

消费行业证券研究报告
 2015年04月27日

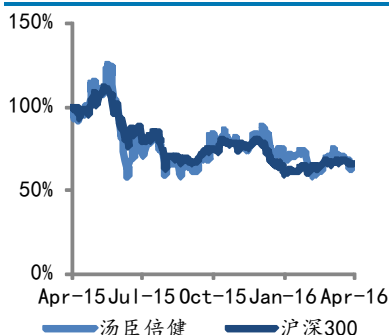
资源整合携手 NBTY，品牌发力商超渠道 —汤臣倍健 2016 年 1 季报点评

张炬华	首创证券研发部
执业证书	S0110510120002
电话	010-59366118
邮件	zhangjh@sczq.com.cn

投资要点

市场数据	2016/4/27
食品饮料(申万)	6,378.690
沪深300	3,165.916
上证综指	2,953.671
深证成指	10,174.159
中小板指	6,625.581

一年内股价与沪深300对比走势

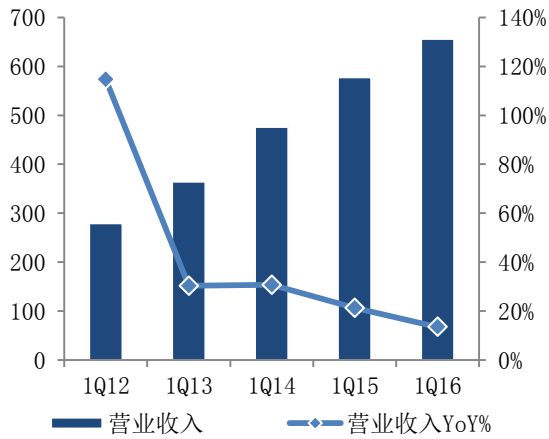


- 近日公司公告了 2016 年 1 季报：16 年 1 季度公司实现营业总收入 6.56 亿元，同比增长 13.55%，营业利润 2.51 亿元，同比增长 10.66%，归属于上市公司股东的净利润 2.25 亿元，同比增长 9.54%，折合 EPS0.15 元；实现经营活动净现金流 1.17 亿元，同比下降 16.09%；实现加权平均 ROE4.82%，同比下降 1.67 个百分点；16 年 1 季度公司业绩基本符合我们的预期。
- 产品宣传投入支出、健力多转型利润考核导向等因素拖累 1 季度业绩：16 年公司 1 季度营业收入增速同比下降 7.77 个百分点，毛利率下降 0.51 个百分点，达 64.38%；期间费用率为 25.99%，较去年同期上升了 2.62 个百分点，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别达 20.53%、7.13%、-1.67%，分别上升了 1.62、0.08、0.91 个百分点。由于毛利率小幅下降、期间费用率、有效税率上升（及抵扣子公司广州佰健以前年度未弥补累计亏损），使得公司净利润增速（7.30%）慢于营收增速（13.55%），营业利润率下降 1 个百分点，达 38.30%，净利率下降 1.96 个百分点，达 33.58%。我们认为 2 方面因素影响了公司今年 1 季度财务指标，首先健力多项目经过 3 年的培养，今年要实现盈利，16 年项目从市场份额考核转向利润考核，争取全年实现 1000 万的利润，因此在过渡期表现欠佳，1 季度营业收入下降。此外，公司 1 季度产品宣传费用按规划投放，投入加大，费用率上升。
- 与 NBTY 成立合资公司，迈出全球资源整合的第一步：合资对象 NBTY 是一家集研发、生产、销售高品质膳食补充剂的综合性公司，是全球最大的膳食补充剂企业之一，截至 2015 财年，NBTY 总销售额约 32.3 亿美元。公司拟投资 8000-12000 万元，占合资公司总股本比例 60%；NBTY 将原有在中国市场的自然之宝（Nature's Bounty）和美瑞克斯（Met-RX）两大品牌的业务以及跨境电商业务注入合资公司，占总股本比例 40%。合资公司主要从事自然之宝和美瑞克斯两大品牌在中国的经营以及跨境电商业务。

合资公司将拥有自然之宝和美瑞克斯两大品牌在中国市场的经营权和商标使用权。目前合资公司 4 月已完成香港公司注册，计划 6 月完成国内公司注册，预计 7、8 月正式运营。目前公司有近 20 个批文可以给合资公司使用，受批文限制，预计只有几个品种能在线下销售，大部分产品还是定位线上销售。在品牌定位方面，自然之宝主要走商超电商与专营店渠道，定价较高，汤臣倍健主要在药线销售，定价低于自然之宝。

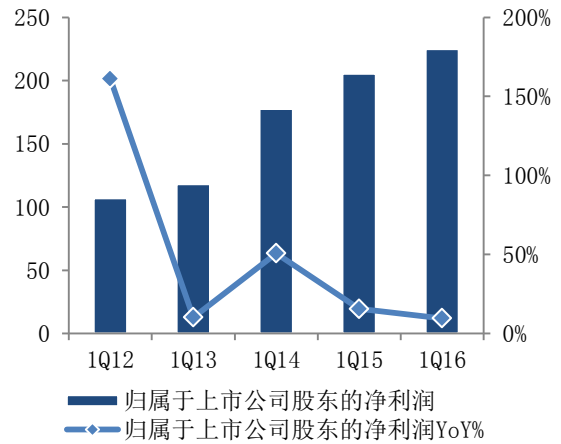
- 施从战略升级，布局三大业务板块+大健康产业，线上线下一相互补充：三大业务板块中，汤臣倍健药业板块主要负责运营汤臣倍健主品牌的经营运作，16 年将继续发力商超渠道，形成新的利润增长点；广东佰嘉板块主要负责专注骨骼健康的健力多品牌的运作，坚持单品突破的模式；线上业务板块，主要负责聚焦女性群体的每日每加和专业运动营养品牌健乐多。1 季度，公司旗下各品牌收入占比大致为汤臣倍健 92%、健力多 5%、无限能 2%、线上 2 个品牌每日每加与健乐多合计约 1%；分渠道来看，在主品牌汤臣倍健收入中，商超渠道占 10%，电商 9%，药店渠道 80%；从增长情况来看，汤臣倍健同比增速达 140%，健力多略有下滑，无限能达 190%。
- 实施管理层激励，培育无限能科学贵细中药材品牌，1 季度收入增长靓丽：16 年 2 月公司成立子公司广东佰腾负责无限能品牌的独立运营和推广。3 月公司实施管理层持股计划，将广东佰腾 30% 股权转让予广州佰禧，广州佰禧为子公司广东佰腾管理层的持股企业。1 季度无限能收入端实现近 2 倍的增长，表现抢眼，我们认为无限能作为贵细重要品类受海外产品冲击较小，也是公司未来具有核心竞争力的潜力品种。
- 盈利预测：公司是中国膳食补充剂行业的领导企业之一，16 年聚焦创新，实施战略升级。我们预测公司 16-17 年 EPS 为 0.55 元，0.65 元，维持“增持”评级，建议投资者关注。
- 风险提示：产品质量和食品安全风险；原材料采购风险；行业竞争加剧等。

图 1：营业收入及同比



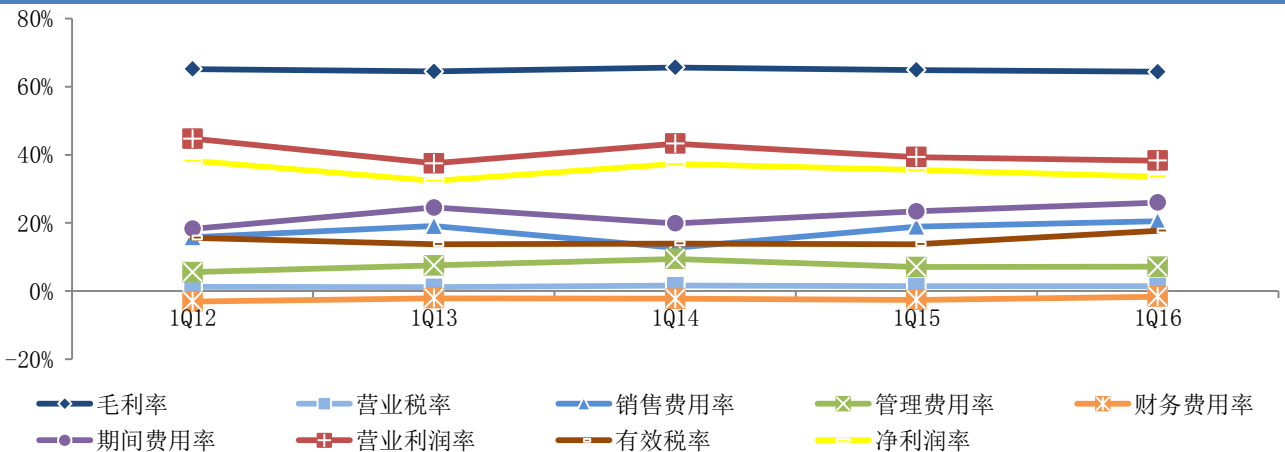
资料来源：公司公告、首创证券研发部

图 2：归属净利润及同比



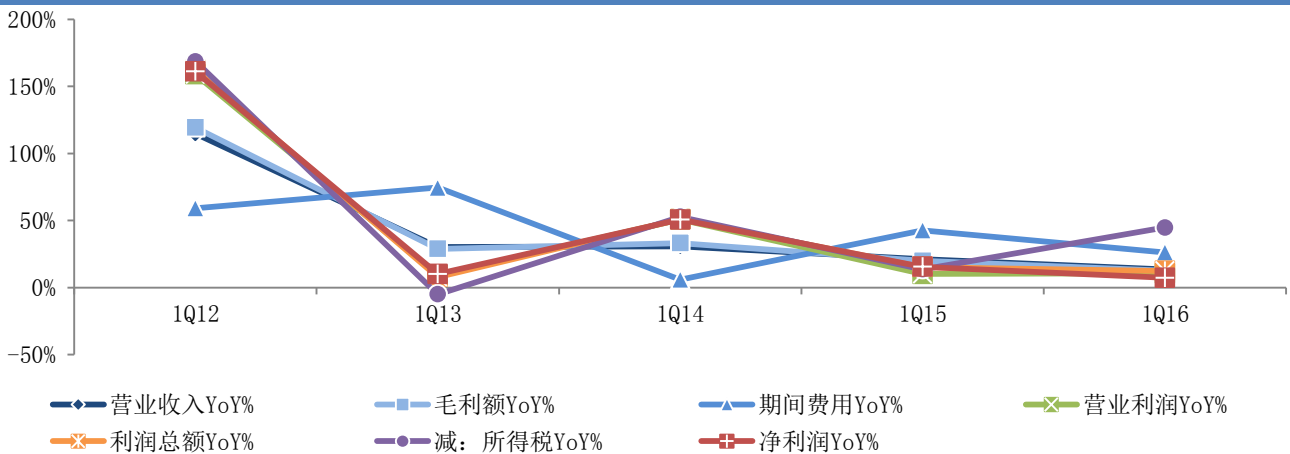
资料来源：公司公告、首创证券研发部

图 3：费用率/利润率/税率



资料来源：公司公告、首创证券研发部

图 4：同比增速



资料来源：公司公告、首创证券研发部

分析师简介

张炬华，消费行业分析师，毕业于中国人民大学财政金融学院，硕士，具有 9 年证券从业经历。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 - 5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现