

中国：食品

2015年09月01日

**投资建议：**

买入

 目标价隐含涨跌幅：**23.1%**

 日期 **2015/08/27**

收盘价	<b>RMB27.76</b>
十二个月目标价	<b>RMB34.20</b>
前次目标价	<b>RMBN.A.</b>
上海A股指数	<b>3,230.4</b>

**信息更新：**

- ▶ 本中心首次将汤臣倍健纳入研究范围，并给予买入评级，目标价人民币 34.2 元系基于现金流量折现估值法推得，隐含 23.1% 的上涨空间。

**本中心观点：**

- ▶ 本中心预估汤臣倍健的主品牌营收将稳健增长，旗下新开发品牌亦将带动未来增长。
- ▶ 潜在并购机会有助扩张市占率，提高公司估值。

公司简介：汤臣倍健主要提供营养膳食补充剂，产品组合包含片剂、粉剂、胶囊等类型，主要在中国国内市场销售。

**股价相对上海 A 股指数表现**


市值	<b>RMB21,141.4</b> 百万元
六个月平均日成交量	<b>RMB661.2</b> 百万元
总股本股数 (百万股)	<b>706.6</b>
流通 A 股股数比例	<b>46.3%</b>
自由流通股数比例	<b>37.3%</b>
大股东；持股比例	<b>梁允超, 48.8%</b>
净负债比率	<b>(60.2%)</b>
每股净值 (2015F)	<b>RMB3.79</b> 元
市净率 (2015F)	<b>7.33</b> 倍

**简明损益表(RMB 百万元)**

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	1,705	2,209	2,796	3,451
营业利润**	528	702	895	1,095
税后净利润*	502	651	817	986
每股收益(元)	0.72	0.92	1.16	1.40
每股收益年增长率 (%)	(44.1)	28.2	25.6	20.7
每股股利(元)	0.52	0.67	0.84	1.01
市盈率(倍)	38.6	30.1	24.0	19.9
股利收益率(%)	1.9	2.4	3.0	3.6
净资产收益率(%)	21.4	25.4	29.3	32.5

\* 归属母公司税后净利润

\*\* 经分析师调整

**报告分析师：**
**刘珮珣**

+886 2 3518 7931

juliette.liu@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

**蔡耀霆**

+886 2 3518 7934

tim.y.tsai@yuanta.com

## 汤臣倍健 (300146 CH)

### 主品牌稳健+新品牌增长加速+完善大健康布局

首次纳入研究范围，给予买入评级，系因汤臣倍健主品牌与旗下新品牌前景看好。此外，本中心认为未来的并购活动有望增加市占率，提高公司估值。本中心目标价人民币 34.2 元系根据现金流量折现估值法推得，隐含 23.1% 的上涨空间。

**汤臣倍健主品牌持续稳健增长：**我们认为公司主品牌的营收有望稳健增长，系因公司持续扩张销售网络，并增加单店营业额。本中心预估 2015/16/17 年营收将分别同比增长 25.1%/22.5%/18.8%。

**其他品牌带动未来增长：**该公司于 2012 年成功推出骨骼保健品牌“健力多”(Keylid)后，2015 年又锁定不同增长市场推出两项新品牌，分别是提供中药补充剂的“无限能”(Naturone)以及提供运动营养补充剂的“健乐多”(GymMax)。公司为把握在线商机，亦于 2015 年锁定较年轻族群推出电子商务品牌“每日每加”(A better me)。本中心看好其多品牌策略，预估 2015/16/17 年新品牌营收将同比大幅增长 123.2%/73.9%/62.1%。

**通过战略性投资布局大健康产业；并购活动有望带动投资估值提升：**公司通过投资北京桃谷科技与上海臻鼎，积极切入移动医疗领域，另外也与其他业者共同成立互助保险公司。此外，该公司对北京极简时代与大姨妈的投资，也表示其通过多元化渠道开发老年与女性市场。我们认为并购国际重要品牌将有助于扩张公司在营养补充剂市场的市占率，并带动其投资估值提升。

**分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。**

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。本报告为摘要版；请联系本中心取得原始英文版。

## 资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	1,530	1,537	1,611	1,676	1,776
存货	234	229	329	365	479
应收帐款及票据	47	65	80	104	123
其他流动资产	48	81	101	129	155
<b>流动资产</b>	<b>1,859</b>	<b>1,912</b>	<b>2,121</b>	<b>2,273</b>	<b>2,533</b>
长期投资	1	49	54	59	64
固定资产	477	579	706	832	958
什项资产	118	161	150	150	150
<b>其他资产</b>	<b>597</b>	<b>789</b>	<b>910</b>	<b>1,041</b>	<b>1,173</b>
<b>资产总额</b>	<b>2,455</b>	<b>2,701</b>	<b>3,030</b>	<b>3,314</b>	<b>3,705</b>
应付帐款及票据	67	67	101	113	152
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	147	176	243	288	367
<b>流动负债</b>	<b>214</b>	<b>243</b>	<b>343</b>	<b>401</b>	<b>519</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债及准备	8	10	11	12	13
<b>长期负债</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>13</b>
<b>负债总额</b>	<b>223</b>	<b>253</b>	<b>354</b>	<b>413</b>	<b>532</b>
股本	328	658	707	707	707
资本公积	1,163	874	874	874	874
保留盈余	742	916	1,096	1,321	1,593
换算调整数	0	0	0	0	0
<b>额归属母公司之权益</b>	<b>2,233</b>	<b>2,448</b>	<b>2,676</b>	<b>2,901</b>	<b>3,173</b>
<b>少数股权</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>股东权益总额</b>	<b>2,233</b>	<b>2,448</b>	<b>2,676</b>	<b>2,901</b>	<b>3,173</b>

资料来源：公司资料、元大

## 现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	422	502	649	814	983
折旧及摊提	41	50	100	100	100
本期营运资金变动	87	(18)	(34)	(30)	(41)
其他营业资产	0	0	(5)	(5)	(5)
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>550</b>	<b>535</b>	<b>710</b>	<b>879</b>	<b>1,037</b>
资本支出	(113)	(139)	(201)	(201)	(201)
本期长期投资变动	0	(48)	0	0	0
其他资产变动	(37)	(55)	(15)	(25)	(25)
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(150)</b>	<b>(242)</b>	<b>(216)</b>	<b>(227)</b>	<b>(227)</b>
股本变动	(116)	(288)	(421)	(589)	(711)
本期负债变动	0	2	1	1	1
其他调整数	0	0	0	0	0
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>(116)</b>	<b>(286)</b>	<b>(420)</b>	<b>(588)</b>	<b>(710)</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>284</b>	<b>7</b>	<b>74</b>	<b>65</b>	<b>100</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>348</b>	<b>275</b>	<b>445</b>	<b>609</b>	<b>767</b>

资料来源：公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	1,482	1,705	2,209	2,796	3,451
销货成本	(541)	(602)	(738)	(931)	(1,140)
<b>营业毛利</b>	<b>941</b>	<b>1,103</b>	<b>1,443</b>	<b>1,830</b>	<b>2,267</b>
营业费用	(471)	(575)	(741)	(935)	(1,172)
<b>营业利润</b>	<b>470</b>	<b>528</b>	<b>702</b>	<b>895</b>	<b>1,095</b>
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(34)	(44)	(58)	(58)	(58)
<b>利息收入净额</b>	<b>(34)</b>	<b>(44)</b>	<b>(58)</b>	<b>(58)</b>	<b>(58)</b>
投资利益(损失)净额	0	0	5	5	5
其他业外收入(支出)净额	68	107	122	127	127
非常项目净额	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
<b>税前净利润</b>	<b>503</b>	<b>591</b>	<b>772</b>	<b>970</b>	<b>1,170</b>
所得税费用	(82)	(90)	(123)	(155)	(187)
<b>少数股权净利</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>归属母公司之净利</b>	<b>422</b>	<b>502</b>	<b>651</b>	<b>817</b>	<b>986</b>
税前息前折旧摊销前净利	511	578	802	995	1,195
每股收益 (RMB)	1.29	0.72	0.92	1.16	1.40
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	1.29	0.72	0.92	1.16	1.396

资料来源：公司资料、元大

## 主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>年成长率 (%)</b>					
营业收入	39.0	15.0	29.6	26.6	23.4
营业利润	57.6	12.4	32.9	27.5	22.4
税前息前折旧摊销前净	58.2	13.2	38.7	24.1	20.1
税后净利润	50.4	18.9	29.7	25.6	20.7
每股收益	0.27	(44.09)	28.16	25.61	20.69
<b>获利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	63.5	64.7	65.3	65.5	65.7
营业利润率	31.7	31.0	31.8	32.0	31.7
税前息前 折旧摊销前净利率	34.5	33.9	36.3	35.6	34.6
税后净利率	28.4	29.4	29.5	29.2	28.6
资产报酬率	18.5	19.5	22.6	25.7	28.0
净资产收益率	20.3	21.4	25.4	29.3	32.5
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净现金(负债)权益比(%)	68.5	62.8	60.2	57.8	56.0
利息保障倍数 (倍)	15.6	14.5	14.4	17.8	21.3
利息及短期债	15.6	14.5	14.4	17.8	21.3
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	16.0	12.2	12.3	15.2	18.0
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	16.0	12.2	12.3	15.2	18.0
流动比率 (倍)	8.7	7.9	6.2	5.7	4.9
速动比率 (倍)	7.6	6.9	5.2	4.8	4.0
净负债 (RMB 百万元)	(1,530)	(1,537)	(1,611)	(1,676)	(1,776)
每股净值 (RMB)	6.81	3.51	3.79	4.11	4.49
<b>评价指标 (倍)</b>					
市盈率	21.6	38.6	30.1	24.0	19.9
股价自由现金流量比	26.2	70.5	44.1	32.2	25.6
市净率	4.1	7.9	7.3	6.8	6.2
股价税前息前折旧摊销 前净利比	17.8	33.5	24.5	19.7	16.4
股价营收比	6.1	11.4	8.9	7.0	5.7

资料来源：公司资料、元大

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 汤臣倍健 (300146 CH) - 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	179	43%
持有-超越同业	108	26%
持有-落后同业	58	14%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	5	1%
总计：	417	100%

资料来源：元大

### 投资评级说明

**买入：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**卖出：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中：**本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级：**为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼