

中國：食品

2016年8月2日

投資建議：
持有-超越同業 (調降評等)

 目標價隱含漲/跌幅：**0.9%**

 日期 **2016/08/02**

收盤價	RMB13.27
十二個月目標價	RMB13.40
前次目標價	RMB16.00
上海A股指數	3,110.5

資訊更新：

- ▶ 本中心 2016/17 年每股盈餘估值下修 27.2%/32.3%至人民幣 0.38/0.44 元，以反映營收成長趨緩及費用增加。
- ▶ 本中心將湯臣倍健評等調降為「持有-超越同業」，目標價由人民幣 16 元下修至人民幣 13.4 元，係以 31 倍 2017 年預估每股盈餘推得。

本中心觀點：

- ▶ 湯臣倍健 2016 年下半年仍將面臨藥房通路銷售表現疲弱及費用增加之影響。我們認為公司獲利勢必將下滑。
- ▶ 與 NBTY 合資設立之子公司今年貢獻仍有限。

公司簡介：湯臣倍健主要提供營養膳食補充劑，產品組合包含片劑、粉劑、膠囊等類型，主要在中國國內市場銷售。

股價相對上海 A 股指數表現


市值	RMB19,321.4 百萬
六個月平均日成交量	RMB180.6 百萬股
總股本股數 (百萬股)	1,456.0
流通 A 股股數比例	59.1%
自由流通股數比例	38.8%
大股東；持股比例	梁允超, 48.8%
淨負債比率 (2016F)	(29.4%)
每股淨值 (2016F)	RMB3.21
股價淨值比 (2016F)	4.12 倍

簡明損益表(RMB 百萬元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
營業收入	2,266	2,454	2,750	3,081
營業利益 **	642	573	675	777
稅後純益 *	635	558	636	706
每股盈餘(元)	0.44	0.38	0.44	0.49
每股盈餘年增率 (%)	14.3	(12.2)	13.9	11.1
每股股利(元)	0.30	0.19	0.24	0.27
本益比 (倍)	30.4	34.6	30.3	27.3
殖利率(%)	2.3	1.4	1.8	2.0
股東權益報酬率 (%)	13.9%	11.9%	12.7	13.2

* 歸屬母公司稅後純益

** 經研究員調整

報告分析師：
劉珮均

+886 2 3518 7931

juliette.liu@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

蔡耀霆

+886 2 3518 7934

tim.y.tsai@yuanta.com

湯臣倍健 (300146 CH)

2016 年下半年營運持續受到挑戰

請點此參與今年 AsiaMoney 票選，將您寶貴的一票投給元大！

評等調降為「持有-超越同業」，係因 **1)** 2016 年下半年仍將面臨藥房通路銷售表現疲弱及費用增加之影響；**2)** 與 NBTY 合資設立之子公司恐難扭轉局面，係因管理層預估該公司今年僅能有四個月的貢獻，加上費用增加，恐將導致今年整體獲利衰退；及 **3)** 我們認為未來進一步實現重大併購的可能性有限。本中心 2016/17 年每股盈餘估值下修 27.2%/32.3%至人民幣 0.38/0.44 元，以反映 2016 年上半年財報表現不佳，並據此將目標價調降至人民幣 13.4 元，係以 31 倍 2017 年預估每股盈餘推得，較其歷史本益比平均值折價 10%。考量其獲利展望轉弱，我們認為該股股價表現恐難超越大盤。

2016 年上半年財報表現不如預期：2016 年上半年營收/獲利分別成長 4.8%/下滑 13.9%至人民幣 12 億元/3.59 億元，較本中心預估低 27%，係因 **1)** 促銷活動導致費用增加；**2)** 藥房通路銷售表現不佳；及 **3)** 「健力多」品牌調整。公司預估下半年仍將面臨費用增加之壓力。

與 NBTY 合資設立之子公司恐難扭轉局面：公司表示已於 7 月完成與 NBTY 設立合資公司的註冊程序，並預期該合資公司將在九月下旬展開全面運營。根據美瑞克斯 (Met-RX) 和自然之寶 (Nature's Bounty) 品牌 2015 年的銷售數據，我們推估合資公司每月營收貢獻約為人民幣 5,900 萬-8,300 萬之間。然而，我們認為合資公司今年恐難貢獻獲利，係因其設立將造成費用產生。

線上/線下競爭加劇：我們認為來自國際品牌的競爭為主要威脅，係因跨境電商進口商品的正面清單暫緩實施一年 (原規定將沿用至 2017 年 5 月 11 日)，可能導致國際品牌帶來的競爭加大。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。本報告為摘要版；請聯繫本中心取得完整英文版。

資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
現金與短期投資	1,537	1,444	1,373	1,432	1,674
存貨	229	309	269	376	347
應收帳款及票據	65	67	76	90	96
其他流動資產	81	1,315	1,315	1,315	1,315
流動資產	1,912	3,135	3,033	3,213	3,433
長期投資	49	866	955	955	955
固定資產	579	697	889	1,060	1,207
什項資產	161	207	150	150	139
其他資產	789	1,770	1,994	2,164	2,301
資產總額	2,701	4,905	5,027	5,378	5,733
應付帳款及票據	67	79	90	98	113
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	176	256	256	256	256
流動負債	243	335	346	354	369
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	10	17	17	17	17
長期負債	10	17	17	17	17
負債總額	253	352	363	371	386
股本	658	728	1,456	1,456	1,456
資本公積	874	2,639	1,911	1,911	1,911
保留盈餘	916	1,188	1,297	1,640	1,981
換算調整數	0	7	7	7	7
歸屬母公司之權益	2,448	4,562	4,672	5,014	5,356
少數股權	0	(8)	(8)	(8)	(8)
股東權益總額	2,448	4,554	4,663	5,006	5,347

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
本期純益	503	620	546	622	691
折舊及攤提	44	60	71	92	113
本期營運資金變動	16	10	43	(113)	37
其他營業資產	(1)	(55)	0	0	0
營運活動之現金流量	561	635	660	601	842
資本支出	(197)	(270)	(250)	(250)	(250)
本期長期投資變動	(40)	(1,950)	(88)	0	0
其他資產變動	0	5	44	(12)	0
投資活動之現金流量	(236)	(2,214)	(295)	(262)	(250)
股本變動	36	1,847	0	0	0
本期負債變動	0	0	0	0	0
其他調整數	(328)	(364)	(437)	(279)	(350)
融資活動之現金流量	(292)	1,483	(437)	(279)	(350)
匯率影響數	0	0	0	0	0
本期產生現金流量	32	(96)	(71)	60	242
自由現金流量	324	(1,579)	366	339	592

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
營業收入	1,705	2,266	2,454	2,750	3,081
銷貨成本	(580)	(764)	(880)	(981)	(1,100)
營業毛利	1,125	1,502	1,574	1,769	1,981
營業費用	(596)	(860)	(1,002)	(1,093)	(1,204)
營業利益	529	642	573	675	777
利息收入	44	51	27	22	22
利息費用	0	0	0	0	0
利息收入淨額	44	51	27	22	22
投資利益(損失)淨額	0	32	44	38	38
其他業外收入(支出)淨額	19	15	24	25	8
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	592	740	668	761	845
所得稅費用	(90)	(120)	(122)	(139)	(154)
稅後純益	503	620	546	622	691
少數股權淨利	0	15	12	14	15
歸屬母公司之淨利	503	635	558	636	706
稅前息前折舊攤銷前淨利	573	702	644	767	890
每股盈餘 (RMB)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
年成長率 (%)					
營業收入	15.0	32.9	8.3	12.1	12.1
營業利益	12.7	21.3	(10.8)	17.9	15.0
稅前息前折舊攤銷前淨	13.1	22.6	(8.4)	19.3	16.0
稅後純益	19.2	26.4	(12.2)	13.9	11.1
每股盈餘	(40.6)	14.3	(12.2)	13.9	11.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	66.0	66.3	64.2	64.3	64.3
營業利益率	31.0	28.3	23.3	24.6	25.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	33.6	31.0	26.2	27.9	28.9
稅後純益率	29.5	28.0	22.7	23.1	22.9
資產報酬率	19.5	16.3	11.0	12.0	12.4
股東權益報酬率	20.5	13.9	11.9	12.7	13.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
淨負債比率 (%)	(62.8)	(31.7)	(29.4)	(28.6)	(31.3)
利息保障倍數 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
利息及短期債	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
現金流量對利息保障倍數 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
流動比率 (倍)	7.9	9.4	8.8	9.1	9.3
速動比率 (倍)	6.9	8.4	8.0	8.0	8.4
淨負債 (RMB 百萬元)	(1,537.0)	(1,443.64)	(1,372.59)	(1,432.47)	(1,674.49)
每股淨值 (RMB)	1.86	3.13	3.21	3.44	3.68
評價指標 (倍)					
本益比	34.7	30.4	34.6	30.4	27.4
股價自由現金流量比	53.9	(12.2)	52.9	57.0	32.7
股價淨值比	7.1	4.2	4.1	3.9	3.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	30.5	27.5	30.0	25.2	21.7
股價營收比	10.2	8.5	7.9	7.0	6.3

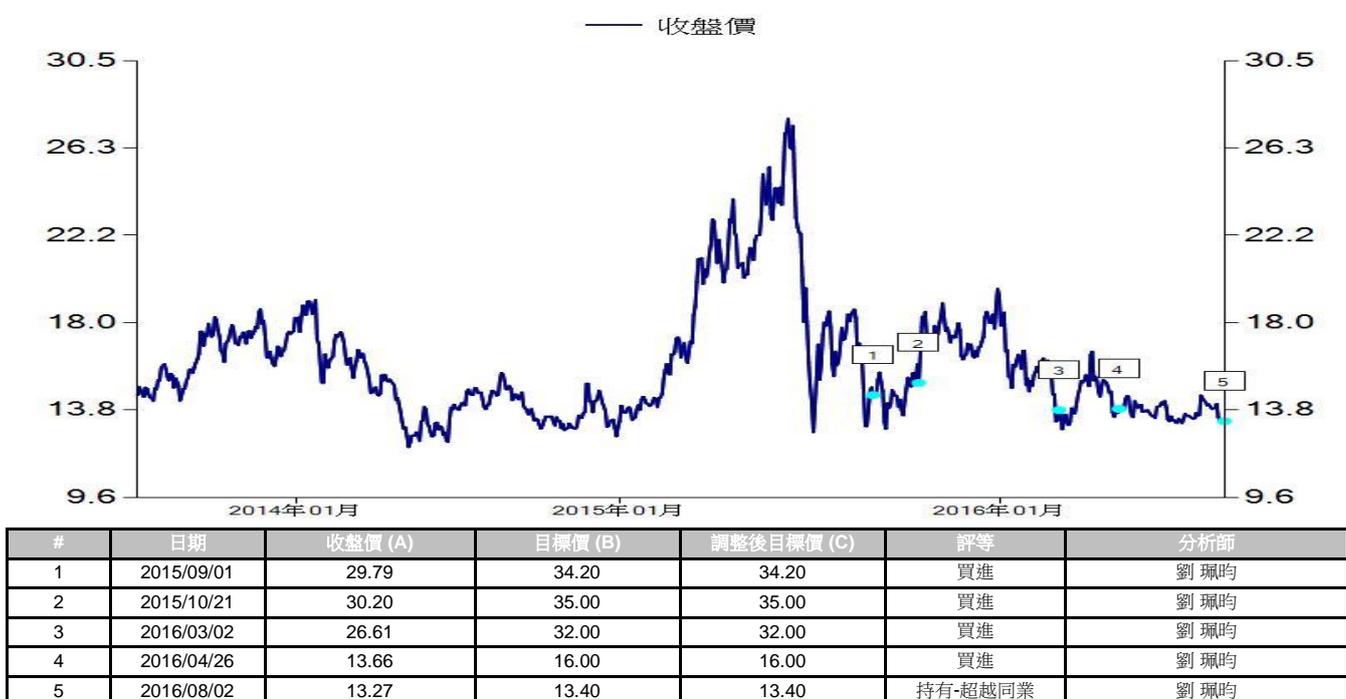
資料來源：公司資料、元大投顧

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

湯臣倍健 (300146 CH) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：Bloomberg，元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

目前元大研究分析個股評等分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	223	47%
持有-超越同業	116	24%
持有-落後同業	44	9%
賣出	12	3%
評估中	79	17%
限制評等	1	0%
總計:	475	100%

資料來源：元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2016 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣台北市 104 南京東路三段
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓