

**汤臣倍健 (300146.SZ):**
**投资极简时代，大健康生态链布局稳步推进**

**评级: 买入**      前次: 买入  
**目标价 (元): -58.8**  
 分析师 胡彦超  
 S0740512070001  
 021-20315176  
 huyc@r.qizq.com.cn  
 2015年7月15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)	30.51
市值(百万元)	22211.59
流通市值(百万元)	10294.99

**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	2,128.0	2,724.3	3,548.0
营业收入增速	38.96%	15.03%	24.81%	28.02%	30.23%
净利润增长率	50.41%	19.19%	21.43%	27.70%	31.09%
摊薄每股收益 (元)	1.29	0.76	0.84	1.07	1.40
前次预测每股收益 (元)	1.29	0.76	0.84	1.07	1.41
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	50.35	39.43	30.08
PEG	1.12	1.77	2.35	1.42	0.97
每股净资产 (元)	6.81	3.72	6.24	7.31	8.71
每股现金流量 (元)	1.91	0.85	0.85	1.13	1.46
净资产收益率	18.89%	20.53%	13.44%	14.65%	16.11%
市净率	10.71	6.99	6.77	5.77	4.84
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**

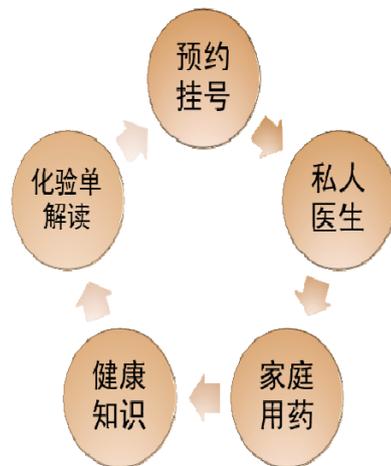
- **事件:** 汤臣倍健 7 月 15 日晚发布对外投资公告, 公司以自有资金 4000 万元投资北京极简时代软件科技有限公司, 占增资后标的公司股权比例的 10%。极简时代 2015 年上半年实现营业收入 442.92 万元, 净利润-373.24 万元; 公司管理层承诺截至 2017 年底, 极简时代累计用户不低于 2600 万, 极简时代手机产品累计销量不低于 1000 万台。
- **北京极简时代: “软件+硬件+服务”, 打造老年人科技产品的生态链条。** 极简时代以设计制造适合父母使用的科技产品为主营业务, 目前已经推向市场的产品主要有“极简桌面”软件和硬件产品“极简手机”。“软件+硬件+服务”的生态链模式是公司的核心竞争力。
  - **软件: “极简桌面”拓展百万老年人用户资源。**“极简老年桌面”是 50 岁以上人群智能手机专用的桌面, 从 2013 年 9 月开始, 小米手机系列内置“极简老年桌面”和“极简操作系统”。极简桌面根据老年人的实际需求, 对电话、短信等系统应用都做了定制开发。在大字体、大图标、大音量的基础上, 把通话、短信、通讯安全等做到最简单。截至目前极简桌面总用户超过 650 万, 是中国第一个老年用户达到百万级的互联网产品。
  - **硬件: “极简手机”提升用户黏度和用户体验。**极简手机 2015 年 5 月投入量产, 同期进行京东手机众筹, 6 月完成众筹预定目标。作为小米生态链上的一环, 量产质量及供货能力有所保证。
  - **服务: 提供专属老年人的健康服务。**作为转为老年人定制的科技产品, 极简手机提供与挂号网合作的预约挂号, 一年的免费“私人医生”服务, 家庭用药查询, 健康知识的普及等大量的健康服务。

图表 1：“极简老年桌面”界面设计



来源：公司网站，齐鲁证券研究所

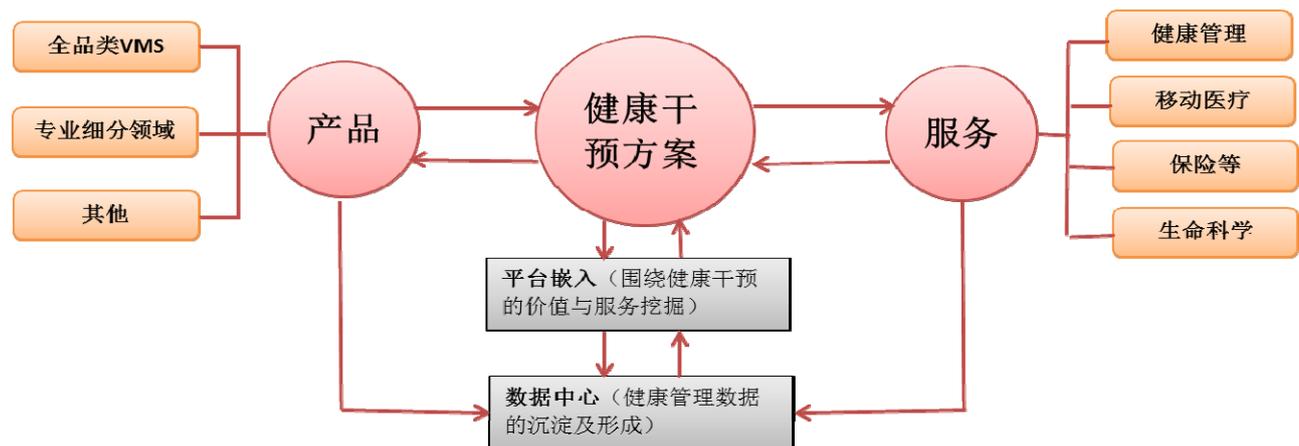
图表 2：极简手机提供大量健康服务



来源：公司网站，齐鲁证券研究所

- **事件点评：（1）再获健康数据流量入口，大健康产业链布局不断完善。**基于从产品营销向价值营销升级的战略目标，汤臣倍健规划出从产品提供商逐步转变为健康管理的综合提供商的成长路径，而健康管理数据的沉淀及积累是将用户需求融入公司膳食营养补充剂产品主业，打造健康干预方案的重要一环。此前公司入股深圳倍泰和上海臻鼎正是希望从目标公司获取健康管理大数据的支持，提供专业化的膳食营养补充剂产品，进而在慢病管理等一系列领域展开合作。此次参股极简时代，是公司在健康管理数据导入上的又一次布局，从极简时代手机所特有的健康服务平台获取健康数据，在数据挖掘、健康管理服务和渠道等方面开展深度合作，为用户提供更加完善、有效、个性化的健康管理尤其是膳食营养补充剂产品服务。

图表 3：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

- **（2）拓展公司“十二篮”APP用户范围，为膳食营养补充剂产品销售提供渠道支撑。**根据协议，极简时代同意其手机产品预装汤臣倍健或其指定关联方的健康管理服务 APP。由此汤臣倍健的“十二篮”体重管理 APP 有望通过预装极简手机的形式扩大用户使用范围，完善公司主业膳食营养补充剂的渠道建设，借助移动互联网浪潮培育新的利润增长点。

图表 4: 公司积极布局大健康产业链

时间	事件	合作内容
2014/10	入股深圳倍泰健康测量分析技术有限公司	移动健康管理和大数据等方面开展合作
2014/12	设立广发信德健康产业投资基金	投资移动医疗、基因测序和药店等领域
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	在临床营养、慢病管理、妇幼健康管理开展合作

来源: 齐鲁证券研究所

- **投资建议: 维持 58.8 元的目标价, “买入”评级。** 参股极简时代是汤臣倍健在健康管理领域的又一重要布局, 双方有望在数据挖掘、健康管理服务和渠道等方面的深度合作, 为汤臣倍健从产品提供商逐步升级为健康管理的综合提供商的转型目标提供有力支撑。同时公司膳食营养补充剂新品推广顺利, 2015 年上半年净利润预计同比增长 5%-25%, “超级合伙人”员工持股计划彰显公司发展决心。我们预计 2015-17 年公司分别实现收入 21.28 亿、27.24 亿、35.48 亿, EPS 分别为 0.84 元、1.07 元、1.40 元, 维持 58.8 元的目标价, 给予“买入”评级。

**图表 5: 汤臣倍健销售收入预测**

片剂	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	387.62	482.69	634.19	837.13	1105.01	1480.72
同比 (%)		24.53	31.39	32.00	32.00	34.00
成本	109.50	122.25	139.99	184.17	232.05	310.95
毛利	278.12	360.44	494.20	652.96	872.96	1169.77
毛利率	0.72	0.75	0.78	0.78	0.79	0.79
胶囊	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	356.23	505.05	544.71	653.65	817.07	1037.67
同比 (%)		41.78	7.85	20.00	25.00	27.00
成本	125.91	168.05	189.49	228.78	294.14	363.19
毛利	230.32	337.00	355.22	424.87	522.92	674.49
毛利率	0.65	0.67	0.65	0.65	0.64	0.65
粉剂	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	210.66	281.99	295.69	354.83	443.54	563.29
同比 (%)		33.86	4.86	20.00	25.00	27.00
成本	95.73	108.92	122.52	149.03	186.28	225.32
毛利	114.93	173.07	173.17	205.80	257.25	337.97
毛利率	0.55	0.61	0.59	0.58	0.58	0.60
其他	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	107.13	207.23	225.96	282.45	358.71	466.32
同比 (%)		93.44	9.04	25.00	27.00	30.00
成本	54.82	116.23	118.99	155.35	193.70	256.48
毛利	52.31	91.00	106.97	127.10	165.01	209.85
毛利率	0.49	0.44	0.47	0.45	0.46	0.45
合计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	1061.64	1476.96	1700.55	2128.06	2724.32	3548.00
同比 (%)		39.12	15.14	25.14	28.02	30.23
成本	385.96	515.45	570.99	717.32	906.18	1155.93
毛利	675.68	961.51	1129.56	1410.74	1818.14	2392.07
毛利率	0.64	0.65	0.66	0.66	0.67	0.67

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 6: 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
<b>营业总收入</b>	<b>1,067</b>	<b>1,482</b>	<b>1,705</b>	<b>2,128</b>	<b>2,724</b>	<b>3,548</b>
增长率	62.12%	39.0%	15.0%	24.8%	28.0%	30.2%
营业成本	-391	-523	-580	-717	-906	-1,156
%销售收入	36.6%	35.3%	34.0%	33.7%	33.3%	32.6%
毛利	676	959	1,125	1,411	1,818	2,392
%销售收入	63.4%	64.7%	66.0%	66.3%	66.7%	67.4%
营业税金及附加	-11	-18	-22	-26	-34	-44
%销售收入	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
营业费用	-266	-317	-397	-483	-654	-852
%销售收入	24.9%	21.4%	23.3%	22.7%	24.0%	24.0%
管理费用	-101	-154	-177	-218	-281	-365
%销售收入	9.5%	10.4%	10.4%	10.2%	10.3%	10.3%
息税前利润 (EBIT)	298	470	529	685	850	1,131
%销售收入	27.9%	31.7%	31.0%	32.2%	31.2%	31.9%
财务费用	36	34	44	30	63	66
%销售收入	-3.3%	-2.3%	-2.6%	-1.4%	-2.3%	-1.9%
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	714	913	1,197
营业利润率	31.1%	33.9%	32.5%	33.6%	33.5%	33.7%
营业外收支	-1	0	38	8	10	11
税前利润	331	503	592	722	922	1,208
利润率	31.0%	33.9%	34.7%	33.9%	33.9%	34.1%
所得税	-51	-82	-90	-112	-143	-187
所得税率	15.4%	16.2%	15.1%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	280	422	503	610	779	1,022
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>280</b>	<b>422</b>	<b>503</b>	<b>610</b>	<b>779</b>	<b>1,022</b>
净利率	26.3%	28.4%	29.5%	28.7%	28.6%	28.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	280	422	503	610	779	1,022
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	-39	-22	-46
<b>经营活动现金净流</b>	<b>111</b>	<b>627</b>	<b>561</b>	<b>621</b>	<b>825</b>	<b>1,065</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-169</b>	<b>-171</b>	<b>-236</b>	<b>-102</b>	<b>-190</b>	<b>-189</b>
股权募资	0	0	36	1,848	0	0
债权募资	0	0	0	0	4	55
其他	-109	-131	-328	0	-364	-2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-109</b>	<b>-131</b>	<b>-292</b>	<b>1,848</b>	<b>-361</b>	<b>53</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-167</b>	<b>324</b>	<b>32</b>	<b>2,367</b>	<b>274</b>	<b>929</b>

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	3,904	4,178	5,107
应收账款	54	56	74	86	110	145
存货	210	234	229	292	367	469
其他流动资产	107	39	72	90	96	116
流动资产	1,617	1,859	1,912	4,372	4,751	5,837
%总资产	76.8%	75.7%	70.8%	83.9%	83.1%	84.6%
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%	13.3%	14.3%	13.4%
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%	16.9%	15.4%
<b>资产总计</b>	<b>2,105</b>	<b>2,455</b>	<b>2,701</b>	<b>5,213</b>	<b>5,714</b>	<b>6,902</b>
短期借款	0	0	0	0	4	59
应付账款	131	144	178	212	270	351
其他流动负债	38	70	65	450	110	140
流动负债	169	214	243	662	383	549
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	10	10	10	10
<b>负债</b>	<b>178</b>	<b>223</b>	<b>253</b>	<b>672</b>	<b>393</b>	<b>559</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,927</b>	<b>2,233</b>	<b>2,448</b>	<b>4,542</b>	<b>5,321</b>	<b>6,343</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,105</b>	<b>2,455</b>	<b>2,701</b>	<b>5,214</b>	<b>5,714</b>	<b>6,902</b>

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	1.282	1.285	0.764	0.838	1.070	1.403
每股净资产 (元)	8.811	6.806	3.720	6.239	7.309	8.712
每股经营现金净流 (元)	0.509	1.910	0.852	0.853	1.133	1.463
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.55%	18.89%	20.53%	13.44%	14.65%	16.11%
总资产收益率	13.32%	17.17%	18.60%	11.71%	13.64%	14.80%
投入资本收益率	36.88%	55.92%	51.73%	97.15%	65.04%	76.44%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	62.12%	38.96%	15.03%	24.81%	28.02%	30.23%
EBIT增长率	63.29%	57.58%	12.65%	29.36%	24.12%	33.14%
净利润增长率	50.38%	50.41%	19.19%	21.43%	27.70%	31.09%
总资产增长率	11.12%	16.66%	10.02%	93.00%	9.61%	20.78%
<b>资产管理能力</b>						
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	82.5	79.1	71.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-64.66%	-68.53%	-62.79%	-85.95%	-78.45%	-79.60%
EBIT利息保障倍数	-8.4	-13.7	-12.1	-23.1	-13.5	-17.2
资产负债率	8.44%	9.06%	9.38%	12.88%	6.88%	8.10%

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。