

汤臣倍健 ( 300146 )

推荐

行业：食品综合

## 业绩靓丽，全新策略初显成效

**事件：**汤臣倍健发布半年报，公司上半年实现营业收入 14.87 亿元，同比增长 20.53%，实现归属母公司净利润 5.82 亿元，同比增长 62.29%，除去因出售倍泰及凡迪股权所获得的 1 亿元投资收益后，公司归母净利润为 4.71 亿元，同比增长 41.21%，盈利超出市场此前预期。

### 投资要点：

✦ **提价效应明显。**去年汤臣倍健主品牌 80% 的产品平均提价 10%，今年上半年提价的销量影响已获消化。期内，全资子公司汤臣药业实现收入 12.29 亿元，汤臣主品牌收入同比增长约 13%。同时公司上半年整体毛利率提升至 66.93%，相比去年同期增长 1.08pct。

✦ **大单品盈利情况改善。**负责“健力多”和“无极限”品牌推广子公司广东佰嘉 H1 实现营业收入 1.06 亿元，并扭亏为盈，实现盈利约 3300 万元。期内大单品“健力多”收入同比增长近 50%。公司自 6 月 12 日起针对“健力多”实施长达 6 个月的高密度广告计划，扩大其市场影响力，健力多全年收入增速有望进一步扩大。但受下半年广告费用摊销影响，销售费用环比将大幅提升，预计销售费用率将超 30%。

✦ **自然之宝贡献主要增量。**上半年合资公司健之宝实现收入超 9000 万元。公司今年邀请汤唯担任自然之宝代言人，同时重塑线上旗舰店，并进一步加强品牌线下渠道的开拓，使自然之宝逐步恢复增长势头。健之宝旗下另一品牌美瑞克斯由于供应链问题仍未得到有效解决，核心产品“赛霸”恐全年断货（此前占美瑞克斯总收入的约 40%），因此美瑞今年业绩将受到一定影响。

✦ **线上占比持续提升。**电商品牌化是公司今年工作重点之一，公司今年针对线上年轻群体，推出线上专供 QS 产品，避开与线下渠道的直接竞争，并且公司还针对线上销售在不同节日推出不同的主题活动，使整个品牌更显年轻。目前线上渠道占比已由去年的 14% 提升至 20% 以上，整体同比增长近 130%。

✦ **维持“推荐”评级，目标价 16.2 元。**我们维持此前盈利预测不变，预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 28.11/32.51/36.62 亿元，3 年对应每股收益为 0.46/ 0.54 /0.64 元，我们看好公司线上渠道及大单品战略的发展，按照 18 年 PE30 倍，我们上调目标价至 16.2 元，维持“推荐”评级。

✦ **风险提示：**大单品推广不及预期，跨境电商发展不及预期。

### 作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：刘思远

S0960115120047

0755-82026922

liusiyuan@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 16.2

当前股价： 13.56

评级调整： 维持

### 基本资料

总股本(百万股)	1,470
流通股本(百万股)	872
总市值(亿元)	199
流通市值(亿元)	118
成交量(百万股)	63.73
成交额(百万元)	880

### 股价表现



### 相关报告

《汤臣倍健-中期业绩预增，三要素贡献增量》2017-07-11

## 主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2309	2811	3251	3662
收入同比(%)	2%	22%	16%	13%
归属母公司净利润	535	679	795	898
净利润同比(%)	-16%	27%	17%	13%
毛利率(%)	64.4%	65.2%	65.4%	65.5%
ROE(%)	11.4%	13.4%	14.8%	15.7%
每股收益(元)	0.36	0.46	0.54	0.61
P/E	38.85	30.63	26.15	23.15
P/B	4.44	4.10	3.86	3.64
EV/EBITDA	26	21	18	16

资料来源：中国中投证券财富研究部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	3230	3761	4229	4712
现金	2016	2483	2865	3268
应收账款	54	66	76	86
其它应收款	14	16	19	21
预付账款	27	32	36	41
存货	339	408	467	522
其他	780	756	765	774
<b>非流动资产</b>	2099	2008	1913	1817
长期投资	220	220	220	220
固定资产	602	611	586	545
无形资产	190	176	161	146
其他	1087	1002	946	906
<b>资产总计</b>	5328	5769	6142	6529
<b>流动负债</b>	606	662	717	769
短期借款	0	0	0	0
应付账款	185	221	254	285
其他	421	441	463	484
<b>非流动负债</b>	18	17	18	17
长期借款	0	0	0	0
其他	18	17	18	17
<b>负债合计</b>	625	678	735	787
少数股东权益	24	24	24	24
股本	1470	1470	1470	1470
资本公积	1994	1994	1994	1994
留存收益	1286	1603	1919	2254
归属母公司股东权益	4680	5067	5384	5718
<b>负债和股东权益</b>	5328	5769	6142	6529

**现金流量表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	685	674	770	862
净利润	508	679	795	898
折旧摊销	94	79	83	85
财务费用	-43	-62	-74	-84
投资损失	-39	-30	-33	-33
营运资金变动	88	11	-7	-8
其它	77	-3	6	5
<b>投资活动现金流</b>	236	22	18	20
资本支出	150	0	0	0
长期投资	325	-0	0	0
其他	712	22	18	20
<b>筹资活动现金流</b>	-347	-230	-405	-479
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	742	0	0	0
资本公积增加	-645	0	0	0
其他	-445	-230	-405	-479
<b>现金净增加额</b>	574	467	382	403

**利润表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2309	2811	3251	3662
营业成本	822	978	1125	1263
营业税金及附加	38	34	39	44
营业费用	639	773	878	989
管理费用	244	275	319	359
财务费用	-43	-62	-74	-84
资产减值损失	12	9	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	39	30	33	33
<b>营业利润</b>	636	833	988	1115
营业外收入	28	29	29	29
营业外支出	10	11	11	11
<b>利润总额</b>	654	852	1006	1133
所得税	146	173	211	235
<b>净利润</b>	508	679	795	898
少数股东损益	-28	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	535	679	795	898
EBITDA	687	850	998	1115
EPS (元)	0.36	0.46	0.54	0.61

**主要财务比率**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	1.9%	21.7%	15.7%	12.6%
营业利润	-11.8%	31.0%	18.6%	12.8%
归属于母公司净利润	-15.8%	26.8%	17.1%	12.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	64.4%	65.2%	65.4%	65.5%
净利率	23.2%	24.1%	24.5%	24.5%
ROE	11.4%	13.4%	14.8%	15.7%
ROIC	30.0%	42.9%	53.9%	65.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	11.7%	11.8%	12.0%	12.0%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	5.33	5.68	5.90	6.13
速动比率	4.75	5.05	5.23	5.42
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.45	0.51	0.55	0.58
应收账款周转率	41	44	44	43
应付账款周转率	6.23	4.82	4.74	4.69
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.46	0.54	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.46	0.52	0.59
每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.45	3.66	3.89
<b>估值比率</b>				
P/E	38.85	30.63	26.15	23.15
P/B	4.44	4.10	3.86	3.64
EV/EBITDA	26	21	18	16

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。  
刘思远,伦敦大学学院经济学学士,伦敦卡斯商学院投资管理学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434