

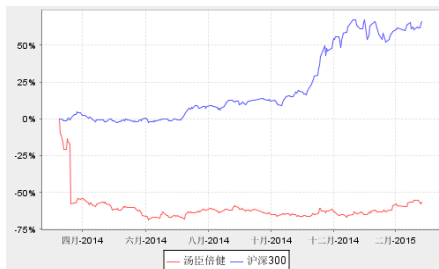
汤臣倍健 (300146.SZ)

优秀团队+到位激励+深厚资源成就未来的
 大健康管理专家

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **50.8**
 分析师: 黄文婧 分析师: 胡彦超
 S0740514050002 S0740512070001
 021-20315138 021-20315176
 huangwj@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn
 2015年3月24日

基本状况

总股本(百万股)	728
流通股本(百万股)	658.01
市价(元)	42.06
市值(百万元)	30620.14
流通市值(百万元)	27675.94

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,482.2	1,704.9	2,106.2	2,580.5	3,172.1
营业收入增速	38.96%	15.03%	23.53%	22.52%	22.93%
净利润增长率	50.41%	19.19%	22.04%	30.25%	25.47%
摊薄每股收益(元)	1.29	0.76	0.84	1.10	1.38
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	56.71	34.04	39.07	30.00	23.91
PEG	1.12	1.77	1.77	0.99	0.94
每股净资产(元)	6.81	3.72	6.27	7.36	8.74
每股现金流量	1.91	0.85	0.88	1.12	1.36
净资产收益率	18.89%	20.53%	13.44%	14.90%	15.75%
市净率	10.71	6.99	5.25	4.47	3.77
总股本(百万股)	328.08	658.01	728.01	728.01	728.01

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 近期我们参加公司股东大会, 与公司高管交流了在移动医疗及大健康领域的布局想法, 我们认为公司正积极以风投的方式进行产业布局, 注重人才队伍的引入、给予到位的激励机制、整合各类医疗及健康管理资源, 未来极有可能形成多个健康管理平台!
- 我们认为要做好健康管理平台有两个要素: 1、引流方式; 2、变现方式。从引流方式来看, 我们认为平台所需要满足的是消费的几个方面: 1、物质需求(物质产品, 通过满足消费者对于传统产品的采购需求而形成的电商平台); 2、服务需求(通过满足消费者的服务需求形成的平台, 如就医、出租车、美容美发等); 3、精神需求(基于共同的知识结构、兴趣爱好而形成相互分享的虚拟化圈子)。对于引流来说, 不同的平台需要不同的方式引流。而变现方式无外乎产品或者是广告。对于汤臣来说, 由于其拥有具有知名度的保健品、健康食品产品系列, 因此变现的方式无论是产品或者广告都行得通。
- 对于健康管理平台来说, 是将医疗服务资源与消费者直接对接并为其提供及时、便捷的诊疗服务的平台。公司计划将家庭、社区、医院、药店等四个终端节点链接起来, 打造一个医疗信息共享、消费者便捷就诊或治未病的平台。公司已经陆续投资倍泰, 并与原阿里健康 COO 张守川共同设立移动医疗公司(公司出资 1500 万元、大股东关联公司诚承投资出资 2000 万元, 合计占总出资额的 35%) 聚焦移动医疗领域, 张守川及其背后强大的团队以及行业内积累的深厚资源将为平台的资源整合提供极大的便利, 预计该公司的平台软件将于 4 月份推出, 届时投资者将看到其核心运营模式。我们认为目前移动医疗正处于行业高速成长期, 但业内尚未出现清晰、成功的商业模式, 各个企业正在细分领域尝试各自的运营模式, 试图突围成就未来的龙头, 我们认为目前汤臣正在通过风投的方式积极布局互联网医疗、大健康管理, 通过良好的团队建设和激励机制, 使得各个项目公司拥有极大的创新活力, 利用已有的良好的行

业资源迅速占领制高点，我们预计后续公司依然会继续采取类似本次设立移动医疗公司的方式继续在整个互联网医疗方面进行布局，未来公司可能在可穿戴设备、医药电商、网络医疗等方面都有所涉及，逐步形成清新的商业模式并相互连通，实现自有生态圈。

- 在体重管理 APP 上则需要通过搭建减肥、塑性人群共同交流分享的平台来吸引流量，核心在于有效、专业的知识分享加之私教的点对点强化、答疑。目前已有的一些 APP 平台即采用不同的信息分享点来吸引流量，包括薄荷网（通过食品卡路里数据分享获得减肥群体的青睐）、热健（专业健身教练的健身视频教学获得健身群体的追捧）等。我们认为只要找好一个切入点，十二篮作为一个开放式平台拥有 50-100 万左右的活跃用户数是比较容易的。
- 另外，对于传统保健品行业来说，公司同样在积极布局全球市场，一方面公司一直致力于海外强势保健品品牌的收购洽谈，希望通过收购来强化品牌组合和产品组合；另一方面考虑到未来全球商品流动性加强、竞争全球化的局面，公司也希望通过跨境电商等方式来强化在全球竞争格局下公司的竞争力。
- 我们认为公司的传统业务正面临向上的拐点，门店的拓展及子品牌培育的加速将使得传统业务收入端增速向上，而积极布局大健康、移动医疗等产业则切入到更为广阔的行业领域，公司正面临着积极的变化，建议投资者积极关注。
- 结合新旧两部分业务估值，传统业务 270 亿市值，而新兴业务由于更强的团队参与、更多的优势资源可以整合，我们认为未来存在百亿市值空间，则公司合理市值约 370 亿市值，对应目标价为 50.8 元，维持“买入”评级。深度报告请参见我们 3 月 2 日的《积极转型，拥抱互联网，成就未来的健康解决方案专家》。
- 风险：1、传统业务渠道拓展低于预期；2、新品牌建设费用投入超出预期；3、新兴商业模式探索进度低于预期。

图表 1: 倍泰智慧医疗解决方案



来源：公司网站 齐鲁证券研究所

图表 1: 汤臣倍健三张财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,067	1,482	1,705	2,161	2,646	3,251	货币资金	1,246	1,530	1,537	4,041	4,463	5,454
增长率	62.12%	39.0%	15.0%	26.7%	22.5%	22.9%	应收账款	54	56	74	85	106	129
营业成本	-391	-523	-580	-737	-907	-1,098	存货	210	234	229	299	368	450
% 销售收入	36.6%	35.3%	34.0%	34.1%	34.3%	33.8%	其他流动资产	107	39	72	108	125	144
毛利	676	959	1,125	1,423	1,739	2,152	流动资产	1,617	1,859	1,912	4,533	5,062	6,176
% 销售收入	63.4%	64.7%	66.0%	65.9%	65.7%	66.2%	% 总资产	76.8%	75.7%	70.8%	85.7%	86.9%	89.2%
营业税金及附加	-11	-18	-22	-25	-31	-40	长期投资	1	1	49	49	49	49
% 销售收入	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	398	477	579	578	575	545
营业费用	-266	-317	-397	-467	-552	-659	% 总资产	18.9%	19.4%	21.4%	10.9%	9.9%	7.9%
% 销售收入	24.9%	21.4%	23.3%	21.6%	20.9%	20.3%	无形资产	40	100	141	109	118	133
管理费用	-101	-154	-177	-216	-265	-325	非流动资产	488	597	789	755	762	747
% 销售收入	9.5%	10.4%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%	% 总资产	23.2%	24.3%	29.2%	14.3%	13.1%	10.8%
息税前利润 (EBIT)	298	470	529	715	892	1,129	资产总计	2,105	2,455	2,701	5,288	5,825	6,923
% 销售收入	27.9%	31.7%	31.0%	33.1%	33.7%	34.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	36	34	44	32	80	89	应付款项	131	144	178	253	304	343
% 销售收入	-3.3%	-2.3%	-2.6%	-1.5%	-3.0%	-2.7%	其他流动负债	38	70	65	440	100	125
资产减值损失	-2	-1	-19	0	0	0	流动负债	169	214	243	694	404	468
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	8	8	10	10	10	10
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	178	223	253	704	414	478
营业利润	332	503	554	747	971	1,217	普通股股东权益	1,927	2,233	2,448	4,585	5,410	6,445
营业利润率	31.1%	33.9%	32.5%	34.6%	36.7%	37.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	0	38	0	0	0	负债股东权益合计	2,105	2,455	2,701	5,288	5,825	6,923
税前利润	331	503	592	747	971	1,217	比率分析						
利润率	31.0%	33.9%	34.7%	34.6%	36.7%	37.5%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-51	-82	-90	-112	-146	-183	每股指标						
所得税率	15.4%	16.2%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益(元)	1.282	1.285	0.764	0.873	1.134	1.421
净利润	280	422	503	635	826	1,035	每股净资产(元)	8.811	6.806	3.720	6.297	7.431	8.853
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	0.509	1.910	0.852	0.901	1.159	1.405
归属于母公司的净利润	280	422	503	635	826	1,035	每股股利(元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
净利率	26.3%	28.4%	29.5%	29.4%	31.2%	31.8%	回报率						
		50.4%	19.2%	26.4%	29.9%	25.3%	净资产收益率	14.55%	18.89%	20.53%	13.86%	15.26%	16.06%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.32%	17.17%	18.61%	12.01%	14.18%	14.95%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	36.88%	55.92%	51.75%	121.53%	83.82%	101.14%
净利润	280	422	503	635	826	1,035	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	62.12%	38.96%	15.03%	26.73%	22.46%	22.85%
非现金支出	27	42	69	51	50	48	EBIT增长率	63.29%	57.58%	12.65%	35.19%	24.61%	26.61%
非经营收益	4	3	5	0	0	0	净利润增长率	50.38%	50.41%	19.19%	26.41%	29.95%	25.33%
营运资金变动	-200	159	-16	-30	-32	-60	总资产增长率	11.12%	16.66%	10.01%	95.78%	10.14%	18.86%
经营活动现金净流	111	627	561	656	844	1,023	资产管理能力						
资本开支	158	168	196	17	58	33	应收账款周转天数	10.1	9.5	8.9	9.6	9.5	9.4
投资	-11	-3	-40	0	0	0	存货周转天数	151.2	154.6	145.7	148.2	148.0	149.5
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	37.8	40.3	42.2	41.0	40.4	40.3
投资活动现金净流	-169	-171	-236	-17	-58	-33	固定资产周转天数	79.3	95.5	87.2	69.3	51.4	37.6
股权募资	0	0	36	1,866	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-64.66%	-68.53%	-62.80%	-88.15%	-82.50%	-84.62%
其他	-109	-131	-328	0	-364	0	EBIT利息保障倍数	-8.4	-13.7	-12.1	-22.4	-11.2	-12.7
筹资活动现金净流	-109	-131	-292	1,866	-364	0	资产负债率	8.44%	9.06%	9.38%	13.31%	7.11%	6.91%
现金净流量	-167	324	32	2,504	422	990							

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5% - +5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。