿，YOY约-10-10%。

**点评：**

■ **收入增速明显放缓，费用保持高投入。**公司成立以来，持续10多年的高速增长（业绩增速基本保持在50%以上），不过，自去年下半年以来放缓，2014年单四季度进一步恶化，收入和归属母公司净利润分别同比增长0.15%和-64.87%，业绩仅为2400万。

由于渠道终端方面的调整以及经济环境的不利形势，全年收入表现不佳，除片剂还有31.39%的高增长外，粉剂、胶囊及其它增速均为个位数。

不过，主营毛利率66.42%，同比提升1.32个百分点，稳中有升。销售费用近4个亿，同比增长25.24%，保持高投入，整体营业利润同比10.21%。

另外，因进口食品监管政策存在不确定性，对子公司奈梵斯的进口业务进行调整，并计提存货跌价准备（1900万）；子公司广州佰健面临业务调整、终端收缩的转型期等，也对业绩产生影响。

■ **战略转型升级，打造大健康平台。**2014年底，公司制定了全新的《2015-2017年度经营规划纲要》，未来打造三大业务板块（汤臣药业板块、广东佰嘉板块、线上业务板块）+大健康产业布局。整体业务布局将由膳食营养补充剂扩展到大健康产业，打造营养品“联合国”；线上与线下相互补充促进，产品与大健康产业布局互补，促进战略升级。

**汤臣药业板块**——主营“汤臣倍健”品牌，定位为稳健成长型业务，确定现有销售模式不变，以极具差异化的服务力打造与经销商、连锁店的互生、共生、再生的战略同盟关系。

**广东佰嘉板块**——定位为快速成长型业务，通过创新营销模式切入营养品新的细分领域专业品牌业务，包括骨骼健康品类“健力多”品牌与科学贵细药材“无限能”品牌。

**线上业务板块**——定位为种子业务，2015 年将会成立新的线上业务公司，其主要负责运营专供电子商务的营养补充剂新品牌和一些细分领域品牌的线上业务。

### 主要数据

2015 年 2 月 28 日

收盘价(元)	32.92
总市值(亿元)	239.66
总股本(亿股)	728.01
流通股本(亿股)	337.29
ROE(TTM)	20.53%
12月最高价(元)	37.55
12月最低价(元)	23.89

### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

汤臣倍健调研简报：增长换挡期，积极培育新品类新模式  
——2014/8/1

在三大板块业务之外，站在未来产业升级的角度积极布局大健康产业，促进战略升级。以投资参股与合作为主，积极探索与推进移动健康/医疗平台的搭建，去年10月以1亿元入股深圳倍泰25%股权，布局移动医疗；12月，又以6000万参与发起设立健康产业投资基金。

2014年末，账面现金15.4亿，资产负债率9.38%；2015年2月，公司完成非公开发行股票工作，募集资金18.655亿元（发行价26.65元/股）。充裕的现金为未来的转型升级奠定基础。

- **投资建议。**预计2015-17年每股收益分别为0.88元、1.17元和1.47元，分别同比增长28.06%、30.91%和27.43%。

公司持续高增长后，目前面临新的战略转型升级，短期发展速度放缓，但是对公司管理团队积极的进取精神和优秀营销创新能力比较认可，加之上半年股价调整后，估值也相应回到合理位置，维持“谨慎推荐”评级，建议积极关注转型效果。

- **风险提示。**新业务开拓失败、原渠道模式不适应新环境、管理层动荡等。

表1：公司单季度报表分解

单季度分解	2013/09/30	2013/12/31	2014/03/31	2014/06/30	2014/09/30	2014/12/31
<b>现金流量表单季度(百万元)</b>						
经营活动现金流量净额	124.76	276.78	127.55	235.39	34.51	163.20
投资活动现金流量净额	-45.91	-58.11	-28.49	-17.68	-51.17	-139.05
筹资活动现金流量净额	0.00	0.00	0.00	-292.27	0.17	0.00
<b>利润表单季度(百万元)</b>						
营业总收入	410.39	319.50	476.14	462.03	446.82	319.99
营业收入	410.39	319.50	476.14	462.03	446.82	319.99
营业总成本	264.12	237.42	270.10	270.52	300.81	309.44
营业成本	143.41	112.36	163.53	149.71	155.14	111.63
营业税金及附加	5.61	3.65	7.69	6.39	4.92	2.99
销售费用	85.48	77.41	60.54	86.76	107.96	141.78
管理费用	35.86	55.80	44.91	38.85	38.01	54.96
财务费用	-8.51	-9.49	-10.88	-9.75	-11.69	-11.55
资产减值损失	2.26	-2.30	4.31	-1.42	6.46	9.63
<b>其他经营收益</b>						
营业利润	146.27	82.08	206.03	191.51	146.01	10.55
加：营业外收入	6.95	3.51	0.68	14.84	5.10	21.21
减：营业外支出	10.43	-0.63	0.32	0.15	1.94	1.29
利润总额	142.79	86.22	206.39	206.20	149.18	30.47
减：所得税	22.14	18.12	28.78	30.66	23.66	6.55
净利润	120.65	68.09	177.60	175.55	125.52	23.92
归母公司所有者净利润	120.65	68.09	177.60	175.55	125.52	23.92

EPS (元)	0.166	0.094	0.244	0.241	0.172	0.033
<b>盈利能力指标</b>						
销售毛利率 (%)	65.05%	64.83%	65.65%	67.60%	65.28%	65.12%
期间费用率 (%)	27.49%	38.72%	19.86%	25.08%	30.05%	57.87%
其中 销售费用率 (%)	20.83%	24.23%	12.71%	18.78%	24.16%	44.31%
管理费用率 (%)	8.74%	17.46%	9.43%	8.41%	8.51%	17.18%
财务费用率 (%)	-2.07%	-2.97%	-2.28%	-2.11%	-2.62%	-3.61%
主营业务税金及附加率 (%)	1.37%	1.14%	1.61%	1.38%	1.10%	0.93%
实际所得税率 (%)	15.51%	21.02%	13.95%	14.87%	15.86%	21.49%
<b>成长能力指标</b>						
收入同比增长率 (%)	45.82%	24.29%	30.72%	19.04%	8.88%	0.15%
营业利润同比增长率 (%)	99.11%	75.45%	50.83%	38.93%	-0.18%	-87.15%
公司净利润同比增长率 (%)	94.00%	77.45%	50.68%	52.55%	4.04%	-64.87%
经营现金流同比增长率 (%)	188.54%	-1437.27%	173.41%	32.00%	-72.34%	-41.04%

资料来源：东莞证券研究所，Wind

表 2：公司盈利预测简表

科目 (百万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,067	1,482	1,705	2,157	2,739	3,473
营业总成本	735	979	1,151	1,415	1,763	2,225
营业成本	391	523	580	733	926	1,164
营业税金及附加	11	18	22	26	33	42
销售费用	266	317	397	485	603	764
管理费用	101	154	177	221	279	354
财务费用	-36	-34	-44	-51	-78	-98
其他经营收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	332	503	554	742	976	1,248
加营业外收入	6	11	42	15	15	15
减营业外支出	7	11	4	0	0	0
利润总额	331	503	592	757	991	1,263
减所得税	51	82	90	114	149	189
净利润	280	422	503	644	843	1,074
减少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归母公司的净利润	280	422	503	644	843	1,074
基本每股收益(元)	0.39	0.58	0.69	0.88	1.16	1.47

资料来源：东莞证券研究所，Wind

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

  

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

  

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)