行业政策规范短期拖累收入利润增长，内外兼修长期领先可期

投资评级	优于大市	维持

股票数据

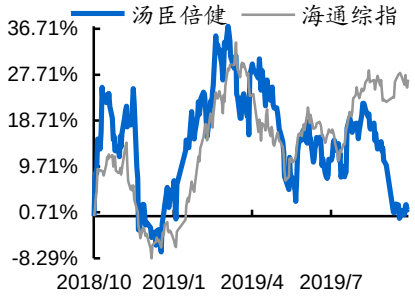
10 月 25 日收盘价(元)	17.06
52 周股价波动（元）	15.62-23.89
总股本/流通 A 股（百万股）	1582/882
总市值/流通市值（百万元）	26997/15045

相关研究

《政策影响短空长多，品牌产品渠道齐发力》2019.08.04

《持续加强品类及渠道深度广度、品牌建设》2019.03.10

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-10.2	-14.1	-6.2
相对涨幅（%）	-10.8	-16.1	-7.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:闻宏伟
Tel:(010)58067941
Email:whw9587@htsec.com
证书:S0850514030001
分析师:唐宇
Tel:(021)23219389
Email:ty11049@htsec.com
证书:S0850517110004
联系人:程碧升
Tel:(021)23154171
Email:cbs10969@htsec.com

投资要点:

- **事件。**2019 年 1-3 季度，公司实现营业总收入 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%；单 3 季度，公司实现收入 14.11 亿元，同比增长 12.73%；实现归母净利润 3.24 亿元，同比增长-8.30%。

- **行业政策规范短期拖累业绩。**前三季度主营业务收入中，主品牌“汤臣倍健”同比增长约 9%，增速微降；关节护理品牌“健力多”同比增长约 50%，仍保持较快增速。根据公司三季度报，公司多渠道仍然受到外部环境压力：境内线下渠道受国家整治行动及对药品零售行业不断改革和规范的影响，但仍实现较快增长；线上渠道受电商平台政策变化等因素影响，前三季度仅实现个位数增长。境外业务受《电商法》实施影响较大，部分主要面对中国消费者业务的澳洲客户受到较大冲击，受影响的客户和渠道正在转型及实施去库存行为，公司预计仍将持续一段时间。我们认为行业政策规范有利于行业出清，对业务规范、品质领先的龙头只是“短空长多”，长期来看必将对“保健”市场尤其是中国膳食营养补充剂行业的长期健康发展起到重大、积极、正面的推动作用。

- **内外兼修保持领先，营销、研发投入同比提高。**2019 年 1-3 季度，销售费用发生额为 12.12 亿元，同比增 54.02%，主要为品牌投入增加所致。管理费用发生额为 2.93 亿元，同比增 46.30%，主要为 LSG 并表无形资产的摊销所致。研发费用本年 1-9 月发生额为 0.82 亿元，较上年同期上升 34.13%，主要为多项研发项目的开展所致。财务费用本年 1-9 月发生额为 1456.44 万元，较上年同期上升 153.78%，主要为并购贷款产生的利息支出所致。对比来看，公司各项费用增速都快于收入增速，三项费用及研发费用率合计为 36.55%，较上年同期增加 6.71pct。我们认为，并购 LSG 及公司在品牌、研发上投入增长，是费用率提高的主要原因。2019 年 9-10 月，公司先后公告与杜邦、恒天然、中国中国科学院上海生命科学研究院等国际领先企业在益生菌、功能性蛋白、营养与抗衰等领域的合作，我们认为公司对品牌、研发的投入，有利于公司保持领先地位，对公司价值提升具有长期价值。

- **投资建议及盈利预测。**我们预计，（1）收入端：短期来看，保健品行业整顿及电商政策变化对公司近期增长带来一定压力；但行业治理短空长多，市场出清后龙头有望受益；（2）费用端看，2019 年品牌建设和渠道建设仍然是公司重点，费用率的提升预计中期来看将持续；（3）2019 年 8 月，公司为购买资产方式购买相关投资机构合计持有的汤臣佰盛 46.67%股权发行的股份上市，总股本有所增加。综合上述，我们预计 2019-2021 年，公司 EPS

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3111	4351	5441	6387	7098
(+/-)YoY(%)	34.7%	39.9%	25.0%	17.4%	11.1%
净利润(百万元)	766	1002	1204	1372	1530
(+/-)YoY(%)	43.2%	30.8%	20.2%	13.9%	11.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.48	0.63	0.76	0.87	0.97
毛利率(%)	67.1%	67.7%	66.2%	65.8%	65.7%
净资产收益率(%)	15.0%	17.9%	16.4%	17.8%	18.7%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分别为 0.76、0.87、0.97 元/股，可比 A 股公司 2019 平均 PE36.22 倍，港股保健品公司 H&H 国际控股 2019 年 12.62 倍，给予公司 2019 年 27-30 倍 PE，对应 2019PEG1.34-1.48 倍，6 个月合理价值区间在 20.52-22.80 元，维持“优于大市”评级。

- **风险提示。**跨境并购完成后的整合风险，商誉减值风险，新业务与新项目风险，行业竞争加剧风险，行业政策。

表 1 公司业务分项收入预测与假设（百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4351.00	5440.62	6386.87	7098.42	**毛利**	2944.00	3599.26	4202.50	4663.55
片剂	1943.00	2195.59	2524.93	2777.42	片剂	1494.00	1664.26	1913.90	2105.29
胶囊	1033.00	1291.25	1459.11	1605.02	胶囊	689.00	839.31	941.13	1035.24
粉剂	804.00	1165.80	1457.25	1675.84	粉剂	452.00	652.85	816.06	938.47
其他主营业务	571.00	787.98	945.58	1040.13	其他主营业务	309.00	442.84	531.41	584.56
营业成本	1406.00	1841.36	2184.37	2434.87	**毛利率**	67.66%	66.16%	65.80%	65.70%
片剂	449.00	531.33	611.03	672.14	片剂	76.87%	75.80%	75.80%	75.80%
胶囊	343.00	451.94	517.98	569.78	胶囊	66.75%	65.00%	64.50%	64.50%
粉剂	353.00	512.95	641.19	737.37	粉剂	56.15%	56.00%	56.00%	56.00%
其他主营业务	261.00	345.14	414.16	455.58	其他主营业务	54.18%	56.20%	56.20%	56.20%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 可比公司估值

代码	公司名称	股价（元）截至 10 月 25 日	市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）		PEG
				2018	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
002626.SZ	海天味业	107.04	2890.48	1.62	1.95	2.32	54.89	46.14	2.68
000639.SZ	涪陵榨菜	22.94	181.08	0.84	0.93	1.07	24.67	21.44	2.39
600298.SH	安琪酵母	29.74	245.08	1.04	1.13	1.32	26.32	22.53	3.01
603866.SH	桃李面包	44.45	292.87	1.36	1.14	1.38	38.99	32.21	2.22
可比公司平均							36.22	30.58	2.58
其他上市公司									
01112.HK	H&H 国际控股	26.63	171.01	1.3	2.11	2.40	12.62	11.10	0.21

资料来源：Wind，H&H 国际控股 2018 年年报，海通证券研究所

备注 1：股价与市值截止日为 10 月 25 日，EPS2019-2020E、PE2019-2020E、PEG2019E 来自 Wind 一致预测，H&H 国际控股股价（人民币）根据 Wind，市值计算采用公式（人民币股价*公司总股本）

备注 2：海天味业、涪陵榨菜、安琪酵母、桃李面包分别为食品行业各细分赛道龙头；H&H 国际控股是港股上市的母婴及保健品龙头，根据该公司 2018 年年报，益生菌及成人保健品业务收入占比达 52.19%，产品结构跟公司最为相似。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）				
每股收益	0.63	0.76	0.87	0.97
每股净资产	3.53	4.63	4.88	5.16
每股经营现金流	0.85	0.83	0.85	0.93
每股股利	0.50	0.54	0.62	0.68
价值评估（倍）				
P/E	26.83	22.38	19.64	17.61
P/B	4.81	3.68	3.49	3.30
P/S	5.75	4.95	4.22	3.80
EV/EBITDA	19.43	19.33	16.60	14.57
股息率%	**2.9%**	**3.2%**	**3.6%**	**4.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	67.7%	66.2%	65.8%	65.7%
净利润率	23.0%	22.1%	21.5%	21.6%
净资产收益率	17.9%	16.4%	17.8%	18.7%
资产回报率	10.2%	11.7%	12.6%	13.3%
投资回报率	16.1%	20.7%	23.9%	27.0%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	39.9%	25.0%	17.4%	11.1%
EBIT 增长率	43.9%	21.4%	14.7%	12.1%
净利润增长率	30.8%	20.2%	13.9%	11.5%
偿债能力指标				
资产负债率	29.6%	30.1%	31.1%	31.5%
流动比率	2.7	2.7	2.6	2.6
速动比率	2.3	2.2	2.1	2.1
现金比率	1.2	1.3	1.3	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	18.0	18.0	18.0	18.0
存货周转天数	141.9	141.9	141.9	141.9
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	6.6	8.3	9.7	10.8

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**4351**	**5441**	**6387**	**7098**
营业成本	1407	1841	2184	2435
毛利率%	67.7%	66.2%	65.8%	65.7%
营业税金及附加	63	60	70	78
营业税金率%	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	1280	1632	1935	2137
营业费用率%	29.4%	30.0%	30.3%	30.1%
管理费用	401	446	517	568
管理费用率%	9.2%	8.2%	8.1%	8.0%
EBIT	1096	1331	1526	1711
财务费用	-21	0	0	0
财务费用率%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	89	0	0	0
投资收益	48	30	30	30
营业利润	**1103**	**1361**	**1556**	**1741**
营业外收支	26	45	45	45
利润总额	**1129**	**1406**	**1601**	**1786**
EBITDA	1245	1331	1526	1711
所得税	221	253	288	321
有效所得税率%	19.5%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	-94	-52	-59	-66
归属母公司所有者净利润	**1002**	**1204**	**1372**	**1530**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1813	2127	2511	2919
应收账款及应收票据	249	269	315	350
存货	671	716	849	946
其它流动资产	1363	1402	1426	1443
流动资产合计	4096	4514	5101	5659
长期股权投资	250	250	250	250
固定资产	658	658	658	658
在建工程	62	114	166	217
无形资产	1563	1563	1563	1563
非流动资产合计	5695	5747	5798	5850
资产总计	**9790**	**10261**	**10900**	**11509**
短期借款	158	0	0	0
应付票据及应付账款	339	402	477	532
预收账款	331	413	485	539
其它流动负债	663	862	1021	1138
流动负债合计	1491	1678	1983	2209
长期借款	893	893	893	893
其它长期负债	519	519	519	519
非流动负债合计	1411	1411	1411	1411
负债总计	**2902**	**3089**	**3395**	**3620**
实收资本	1469	1582	1582	1582
普通股股东权益	5592	7327	7720	8170
少数股东权益	1296	-156	-215	-281
负债和所有者权益合计	**9790**	**10261**	**10900**	**11509**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1002	1204	1372	1530
少数股东损益	-94	-52	-59	-66
非现金支出	238	0	0	0
非经营收益	-67	-75	-75	-75
营运资金变动	270	241	102	76
经营活动现金流	**1349**	**1318**	**1341**	**1465**
资产	-250	-7	-7	-7
投资	-3840	0	0	0
其他	50	30	30	30
投资活动现金流	**-4041**	**23**	**23**	**23**
债权募资	950	-158	0	0
股权募资	1418	-56	0	0
其他	-624	-813	-980	-1080
融资活动现金流	**1744**	**-1027**	**-980**	**-1080**
现金净流量	**-948**	**314**	**384**	**408**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日
资料来源：公司年报（2018），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

闻宏伟　　食品饮料行业
唐宇　　食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　洋河股份,伊力特,贵州茅台,澳优,双汇发展,伊利股份,中炬高新,汤臣倍健,今世缘,青岛啤酒,金禾实业,安井食品

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。