

汤臣倍健(300146.SZ):
主业增长稳健, 海外并购尚待落地

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **40-**
 分析师: **胡彦超** 分析师: **张喆**
 S0740512070001
 021-20315176
 huyc@r.qlzq.com.cn zhangzhe01@r.qlzq.com.cn
 2015年10月7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)	27.10
市值(百万元)	19729.07
流通市值(百万元)	9144.35

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

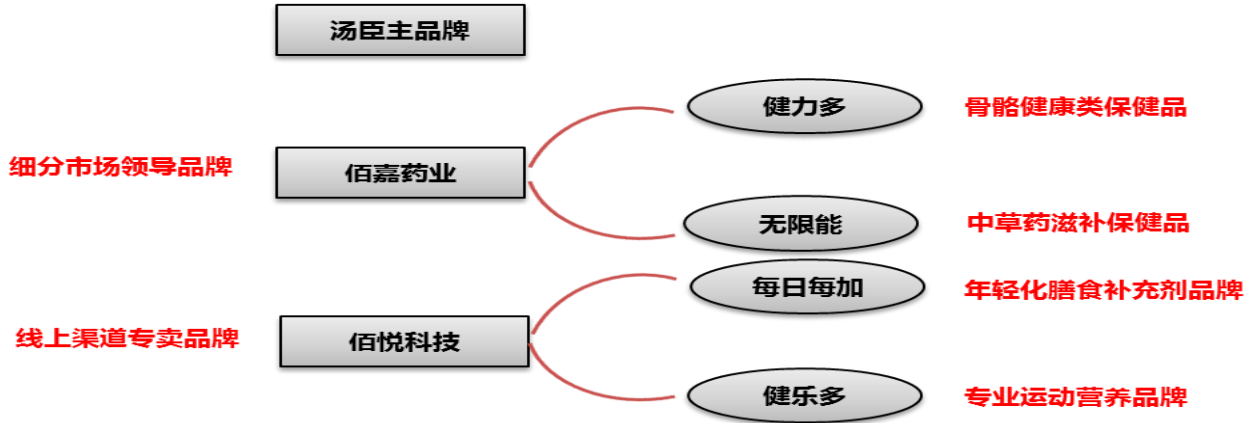
备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 事件: 2015年9月30日, 汤臣倍健公布2015年前三季度业绩预告, 2015年前三季度公司预计实现归属母公司净利润5.27亿元-6.22亿元, 同比增长10%-30%; 其中3季度实现归属母公司净利润1.10亿元-2.05亿元, 同比增长-13%-64%。**
- 点评: (1) 业绩基本符合预期, 三大业务板块+大单品战略推动膳食营养补充剂主业稳定增长: 2015年汤臣倍健膳食营养补充剂三大业务板块“汤臣主品牌+佰嘉药业+佰悦科技”正式确立。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, 线下销售终端布局的持续完善对主品牌的增长提供有力保证, 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。佰嘉药业+佰悦科技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。**
- (2) 大健康产业链布局持续推进, 海外并购仍待落地: 根据汤臣倍健的战略规划, 从产品营销战略升级到价值营销、从单一产品的提供商升级至健康干预的综合解决方案提供商是未来的发展路径。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、大姨吗和珠海蓝海之略等公司, 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。2015年9月17日, 合生元**

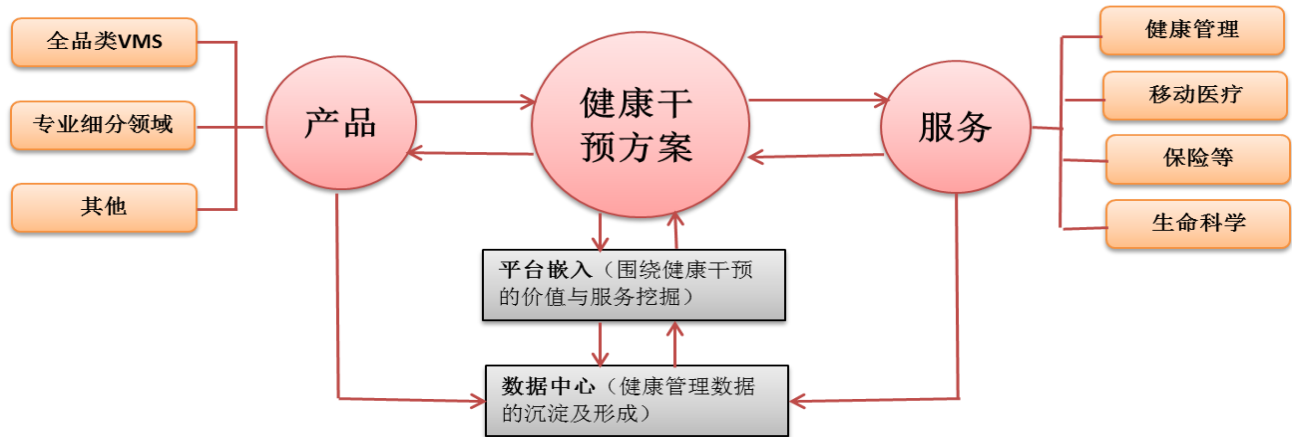
以 76.76 亿港元收购澳大利亚保健品品牌 Swisse83%的股权，做全球领先的膳食营养补充剂提供商是汤臣倍健的发展目标，而国际化外延并购是实现此目标的重要手段，此次合生元对 Swisse 收购的完成有望提升国内企业在国际保健品市场的影响力，为汤臣倍健海外并购的实施提供成功范本。

图表 1：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

图表 2：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 3：2015 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
2015/9	投资上海凡迪生物科技有限公司	基因测序、第三方医学实验室

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **(3) 员工持股+超级合伙人计划彰显发展决心：**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 40 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。我们预计 2015-17 年公司分别实现收入 21.79/27.95/36.38 亿元，EPS 为 0.87/1.15 /1.50 元，考虑到整体估值中枢的下移，下调 2016 年目标价至 40 元，维持“买入”评级。
- **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 4：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 5: 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%

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%

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
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

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。