

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 17.06
合理价格区间(元): 19.75~20.51

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

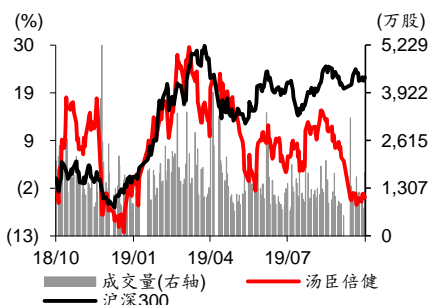
张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

相关研究

- 1 《汤臣倍健(300146,买入): 业绩符合预期, 短期政策影响持续》2019.08
- 2 《汤臣倍健(300146,买入): 一季度开门红, 大单品增长强劲》2019.04
- 3 《汤臣倍健(300146,买入): 加大品牌投入, 大单品三箭齐发》2019.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,582
流通 A 股 (百万股)	881.88
52 周内股价区间 (元)	15.99-23.60
总市值 (百万元)	26,997
总资产 (百万元)	9,663
每股净资产 (元)	4.66

资料来源: 公司公告

政策影响持续, 积极面对外部压力

汤臣倍健(300146)

政策影响持续, 19Q3 收入+12.73%, 归母净利润-8.34%

汤臣倍健 2019 年前三季度实现营业收入 43.81 亿元, 同比增长 28.04%; 实现归母净利润 11.91 亿元, 同比增长 12.56%; 实现扣非后归母净利润 11.35 亿元, 同比增长 12.12%。单三季度公司实现营业收入 14.11 亿元, 同比增长 12.73%; 实现归母净利润 3.24 亿元, 同比下滑 8.34%, 业绩低于预期。报告期公司面临较为严峻的外部市场环境, 国家相关部门对“保健”行业的整治行动增大了市场相关方的压力和挑战, 并将在较长期限内持续产生影响。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.76 元、0.98 元和 1.23 元, 维持“买入”评级。

积极面对外部环境挑战, “健力多”保持较快增长势头

报告期内, 公司积极面对外部环境挑战, 采取适度激进的市场策略, 启动以蛋白质粉为形象产品的“汤臣倍健”主品牌提升策略, 进一步夯实大单品战略。2019 年前三季度“汤臣倍健”主品牌收入同比增长 9%, 关节护理品牌“健力多”同比增长约 50%。分渠道来看, Q3 由于境内线下渠道受国家整治行动及药品零售行业不断改革和规范的影响, 经营压力和挑战增大, 我们预计短期内政策影响或将持续。线上渠道受电商平台政策变化等因素影响, 前三季度总体仅实现个位数增长, 单三季度电商渠道增速环比 Q2 有所回升。

LS 渠道铺货持续推进, 业务整合仍需一定时间周期

“Life-Space”作为公司第三大单品, 2019 年 3 月国内产品已在国内药店、母婴渠道铺货。受《电商法》实施影响, “Life-Space”部分面对中国消费者的澳洲客户受到较大冲击, 大部分客户和渠道正在转型及实施去库存行为, 预计将持续一段时间, 预计 LSG 的业务整合仍需一定时间周期。与此同时, “Life-Space”面对澳洲本地的零售销售继续保持平稳增长, 在中国各大电商平台的主动销售依然保持较快增长态势。

品牌推广持续投入, 稳固主品牌增长

2019 年前三季度公司销售费用率为 27.7%, 同比提高 4.67 pct, 主要为品牌推广费用的投入增加以及 LSG 并表影响所致。我们预计公司销售费用投放将根据 2019 年经营计划指引, 全年销售费用率预计将不超过过去三年的峰值水平。2019 年前三季度公司管理费用率为 6.7%, 同比提高 0.83pct, 主要为 LSG 并表无形资产摊销所致; 毛利率为 67.3%, 同比下降 1.78pct; 净利率为 27.18%, 同比下降 3.74 pct。

看好大单品放量带来的业绩弹性, 维持“买入”评级

在经历了药店终端增长放缓和传统产品进入成熟期的瓶颈之后, 公司重回发展快车道。根据公司最新业绩及面对的外部市场情况, 我们预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.76 元、0.98 元和 1.23 元 (前值为 0.87 元、1.09 元和 1.33 元)。可比公司 2020 年 PE 平均估值为 23 倍, 考虑公司大单品处于快速增长期, 结合企业自身成长性, 给予 2019 年 26~27 倍 PE 估值, 目标价范围 19.75-20.51 元, 维持“买入”评级。

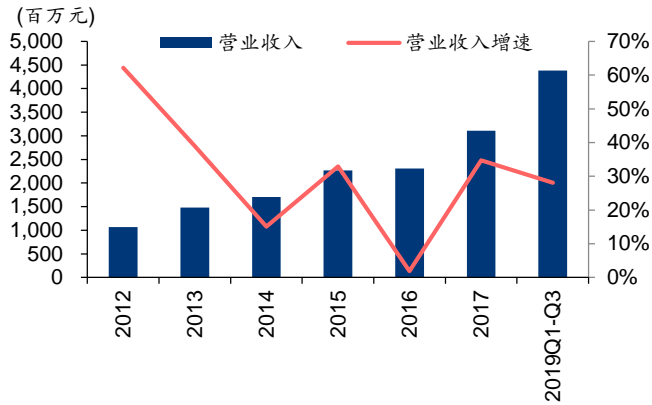
风险提示: 健力多的需求增长不达预期; LSG 益生菌的业务整合不达预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,111	4,351	5,655	6,897	8,276
+/-%	34.72	39.86	29.98	21.96	20.00
归属母公司净利润 (百万元)	766.26	1,002	1,202	1,544	1,949
+/-%	43.17	30.79	19.89	28.49	26.24
EPS (元, 最新摊薄)	0.48	0.63	0.76	0.98	1.23
PE (倍)	35.23	26.94	22.47	17.49	13.85

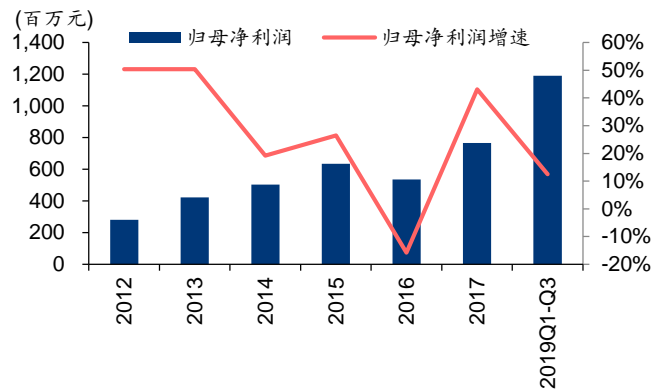
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2012-2019年前三季度汤臣倍健营业收入及增速(百万元)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 2012-2019年前三季度汤臣倍健归母净利润及增速(百万元)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

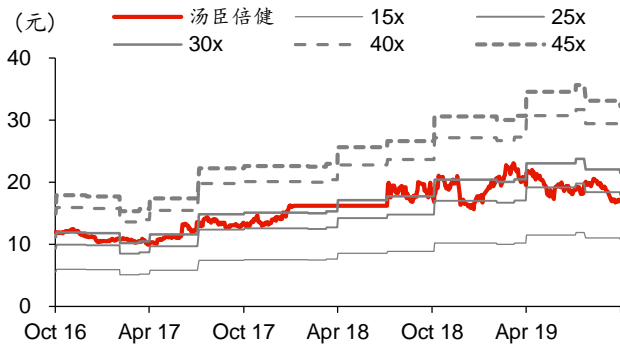
图表3: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000639.SZ	西王食品	4.71	0.47	0.54	0.63	10	9	8
600436.SH	片仔癀	111.46	2.38	2.98	3.74	47	37	30
000423.SZ	东阿阿胶	33.56	1.51	1.91	2.42	22	18	14
600085.SH	同仁堂	26.74	0.87	0.96	1.06	31	28	25
平均						27	23	19

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (Wind一致预期, 截至2019/10/25)

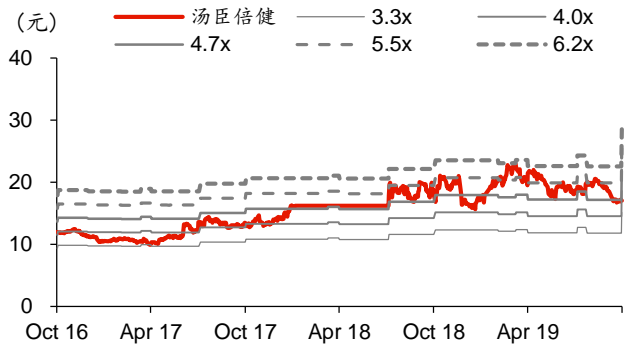
PE/PB - Bands

图表4: 汤臣倍健历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 汤臣倍健历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,058	4,096	4,458	5,330	6,275
现金	2,655	1,813	2,357	2,874	3,449
应收账款	154.43	221.47	233.56	326.05	384.60
其他应收账款	55.29	32.49	58.14	81.35	81.50
预付账款	13.75	56.22	51.96	59.42	82.11
存货	422.10	671.49	790.68	960.96	1,160
其他流动资产	758.07	1,301	967.24	1,028	1,118
非流动资产	2,055	5,695	6,033	6,466	6,935
长期投资	146.93	250.40	205.82	201.05	219.09
固定投资	659.90	657.78	710.31	784.72	858.24
无形资产	183.89	1,563	1,837	2,165	2,549
其他非流动资产	1,064	3,224	3,280	3,315	3,309
资产总计	6,114	9,790	10,491	11,796	13,209
流动负债	912.59	1,491	4,126	4,799	5,444
短期借款	0.00	158.11	2,867	3,301	3,715
应付账款	275.34	339.17	439.75	526.74	623.67
其他流动负债	637.25	993.90	819.23	971.81	1,106
非流动负债	69.06	1,411	1,095	1,156	1,221
长期借款	0.00	892.50	892.50	892.50	892.50
其他非流动负债	69.06	518.81	202.02	263.31	328.05
负债合计	981.65	2,902	5,220	5,955	6,665
少数股东权益	31.13	1,296	1,184	1,043	864.34
股本	1,469	1,469	1,583	1,583	1,583
资本公积	2,032	2,023	(113.73)	(113.73)	(113.73)
留存公积	1,670	2,188	2,618	3,329	4,211
归属母公司股东权益	5,101	5,592	4,087	4,798	5,680
负债和股东权益	6,114	9,790	10,491	11,796	13,209

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	954.31	1,349	1,129	1,584	1,992
净利润	766.81	908.43	1,089	1,403	1,771
折旧摊销	111.35	149.18	109.40	127.21	147.29
财务费用	(46.23)	(21.20)	96.56	191.97	201.03
投资损失	(125.87)	(47.98)	(47.98)	(73.94)	(56.64)
营运资金变动	170.40	267.33	142.56	(109.59)	(143.86)
其他经营现金	77.85	93.30	(260.67)	45.98	73.58
投资活动现金	76.79	(4,041)	(490.09)	(476.96)	(563.00)
资本支出	153.92	250.69	200.00	200.00	200.00
长期投资	(157.88)	525.94	11.85	(10.43)	3.00
其他投资现金	72.83	(3,264)	(278.24)	(287.39)	(360.00)
筹资活动现金	(379.23)	1,744	(95.26)	(589.90)	(854.44)
短期借款	0.00	158.11	2,709	433.84	414.03
长期借款	0.00	892.50	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(1.05)	(0.45)	113.73	0.00	0.00
资本公积增加	37.48	(8.82)	(2,137)	0.00	0.00
其他筹资现金	(415.66)	702.71	(780.93)	(1,024)	(1,268)
现金净增加额	633.80	(928.70)	543.62	517.41	574.67

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,111	4,351	5,655	6,897	8,276
营业成本	1,024	1,407	1,820	2,176	2,571
营业税金及附加	45.71	63.13	82.06	100.08	120.09
营业费用	973.27	1,280	1,787	2,138	2,508
管理费用	228.76	400.91	520.86	634.52	761.40
财务费用	(46.23)	(21.20)	96.56	191.97	201.03
资产减值损失	64.35	89.00	65.00	55.00	55.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	125.87	47.98	47.98	73.94	56.64
营业利润	878.36	1,103	1,343	1,689	2,133
营业外收入	21.37	48.16	32.60	34.04	38.27
营业外支出	14.72	21.77	21.77	23.00	25.00
利润总额	885.00	1,129	1,354	1,700	2,146
所得税	118.20	220.56	264.42	297.53	375.60
净利润	766.81	908.43	1,089	1,403	1,771
少数股东损益	0.55	(93.75)	(112.40)	(141.19)	(178.23)
归属母公司净利润	766.26	1,002	1,202	1,544	1,949
EBITDA	943.48	1,231	1,549	2,008	2,481
EPS (元, 基本)	0.52	0.68	0.76	0.98	1.23

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	34.72	39.86	29.98	21.96	20.00
营业利润	38.14	25.53	21.78	25.80	26.28
归属母公司净利润	43.17	30.79	19.89	28.49	26.24
获利能力 (%)					
毛利率	67.08	67.66	67.81	68.45	68.93
净利率	24.63	23.03	21.25	22.38	23.55
ROE	15.02	17.92	29.40	32.17	34.31
ROIC	53.62	16.04	20.48	25.10	28.42
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.06	29.65	49.76	50.48	50.46
净负债比率 (%)	0	36.20	72.01	70.41	69.13
流动比率	4.45	2.75	1.08	1.11	1.15
速动比率	3.98	2.28	0.88	0.91	0.93
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.55	0.56	0.62	0.66
应收账款周转率	28.23	22.25	23.93	23.59	22.35
应付账款周转率	4.45	4.58	4.67	4.50	4.47
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.63	0.76	0.98	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.85	0.71	1.00	1.26
每股净资产(最新摊薄)	3.22	3.53	2.58	3.03	3.59
估值比率					
PE (倍)	35.23	26.94	22.47	17.49	13.85
PB (倍)	5.29	4.83	6.61	5.63	4.75
EV_EBITDA (倍)	28.01	21.47	17.06	13.16	10.65

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com