

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 29.46
合理价格区间(元): 59-61

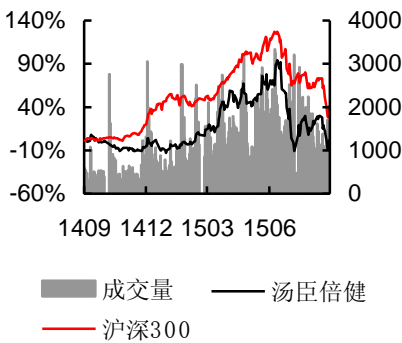
苏青青 执业证书编号: S0570515030001
研究员 021-28972079
suqingqing@htsc.com

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 heqi@htsc.com

相关研究

- 1《汤臣倍健(300146):业绩稳健增长, 互联网布局逐步兑现》2015.07
- 2《汤臣倍健(300146):布局移动互联端口, 打造大健康平台》2015.07
- 3《汤臣倍健(300146):引进管理层持股迈出“合伙人”计划又一步》2015.07

股价走势图



业绩稳定增长, 质地优良的蓝筹股

汤臣倍健(300146)

投资要点:

公司的产业布局与长期愿景: 汤臣倍健聚焦三大业务板块+大健康产业: 汤臣倍健药业(以汤臣倍健品牌为主, 未来若有海外并购也将注入), 佰嘉药业(主营无限能、健力多两个主要品牌), 佰悦网络(互联网运营公司, 目前以主营每日每佳为主), 自有资金/产业基金(互联网医疗), 互联网医疗业务短期内不会有业绩贡献, 但长期看有利于公司提升渠道力, 为更精准的产品营销提供支持。

上半年业绩稳步增长: 中报已经披露, 收入和净利润分别同比增长了 25%和 18%, 比预期要好, 特别是从去年的业绩瓶颈中走出来了。首先, 汤臣倍健主品牌增速回到 20%左右, 去年只有 10%多一些, 增速回升主要原因是新增终端数量增加, 上半年同比增加了 15%。公司去年开始加大商超终端的开拓力度, 从去年的 1600 个扩张到目前的 4000 多个, 增长了近 3 倍。其次, 健力多也实现了翻倍的增长。

进口保健品冲击的压力: 首先在消费者教育和产品规范方面对国内保健品市场有一定好处, 公司认为自己的产品质量不输于国外产品, 消费者的长期使用有一定粘性。低价格冲击确实存在, 公司也开发了每日每加品牌, 解决了线上产品性价比不足的问题。以天猫的数据看, 汤臣倍健的产品仍是线上渠道销售额前三的品牌。

公司激励机制完善: 汤臣倍健作为民营企业具备完善的员工激励制度, 先前公司已于 13 年实施股权激励, 15 年 5 月母公司进行子公司或项目分割运营管理, 引进高管持股, 8 月份完成了第一期核心管理团队持股计划, 持股成本为 36.82 元。“合伙人”计划可有效激发员工的积极性。

我们的观点: 公司正在实施从产品营销向价值营销的战略升级, 2015 年始积极拥抱互联网, 在移动端进行了多笔投资, 不断提升渠道力, 使公司始终占据市场的领先地位。从基本面角度看, 公司业绩稳定, 转型积极, 在市场去伪存真时期, 极具投资价值。

汤臣倍健主品牌保持年均 20%增长, 佰嘉药业实现超过 7 亿元销售额, 佰悦网络(即每日每加品牌)实现 5 亿元左右销售额。经测算, 预计 2015-2017 年营业收入分别为 23.1 亿、29.4 亿和 37.5 亿, YOY 分别为 36%、27%和 27%; 对应 EPS 分别为 1.08 元、1.47 元和 1.89 元。维持“买入”评级, 目标价 60 元。

风险提示: 食品安全问题等。

公司基本资料

总股本(百万)	728.01
流通 A 股(百万)	334.99
52 周内股价区间(元)	25.10-55.48
总市值(百万)	21,447.20
总资产(百万)	
每股净资产(元)	5.95

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	1,704.98	2,312.55	2,941.73	3,746.76
+/-%	15.03%	35.63%	27.21%	27.37%
净利润(百万)	502.60	707.39	968.75	1,246.10
+/-%	19.19%	40.75%	36.95%	28.63%
EPS	0.76	1.08	1.47	1.89
PE	48.70	34.60	25.27	19.64

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1912	2679	3410	4315
现金	1537	2120	2776	3505
应收账款	43	67	80	102
其他应收账款	9	16	18	23
预付账款	38	77	67	95
存货	229	353	419	524
其他流动资产	55	46	51	65
非流动资产	789	755	750	747
长期投资	20	7	9	12
固定投资	429	471	471	450
无形资产	81	103	126	142
其他非流动资产	259	174	144	144
资产总计	2701	3434	4160	5062
流动负债	243	270	321	379
短期借款	0	0	0	0
应付账款	67	94	118	147
其他流动负债	176	175	203	232
非流动负债	10	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	10	9	9	9
负债合计	253	279	330	388
少数股东权益	0	0	0	0
股本	658	658	658	658
资本公积	874	874	874	874
留存公积	916	1623	2298	3142
归属母公司股	2448	3155	3830	4674
负债和股东权益	2701	3434	4160	5062

现金流量表单位：百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金	561	497	887	1036
净利润	503	707	969	1246
折旧摊销	50	42	47	50
财务费用	-44	-76	-101	-130
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-44	-159	-41	-140
其他经营现金	96	-18	13	11
投资活动现金	-236	10	-39	-35
资本支出	197	0	0	0
长期投资	-40	-32	5	7
其他投资现金	-80	-22	-34	-28
筹资活动现金	-292	76	-192	-272
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	330	0	0	0
资本公积增加	-289	0	0	0
其他筹资现金	-333	76	-192	-272
现金净增加额	32	583	655	729

利润表单位：百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1705	2313	2942	3747
营业成本	580	770	968	1223
营业税金及附加	22	29	37	47
营业费用	397	509	588	749
管理费用	177	243	303	382
财务费用	-44	-76	-101	-130
资产减值损失	19	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	554	836	1146	1474
营业外收入	42	15	18	22
营业外支出	4	14	16	19
利润总额	592	838	1147	1476
所得税	90	130	179	230
净利润	503	707	969	1246
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	503	707	969	1246
EBITDA	560	803	1091	1393
EPS	0.76	1.08	1.47	1.89

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	15.0%	35.6%	27.2%	27.4%
营业利润	10.2%	50.9%	37.0%	28.6%
归属母公司净利	19.2%	40.8%	37.0%	28.6%
获利能力				
毛利率(%)	66.0%	66.7%	67.1%	67.4%
净利率(%)	29.5%	30.6%	32.9%	33.3%
ROE(%)	20.5%	22.4%	25.3%	26.7%
ROIC(%)	50.4%	63.4%	84.4%	97.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	9.4%	8.1%	7.9%	7.7%
净负债比率(%)	0	0	0	0
流动比率	7.86	9.93	10.61	11.39
速动比率	6.84	8.59	9.26	9.95
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.75	0.77	0.81
应收账款周转率	39	40	38	39
应付账款周转率	8.64	9.54	9.10	9.22
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.76	1.08	1.47	1.89
每股经营现金流	0.85	0.76	1.35	1.58
每股净资产(最新)	3.72	4.79	5.82	7.10
估值比率				
PE	48.70	34.60	25.27	19.64
PB	10.00	7.76	6.39	5.24
EV EBITDA	45	32	23	18

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 8625 83389999/传真: 8625 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码: 518048

电话: 86755 82493932/传真: 86755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码: 100032

电话: 8610 63211166/传真: 8610 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 8621 28972098/传真: 8621 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com