

2014年10月24日

汤臣倍健 (300146)

——业绩略低于预期，期待并购与新品发力

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

维持

市场数据： 2014年10月23日

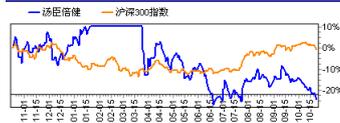
收盘价(元)	25.82
一年内最高/最低(元)	77.48/23.89
上证指数/深证成指	2302/7969
市净率	7.0
息率(分红/股价)	3.87
流通A股市值(百万元)	8492

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年09月30日

每股净资产(元)	3.69
资产负债率%	8.89
总股本/流通A股(百万)	658/329
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《汤臣倍健(300146)中报点评：业绩符合预期，关注下半年推出的“十二篮”与新品类，维持“买入”评级》
2014/07/29

《汤臣倍健(300146)跟踪点评：增发预案描绘增长新蓝图，维持买入评级》
2014/07/14

证券分析师

邓敬东 A0230513030002
dengjd@swsresearch.com

联系人

姚彦君
(8621)23297818x7455
yaoyj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	1,482	39	422	50	1.29	64.7	18.9	20	44
14Q1-3	1,385	19	479	35	0.73	66.2	19.7		
2014E	1,858	25.3	591	40.1	0.90	65.0	23.6	29.4	26.0
2015E	2,370	27.6	795	34.6	1.21	65.2	26.5	21.3	19.3
2016E	3,032	28.0	1,054	32.6	1.61	65.2	28.8	16.3	14.6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

● **三季度业绩略低于预期。**前三季公司实现营业收入 13.85 亿元，同比增长 19.1%，实现营业成本 4.68 亿元，同比增长 13.98%，实现营业利润 5.44 亿元，同比增长 29.2%，实现归属母公司净利润为 4.79 亿元，同比增长 35.37%。其中，第三季度单季实现收入 4.47 亿元，同比增长 8.9%，实现归属母公司净利 1.26 亿元，同比增长 4%。前三季度 EPS 为 0.73 元，三季度单季为 0.19 元，业绩略低于我们预期（我们预计前三季度 EPS 为 0.76 元）。

● **投资评级与估值：**维持盈利预测，预计 2014-2016 年每股收益为 0.90 元、1.21 元、1.61 元，对应目前股价 PE 分别为 29 倍、21 倍、16 倍。我们认为膳食营养补充剂行业属于朝阳产业，管理层对行业有深刻理解以及非常优秀的执行力，公司未来有望通过收购实现外延式扩张，维持买入评级。

● **有别于大众认识：**1) 我们认为以下几个因素导致三季度增速放缓：a) 今年以来对经销商终端网点扩张不再列入考核项导致今年新增网点较少，外延式扩张放慢；b) 经销商调整，经销商数量有一定程度下降，影响销售；c) 保健品进口政策变化导致子公司奈梵斯对业绩增速一直是负贡献；d) 三季度加大了品牌建设投入，导致销售费用较前两季度明显提升，同比增长 26%，也是近年来单季最高点。这是三季度业绩放缓的主因。2) 我们认为要辩证看待品牌费用上升问题，公司近期集中推出新品，包括三季度推出的“十二篮”体重管理新品以及预计年底推出的无限能系列，均需要投入费用培育。我们预计这两个新品有望明年发力，再加上今年快速增长的健力多品牌，预计明年主品牌以外的品牌收入占比将明显上升。3) 我们认为后续汤臣倍健值得期待的催化剂较多，包括新品十二篮与无限能销售情况、并购的进展（9 月 25 日重新打开重大资产重组的时间窗口）、营养家会员项目等。我们认为公司未来有望通过并购或合作等方式拓展新品类或新渠道，非常值得期待。目前公司再融资方案已获证监会受理，一旦发行成功将极大增强公司并购能力。

● **股价表现的催化剂：**并购进展、新品“十二篮”与无限能销量、定期报告

● **核心假设风险：**并购进度不达预期

表 1：汤臣倍健盈利预测表

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	658	1,067	1,482	1,858	2,370	3,032
二、营业总成本	441	735	979	1,166	1,438	1,795
其中：营业成本	236	391	523	650	825	1,055
营业税金及附加	7	11	18	23	29	37
销售费用	181	266	317	361	429	512
管理费用	51	101	154	177	208	258
财务费用	(36)	(36)	(34)	(46)	(54)	(69)
资产减值损失	2	2	1	0	1	2
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	217	332	503	692	932	1,237
加：营业外收入	4	6	11	3	3	3
减：营业外支出	2	7	11	0	0	0
四、利润总额	220	331	503	695	935	1,240
减：所得税	33	51	82	104	140	186
五、净利润	186	280	422	591	795	1,054
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	186	280	422	591	795	1,054
六、基本每股收益	1.70	1.28	1.29	0.90	1.21	1.61
全面摊薄每股收益	0.28	0.43	0.64	0.90	1.21	1.61

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。