

2017年07月31日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

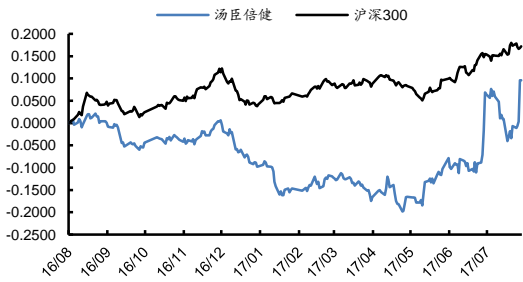
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
联系人：邓安迪  
13817725424 dengad@ghzq.com.cn

## 改革元年初见成效，中期业绩恢复高增长

### ——汤臣倍健（300146）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
汤臣倍健	2.5	31.3	9.4
沪深300	1.5	8.2	16.2

市场数据

2017-07-28

当前价格（元）	14.15
52周价格区间（元）	10.33 - 14.26
总市值（百万）	20802.22
流通市值（百万）	12340.85
总股本（万股）	147012.19
流通股（万股）	87214.50
日均成交额（百万）	140.67
近一月换手（%）	86.59

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

## 事件：

2017年上半年，公司实现营业收入14.87亿元，同比增长20.53%，归属于母公司净利润5.82亿元，同比增长62.29%，业绩超预期。

## 投资要点：

- 改革初见成效，重拾增长动能** 2016年，公司启动大单品战略，将集中调动市场优势资源，发展核心单品。2017年，公司将渠道上重合、模式上相似的业务进行合并，并在此基础上整合形成了汤臣倍健，健力多、无限能品牌在内的大药业系统。公司的调整已经在2017年一季度基本完成，改革效果开始显现，业绩恢复高速增长。
- 提价已被市场接受，毛利率开始上涨** 公司于2016年10月份对产品进行了提价，经过前期的充分消化，市场反映良好，公司的毛利率开始上升。根据半年报，公司毛利率达到66.93%，为历史最高水平，同比增长1.69个百分点，预计高毛利将持续2017年全年。
- 费用管控+投资收益，利润增速超市场预期** 公司销售费用低于预期，上半年为2.87亿元，同比下降7.24%。随着下半年公司对品牌建设力度的加大，预计费用将会逐步增加。公司出售深圳倍泰及上海凡迪股权，确认投资收益1.21亿元，占净利润比重16.94%。在费用管控有效和投资收益确认的情况下，公司上半年净利润超预期。
- 布局电商及跨境业务，进军运动营养大蓝海** 公司在电商、跨境业务和运动营养市场的发展将是一大看点。2017年公司在电商渠道增加专供产品，开始和线下进行差异化竞争。2016年公司和NBTY合资成立健之宝，通过跨境电商发展自然之宝和美瑞克斯两个品牌，其中美瑞克斯是较为成熟的运动营养品牌。
- 盈利预测和投资评级：** 公司作为国内保健食品龙头企业，受益于提价效应和内部改革，业绩重拾增长动能。看好公司在电商、跨境业务和运动营养市场的发展，预计公司2017-2019年EPS分别为0.46元、0.54元、0.61元，对应PE分别为30.71、26.38、23.07，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：** 电商推广低于预期；线下渠道增速放缓；食品安全问题；

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2309	2771	3270	3793
增长率(%)	2%	20%	18%	16%
净利润(百万元)	535.2	677	789	902
增长率(%)	-16%	27%	16%	14%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.46	0.54	0.61
ROE(%)	11.38%	13.09%	13.78%	14.20%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 汤臣倍健盈利预测表

2017-07-2									
证券代码:	300146.SZ		股价:	14.15	投资评级:	增持	日期:	8	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	11.38%	13.09%	13.78%	14.20%	EPS	0.36	0.46	0.54	0.61
毛利率	64%	66%	66%	66%	BVPS	3.18	3.51	3.88	4.31
期间费率	38%	39%	38%	39%	<b>估值</b>				
销售净利率	23%	24%	24%	24%	P/E	38.87	30.71	26.38	23.07
<b>成长能力</b>					P/B	4.45	4.04	3.65	3.28
收入增长率	2%	20%	18%	16%	P/S	9.01	7.51	6.36	5.49
利润增长率	-16%	27%	16%	14%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
总资产周转率	0.43	0.48	0.51	0.54	营业收入	2309	2771	3270	3793
应收账款周转率	25.39	25.39	25.39	25.39	营业成本	822	942	1112	1290
存货周转率	2.53	2.53	2.53	2.53	营业税金及附加	38	46	54	62
<b>偿债能力</b>					销售费用	639	776	916	1062
资产负债率	12%	11%	11%	10%	管理费用	244	281	328	389
流动比	5.33	6.03	6.51	7.02	财务费用	(43)	(35)	(40)	(47)
速动比	4.77	5.40	5.82	6.28	其他费用/(-收入)	27	34	34	34
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润	636	796	935	1071
现金及现金等价物	2016	2312	2696	3147	营业外净收支	18	25	21	21
应收款项	91	80	82	84	利润总额	654	821	956	1093
存货净额	339	390	460	533	所得税费用	146	147	171	195
其他流动资产	784	940	1110	1287	净利润	508	674	785	897
<b>流动资产合计</b>	<b>3230</b>	<b>3722</b>	<b>4348</b>	<b>5051</b>	少数股东损益	(28)	(3)	(4)	(4)
固定资产	602	581	563	547	归属于母公司净利润	535	677	789	902
在建工程	120	130	140	150					
无形资产及其他	190	190	171	152	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期股权投资	220	220	220	220	经营活动现金流	685	542	566	661
<b>资产总计</b>	<b>5328</b>	<b>5810</b>	<b>6409</b>	<b>7088</b>	净利润	508	674	785	897
短期借款	0	0	0	0	少数股东权益	(28)	(3)	(4)	(4)
应付款项	190	219	258	299	折旧摊销	81	79	77	73
预收帐款	117	140	165	192	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	299	259	245	229	营运资金变动	124	(207)	(292)	(305)
<b>流动负债合计</b>	<b>606</b>	<b>617</b>	<b>668</b>	<b>720</b>	投资活动现金流	236	10	8	6
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(25)	10	8	6
其他长期负债	18	18	18	18	长期投资	8	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	其他	253	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>625</b>	<b>636</b>	<b>686</b>	<b>738</b>	筹资活动现金流	(625)	(203)	(237)	(271)
股本	1470	1470	1470	1470	债务融资	0	0	0	0
股东权益	4704	5174	5723	6349	权益融资	97	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5328</b>	<b>5810</b>	<b>6409</b>	<b>7088</b>	其它	(722)	(203)	(237)	(271)
					现金净增加额	296	349	338	397

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

邓安迪，美国杜兰大学金融学硕士，1年买方行业研究经验，现从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。