

汤臣倍健(300146.SZ):
主业增速回升, 高管增持彰显决心, 大
健康布局稳步推进

 评级: **买入** 前次: 买入

 目标价(元): **46-**

分析师 联系人

胡彦超 张喆

S0740512070001

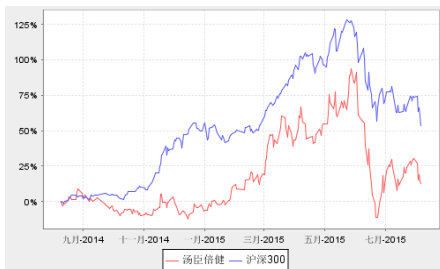
021-20315176

huyc@r.qlzq.com.cn zhangzhe01@r.qlzq.com.cn

2015年8月24日

基本状况

总股本(百万股)	728.01
流通股本(百万股)	337.43
市价(元)	28.95
市值(百万元)	22211.59
流通市值(百万元)	9768.60

股价与-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	2,179.2	2,795.4	3,637.5
营业收入增速	38.96%	15.03%	27.82%	28.28%	30.13%
净利润增长率	50.41%	19.19%	25.77%	32.47%	30.16%
摊薄每股收益(元)	1.29	0.76	0.87	1.15	1.50
前次预测每股收益(元)	1.29	0.76	0.84	1.07	1.40
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市					
市盈率(倍)	56.71	34.04	48.61	36.70	28.19
PEG	1.12	1.77	1.89	1.13	0.93
每股净资产(元)	6.81	3.72	6.27	7.42	8.92
每股现金流量(元)	1.91	0.85	0.89	1.21	1.56
净资产收益率	18.89%	20.53%	13.85%	15.50%	16.79%
市净率	10.71	6.99	6.73	5.69	4.73
总股本(百万元)	328.08	658.01	728.01	728.01	728.01

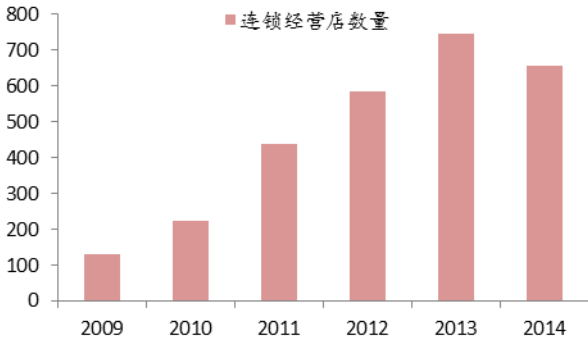
备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 新变化, 新气象: 2015年是汤臣倍健新三年规划实施的第一年, 膳食营养补充剂主业进行业务板块和渠道建设的重新梳理, 经营状况同比改善明显; 大健康产业链布局加速推进, 向健康干预综合解决方案提供商转型坚决; 员工持股计划绑定公司长期价值, 实现全体股东利益一致。但是考虑到市场风险偏好的回落及可比公司估值水平的下降, 下调目标价至 46 元, 维持“买入”评级。**
- 膳食营养补充剂业务: 新模块、新渠道。**2015年汤臣倍健对膳食营养补充剂主业进行了重新梳理, “汤臣主品牌+佰嘉药业+佰悦科技”三大业务板块各司其职, 汤臣药业是公司主营的品牌业务, 仍以传统的药店及商超销售渠道为主; 佰嘉药业以膳食营养补充剂的细分市场为切入点, 已经相继推出骨骼保健类品牌健力多和中草药品牌无限极, 采用线上线下的全渠道销售模式; 佰悦科技专门运营互联网渠道的品牌销售, 每日每加和健乐多已经上线。“新模块、新渠道”, 在经历年初二维码事件的影响之后, 公司膳食营养补充剂业务已经从 14 年的低谷触底反弹, 预计全年能够取得 25% 以上的收入和利润增速。
 - 进口品牌和线下连锁店模式遭遇发展瓶颈。**汤臣倍健的传统业务模式由汤臣主品牌、进口品牌奈梵斯以及线下连锁经营的佰健生物工程子公司组成。2014年由于政策方面的限制, 进口品牌代理业务遭遇沉重的打击, 实现净利润-3406.38 万元, 同比大幅下滑 460.61%。而公司的线下连锁店业务是公司在上市之初借鉴西方膳食营养补充剂品牌的一次创新, 但是由于公司的销售品牌相对单一, 海外并购迟迟未能落地, 线下连锁店的利润增速迅速出现大幅下滑, 2014年公司主动收缩连锁经营店网点的布局数量。原有的两大业务模块均遭遇发展瓶颈, 公司主业发展面临转型压力。

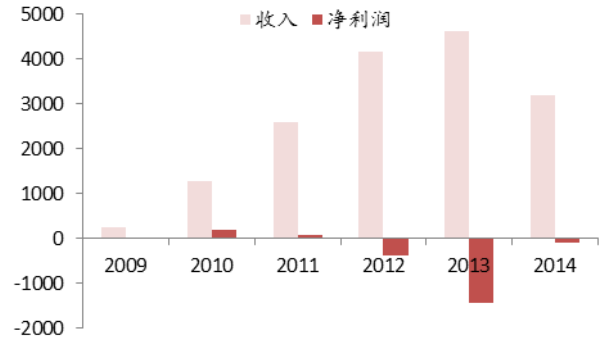
▶ **新品持续高增长，业务布局效果初显：**汤臣主品牌增长平稳，线下销售终端布局的持续完善仍能对主品牌的成长提供有力保证，今年全年预计仍会新增1到2万家销售终端。佰嘉药业+佰悦科技则为膳食营养补充剂收入的增长提供了充分的弹性，15年上半年健力多实现近1个亿的收入，预计全年有2个亿的收入规模，同比增长200%左右。无限能和健乐多、每日每加等品牌今年陆续推向市场，每年至少保持翻倍的增速，有望成为继健力多之后的大单品。

图表 1: 2014 年开始精减连锁经营店数量



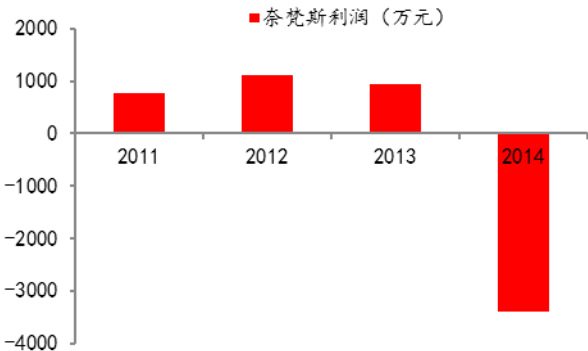
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 2: 12 年开始线下连锁店持续亏损



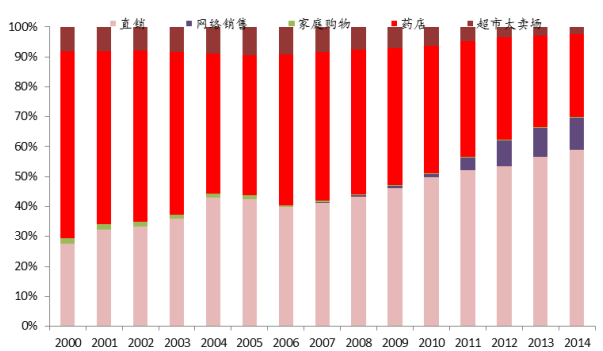
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 3: 进口品牌奈梵斯利润出现大幅下滑



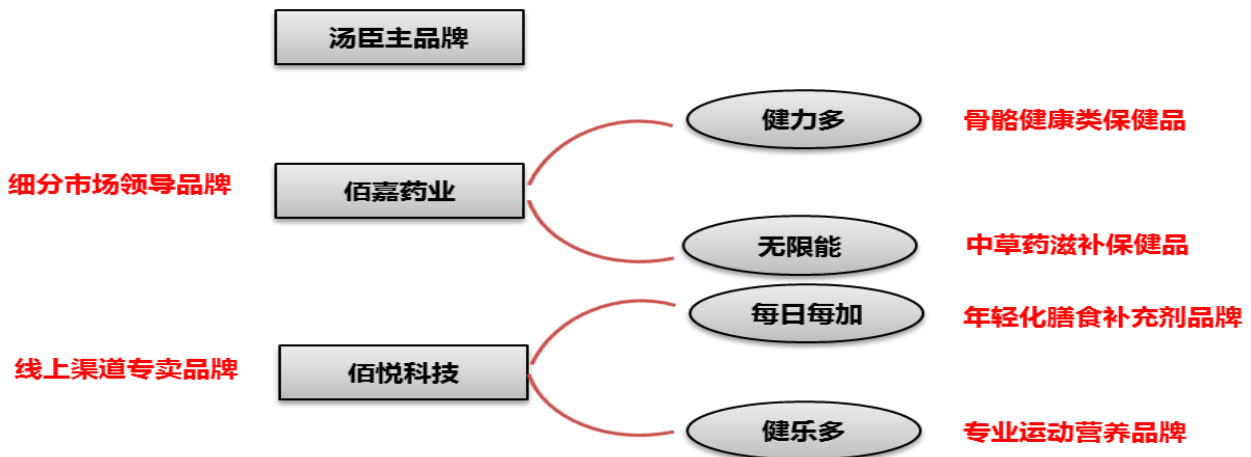
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 4: 线上销售膳食营养补充剂占比逐年提高



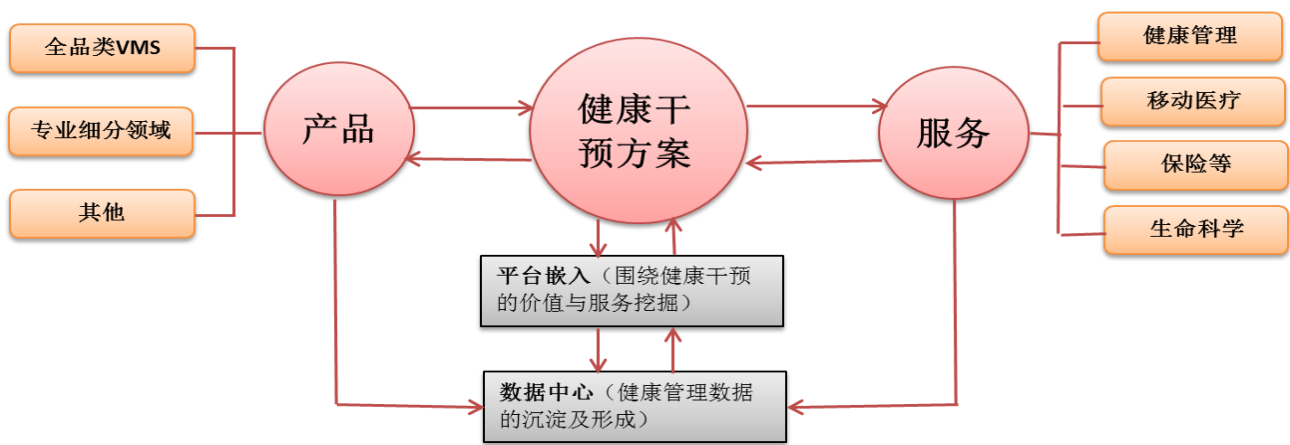
来源：Euromonitor，齐鲁证券研究所

图表 5: 汤臣倍健三大业务板块布局及推出新品情况



来源：齐鲁证券研究所

- 大健康产业链布局：新规划、新看点。**在新的战略规划中，汤臣倍健明确提出从产品营销向价值营销的战略升级目标以及从单一产品的提供商至健康干预的综合解决方案提供商的发展路径。从具有较强优势的实体产品和健康管理内容服务两方面出发形成健康干预方案，通过大平台嵌入，围绕健康干预的服务与价值挖掘，形成健康管理数据的沉淀，打造大健康产业的生态圈，是实现公司向健康干预综合解决方案提供商转型的有效途径。2015 年公司在实体产品和健康管理内容服务端齐发力，在健康管理内容服务端，合资设立桃谷医疗公司及相互人寿保险公司，推进移动医疗和相互保险领域的培育布局，参股上海臻鼎、北京极简时代和大姨吗等公司，完善在健康管理服务及健康数据的积累；实体产品端，投资入股有棵树跨境电商平台，为做强膳食营养补充剂主业嫁接资源，也为后续海外品牌的并购做好铺垫。

图表 6：汤臣倍健健康综合解决方案提供商的战略布局


来源：齐鲁证券研究所

图表 7：2015 年以来汤臣倍健积极布局大健康产业布局

时间	事件	合作内容
2015/3	合资设立桃谷医疗公司	积极布局移动医疗领域
2015/4	与关联方合资收购上海臻鼎部分股权	临床营养、慢病管理、妇幼健康管理
2015/6	投资入股有棵树跨境电商平台	供应链及进口健康产品、电子商务销售方式
2015/6	发起设立相互人寿保险公司	拓展互联网金融、相互制保险公司领域
2015/7	与平安健康签订合作框架	医疗及健康管理、保险
2015/7	入股北京极简时代软件科技有限公司	数据挖掘、健康管理服务
2015/7	投资入股大姨吗实体公司	健康产品、健康管理服务、数据挖掘、品牌推广
2015/8	参股珠海市蓝海之略医疗有限公司	互联网医疗、健康管理服务

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 员工持股+超级合伙人计划：新思维、新驱动。**汤臣倍健实行管理层持股机制，子公司佰嘉和佰悦的管理层分别持有子公司 25%和 30%的股权；在投资及项目孵化公司方面，同样积极推动管理层持股，成为公司的重要股东。同时公司推出“超级合伙人计划”，筹集 9000 万元推进核心管理团队员工持股，2015 年 8 月 12 日，公司第一期核心管理团队持股计划已购买完毕，共购买公司股票 2,444,139 股，占公司总股本的 0.34%，持仓均价 36.82 元。持股计划作为长期激励机制，将有效推动与促进公司“经理人”向“合伙人”的身份转变，绑定公司长期价值，实现全体股东利益一致。

- 投资建议：下调目标价至 46 元，维持“买入”评级。**延续我们一直以来的推荐逻辑，短期公司对业务板块进行重新梳理，汤臣主品牌、佰嘉药业、佰悦网络科技三大业务布局对公司业绩形成了有效支撑；中长期公司积极布局大健康产业链，大力发展健康管理和移动医疗，跨境电商及海外并购预期强烈。公司管理团队激励充分，超级合伙人计划实现全体股东利益一致。而且根据全景网互动平台的最新消息，汇金公司合计持有 4.97% 股权比例，为公司的第二大股东，为公司的良好质地进行了有效背书。我们预计 2015-17 年公司分别实现收入 21.79/27.95/36.38 亿元，上调 EPS 至 0.86/1.15 /1.50 元（上次预测为 0.84/1.07 /1.40 元），考虑到市场风险偏好的回落及可比公司估值水平的下降，给予公司在移动医疗布局上一定的估值溢价，下调 2016 年目标价至 46 元，对应 16 年 40xPE，维持“买入”评级。

图表 8：可比公司估值表

可比公司	最新收盘价 (截至 8 月 24 日)	EPS			PE		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
600085.SH 同仁堂	24.32	0.66	0.78	0.93	36.84	31.14	26.27
600332.SH 白云山	28.49	1.15	1.42	1.71	24.84	20.01	16.65
600572.SH 康恩贝	13.52	0.47	0.59	0.74	29.06	22.95	18.25
002481.SZ 双塔食品	34.71	0.54	0.79	0.89	63.96	44.11	39.08
002626.SZ 金达威	12.08	0.41	0.57	0.71	29.31	21.06	17.00
可比公司平均估值					36.80		

来源：齐鲁证券研究所

- 风险提示：产品质量问题；国内膳食营养补充剂监管政策变化；新品推广不达预期。**

图表 9：汤臣倍健销售收入预测

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
片剂						
销售收入	387.62	482.69	634.19	840.30	1,117.60	1,497.59
增长率 (YOY)	—	24.53%	31.39%	32.50%	33.00%	34.00%
毛利率	71.75%	74.67%	77.93%	79.00%	80.00%	80.00%
销售成本	109.50	122.25	139.99	176.46	223.52	299.52
增长率 (YOY)	—	11.64%	14.51%	26.05%	26.67%	34.00%
毛利	278.12	360.44	494.20	663.84	894.08	1,198.07
增长率 (YOY)	—	29.60%	37.11%	34.33%	34.68%	34.00%
占总销售额比重	36.51%	32.68%	37.29%	38.67%	40.07%	41.24%
占主营业务利润比重	41.16%	37.49%	43.75%	45.32%	47.12%	48.14%
胶囊						
销售收入	356.23	505.05	544.71	680.89	851.11	1,080.91
增长率 (YOY)	—	41.78%	7.85%	25.00%	25.00%	27.00%
毛利率	64.65%	66.73%	65.21%	66.00%	67.00%	67.00%
销售成本	125.91	168.05	189.49	231.50	280.87	356.70
增长率 (YOY)	—	33.47%	12.76%	22.17%	21.32%	27.00%
毛利	230.32	337.00	355.22	449.39	570.24	724.21
增长率 (YOY)	—	46.32%	5.41%	26.51%	26.89%	27.00%
占总销售额比重	33.55%	34.20%	32.03%	31.33%	30.51%	29.76%
占主营业务利润比重	34.09%	35.05%	31.45%	30.68%	30.06%	29.10%
粉剂						
销售收入	210.66	281.99	295.69	369.61	462.02	586.76
增长率 (YOY)	—	33.86%	4.86%	25.00%	25.00%	27.00%
毛利率	54.56%	61.37%	58.56%	60.00%	58.00%	60.00%
销售成本	95.73	108.92	122.52	147.85	194.05	234.70
增长率 (YOY)	—	13.78%	12.49%	20.67%	31.25%	20.95%
毛利	114.93	173.07	173.17	221.77	267.97	352.06
增长率 (YOY)	—	50.59%	0.06%	28.06%	20.83%	31.38%
占总销售额比重	19.84%	19.09%	17.39%	17.01%	16.56%	16.16%
占主营业务利润比重	17.01%	18.00%	15.33%	15.14%	14.12%	14.15%
其他						
销售收入	107.13	207.23	225.96	282.45	358.71	466.32
增长率 (YOY)	—	93.44%	9.04%	25.00%	27.00%	30.00%
毛利率	48.83%	43.91%	47.34%	46.00%	46.00%	46.00%
销售成本	54.82	116.23	118.99	152.52	193.70	251.82
增长率 (YOY)	—	112.02%	2.37%	28.18%	27.00%	30.00%
毛利	52.31	91.00	106.97	129.93	165.01	214.51
增长率 (YOY)	—	73.96%	17.55%	21.46%	27.00%	30.00%
占总销售额比重	10.09%	14.03%	13.29%	13.00%	12.86%	12.84%
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—
销售收入小计	1061.64	1476.96	1700.55	2173.25	2789.44	3631.58
销售成本小计	385.96	515.45	570.99	708.33	892.14	1142.74
毛利	675.68	961.51	1129.56	1464.92	1897.30	2488.84
平均毛利率	63.64%	65.10%	66.42%	67.41%	68.02%	68.53%
			收入yoy	27.80%	28.35%	30.19%

来源：齐鲁证券研究所

图表 10: 汤臣倍健财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,067	1,482	1,705	2,179	2,795	3,638
增长率	62.12%	39.0%	15.0%	27.8%	28.3%	30.1%
营业成本	-391	-523	-580	-708	-892	-1,143
%销售收入	36.6%	35.3%	34.0%	32.5%	31.9%	31.4%
毛利	676	959	1,125	1,471	1,903	2,495
%销售收入	63.4%	64.7%	66.0%	67.5%	68.1%	68.6%
营业税金及附加	-11	-18	-22	-26	-35	-45
%销售收入	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
营业费用	-266	-317	-397	-516	-671	-873
%销售收入	24.9%	21.4%	23.3%	23.7%	24.0%	24.0%
管理费用	-101	-154	-177	-218	-280	-366
%销售收入	9.5%	10.4%	10.4%	10.0%	10.0%	10.1%
息税前利润 (EBIT)	298	470	529	710	918	1,211
%销售收入	27.9%	31.7%	31.0%	32.6%	32.8%	33.3%
财务费用	36	34	44	30	63	67
%销售收入	-3.3%	-2.3%	-2.6%	-1.4%	-2.3%	-1.8%
资产减值损失	-2	-1	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	332	503	554	740	981	1,278
营业利润率	31.1%	33.9%	32.5%	34.0%	35.1%	35.1%
营业外收支	-1	0	38	8	10	11
税前利润	331	503	592	748	991	1,289
利润率	31.0%	33.9%	34.7%	34.3%	35.5%	35.4%
所得税	-51	-82	-90	-116	-154	-199
所得税率	15.4%	16.2%	15.1%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	280	422	503	632	837	1,090
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	280	422	503	632	837	1,090
净利率	26.3%	28.4%	29.5%	29.0%	30.0%	30.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	280	422	503	632	837	1,090
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	27	42	69	58	78	98
非经营收益	4	3	5	-8	-10	-9
营运资金变动	-200	159	-16	-35	-21	-46
经营活动现金净流	111	627	561	648	884	1,134
资本开支	158	168	196	102	190	189
投资	-11	-3	-40	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-169	-171	-236	-102	-190	-189
股权筹资	0	0	36	1,848	0	0
债权筹资	0	0	0	0	4	55
其他	-109	-131	-328	0	-364	-2
筹资活动现金净流	-109	-131	-292	1,848	-361	53
现金净流量	-167	324	32	2,393	333	998

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,246	1,530	1,537	3,930	4,263	5,261
应收款项	54	56	74	88	113	148
存货	210	234	229	288	361	463
其他流动资产	107	39	72	90	95	115
流动资产	1,617	1,859	1,912	4,397	4,832	5,988
%总资产	76.8%	75.7%	70.8%	83.9%	83.4%	84.9%
长期投资	1	1	49	49	49	49
固定资产	398	477	579	693	818	922
%总资产	18.9%	19.4%	21.4%	13.2%	14.1%	13.1%
无形资产	40	100	141	79	76	74
非流动资产	488	597	789	841	963	1,065
%总资产	23.2%	24.3%	29.2%	16.1%	16.6%	15.1%
资产总计	2,105	2,455	2,701	5,237	5,796	7,053
短期借款	0	0	0	0	4	59
应付款项	131	144	178	214	270	352
其他流动负债	38	70	65	450	111	141
流动负债	169	214	243	664	385	552
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	10	10	10	10
负债	178	223	253	674	395	562
普通股股东权益	1,927	2,233	2,448	4,563	5,401	6,491
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,105	2,455	2,701	5,237	5,796	7,053

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	1.282	1.285	0.764	0.868	1.150	1.497
每股净资产 (元)	8.811	6.806	3.720	6.268	7.418	8.916
每股经营现金净流 (元)	0.509	1.910	0.852	0.890	1.214	1.557
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.55%	18.89%	20.53%	13.85%	15.50%	16.79%
总资产收益率	13.32%	17.17%	18.61%	12.07%	14.45%	15.45%
投入资本收益率	36.88%	55.92%	51.75%	101.64%	70.62%	82.18%
增长率						
营业总收入增长率	62.12%	38.96%	15.03%	27.82%	28.28%	30.13%
EBIT增长率	63.29%	57.58%	12.65%	34.23%	29.22%	31.91%
净利润增长率	50.38%	50.41%	19.19%	25.77%	32.47%	30.16%
总资产增长率	11.12%	16.66%	10.01%	93.89%	10.66%	21.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.1	9.5	8.9	9.3	9.2	9.2
存货周转天数	151.2	154.6	145.7	148.6	147.7	148.0
应付账款周转天数	37.8	40.3	42.2	40.9	41.2	41.3
固定资产周转天数	79.3	95.5	87.2	80.5	77.1	69.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.66%	-68.53%	-62.80%	-86.12%	-78.87%	-80.15%
EBIT利息保障倍数	-8.4	-13.7	-12.1	-23.9	-14.5	-18.0
资产负债率	8.44%	9.06%	9.38%	12.87%	6.81%	7.97%

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。