

## 汤臣倍健(300146.SZ)

### 主业回暖确立，业绩符合预期

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**40**

分析师 联系人  
胡彦超 张喆

S0740512070001

021-20315176

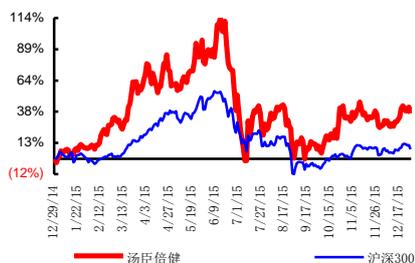
huyc@r.qizq.com.cn zhangzhe01@r.qizq.com.cn

2015年12月28日

#### 基本状况

总股本(百万股)	728
流通股本(百万股)	337
市价(元)	35.38
市值(百万元)	25,757
流通市值(百万元)	11,923

#### 股价与行业-市场走势对比



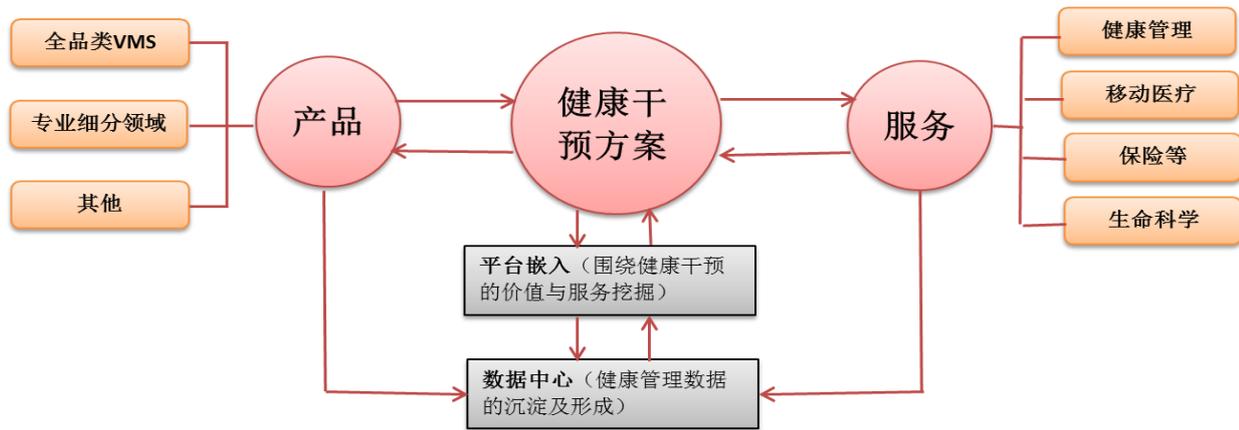
#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,482.2	1,704.9	2,192.8	2,753.8	3,439.4
营业收入增速	38.96%	15.03%	28.61%	25.58%	24.90%
净利润增长率	50.41%	19.19%	36.05%	30.66%	25.30%
摊薄每股收益(元)	1.29	0.76	0.94	1.23	1.54
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	44.94	34.39	27.45
PEG	1.12	1.77	1.25	1.12	1.08
每股净资产(元)	6.81	3.72	6.34	7.57	9.10
每股现金流量	1.91	0.85	0.96	1.27	1.60
净资产收益率	18.89%	20.53%	14.82%	16.22%	16.89%
市净率	10.71	6.99	6.66	5.58	4.64
总股本(百万股)	328.08	658.01	728.01	728.01	728.01

#### 投资要点

- **事件：汤臣倍健发布2015年业绩预告，2015年全年公司预计实现归属上市公司净利润6.03-7.04亿元，同比增长20%-40%。单就四季度来看，公司预计实现净利润0.18-1.19亿元，同比增长-23%-397%。**
- **业绩符合预期，膳食营养补充剂主业持续回暖。1) 终端网点持续布局，汤臣药业主品牌有望实现20%以上的收入增速：**今年终端销售网点数量的增长重回公司考核体系，预计全年会新增1万家销售网点，得益于线下销售终端布局的持续完善，占总收入比重90%左右的汤臣药业主品牌仍能保持20%以上的收入增速。**2) 细分市场健力多等单品提供收入增长充分弹性空间：**公司“汤臣主品牌+佰嘉药业+佰悦科技”三大业务板块各司其职，除了传统的汤臣主品牌以外，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，15年前三季度健力多实现超过1个亿的收入，预计全年同比增长200%左右；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，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。
- **大健康布局持续推进，存在外延并购预期：**汤臣倍健“从单一产品提供商逐步升级为健康干预的综合解决方案提供商”的转型目标明确，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。同时今年以来，以合生元、金达威为代表的国内企业纷纷加快保健品的海外并购步伐，作为目前国内膳食营养补充剂行业的龙头企业，汤臣倍健仍存在一定的外延并购预期。

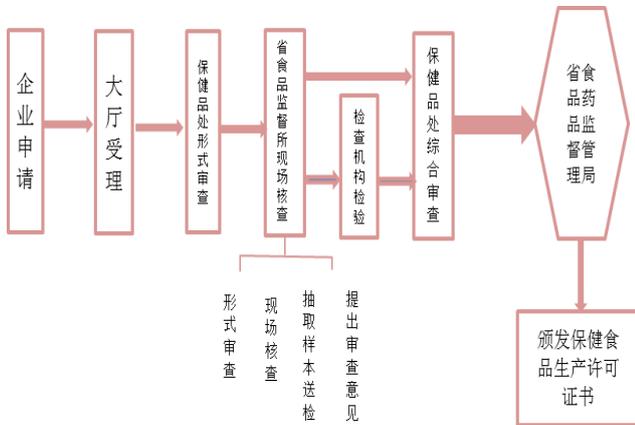
图表 1：汤臣倍健健康综合解决方案提供商的战略布局



来源：中泰证券研究所

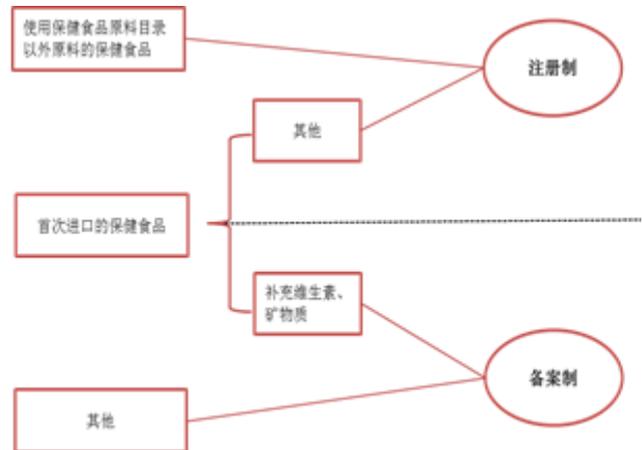
- **保健品行业监管从严，汤臣倍健批文优势凸显：**10月1日新版《食品安全法》正式确立了保健品的注册和备案制双轨并行制度，虽然原则上放低了行业进入门槛，但是通过“保健食品的标签、说明书不得涉及疾病预防、治疗功能”等一系列举措可以预见上市之后的保健品生产企业将会面临更严格的监管。汤臣倍健作为国内膳食营养补充剂的领先企业，批文优势明显，行业规则的出台有利于膳食营养补充剂行业的规范化和加速集中化。同时，新版《食品安全法》规定进口的保健食品应当是出口国（地区）主管部门准许上市销售的产品，将有效缓解进口保健品混乱的现状，为国产的保健品品牌提供更大的生存空间。

图表 2：注册制下国内保健品行业审批流程



来源：中泰证券研究所

图表 3：备案制+注册制双轨并行制度



来源：中泰证券研究所

- **投资建议：16年目标价 40 元，维持“买入”评级。**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。第一期核心管理团队持股计划持仓均价为 36.82 元，安全边际相对较高。我们预计 2015-17 年公司的 EPS 为 0.94/1.23/1.54 元，16 年目标价 40 元，对应 16 年 33xPE，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 (单位: 百万元)

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>片剂</b>						
销售收入	387.62	482.69	634.19	843.47	1,096.51	1,403.54
增长率 (YOY)	—	24.53%	31.39%	33.00%	30.00%	28.00%
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	177.13	219.30	280.71
增长率 (YOY)	—	11.64%	14.51%	26.53%	23.81%	28.00%
毛利	278.12	360.44	494.20	666.34	877.21	1,122.83
增长率 (YOY)	—	29.60%	37.11%	34.83%	31.65%	28.00%
占总销售额比重	36.51%	32.68%	37.29%	38.57%	39.91%	40.88%
占主营业务利润比重	41.16%	37.49%	43.75%	45.15%	46.99%	47.80%
<b>胶囊</b>						
销售收入	356.23	505.05	544.71	680.89	830.68	1,013.43
增长率 (YOY)	—	41.78%	7.85%	25.00%	22.00%	22.00%
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	274.13	334.43
增长率 (YOY)	—	33.47%	12.76%	22.17%	18.41%	22.00%
毛利	230.32	337.00	355.22	449.39	556.56	679.00
增长率 (YOY)	—	46.32%	5.41%	26.51%	23.85%	22.00%
占总销售额比重	33.55%	34.20%	32.03%	31.14%	30.23%	29.52%
占主营业务利润比重	34.09%	35.05%	31.45%	30.45%	29.82%	28.91%
<b>粉剂</b>						
销售收入	210.66	281.99	295.69	375.53	461.90	568.13
增长率 (YOY)	—	33.86%	4.86%	27.00%	23.00%	23.00%
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	150.21	194.00	227.25
增长率 (YOY)	—	13.78%	12.49%	22.60%	29.15%	17.14%
毛利	114.93	173.07	173.17	225.32	267.90	340.88
增长率 (YOY)	—	50.59%	0.06%	30.11%	18.90%	27.24%
占总销售额比重	19.84%	19.09%	17.39%	17.17%	16.81%	16.55%
占主营业务利润比重	17.01%	18.00%	15.33%	15.27%	14.35%	14.51%
<b>其他</b>						
销售收入	107.13	207.23	225.96	286.97	358.71	448.39
增长率 (YOY)	—	93.44%	9.04%	27.00%	25.00%	25.00%
毛利率	48.83%	43.91%	47.34%	47.00%	46.00%	46.00%
销售成本	54.82	116.23	118.99	152.09	193.70	242.13
增长率 (YOY)	—	112.02%	2.37%	27.82%	27.36%	25.00%
毛利	52.31	91.00	106.97	134.88	165.01	206.26
增长率 (YOY)	—	73.96%	17.55%	26.09%	22.34%	25.00%
占总销售额比重	10.09%	14.03%	13.29%	13.12%	13.05%	13.06%
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—
<b>销售收入小计</b>	<b>1061.64</b>	<b>1476.96</b>	<b>1700.55</b>	<b>2186.86</b>	<b>2747.81</b>	<b>3433.49</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>385.96</b>	<b>515.45</b>	<b>570.99</b>	<b>710.94</b>	<b>881.13</b>	<b>1084.52</b>
<b>毛利</b>	<b>675.68</b>	<b>961.51</b>	<b>1129.56</b>	<b>1475.92</b>	<b>1866.68</b>	<b>2348.97</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>63.64%</b>	<b>65.10%</b>	<b>66.42%</b>	<b>67.49%</b>	<b>67.93%</b>	<b>68.41%</b>
			<b>收入 yoy</b>	<b>28.60%</b>	<b>25.65%</b>	<b>24.95%</b>

来源: 中泰证券研究所

**图表 5: 汤臣倍健财务预测表**

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>2,193</b>	<b>2,754</b>	<b>3,439</b>
增长率	62.12%	39.0%	15.0%	28.6%	25.6%	24.9%
营业成本	-391	-523	-580	-711	-881	-1,085
% 销售收入	36.6%	35.3%	34.0%	32.4%	32.0%	31.5%
毛利	676	959	1,125	1,482	1,873	2,355
% 销售收入	63.4%	64.7%	66.0%	67.6%	68.0%	68.5%
营业税金及附加	-11	-18	-22	-26	-34	-43
% 销售收入	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
营业费用	-266	-317	-397	-498	-620	-791
% 销售收入	24.9%	21.4%	23.3%	22.7%	22.5%	23.0%
管理费用	-101	-154	-177	-186	-234	-275
% 销售收入	9.5%	10.4%	10.4%	8.5%	8.5%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	298	470	529	771	985	1,246
% 销售收入	27.9%	31.7%	31.0%	35.2%	35.8%	36.2%
财务费用	36	34	44	30	63	67
% 销售收入	-3.3%	-2.3%	-2.6%	-1.4%	-2.3%	-2.0%
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	801	1,048	1,313
营业利润率	31.1%	33.9%	32.5%	36.5%	38.0%	38.2%
营业外收支	-1	0	38	8	10	11
税前利润	331	503	592	809	1,057	1,324
利润率	31.0%	33.9%	34.7%	36.9%	38.4%	38.5%
所得税	-51	-82	-90	-126	-164	-205
所得税率	15.4%	16.2%	15.1%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	280	422	503	684	893	1,120
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>684</b>	<b>893</b>	<b>1,120</b>
净利率	26.3%	28.4%	29.5%	31.2%	32.4%	32.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	280	422	503	684	893	1,120
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	27	42	69	53	69	88
非经营收益	4	3	5	-8	-10	-9
营运资金变动	-200	159	-16	-31	-28	-36
<b>经营活动现金净流</b>	<b>111</b>	<b>627</b>	<b>561</b>	<b>697</b>	<b>925</b>	<b>1,162</b>
资本开支	158	168	196	167	216	210
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>-167</b>	<b>-216</b>	<b>-210</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>2,378</b>	<b>348</b>	<b>1,005</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	3,915	4,263	5,268
应收款项	54	56	74	89	112	140
存货	210	234	229	290	356	440
其他流动资产	107	39	72	84	96	110
流动资产	1,617	1,859	1,912	4,377	4,827	5,958
% 总资产	76.8%	75.7%	70.8%	82.8%	81.9%	83.2%
长期投资	1	1	49	49	49	49
固定资产	398	477	579	704	842	963
% 总资产	18.9%	19.4%	21.4%	13.3%	14.3%	13.5%
无形资产	40	100	141	139	157	170
非流动资产	488	597	789	911	1,068	1,202
% 总资产	23.2%	24.3%	29.2%	17.2%	18.1%	16.8%
<b>资产总计</b>	<b>2,105</b>	<b>2,455</b>	<b>2,701</b>	<b>5,288</b>	<b>5,895</b>	<b>7,160</b>
短期借款	0	0	0	0	4	59
应付款项	131	144	178	212	263	329
其他流动负债	38	70	65	451	109	134
流动负债	169	214	243	663	376	521
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>673</b>	<b>386</b>	<b>531</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,927</b>	<b>2,233</b>	<b>2,448</b>	<b>4,615</b>	<b>5,509</b>	<b>6,628</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>5,288</b>	<b>5,895</b>	<b>7,160</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	0.939	1.227	1.538
每股净资产 (元)	8.811	6.806	3.720	6.339	7.567	9.104
每股经营现金净流 (元)	0.509	1.910	0.852	0.958	1.271	1.596
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%	14.82%	16.22%	16.89%
总资产收益率	13.32%	17.17%	18.61%	12.93%	15.16%	15.64%
投入资本收益率	36.88%	55.92%	51.75%	99.16%	68.97%	76.55%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	62.12%	38.96%	15.03%	28.61%	25.58%	24.90%
EBIT 增长率	63.29%	57.58%	12.65%	45.77%	27.63%	26.53%
净利润增长率	50.38%	50.41%	19.19%	36.05%	30.66%	25.30%
总资产增长率	11.12%	16.66%	10.01%	95.77%	11.47%	21.46%
<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	80.9	80.5	77.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-64.66%	-68.53%	-62.80%	-84.83%	-77.33%	-78.60%
EBIT 利息保障倍数	-8.4	-13.7	-12.1	-25.8	-15.6	-18.5
资产负债率	8.44%	9.06%	9.38%	12.73%	6.55%	7.42%

来源: 中泰证券研究所

#### 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：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。