

汤臣倍健

300146

审慎增持 (维持)

政策影响发酵，收入业绩暂时性承压

2019年10月25日

相关报告

《汤臣倍健中报点评：主品牌增长稳健，业绩符合预期-20190801》

分析师：

颜言

yan_yan@xyzq.com.cn

S0190519080006

事件

汤臣倍健公布 2019 年三季度报，公司 9M19 实现营业收入 43.81 亿元，同比+28.04%，实现归母净利 11.91 亿元，同比+12.56%，扣非归母净利为 11.35 亿元，同比+12.12%，其中，19Q3 实现收入 14.11 亿元，同比+12.73%，实现归母净利 3.24 亿元，同比-8.3%，扣非归母净利为 2.86 亿元，同比-16.34%；每股收益为 0.8 元。

投资要点

大单品拉动，收入保持增长。公司 9M19 实现收入 43.81 亿元，同比+28.04% (Q1: +47.17%; Q2: +26.91%; Q3+12.73%)。其中 19Q3 实现营收 14.11 亿元，增速同比-32.21pct，环比-14.17pct，收入增长减速主要系线下医保刷卡监管收紧，叠加线上电商法打击个人代购业务所致。

- **分品牌看**，9M19 主品牌“汤臣倍健”同比+9% (19H1: +14.44%)，Q3 主品牌收入环比放缓主要系受行业整治后续影响所致，大单品“健力多”同比+50%，LSG 业务预计受电商法影响，整合遇到一定挑战。
- **分渠道看**，电商平台受政策影响承压，9M19 收入同比依旧维持个位增长，其中主要是 LSG 面向中国的代购业务受到较大冲击，预计短期将面临阵痛。

并表毛利率下行，费用率同比增加，公司盈利能力持续承压。公司 9M19 实现归母净利 11.91 亿元，同比+12.56%，(Q1: +33.69%; Q2: +11.09%; Q3-8.3%)，其中 9M19 政府补助同比+65.94%，19Q3 扣非净利为 2.86 亿元，同比-16.34%。公司 9M19 毛利率为 67.32% (Q1: 67.22%; Q2: 68.89%; Q3: 65.87%)，同比-1.78pct，主要系 LSG 并表澳洲低毛利产品所致。**收入增速放缓，叠加费用率显著提升，公司 19Q3 业绩持续承压。**9M19 公司费用率为 36.22%，同比+5.58pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 27.67%/6.69%/1.86%/0.33%，同比分别+4.67pct/+0.83pct/+0.08pct/+1.12pct。其中，管理费用支出受 LSG 并表无形资产摊销影响，同比+46.3%，财务费用支出受 LSG 并购贷款利息增加，同比+153.78%。公司 9M19 净利率为 27.18%，同比-3.74pct，其中 19Q3 净利率为 22.97%，同比-5.27pct。

公司未来看点：大单品反哺主品牌，多年扎实深耕等待机遇

- **短期看点：**1) 从品类来看，公司于年初确定三箭齐发战略，渐次协同发展健力多/健视佳/Life-Space。主品牌方面，公司未来将会以蛋白粉作为主品牌触点，加强“汤臣倍健”广告投放；健视佳方面，聚焦中老年人群，扩大至六个试点区域，推出 TVC；Life-Space 方面，在线下渠道加强益生菌产品资源投放，携手刘涛等明星代言提升品牌境内知名度。2) 从渠道来看，药店渠道受医保政策收紧影响存在短期波动；母婴渠道将利用“天然博士”、“Life-Space”等产品深化布局，通过精准广告投放实现门店引流；商超渠道将以软糖试吃为突破口，提升动销。



- **中长期看点:** 青少年及中老年人口数量占比达 40%+, 随着国内老年化趋势的凸显, 保健需求增加, 行业景气度好。公司拥有 144 项营养素补充剂和保证食品批准书, 89 项保健食品备案凭证, 同时通过收并购获得“Penta-vite”、“Life-Space”等品牌, 不断丰富产品矩阵, 增加品牌价值。

盈利预测与投资建议: 公司为行业基本面扎实的头部企业, 有望借助行业整治机会, 巩固头部地位。但行业监管及电商法双重影响下, 公司或遇短期阵痛, 我们根据公司三季报, 调整了盈利预测。预计公司 2019 年收入为 54.38 亿元(+25%), EPS 为 0.73 元, 对应 2019 年 10 月 24 日收盘价, 2019 年估值为 23x。维持“审慎增持”评级。

风险提示: 行业竞争加剧、原料成本提升、食品安全问题、医保卡刷卡监管力度持续加大、跨境并购后续整合不达预期

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4096	4772	6943	9691
货币资金	1813	1411	3355	5214
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	221	277	374	503
其他应收款	32	59	71	100
存货	671	1803	1858	2530
非流动资产	5695	5350	5268	5195
可供出售金融资产	659	659	659	659
长期股权投资	250	0	0	0
投资性房地产	177	176	176	176
固定资产	658	618	560	493
在建工程	62	31	15	8
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1563	1563	1563	1563
资产总计	9790	10123	12211	14886
流动负债	1491	1465	1699	2012
短期借款	158	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	339	410	511	650
其他	994	1055	1188	1362
非流动负债	1411	1299	1356	1355
长期借款	893	893	893	893
其他	519	407	463	463
负债合计	2902	2764	3055	3367
股本	1469	1583	1583	1583
资本公积	2023	1909	1909	1909
未分配利润	1727	2109	3906	6269
少数股东权益	1296	1296	1296	1296
股东权益合计	6888	7358	9156	11519
负债及权益合计	9790	10123	12211	14886

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1002	1154	1797	2363
折旧和摊销	149	71	73	75
资产减值准备	89	-25	4	4
无形资产摊销	70	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	15	30	10	-28
投资损失	-48	-48	-48	-48
少数股东损益	-94	0	0	0
营运资金的变动	267	-919	4	-581
经营活动产生现金流量	1349	136	1907	1783
投资活动产生现金流量	-4041	336	48	48
融资活动产生现金流量	1744	-875	-10	28
现金净变动	-929	-402	1944	1859
现金的期初余额	2649	1813	1411	3355
现金的期末余额	1721	1411	3355	5214

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4351	5438	7339	9876
营业成本	1407	1639	2068	2620
营业税金及附加	63	79	107	143
销售费用	1280	1795	2202	3160
管理费用	401	483	741	1086
财务费用	-21	30	10	-28
资产减值损失	89	89	89	89
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	48	48	48	48
营业利润	1103	1372	2170	2853
营业外收入	48	48	48	48
营业外支出	22	22	22	22
利润总额	1129	1398	2196	2880
所得税	221	244	399	516
净利润	908	1154	1797	2363
少数股东损益	-94	0	0	0
归属母公司净利润	1002	1154	1797	2363
BPS(元)	0.63	0.73	1.14	1.49

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	39.9%	25.0%	34.9%	34.6%
营业利润增长率	25.5%	24.4%	58.2%	31.5%
净利润增长率	30.8%	15.1%	55.8%	31.5%
盈利能力				
毛利率	67.7%	69.9%	71.8%	73.5%
净利率	23.0%	21.2%	24.5%	23.9%
ROE	17.9%	19.0%	22.9%	23.1%

偿债能力

资产负债率	29.6%	27.3%	25.0%	22.6%
流动比率	2.75	3.26	4.09	4.82
速动比率	2.28	2.03	2.99	3.56

营运能力

资产周转率	54.7%	54.6%	65.7%	72.9%
应收帐款周转率	22.25	21.19	21.91	21.89

每股资料(元)

每股收益	0.63	0.73	1.14	1.49
每股经营现金	0.85	0.09	1.20	1.13
每股净资产	3.53	3.83	4.97	6.46

估值比率(倍)

PE	27	23	15	11
PB	4.8	4.4	3.4	2.6

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn