

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

食品

汤臣倍健 (300146)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2016年01月25日

高送转回报广大股东，彰显优异业绩与健康经营状态，继续买入评级

证券分析师：刘鹏

021-60933167

liupeng7@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514050003

联系人：刘健

liujian1@guosen.com.cn

事项：

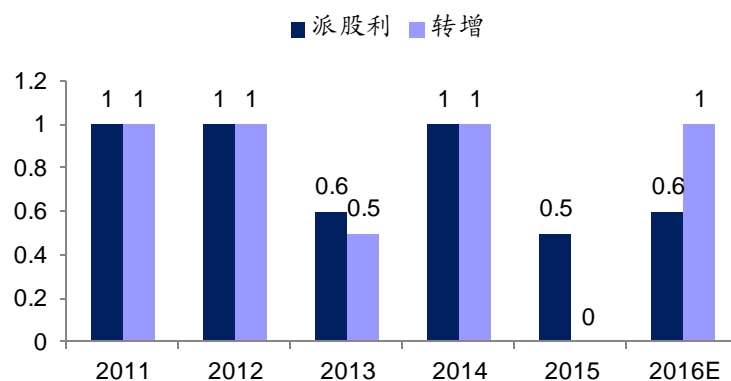
汤臣倍健公告：公司实际控制人梁允超先生提议公司 2015 年度利润分配预案为，以公司董事会审议通过 2015 年度利润分配方案时的总股本为基数，每 10 股派发现金股利人民币 6 元（含税），同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。

评论：

■ 公司连年实施高送转回报广大股东，彰显优异业绩以及大公司健康经营状态

自从 2011 年上市以来，公司一直都积极向广大股东实施高送转，足以显现其优异业绩，以及大公司的健康经营状态，通过对广大股东的积极回馈，让全体股东分享公司成长的经营成果。此外，公司账上现金共 15 亿元，现金流十分充足。在实施高送转以后，公司仍能维持健康经营，推动并购等事宜。

图 1：2011-2016 年公司每股所派股利以及转增股份数量情况（元、股）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（以上均指具体实施时间）

■ 汤臣核心投资观点

我们在 2016 年的投资策略中强调，2016 年是对食品行业而言整体是机会，今年全市场估值收缩，我们看好高弹性白马，高弹性白马依意味在细分领域（大品种增速均已放缓，无溢价而言），具有较强持续增长能力（份额夺取和需求创造能力强），具有壁垒的（保证增速）中小市值品种，这是我们的定义。这类公司在本轮牛市中表现不好，股灾中较大品种跌幅

较多，且反弹乏力，从 2016 年全年估值收缩的背景下，增速和估值的关系更为重要，市值也是起到决定作用的关键，保健品中的本土龙头是我们选出的高弹性白马。我们从三个角度讨论它的投资价值：**第一是绝对估值较低**，其过去两年的业绩和收购没有达到预期，估值从 40 倍杀到现在 25 倍，在今年全市场挤泡沫的背景下，低估是有优势的。

第二是未来 3 年还能保持 30% 的增长，汤臣最差的增长也是 14 年的 20% 多，15 年强势回到 30% 以上，我们认为在三个层次的支持下，两个核心单品健力多和无限能预计在 3 年内为公司贡献合计 10-14 亿元收入，且充分渠道共享，再加上海外收购，将在 2-3 年内再造一个汤臣。因此我们认为未来 3 年保持 30% 以上增长是问题不大的。目前的 PEG 只有 0.7-0.8 左右，是非常有优势的。

第三个层次是催化剂较多，公司今年受益于三个层次的内容，第一是十三五健康中国的目标带来万亿市场，以及体育行业带来的巨大机会，公司的上海臻鼎子公司是汤臣倍健健康管理综合服务提供商十分重要的一环，上海臻鼎的定位是做一个专业的平台商，核心竞争力在于：1) 强大的医疗数据支撑专业指导，十余年耕耘，已在 19 个地级市建立基础数据库；2) 受医疗机构、专业医生，以及卫计委支持，成为吸引消费者的关键；3) 可向消费者提供健康管理意见，这是最具差异化的服务内容。预计到 2016 年，上海臻鼎两大平台用户数超过 200 万。而且这些用户保健品消费潜力大，且具有消费粘性，汤臣将从中受益良多。第二是监管加强，对进口冲击的预期降低，第三是公司自身的解禁诉求。

图 2: 汤臣的估值和市值增长空间



资料来源：国信证券经济研究所整理

投资建议：最佳买点已经出现，提高合理估值，给予“买入”评级

考虑外延，预计汤臣 15-17 年 EPS0.93/1.40/1.79 元，近期由于市场大幅调整，公司估值已经处于历史最低的 22 倍左右。极具投资价值。我们认为上海臻鼎是汤臣健康管理得力助手，看好其发展前景。且公司老业务稳增长，新品放量，国际化并购值得期待。考虑 15 年业绩预告符合预期，且在新产品和外延方面的可能超预期的表现，给予公司 17 年 32 倍估值，提高合理估值至 57 元（原合理估值为 56 元），继续给予“买入”评级。

附录：团队介绍

刘鹏：食品工程硕博连读，化学工程学士。2014年5月加入国信证券，食品饮料兼农业首席分析师。2015年新财富最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年水晶球最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年金牛最佳分析师食品饮料行业第五名，2014年新财富最佳分析师食品饮料行业入围。

擅长非酒食品深入研究。重点覆盖调味品，健康食品，饮料等品类，以及农业信息化，食品检测等食品新品类。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。2012-2014年，在华泰研究所和中信研究部分别担任分析师和高级分析师。

2006-2011年食品工程硕博连读期间，主研方向为食品破坏性检测及风味分析，在以食品专业顶级期刊：欧洲食品学会会刊《Food Control》为代表的食品高水平期刊发表论文20多篇（12篇被SCI或EI收录），国家发明专利3项。并参与多个大型食品企业横向研发项目，深入了解食品工艺，渠道运作。

刘健：现为国信食品农业行业助理分析师。武汉大学医学本科，金融硕士。2014年5月进入国信证券，医药组实习近一年后进入食品组，主要研究领域包括大健康、保健食品、肉制品、动物疫苗、种子等。

周东景：现为食品饮料行业助理分析师，主要负责调味品，乳制品及其细分子行业的研究。本科毕业于西南财经大学，取得经济学学士学位。研究生毕业于美国 Pepperdine University，取得金融学硕士学位。2015年12月进入国信证券经济研究所。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1537	1447	1400	2061
应收款项	74	99	136	170
存货净额	229	289	356	453
其他流动资产	72	128	130	182
流动资产合计	1912	1962	2021	2867
固定资产	579	1023	1558	1431
无形资产及其他	81	78	75	71
投资性房地产	108	108	108	108
长期股权投资	20	75	75	75
资产总计	2701	3247	3837	4552
短期借款及交易性金融负债	0	110	80	80
应付款项	67	84	104	132
其他流动负债	176	224	287	356
流动负债合计	243	418	471	569
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	10	10	10	10
长期负债合计	10	10	10	10
负债合计	253	429	481	579
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2448	2818	3356	3973
负债和股东权益总计	2701	3247	3837	4552

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.76	0.93	1.40	1.79
每股红利	0.50	0.42	0.66	0.94
每股净资产	3.72	3.87	4.61	5.46
ROIC	20%	28%	41%	48%
ROE	21%	24%	30%	33%
毛利率	66%	67%	70%	69%
EBIT Margin	31%	34%	38%	38%
EBITDA Margin	34%	37%	41%	41%
收入增长	15%	33%	37%	26%
净利润增长率	19%	34%	51%	28%
资产负债率	9%	13%	13%	13%
息率	2%	1%	2%	3%
P/E	42.9	35.3	23.4	18.3
P/B	8.8	8.5	7.1	6.0
EV/EBITDA	38.1	29.3	19.1	15.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1705	2266	3115	3910
营业成本	580	747	939	1193
营业税金及附加	22	28	38	48
销售费用	397	521	685	821
管理费用	177	209	284	355
财务费用	(44)	(35)	(31)	(40)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(19)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	554	795	1200	1532
营业外净收支	38	0	0	0
利润总额	592	795	1200	1532
所得税费用	90	120	182	232
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	503	675	1018	1300

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	503	675	1018	1300
资产减值准备	18	22	19	2
折旧摊销	44	67	105	129
公允价值变动损失	19	0	0	0
财务费用	(44)	(35)	(31)	(40)
营运资本变动	(62)	(53)	(5)	(85)
其它	(18)	(22)	(19)	(2)
经营活动现金流	503	690	1118	1344
资本开支	(138)	(530)	(655)	0
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(157)	(585)	(655)	0
权益性融资	36	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(328)	(305)	(480)	(683)
其它融资现金流	281	110	(30)	0
融资活动现金流	(339)	(195)	(510)	(683)
现金净变动	7	(90)	(47)	661
货币资金的期初余额	1530	1537	1447	1400
货币资金的期末余额	1537	1447	1400	2061
企业自由现金流	292	130	437	1310
权益自由现金流	574	270	433	1344

相关研究报告:

《汤臣倍健-300146-汤臣倍健深度研究系列 2—从未如此低估，健康管理起飞：兼论汤臣倍健战略投资价值》 —— 2016-01-14

《汤臣倍健-300146-汤臣倍健深度研究系列 1—二次腾飞，王者归来，70%空间》 —— 2015-12-17

《汤臣倍健-300146-三季度业绩大幅增长并创历史新高》 —— 2013-10-08

《汤臣倍健-300146-2013 年半年报点评：二季度恢复高增长》 —— 2013-08-01

《汤臣倍健-300146-中短期看渠道扩张，长期看品牌提升》 —— 2011-11-16

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行