




汤臣倍健 (300146)

## 健力多维持高速，静待监管政策明朗化

## ——汤臣倍健 2019 年三季度报点评

	瞿猛 (分析师)	方勇 (分析师)
	021-38676442	0755-23976166
	zimeng@gjas.com	fangyong019027@gjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880519080016

## 本报告导读:

Q3 单季业绩略低于预期。行业受行业监管政策和电商法影响，线下渠道和线上渠道均受到影响，短期看仍将面临压力，静待监管政策明朗化。

## 投资要点:

- **投资建议:** Q3 收入增速放缓，下调 2019-21EPS 预测至 0.73、0.88、1.16 元（前次 0.80、1.03、1.32 元），参考可比公司给与 2019 年 27 倍 PE，下调目标价至 20 元（前次 25 元），维持增持评级。
- **业绩略低于预期。** 2019 前三季度营收 43.8 亿元、增 28%，扣非前后归母净利润 11.91、11.35 亿元，增 12.6%、增 12.1%；Q3 单季营收 14.1 亿元、增 12.7%；扣非前后归母净利润 3.24、2.86 亿元，降 8.3%、降 16.3%。Q3 单季净利率降 5.26pct 至 22.97%，其中毛利率略降 3.08pct 至 65.87%，主因毛利率较低的 LSG 并表影响，公司本部毛利率保持平稳，销售费用率大幅升 9.73pct、管理及研发率降 0.71pct，营业外收入/收入大幅升 2.55pct。
- **健力多维持高速，线下渠道增长放缓。** 1) 健力多：前三季度增 50%，仍然维持高速增长，较 H1 略微放缓。2) 主品牌及电商渠道：Q1-Q3 主品牌增 9%，Q3 单季预计个位数增长。其中线下渠道受药店整治行动增速亦有所放缓，加大了行业的运营成本和经营波动。电商渠道预计个位数增长，主因电商法推进下行业受到行业去库存、影响力曝光度下滑影响。3) LSG：受电商法影响，代购渠道发展受到限制，澳洲本土销售增长贡献相对有限。
- **静待监管政策明朗化。** 短期线上与线下渠道仍将面临一定的压力，静待监管政策明朗化，费用投放仍按原计划推进，费用率预计稳定。
- **核心风险:** 政策监管加大，LSG 整合不及预期

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,111	4,351	5,394	6,308	7,654
(+/-)%	35%	40%	24%	17%	21%
经营利润 (EBIT)	762	1,096	1,347	1,627	2,173
(+/-)%	35%	44%	23%	21%	34%
净利润 (归母)	766	1,002	1,163	1,391	1,828
(+/-)%	43%	31%	16%	20%	31%
每股净收益 (元)	0.48	0.63	0.73	0.88	1.16
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.54	0.68	0.68

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	24.5%	25.2%	25.0%	25.8%	28.4%
净资产收益率 (%)	15.0%	17.9%	19.4%	21.8%	25.4%
投入资本回报率 (%)	38.4%	16.1%	19.7%	23.0%	29.7%
EV/EBITDA	22.24	19.43	17.70	14.54	10.59
市盈率	35.17	26.89	23.18	19.38	14.74
股息率 (%)	0.0%	0.0%	3.2%	4.0%	4.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.00

上次预测: 25.00

当前价格: 17.03

2019.10.25

## 交易数据

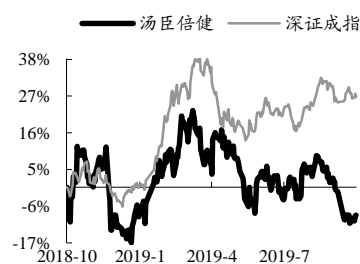
52 周内股价区间 (元)	15.62-23.89
总市值 (百万元)	26,950
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,582/882
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	56%
日均成交量 (百万股)	12.26
日均成交值 (百万元)	231.27

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,382
每股净资产	4.66
市净率	3.7
净负债率	-17.99%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.24	0.34
Q2	0.21	0.25
Q3	0.22	0.21
Q4	-0.04	-0.06
全年	0.63	0.73

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-12%	-6%	-9%
相对指数	-9%	-9%	-36%

## 相关报告

《静待监管政策明朗化》2019.08.26

《业绩符合预期，待增速回升》2019.07.31

《悲观预期充分释放，估值低位建议增持》2019.06.17

《业绩超预期，买入黄金三年》2019.04.26

《单品推进力度超出以往，期待更好明天》2019.03.26

模型更新时间: 2019.10.25

**股票研究**

必需消费  
食品饮料

汤臣倍健 (300146)

**评级:** 增持

上次评级: 增持

**目标价格:** 20.00

上次预测: 25.00

**当前价格:** 17.03

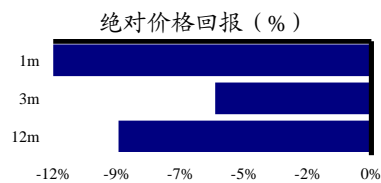
公司网址

www.by-health.com.cn

公司简介

公司致力于从单一产品提供商逐步升级至健康干预的综合解决方案提供商,成为膳食补充剂行业的领导企业,为消费者的健康创造更大价值。

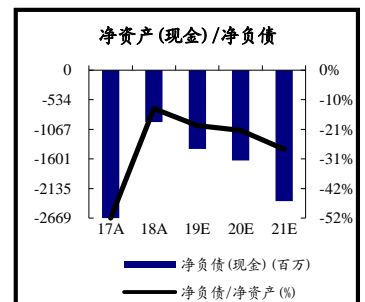
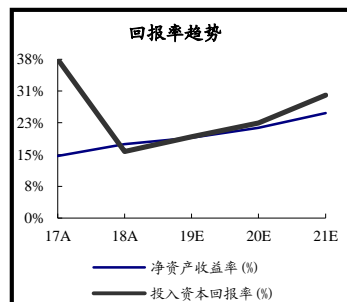
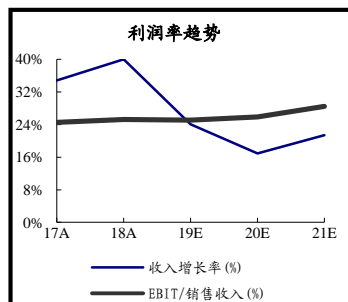
多年来,公司一直执行“三步走”的差异化全球品质战略,从全球原料采购到全球原料专供基地建立,再到全球自有有机农场建立。



52 周价格范围 15.62-23.89  
市值 (百万) 26,950

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	3,111	4,351	5,394	6,308	7,654
营业成本	1,024	1,407	1,741	1,980	2,359
税金及附加	46	63	78	92	111
销售费用	973	1,280	1,699	1,991	2,262
管理费用	229	401	432	505	612
<b>EBIT</b>	<b>762</b>	<b>1,096</b>	<b>1,347</b>	<b>1,627</b>	<b>2,173</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	126	48	50	50	50
财务费用	-46	-21	11	6	5
<b>营业利润</b>	<b>878</b>	<b>1,103</b>	<b>1,406</b>	<b>1,691</b>	<b>2,237</b>
所得税	118	221	291	348	457
少数股东损益	1	-94	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>766</b>	<b>1,002</b>	<b>1,163</b>	<b>1,391</b>	<b>1,828</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	2,655	1,813	2,320	2,602	3,356
其他流动资产	1,404	2,283	2,541	2,897	3,340
长期投资	147	250	350	450	550
固定资产合计	660	658	658	658	658
无形及其他资产	1,248	4,787	4,700	4,690	4,690
<b>资产合计</b>	<b>6,114</b>	<b>9,790</b>	<b>10,568</b>	<b>11,298</b>	<b>12,594</b>
流动负债	913	1,491	1,769	2,008	2,376
非流动负债	69	1,411	1,511	1,611	1,711
股东权益	5,132	6,888	7,288	7,679	8,507
<b>投入资本(IC)</b>	<b>1,720</b>	<b>5,467</b>	<b>5,460</b>	<b>5,668</b>	<b>5,843</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	660	882	1078	1301	1738
折旧与摊销	111	149	0	0	0
流动资金增量	-139	-84	-220	-82	-126
资本支出	-154	-250	135	58	48
<b>自由现金流</b>	<b>478</b>	<b>697</b>	<b>992</b>	<b>1,278</b>	<b>1,660</b>
经营现金流	954	1,349	1,129	1,223	1,708
投资现金流	77	-4,041	85	8	-2
融资现金流	-379	1,744	-707	-948	-952
<b>现金流净增加额</b>	<b>652</b>	<b>-948</b>	<b>507</b>	<b>283</b>	<b>754</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	34.7%	39.9%	24.0%	16.9%	21.3%
EBIT 增长率	34.6%	43.9%	22.9%	20.8%	33.5%
净利润增长率	43.2%	30.8%	16.0%	19.6%	31.4%
利润率					
毛利率	67.1%	67.7%	67.7%	68.6%	69.2%
EBIT 率	24.5%	25.2%	25.0%	25.8%	28.4%
归母净利润率	24.6%	23.0%	21.6%	22.0%	23.9%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	15.0%	17.9%	19.4%	21.8%	25.4%
总资产收益率(ROA)	12.5%	10.2%	11.0%	12.3%	14.5%
投入资本回报率(ROIC)	38.4%	16.1%	19.7%	23.0%	29.7%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	136	142	142	142	142
应收账款周转天数	15	18	18	18	18
总资产周转天数	671	667	689	633	570
净利润现金含量	124.5%	134.6%	97.1%	87.9%	93.4%
资本支出/收入	4.9%	5.8%	-2.5%	-0.9%	-0.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.1%	29.6%	31.0%	32.0%	32.5%
净负债率	-52.0%	-13.6%	-19.5%	-21.2%	-27.8%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	35.17	26.89	23.18	19.38	14.74
PB	4.66	4.81	4.50	4.22	3.74
EV/EBITDA	22.24	19.43	17.70	14.54	10.59
P/S	8.04	5.75	4.64	3.97	3.27
股息率	0.0%	0.0%	3.2%	4.0%	4.0%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		