

**公司点评报告**
**汤臣倍健 (300146)**
**食品综合**
**药店增长乏力及推广费用加大拖累业绩表现**
**2016 年半年报点评**

<b>报告日期:</b>	<b>2016-08-01</b>
<b>评级:</b>	<b>推荐</b>
上次评□:	
<b>目标价:</b>	<b>15.9 元</b>
上次预测:	
<b>当前价格 (元)</b>	13.24
<b>52 周价格区间 (元)</b>	13.18-39.2
<b>总市值 (百万)</b>	19277.73
<b>流通市值 (百万)</b>	11388.27
<b>总股本 (万股)</b>	145602.19
<b>流通股 (万股)</b>	86014.10
<b>公司网址</b>	www.by-health.com.cn

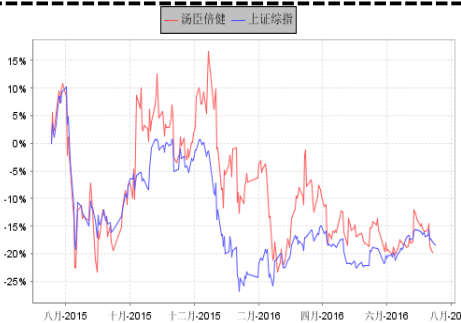
预测指标	2015A	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	2266.04	2447.33	2814.43
净利润 (百万元)	635.50	674.66	776.38
每股收益 (元)	0.436	0.463	0.533
每股净资产 (元)	3.133	3.359	3.619
市盈率	30.29	28.53	24.79
P/B	4.22	3.94	3.65

资料来源: 财富证券

事件: 公司公布 2016 年半年报, 实现营业收入 12.33 亿元, 较上年同期增长 4.78%; 归属于公司普通股股东的净利润 3.59 亿元, 较上年同期下降 13.94%; EPS0.35 元。

**投资要点**

- **药店渠道保健品增长乏力导致公司收入增速放缓。**公司收入同比增速仅 4.78%, 增速较上年同期下降 20.68 个百分点, 主要原因是受宏观环境影响, 药店渠道保健品整体增长乏力, 因此公司主品牌汤臣倍健将继续在商超渠道发力, 目前公司商超和电商渠道的增速比药店快, 且收入占比在提升。公司电商渠道市场占比份额超过 10%, 商超市场份额在 7% 以上。公司销售毛利率较上期下降 1.6 个百分点至 65.24%。
- **期间费用率的提升是公司净利润同比下滑的主要原因。**2016 年上半年公司归母净利润同比下降 13.94%, 增速较上年同期下滑 32 个百分点。自从新广告法规定, 明星不能代言保健品, 公司进入后姚明时代, 通过冠名或特约赞助电视节目等其他方式打造品牌形象。2016 年 1 月, 汤臣倍健独家冠名东方卫视《四大名助》; 3 月特约赞助浙江卫视 2016 全新打造的王牌综艺节目《来吧, 冠军》; 4 月独家冠名深圳卫视《极速前进》第三季。公司上半年广告费用同比增速超过 50%。由于品牌推广的投入力度加大, 销售费用率较上年同期提升 5.29 个百分点至 25.1%; 管理费用率较上年提升 0.76 个百分点至 8.3%; 财务费用率提升 1.12 个百分点至 -1.33。期间费用率合计提升 7.17 个百分点, 为 32.07%。下半年公司还将实施全新的“全球营养, 优中选优”品牌升级战略, 开展全面的品牌升级系列活动, 因此销售费用率仍将承压。

**一年期收益率比较**


表现%	1m	3m	12m
汤臣倍健	-1.93	-4.41	-2682.40
上证综指	0.71	0.51	-19.39

**财富证券研究发展中心**
**刘雪晴**

0731-84779556

liuxq@cfzq.com

S0530210080001

**相关研究报告:**

 《公司研究\*汤臣倍健 (300146) 2015 三季度报  
 点评: 收入增长提速, 大健康战略明晰》

2015-10-22

 《公司研究\*汤臣倍健 (300146) 2015 半年报  
 点评: 主业收入稳定增长, 积极完善大健康产  
 业的生态布局》 2015-07-24

- **“健力多”大单品策略的重新思索。**公司早年参考惠氏和养生堂的模式，对骨骼健康品类“健力多”实行大单品策略，但通过去三四年运营，公司发现“健力多”收入规模虽然上升很快，但由于组织架构人员膨胀，管理效率不高，费用失控，15年亏损5000多万，因此公司去年九月底提出在单品模式不改变情况下，调整考核指标，由规模考核到利润考核。在调整过程中，出现了部分人员不稳定，业务下滑快，以及新经销商运营能力相对较差，而负责“健力多”运营的子公司佰嘉在管理、扶持方面没有完整应对机制，导致收入不仅没有增长反而有部分下滑，上半年亏损2000多万。由于目前的市场环境已经发生了改变，公司已经在思索单一品种是否能支持大体系运作的运营模式，将重新对大单品模式进行思考，10月份将给出结论性的意见。
- **牵手NBTY，迈出全球资源整合第一步。**2016年3月，公司全资子公司香港佰瑞与NBTY共同设立合资公司，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。2016年4月，该香港合资公司健之宝（香港）有限公司完成注册；2016年7月，健之宝（香港）有限公司全资子公司健之宝营养生物科技（中国）有限公司完成注册。由于今年健之宝只有三个多月的运营时间，前期也有一些费用的投入，因此今年较难实现正利润，预计明年将开始盈利。
- **与迪士尼合作，培育婴童业务。**汤臣倍健“漫威”系列儿童膳食补充剂新包装上市，目标抢占市场份额巨大的儿童保健品市场。此次合作中，汤臣倍健使用迪士尼中国专门为中国市场设计的全新“漫威”卡通风格图案，作为儿童系列产品的包装升级形象，成为儿童保健品行业第一个使用迪士尼旗下“漫威”形象的品牌。该系列产品已经在长沙、成都等部分城市试点，目前看来成都的情况还不错，其他城市尚待确认。
- **持续推进并购。**公司将继续考虑对合适标的的并购，主要在两个方向：一是跟主业保健品相关的标的，二是能给消费者带来更多的增值服务的，符合公司“大健康”规划的标的。目前这一块公司还只有臻鼎在做慢性病管理方案，但尚未正式推出，公司将继续整个健康干预的解决方案方面进行资源的补充。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司16-18年EPS分别为0.46元、0.53元、0.61元。虽然公司短期业绩遭遇下滑，但我们认为公司所处的行业还有很大的发展空间，作为行业龙头，公司在渠道、批文等方面的优势突出，也有牺牲短期利益换长远发展的决心，建议仍然长期关注，以时间换空间。给予公司17年30XPE,6-12个月目标价15.9元，维持对其“推荐”评级。
- **主要风险提示：**食品安全风险；产品推广不大预期风险。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438