

# 行业政策及并表影响短期业绩表现，长期看好龙头效应

## 事件

### 公司发布 2019 年三季度报告

2019 年 Q1-Q3 实现营业收入 43.81 亿元，同比+28.04%，单 Q3 实现收入 14.11 亿，同比+12.73%。前三季度实现归属于上市公司股东净利润 11.91 亿，同比增长 12.56%，单 Q3 实现归属于上市公司股东净利润 3.24 亿，同比-8.3%。

## 简评

### 外部市场环境不利，公司营收增速减缓

前三季度实现收入 43.81 亿元，增长+28.04%，Q3 营收 14.11 亿元，增长+12.73%，增速下滑明显。Q1-Q3 实现较快增速，一方面公司不断加大主要单品的宣传推广，巩固深化优势产品地位和份额，进而拉动整体品类的增长；另一方面不断完善渠道布局，和新品的市场推广力度，持续培育新的增长点。前三季度“汤臣倍健”主品牌同比增长约 9%，关节护理品牌“健力多”同比增长约 50%（Q1-Q2 两品牌增速分别为 14.44%，53.71%）。单 Q3 收入增速下滑较快，主要因为两个因素，一是权健事件后行业整顿力度加大，同时医保控费趋严，2、3 季度部分区域药店对保健品下架，一定程度影响了当期业绩；二是受电商平台政策变化的影响，公司的业务尤其是境外业务受到新电商法的冲击较大，加上线上红利的消减，拉低营收增速。

### 收购并表行为压低毛利率，拉升费用

2019Q1-Q3 实现毛利率 67.31%，同比下降 1.79pct，Q3 实现毛利率 65.87%，同比-3.08pct。前三季度毛利率均下滑，主要为收购 LSG 后并表，澳洲产品毛利率较低所致。

### 费用投放分季支出，预计全年销售费用率略提升

费用方面，销售费用上，Q1-Q3 为 12.12 亿，Q3 单季度 4.68 亿元，同比+54.02%、+59.50%，销售费用率分别为 27.66%、33.18%，同比+4.66pct、+9.73pct。销售费用增长明显，主要原因为公司前三季度不断拓宽渠道，一方面，线上品牌投入力度加强，投放了 YEP、IWOW 等年轻单品，并重点参与“女王节”等线上活动，打造爆品模式；另一方面，线下加速商超渠道建设，并利用“天然博士”等品牌推进母婴领域渠道下沉，而这都加大了销售费用的投入。前三季度管理费用 2.93 亿，同比+46.30%；单 Q3 为 1.06

请参阅最后一页的重要声明

## 汤臣倍健 (300146)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

执业证书编号：S1440518060003

纪宗亚

jizongya@csc.com.cn

18310009081

执业证书编号：S1440518100002

发布日期：2019 年 10 月 25 日

当前股价：17.03 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.72/-10.94	-5.76/-7.09	-8.6/-30.01
12 月最高/最低价 (元)		23.89/15.62
总股本 (万股)		158,249.26
流通 A 股 (万股)		88,188.08
总市值 (亿元)		269.5
流通市值 (亿元)		150.18
近 3 月日均成交量 (万)		1,225.7

#### 主要股东

广发信德投资管理有限公司-广

州信德厚峡股权投资合伙企业 3.34%

(有限合伙)

### 股价表现



### 相关研究报告

19.08.01 【中信建投食品加工】汤臣倍健 (300146):加大费用影响利润表现,稳健增长,基调不变

亿，同比+4%，管理费用率上 Q1-Q3 为 6.69%，同比+0.84pct；Q3 为 7.51%，同比-0.63pct。前三季度管理费用增长明显，主要为 LSG 并表后无形资产摊销所致。Q3 管理费用增长幅度降低、管理费用率较去年同期小幅降低，主要原因为公司内部管理效率提升所致。财务费用 Q1-Q3 为 0.15 亿，同比+153.78%，Q3 为 498.81 万，同比+61.55% 主要系并购贷款产生了较多的利息支出导致。公司持续开展多项研发项目，研发费用 Q1-Q3 为 0.82 亿，同比+34.13%；Q3 为 0.30 亿，同比+8.45%，研发费用率上 Q1-Q3 为 1.87%，同比+0.09pct，Q3 为 2.14%，同比-0.08pct。

### 内外部因素促使 Q3 净利润降低

Q1-Q3 期间归母净利 11.91 亿，同比增长 12.56%；Q3 归母净利 3.24 亿元，同比-8.3%。Q1-Q3 归母净利小幅抬高，主要为营收规模扩大的拉动作用，但毛利率下滑和销售费用率、管理费用率提升使得净利率同比-3.74pct，达到 27.19%。Q3 净利率 22.97%，同比-5.26pct，主要由于销售费用、管理费用、财务费用的增加对净利造成下行压力。

### 其他变动较大资产负债科目

Q3 末预收款项为 0.27 亿元，较年初-91.95%，因为去年十一部分产品提价，Q3 客户提前铺货较多，使今年前三季预收款拉低；应交税费期末余额为 21,480.16 万元，较年初上升 103.75%，主要为业绩上升导致应交税费增加所致；应收账款期末余额为 44,906.93 万元，较年初上升 102.77%，主要为销售规模增加及按照惯例公司会在年初授予部分客户信用额度，年底集中进行清收所致；预付款项期末余额为 12,560.74 万元，较年初上升 123.44%，主要为预付原材料包材及品牌推广费的增加所致；在建工程为 1.26 亿，较年初+102.93%，原因为公司不断扩充规模，四期项目的设备和装修投入的增加；少数股东权益期末余额为-5,661.90 万元，较年初下降 104.37%，主要为发行股份购买广州汤臣佰盛有限公司少数股权所致。

### 盈利预测：

受行业政策不确定影响、电商政策影响和 LSG 并表影响，预计 2019-2021 年公司实现收入 53.72、64.98、77.68 亿元，净利润 10.99、13.42、15.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.75、0.91、1.09 元/股。

### 风险提示：

医保控费政策影响风险，其他渠道拓展不及预期风险，食品安全风险等。

### 预测和比率

	2018A	2019F	2020F	2021F
营业收入（百万）	4350.77	5372.16	6497.59	7768.00
营业收入增长率	39.86%	23.48%	20.95%	19.55%
净利润（百万）	1002.18	1098.95	1342.25	1598.35
净利润增长率	30.79%	9.66%	22.14%	22.06%
EPS（元）	0.68	0.75	0.91	1.09
P/E	24.96	22.76	18.64	15.65

## 分析师介绍

**安雅泽**：执业证书编号：S1440518060003，食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士，从事食品饮料行业研究多年，2017 年新财富入围团队核心成员，2018 年 5 月加入中信建投证券研究发展部。擅长从产业角度深入研究行业，专家资源丰富，研究务实深入。

**纪宗亚**：执业证书编号：S1440518100002，中信建投证券食品饮料行业分析师，南开大学金融硕士，工科复合背景，专注乳品、休闲食品行业研究。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859