

汤臣倍健 (300146.SZ)
风雨兼程，迎难而上
评级：买入（维持）

市场价格：17.06

分析师：范劲松

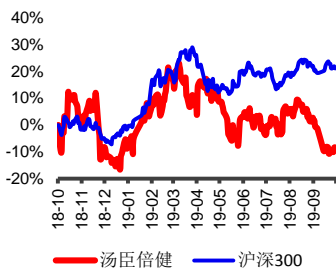
执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1582
流通股本(百万股)	882
市价(元)	17.03
市值(百万元)	27000
流通市值(百万元)	15000

股价与行业-市场走势对比

相关报告

相关报告一：业绩符合预期，风雨之后见彩虹

相关报告二：业绩大超预期，拥抱黄金时代

相关报告三：黄金三年塑造强品牌，股权激励彰显业绩信心

相关报告四：收入利润符合预期，大单品+拓渠道助力高成长

相关报告五：股票期权激励计划出台，长期看好保健品成长

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3111	4351	5580	6973	8580
增长率 yoy%	34.72%	39.86%	28.26%	24.95%	23.04%
净利润	766	1002	1175	1423	1719
增长率 yoy%	43.17%	30.79%	17.25%	21.09%	20.82%
每股收益(元)	0.48	0.63	0.74	0.90	1.09
每股现金流量	0.60	0.85	1.05	1.12	1.15
净资产收益率	15.02%	17.92%	18.14%	19.78%	21.31%
P/E	35.17	26.89	22.93	18.94	15.68
PEG	1.86	1.36	0.82	1.00	0.80
P/B	5.28	4.82	4.16	3.75	3.34

备注：

投资要点

- **事件：汤臣倍健发布三季报，1-9月收入43.81亿元，同比+28.04%，归母净利润11.91亿元，同比+12.56%；19Q3收入14.11亿元，同比+12.73%，归母净利润3.24亿元，同比-8.3%。**
- **外部政策环境严峻，公司积极应对，收入保持稳健增长。**1) **分渠道看**，LSG 境外业务受《电商法》实施影响，面对中国消费者业务的澳洲客户受到较大冲击，我们预计 LSG 海外收入同比增速为负。考虑 2018 年 8 月 31 日开始并表 LSG，19Q3 并表 3 个月的基数差异，我们预计 19Q3 并表 LSG 收入占比 10%，略有正贡献。目前海外渠道积极转型去库存，但预计仍将持续一段时间。**境内线下药店**渠道受国家对药品零售行业改革和规范整治行动影响较大，我们根据渠道调研，预计公司药店渠道收入占比约 65%，前三季度收入增速保持 20%以上较快增长，19Q3 预计收入增速放缓至个位数，主因药店整治影响动销，造成的渠道库存影响 19Q3 发货，根据我们渠道调研了解动销逐渐转好，预计库存逐渐改善。**国内线上渠道**受电商平台政策变化影响，前三季度收入个位数增长。我们预计电商收入占比 17%，19Q3 收入增速 15%左右（19Q2 收入增速为负）环比改善，主因公司积极开拓新品+品牌推广投入增多引流，持续推进电商品牌化 3.0 战略。**其他渠道**：商超和母婴渠道建设进展良好。2) **分品类看**，大单品健力多收入增长强劲，蛋白粉继续引领主品牌增长。公司 2019 年启动以蛋白质粉为形象产品的主品牌提升策略，主品牌“汤臣倍健”前三季度同比增长约 9%，其中蛋白粉增速较快；公司丰富和夯实大单品战略，前三季度大单品“健力多”关节护理产品同比增长约 50%，life-Space 益生菌国内线下进展良好。
- **19Q3 利润承压主因品牌推广费用同比提升+并表 LSG 业绩拖累。**19Q3 公司净利润 3.24 亿元，同比-8.3%。我们分析如下：1) 公司 19Q3 毛利率下降 3.08pct 至 65.87%，其中国内膳食补充剂毛利率稳健，主因 LSG 产品毛利率较低并表拖累。2) 19Q3 公司销售费用率 33.2%，同比提升 9.73%，主因 Q3 推广大单品和新品造成品牌推广费用增多，考虑全年费用投放节奏，我们认为 19Q4 费用率好于 18Q4，预计全年销售费用率在 30-32%，同比略有提升。19Q3 管理费用率微降 0.63pct 至 7.51%，财务费用率同比提升 0.11pct 至 0.35%。3) 并购 LSG 产生无形资产摊销（19Q3 为 3500 万元、19Q1-Q3 为 1.05 亿元），考虑 LSG 境外业务受《电商法》冲击较大，本身业绩承压，加之无形资产摊销，预计并表后利润拖累较多。公司 19Q3 非经常损益 376

4 万元，同比 18Q3 多 2661 万元，因此 19Q3 扣非净利润 2.86 亿元，同比-16.34%，前三季度扣非利润 11.35 亿元，同比+12.12%。

- **随着动销好转，库存预计逐渐下降，预计现金流逐渐转好。**前三季度公司应收账款 4.49 亿元，较年初上升 102.77%，主要为销售规模增加及按照惯例年初授予部分客户信用额度，年底集中进行清收所致；短期借款 8482 万元，较年初下降 46.36%，主因偿还银行借款。预收款 2660.55 万元，较年初下降 91.95%，主因 2018 年末客户提前备货导致预付货款较多而本年度已发货所致。前三季度公司经营现金流量净额 7.57 亿元，同比-17.17%，主因购买原材料及品牌推广费增加所致；投资现金流量净额 3.08 亿元，同比+107.49%，主因去年同期收购 LSG 及购买澳洲 Penta-vite 品牌所致；筹资现金流量净额-9.04 亿元，同比-149.34%，主因去年同期取得投资款及本期偿还借款所致。
- **加大研发和新品推广，创新+品牌推广+渠道多样化走出困境。**公司 1-9 月研发费用 8169 万元，同比+34.13%，加大基础科学及产品研发创新。**1)**年初以来公司积极培育新品 life-Space 益生菌、19Q3 电商推广年轻化新品 yep 胶原蛋白口服液、代餐蛋白纤维奶昔、胶原蛋白软糖等。**2)**9 月 27 日公司与 DuPont 杜邦签署《创新战略合作协议》，加大肠道微生态、潜在新功能益生菌等研发合作。**3)**10 月 14 日，公司与新西兰 Fonterra Limited (恒天然) 战略合作，围绕特殊功能性蛋白、特定益生菌、抗衰老功能成分等原料的筛选及产品开发。**4)**10 月 17 日，公司与上海生科院共建“中国科学院上海营养与健康研究所-汤臣倍健-营养与抗衰老研究中心”在全国范围内开展营养与抗衰老领域的相关技术项目合作。
- **盈利预测及投资建议：**我们长期看好汤臣作为膳食补充剂行业龙头的成长性，2019 年受到政策和外部环境的影响较大，短期业绩略有承压，目前公司积极应对，有望在四季度逐渐走出困境，预计 2020、2021 年业绩表现好于 2019 年。我们阶段下调盈利预测 5-10%，调整后预计 2019-2021 年收入分别为 55.8、69.7、85.8 亿元，同比+28.3%、24.95%、23.04%，净利润分别为 11.75、14.23、17.19 亿元，同比+17.25%、21.09%、20.82%，对应 PE 分别为 22.93X、18.94X、15.68X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**保健行业整治政策影响；益生菌、健视佳国内推广不及预期；新电商法及电商平台政策影响。

图表 1: 汤臣倍健业绩季度拆分

单位: 百万元	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	19Q1-Q3
营业收入	1067.53	1102.14	1251.80	929.31	1571.07	1398.70	1411.19	4380.97
同比 (%)	45.03%	46.86%	44.94%	22.19%	47.17%	26.91%	12.73%	28.04%
营业成本	345.78	322.58	388.73	349.84	514.94	435.09	481.63	1431.65
同比 (%)	33.99%	38.11%	34.30%	43.92%	48.92%	34.88%	23.90%	35.43%
毛利率 (%)	67.61%	70.73%	68.95%	62.36%	67.22%	68.89%	65.87%	67.32%
同比提升	2.67%	1.85%	2.46%	-5.68%	-0.39%	-1.84%	-3.08%	-1.78%
销售费用	166.95	326.52	293.57	493.04	300.84	443.08	468.25	1212.16
同比%	0.52	0.84	19%	12%	80%	36%	59%	54%
销售费用率 (%)	15.64%	29.63%	23.45%	53.05%	19.15%	31.68%	33.18%	28%
同比提升	0.70%	6.02%	-5.12%	-4.71%	3.51%	2.05%	9.73%	4.67%
管理费用	48.43	82.94	101.90	200.71	75.57	111.36	105.98	292.91
管理费用率 (%)	4.54%	7.53%	8.14%	21.60%	4.81%	7.96%	7.51%	6.69%
同比提升	-1.63%	-3.22%	1.92%	5.00%	0.27%	0.44%	-0.63%	-0.13%
财务费用	-12.15	-18.02	3.09	5.88	5.96	3.62	4.99	(9.05)
财务费用率 (%)	-1.14%	-1.64%	0.25%	0.63%	0.38%	0.26%	0.35%	-0.21%
同比提升	0.86%	-0.46%	1.70%	1.96%	1.52%	1.89%	0.11%	0.58%
期间费用率	19.04%	35.52%	31.84%	75.28%	24.34%	39.90%	41.04%	34.15%
同比	-0.06%	2.34%	-1.50%	2.25%	5.30%	4.38%	9.21%	5.12%
投资收益	2.01	7.62	14.11	24.25	6.75	2.58	9.35	18.68
营业利润	495.22	341.42	385.42	(119.47)	634.04	373.86	305.81	1313.71
同比 (%)	40.04%	-1.01%	40.24%	25.75%	28.03%	9.50%	-20.66%	7.50%
营业外净收支	0.02	28.77	(5.11)	2.70	(0.12)	6.10	35.07	41.05
利润总额	495.25	370.19	380.32	(116.77)	633.92	379.96	340.88	1354.76
同比 (%)	39.9%	2.7%	40.6%	17.0%	28.0%	2.6%	-10.4%	8.75%
营业税	16.16	17.18	18.42	11.37	22.64	10.33	14.05	47.01
营业税金比率 (%)	1.51%	1.56%	1.47%	1.22%	1.44%	0.74%	1.00%	1.07%
所得税	114.24	76.73	62.32	(32.74)	159.96	24.11	32.19	216.26
所得税率 (%)	23.07%	20.73%	16.39%	28.03%	25.23%	6.35%	9.44%	15.96%
归属母股东净利	372.09	332.52	353.44	(55.86)	497.46	369.39	324.09	1190.94
同比 (%)	31.39%	11.18%	59.95%	51.07%	33.69%	11.09%	-8.30%	12.56%
净利率	34.86%	30.17%	28.23%	-6.01%	31.66%	26.41%	22.97%	27.18%
扣非后归母净利润	368.64	301.31	342.41	(98.54)	488.98	359.61	286.45	1135.04
同比%	39.08%	46.41%	55.15%	-107.30%	32.65%	19.35%	-16.34%	12.12%
非经常损益	3.45	31.21	11.03	42.68	8.48	9.78	37.64	55.90
单季EPS (元)	0.25	0.23	0.24	(0.04)	0.34	0.25	0.20	0.75

来源: wind、中泰证券研究所

图表 2: 汤臣倍健财务预测三张报表

利润表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,111	4,351	5,580	6,973	8,580	货币资金	2,655	1,813	1,116	1,395	1,716
增长率	34.7%	39.9%	28.3%	25.0%	23.0%	应收款项	190	261	302	374	494
营业成本	-1,024	-1,407	-1,844	-2,301	-2,823	存货	422	671	712	1,045	1,091
% 销售收入	32.9%	32.3%	33.1%	33.0%	32.9%	其他流动资产	792	1,350	1,459	1,644	1,784
毛利	2,087	2,944	3,736	4,672	5,757	流动资产	4,058	4,096	3,589	4,458	5,084
% 销售收入	67.1%	67.7%	67.0%	67.0%	67.1%	% 总资产	66.4%	41.8%	34.2%	35.9%	36.4%
营业税金及附加	-46	-63	-81	-101	-124	长期投资	1,078	1,086	1,199	1,212	1,222
% 销售收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	660	658	606	552	495
营业费用	-973	-1,280	-1,752	-2,141	-2,638	% 总资产	10.8%	6.7%	5.8%	4.4%	3.5%
% 销售收入	31.3%	29.4%	31.4%	30.7%	30.8%	无形资产	224	1,599	2,753	3,804	4,752
管理费用	-306	-401	-466	-628	-794	非流动资产	2,055	5,695	6,916	7,960	8,887
% 销售收入	9.8%	9.21%	8.35%	9.0%	9.3%	% 总资产	33.6%	58.2%	65.8%	64.1%	63.6%
息税前利润 (EBIT)	762	1,200	1,437	1,802	2,201	资产总计	6,114	9,790	10,505	12,418	13,971
% 销售收入	24.5%	27.6%	25.7%	25.8%	25.6%	短期借款	0	158	470	1,106	1,884
财务费用	46	21	-28	-28	-28	应付款项	692	972	891	1,499	1,464
% 销售收入	-1.5%	-0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	其他流动负债	220	361	700	711	721
资产减值损失	64	89	195	230	255	流动负债	913	1,491	2,062	3,315	4,069
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	893	0	0	0
投资收益	126	48	85	60	36	其他长期负债	69	519	778	856	942
% 税前利润	12.5%	3.5%	5.0%	2.9%	1.5%	负债	982	2,902	2,840	4,171	5,011
营业利润	998	1,358	1,689	2,064	2,463	普通股股东权益	5,101	5,592	6,479	7,194	8,068
营业利润率	32.1%	31.2%	30.3%	29.6%	28.7%	少数股东权益	31	1,296	1,186	1,053	892
营业外收支	7	26	25	-1	-17	负债股东权益合计	6,114	9,790	10,505	12,418	13,971
税前利润	1,005	1,384	1,714	2,063	2,447	比率分析					
利润率	32.3%	31.8%	30.7%	29.6%	28.5%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-118	-221	-259	-313	-378	每股指标					
所得税率	11.8%	15.9%	15.1%	15.2%	15.5%	每股收益 (元)	0.48	0.63	0.74	0.90	1.09
净利润	767	908	1,065	1,290	1,558	每股净资产 (元)	3.22	3.53	4.09	4.55	5.10
少数股东损益	1	-94	-110	-133	-161	每股经营现金净流 (元)	0.60	0.85	1.05	1.12	1.15
归属于母公司的净利润	766	1,002	1,175	1,423	1,719	每股股利 (元)	0.31	0.31	0.36	0.44	0.53
净利率	24.6%	23.0%	21.1%	20.4%	20.0%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	15.02%	17.92%	18.14%	19.78%	21.31%
净利润	767	908	1,065	1,290	1,558	总资产收益率	12.54%	9.28%	10.14%	10.39%	11.15%
加: 折旧和摊销	111	149	304	409	514	投入资本收益率	41.05%	59.48%	20.67%	22.00%	23.13%
资产减值准备	64	89	0	0	0	增长率					
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	34.72%	39.86%	28.26%	24.95%	23.04%
财务费用	0	15	28	28	28	EBIT 增长率	38.88%	40.76%	14.52%	22.99%	21.41%
投资收益	-126	-48	-85	-60	-36	净利润增长率	43.17%	30.79%	17.25%	21.09%	20.82%
少数股东损益	1	-94	-110	-133	-161	总资产增长率	14.74%	60.14%	7.30%	18.21%	12.51%
营运资金的变动	248	303	351	101	-249	资产管理能力					
经营活动现金净流	954	1,349	1,663	1,768	1,816	应收账款周转天数	13.4	16.4	15.5	15.0	15.6
固定资本投资	51	-50	-60	-60	-50	存货周转天数	44.1	45.2	44.6	45.4	44.8
投资活动现金净流	77	-4,041	-1,463	-1,389	-1,400	应付账款周转天数	81.0	78.6	83.0	83.0	83.0
股利分配	-485	-485	-568	-688	-832	固定资产周转天数	73.0	54.5	40.8	29.9	22.0
其他	106	2,229	-328	588	737	偿债能力					
筹资活动现金净流	-379	1,744	-897	-101	-95	净负债/股东权益	-35.33%	-0.95%	-12.06%	-7.40%	-125.00%
现金净流量	652	-948	-697	278	321	EBIT 利息保障倍数	-17.8	-54.7	47.1	58.3	70.8
						资产负债率	16.06%	29.65%	27.03%	33.59%	35.86%

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。