

刘冉

执业证书编号: S0730516010001

021-50588666-8036

liuran@ccnew.com

海外布局增强品牌力

——汤臣倍健(300146)收购NBTY点评

证券研究报告-公司点评

买入(首次)

发布日期: 2016年3月18日

报告关键要素:

此次,公司可获得“自然之宝”和“美瑞克丝”两大知名品牌在中国大陆的经营权。公司可利用自身的批文储备优势,将相关产品通过自身的线下渠道导入到中国大陆市场,或者将相关产品的生产本土化,以降低成本。

事件:

汤臣倍健(300146)的全资子公司香港佰瑞拟与美国知名膳食营养补充剂生产商NBTY共同设立合资公司:公司拟投资0.8至1.2亿元,拟占合资公司总股本的60%;NBTY将“自然之宝”和“美瑞克丝”两大品牌及跨境电商业务注入合资公司,拟占合资公司总股本的40%。公司将委派汤臣倍健药业的董事长汤晖作为合资公司董事长,同时合资公司的经营团队由公司派出,而NBTY将派出CFO和董事。

点评:

- **NBTY是美国知名的膳食营养剂生产销售商。**NBTY于1971年创建于美国,专业从事膳食营养剂的研发、生产和销售,目前拥有产品种类3000余种,以及十九个全球知名品牌。NBTY的销售市场主要在美国和英国,美英两大市场贡献了公司收入的90%。NBTY的渠道主要分为分销、自营和直销,各渠道的收入占比为60%、30%和10%,其中分销渠道主要是超市和药店,自营渠道是自营店面(在美店面近400家,在英店面800余家),直销渠道包括邮购和网购。

NBTY2015年的销售收入、净利润分别是32.30亿美元和0.74亿美元,毛利率45%至50%,净利润率2.29%。1990年至2004年期间,NBTY的销售收入复合增速在20%以上;2004年以后,它的销售收入增长开始放缓至10%以下,销售增长的变化代表了膳食营养剂行业由高速向饱和发展的过程。此外,2011年凯雷集团对NBTY的收购为后者带来了高达70%的高负债率,导致后者财务费用增加和净利润率下降。

- **此次,公司可获得“自然之宝”和“美瑞克丝”两大知名品牌在中国大陆的经营权。**公司可利用自身的批文储备优势,将相关产品通过自身的线下渠道导入到中国大陆市场,或者将相关产品的生产本土化,以降低成本。
- **公司是国内膳食营养剂的龙头企业。**2015年,公司实现销售收入22.7亿元,增长32.9%;实现净利润6.4亿元,增长26.4%;公司2015年的综合毛利率66.28%,较上年的65.98%略有提升;由于销售费用率较上年增加4个百分点,公司2015年的净利润率27.38%,较上年下降2个百分点。公司业绩高速增长主要来自汤臣倍健各品牌、各渠道的快速增长:药业板块实现收入18.30亿元,增长18%;佰嘉板块实现收入2.3亿元,增长超过100%;佰悦板块实现收入2200万元;片剂销售以两位数的速度增长,

粉剂高达50%；汤臣主品牌销售增速超过20%，健力多销售增幅100%，此外“每日每加”、“健乐多”、“无限极”也有望成为大单品。

● 关于估值

公司总市值205亿元，流通市值121亿元。公司2016年、2017年的市盈率分别为26.33、19.84倍，市销率分别为4.24、3.33倍，PEG值1.15、0.61。

图表 1：同类公司估值比较（1）

	总市值（亿元）	股价（2016/3/1）	2015EPS	2016EPS (E)	2017EPS (E)
好想你	37.14	25.16	0.03	0.26	0.36
好想你+百草味	64.87	25.16	/	0.47	0.69
洽洽食品	83.76	16.52	0.72	0.80	0.90
汤臣倍健	205	28.17	0.89	1.07	1.42
涪陵榨菜	49.83	15.15	0.48	0.54	0.7
恒顺醋业	55.06	18.27	0.75	0.5	0.86
加加食品	59.21	5.14	0.14	0.16	0.19
三全食品	62.65	7.79	0.05	0.12	0.2
承德露露	86.87	11.54	0.6	0.64	0.75
双塔食品	93.74	7.42	0.14	0.29	0.35
行业均值	79.78				

图表 2：同类公司估值比较（2）

	2015PE	2016PE (E)	2017PE (E)	2016PEG (E)	2017PEG (E)	2016PS (E)	2017PS (E)
好想你	988	97	69.89	0.13	1.82	2.9	2.48
好想你+百草味		53.53	36.46	0.04	0.78	2.03	1.86
洽洽食品	22.94	20.65	18.36	1.91	1.47	2.40	2.27
汤臣倍健	31.65	26.33	19.84	1.15	0.61	4.24	3.33
涪陵榨菜	32	28	21.64	2.24	0.73	4.7	4.05
恒顺醋业	24	37	21.24	-1.11	0.30	3.6	2.85
加加食品	37	33	27.05	2.31	1.44	3	2.42
三全食品	157	66	38.95	0.47	0.58	1.3	1.22
承德露露	19	18	15.39	2.70	0.90	3	2.31
双塔食品	53	26	21.20	0.24	1.02	6.2	5.16
行业均值	167.5	41.13	29.30	0.99	0.94	3.99	3.30

资料来源：中原证券，WIND

- 给予公司“买入”评级。公司2016、2017、2018年的EPS分别为1.07、1.42、1.72元，按照2016年3月17日收盘价28.17元，对应的PE分别为26.33、19.84、16.38倍。公司是国内保健品行业的龙头企业，目前处于业绩较高增长的通道，首次给予公司“买入”评级。2016年股价催化剂：大单品销售爆发式增长。

- **风险提示:** 消费环境欠佳, 保健品需求端增长不及预期; 2016年, 原材料价格或会大幅增长; 食品安全隐患。

盈利预测

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(亿元)	22.66	28.54	36.33	43.98
增长比率(%)	32.91	25.95	27.30	21.06
净利润(亿元)	6.36	7.81	10.35	12.53
增长比率(%)	26.44	22.80	32.52	21.06
基本每股收益(元)	0.87	1.07	1.42	1.72
市盈率(倍)	32.38	26.33	19.84	16.38

2016年3月17日收盘价: 28.17元/股

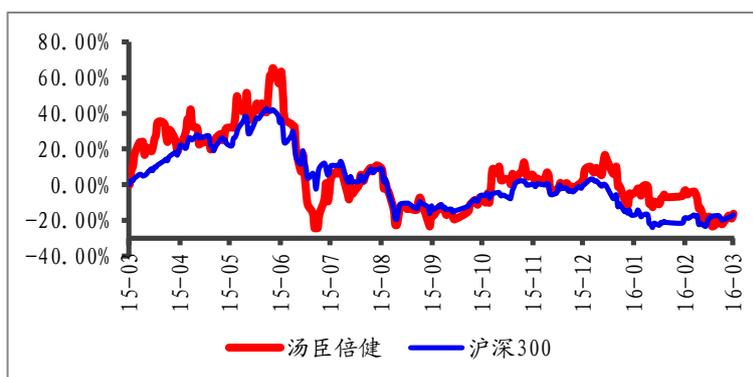
市场数据 (2016年3月17日)

收盘价(元)	28.17
一年内最高/最低(元)	39.70/25.35
沪深300指数	3124.20
市净率(倍)	4.50
流通市值(亿元)	121.15

基础数据 (2015年12月31日)

每股净资产(元)	6.27
每股经营现金流(元)	0.87
毛利率(%)	66.28
净资产收益率(%)	13.93
资产负债率(%)	7.17
总股本/流通股(万股)	72801/43007
B股/H股(万股)	0

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。