



2017-06-28

公司点评报告

增持/首次

汤臣倍健 (300146)

目标价: 13.8

昨收盘: 11.99

食品饮料 食品加工

汤臣倍健：中期业绩高增长，销售恢复降低费用是主因

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,470/872
总市值/流通(百万元)	17,627/10,457
12个月最高/最低(元)	14.50/10.35

相关研究报告：

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：王学谦

电话：010-88321966

E-MAIL: wangxq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511120001

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1440513090001

点评事件：

公司发布 2017 年半年度业绩预告，预计报告期内实现归母净利润约 53816.97 万元~60992.57 万元，同比增长 50%-70%。其中，预计非经常性损益对净利润的影响金额为 8000 万元~12000 万元。公司判断业绩增长的主因包括：传统业务架构重组、大单品模式推进、新品品牌推广策略以及跨境电商和电商渠道的发展。

投资要点：

上半年收入恢复增长，同比增速预计回归两位数，下半年有望延续良好的增长势头

公司一季报的收入同比增长 12.22%，环比改善明显。公司去年 10 月份对产品进行了提价，经过充分消化目前市场反应良好，贡献了一部分销售收入的增长。另外，公司进行了大单品模式的调整，重回汤臣药业，共享销售团队和渠道体系，经过一年多的运作，于今年一季度基本调整完成。健力多、越橘等大单品的销量增长也是上半年收入同比增长的原因。目前 NBTY 运作良好，电商渠道对全年指标完成的情况也不错。我们判断上半年整体收入的同比增速超过两位数，对应公司上半年费用投放力度有所减弱，已经略超市场预期。按照公司新品牌推广策略的规划，下半年的费用投放将会加大力度。同时，随着大单品模式持续推进，跨境电商和线上渠道再进一步发展，我们判断下半年收入有望延续良好的增长势头，甚至出现提速。

提价后毛利率上升，费用管控收效，调整大单品模式减员增效，经营业绩快速提升

按照公司业绩预告披露的信息进行推算，扣非归母净利润的增长幅度约为 25.41%~58.93%，业绩增长幅度远超收入增长的幅度。一方面，通过提价，公司的销售毛利率大幅提升，一季度显示公司销售毛利率环比增加 5.11pct，同比也提升了 0.56pct，上半年整体的毛利率也保持在较高的水平。另一方面，公司上半年在品牌推广费用支出方面的压力较小。一季报显示，销售费用率同比下降 5.59pct。公司全年费用投放预计同比提升，但主要都集中在下半年。品牌推广等费用的投放从六月份中旬才开始逐步加大。所以上半年整体的费用控制效果是比较突出的。另外，随着公司大单品模式调整的完成，减员增效达到预期，减少了内耗，也是支撑业绩同比增长的重要原因。公司的大单

品在去年同期仍属亏损，今年上半年已经实现了盈利。我们判断，随着下半年费用的上升，公司的净利润率可能会有所下滑，但费用支撑下的收入增长将创造相应的利润。全年经营业绩趋势向上较为明确。

盈利预测与评级：

预测公司 2017-19 年收入增速分别为 17%、16%、16%；归母净利润增速分别为 27%、20%、16%；对应的 EPS 分别为 0.46、0.55、0.64。

公司是国内保健品行业的龙头，线下渠道特别是药店渠道优势突出，增长稳定。考虑到公司当前通过传统业务架构重组和新品牌推广策略有效地刺激了业绩增长；同时大单品模式、跨境电商和线上渠道的发展可支撑中长期发展。给予公司 2017 年 30 倍 PE，对应目标价 13.80 元，首次覆盖，“增持”评级。

风险提示：

行业政策风险；线下渠道增速放缓；线上渠道推广不达预期；食品安全问题等。

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,309	2,710	3,150	3,650
同比增长	2%	17%	16%	16%
净利润(百万元)	535	679	812	944
同比增长	-16%	27%	20%	16%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.46	0.55	0.64
PE	32.94	25.97	21.71	18.68
资料来源：Wind，太平洋证券				

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。