

汤臣倍健 (300146) / 食品饮料

《2020年向特定对象发行A股股票预案》解析

评级: 买入 (维持)

市场价格: 19.81

分析师: 范劲松

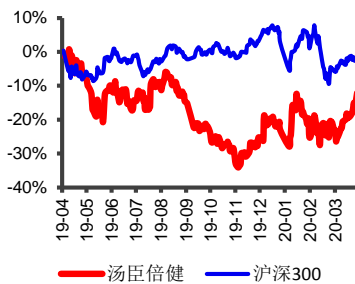
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1582
流通股本(百万股)	893
市价(元)	19.81
市值(百万元)	31300
流通市值(百万元)	17700

股价与行业-市场走势对比

相关报告

相关报告一: 为什么看好 Life-space 益生菌中国线下渠道放量?

相关报告二: 国内增长依旧强劲, 龙头壁垒逐渐加强

雄关漫道真如铁, 而今漫步从头越

相关报告三: 风雨兼程, 迎难而上

相关报告四: 业绩符合预期, 风雨之后见彩虹

相关报告五: 业绩大超预期, 拥抱黄金时代

相关报告六: 黄金三年塑造强品牌, 股权激励彰显业绩信心

相关报告七: 收入利润符合预期, 大单品+拓渠道助力高成长

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4351	5262	6504	7780	9255
增长率 yoy%	39.86%	20.94%	23.60%	19.62%	18.96%
净利润	1002	(356)	1295	1544	1827
增长率 yoy%	30.79%	-135.51%	363.74%	19.31%	18.28%
每股收益(元)	0.63	-0.22	0.82	0.98	1.15
每股现金流量	0.85	0.97	0.93	1.39	0.96
净资产收益率	17.92%	-5.94%	17.37%	18.43%	19.66%
P/E	31.28	-88.09	24.22	20.30	17.16
PEG	1.49	0.33	1.21	0.97	-0.06
P/B	5.61	5.23	4.21	3.74	3.37

备注: 盈利预测及估值数据截至 2020 年 6 月 29 日

投资要点

- **事件 1: 公司 6 月 25 日公告《2020 年向特定对象发行 A 股股票预案》, 拟向不超过 35 名特定投资者, 募集资金总额不超过 36.08 亿元, 发行股票数量不超过 1.6 亿股, 定价基准日为本次发行的发行期首日, 发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%, 最终发行价格根据竞价结果与保荐机构 (主承销商) 协商确定。**
- **事件 2: 变更会计师事务所, 拟聘任华兴会计师事务所为审计机构。**
- **公司为什么要募集资金? 主要是扩产能, 夯实产品力、提升品牌力及服务力, 提高数字化运营与管理能力, 为收入长期较快增长做好支撑, 也显示公司对整个行业和对未来规划的信心。根据我们调研了解, 目前公司产能利用率较高, 因此总计 19.95 亿元用于境内膳食营养补充剂 (包括益生菌) 产能建设, 健全新剂型及植物提取原料端的生产能力, 进一步保障产品品质, 强化规模效应, 提升公司市场份额及整体盈利能力; 3.91 亿元用于澳洲生产基地建设, 增强公司境外生产能力, 解决当前产能瓶颈及 LSG 生产场地租约将到期问题, 深化在益生菌领域的布局, 同时一定程度上实现其他海外品牌自产, 助力公司拓展全球市场; 3.55 亿元用于营养与健康管理中心项目增强客户服务粘性和会员粘性, 提升科学性、专业性的品牌形象, 增强公司的品牌力和服务力; 2.99 亿元用于数字化信息系统建设, 增强渠道、终端的动销管控, 提升运营效率; 6 亿元用于补充流动资产, 满足日常运营需求, 降低财务风险和经营风险。**
- **为什么选择定增的方式? 36 亿元的融资金额是否过高? 主因当前融资环境较好, 考虑增发横向对比可转债、银行借贷而言, 资金使用成本较低, 风险较小, 目前公司公布的定增预案的发行股份数及融资规模都是上限, 方案从公布到审批到最终发行持续时间长, 实施时间存在较大不确定性, 股东大会和深交所审核尚存在不确定性, 对短期经营业绩不构成影响。**
- **若成功发行对公司运营及财务影响如何? 若成功发行: 1) 短期看对现有 E PS 略有摊薄。考虑当年分红及回购后, 根据公司公告测算: 假设公司 2020 年利润与 2019 年相同, 则基本 eps 从 0.66 元减少至 0.64 元, 假设 2020 年利润增长 10%, EPS 从 0.73 减少至 0.71 元, 假设 2020 年利润下滑 10%, 基本 PES 从 0.59 减至 0.58 元。公司拟通过持续、稳定的利润分配机制弥补部分股东因摊薄造成的 EPS 下滑。2) 中长期看有利于增强公司抗风险能力和资金运营效率。若发行完成后公司净资产和营运资金将**

大幅增加，流动比率、速动比率有所提高，ROE 资产负债率下降。长期看，随着募投项目规模效益显现，公司收入和利润均较快增长，经营活动现金流入增加，净资产收益率、每股收益将有所提高，可持续发展能力增强。

- **盈利预测及投资建议：看好公司长期产品、品牌、渠道协同发力，20Q2 预计汤臣收入业绩 10-15% 增长。**从长期看，膳食营养补充剂增长潜力足，汤臣抗风险能力强，2019 年公司收入增速 21% 远超行业，在 VDS 市占率 9.8%，超越无限极、安利成为行业第一。预计 2020-2022 年公司收入分别为 65、78、92 亿元，同比+24%、+20%、+19%，利润分别为 13、15、18 亿元，同比+364%、+19%、+18%，对应 PE 估值 24X、20X、17X，中期看，2019 年股权激励业绩解锁条件为 2020 年收入 63.09 亿（同比 2018 年增 45%）提供强心针。短期看季度业绩环比改善较确定，目前 1-5 月公司电商双位数增长发力+药店渠道动销恢复个位数增长+海外 LSG 恢复增长，预计 20Q2 收入增速在 10-15%，考虑费用率在规模优势驱动减少，Q2 利润增速有望收入增速。
- **风险提示：食品安全风险、大单品推广不及预期、增发预案存在不确定性。**

图表 1: 公司募集资金投资计划项目

序号	项目名称	项目投资 总额	拟使用募集 资金	建设周期 (月)	内部收益率	回收期年限
1	珠海生产基地五期建设项目	15.57	15.57	48	27.42%	7.2 年
2	珠海生产基地四期扩产升级 项目	4.38	4.38	24	29.92%	6.15 年
3	澳洲生产基地建设项目	3.91	3.77	48	20.35%	7.66 年
4	营养与健康管理中心项目	3.55	3.37	24	-	-
5	数字化信息系统项目	2.99	2.99	36	-	-
6	补充流动资金	6.00	6.00	-	-	-
合计		36.40	36.08			

项目具体介绍

1. 珠海生产基地五期: 拟建设膳食营养补充剂原料植物提取中心和膳食营养补充剂的片剂、粉剂、软胶囊、口服液及益生菌生产车间, 引进自动化生产线, 并配套全自动立体高架仓库、成品分拣车间和其他辅助设施设备。总投资额 15.57 亿元, 工程及设备费用 12.96 亿元, 预备费 6479 万元, 铺底流动资金 1.97 亿元。

2. 珠海生产基地四期扩产升级项目: 拟改造并优化四期项目建筑面积 1.23 万平方米生产场地及相关设施, 建设膳食营养补充剂的片剂、粉剂、软糖及益生菌生产车间, 引进自动化生产线, 扩大相关剂型产能, 并配套先进的检测和实验设备。项目总投资金额 4.38 亿元, 其中工程及设备费用 3.55 亿元, 预备费 1777 万元, 铺底流动资金 6428 万元。

3. 澳洲生产基地建设项目: 拟在墨尔本购置土地(含地上建筑)分两期改造为益生菌及膳食营养补充剂片剂生产厂房。项目总投资金额 3.9 亿元, 其中工程及设备费用 3.48 亿元, 预备费 937 万元, 铺底流动资金 3363.16 万元。

4. 营养与健康管理中心项目: 拟建成一个集检测、诊疗、干预为一体的高端健康管理中心, 项目建设涵盖高端健康管理中心、功能医学检测中心和抗衰老医学中心三大核心功能区, 为公司会员提供全方位的健康管理、抗衰老等健康服务。项目总投资金额 3.5 亿元, 其中工程及设备费用 3.2 亿元, 预备费 1603 万元, 铺底流动资金 1793 万元。

来源: wind、中泰证券研究所

图表 2: 定增对主要财务指标影响

项目	2019 年末/2019 年度	2020 年末/2020 年度	
	(剔除 LSG 商誉和无形资产减值影响)	本次发行前	本次发行后
总股本 (万股)	158,249.26	158,249.26	174,249.26
假设情形 1: 2020 年公司归母净利润 (扣非前及扣非后) 与 2019 年 (剔除 LSG 商誉和无形资产减值影响) 持平			
归母净利润 (万元)	104,605.75	104,605.75	104,605.75
扣非归母净利润 (万元)	97,142.82	97,142.82	97,142.82
基本每股收益 (元/股)	0.69	0.66	0.64
基本每股收益 (扣非后, 元/股)	0.64	0.61	0.6
稀释每股收益 (元/股)	0.69	0.66	0.64
稀释每股收益 (扣非后, 元/股)	0.64	0.61	0.6
加权平均净资产收益率 (%)	19.11	16.06	14.1
加权平均净资产收益率 (扣非后, %)	17.75	14.91	13.1
假设情形 2: 2020 年公司归母净利润 (扣非前及扣非后) 均与 2019 年 (剔除 LSG 商誉和无形资产减值) 增长 10%			
归母净利润 (万元)	104,605.75	115,066.33	115,066.33
扣非归母净利润 (万元)	97,142.82	106,857.10	106,857.10
基本每股收益 (元/股)	0.69	0.73	0.71
基本每股收益 (扣非后, 元/股)	0.64	0.68	0.66
稀释每股收益 (元/股)	0.69	0.73	0.71
稀释每股收益 (扣非后, 元/股)	0.64	0.68	0.66
加权平均净资产收益率 (%)	19.11	17.52	15.4
加权平均净资产收益率 (扣非后, %)	17.75	16.27	14.31
假设情形 3: 2020 年公司归母净利润 (扣非前及扣非后) 均与 2019 年 (剔除 LSG 商誉和无形资产减值) 减少 10%			
归母净利润 (万元)	104,605.75	94,145.18	94,145.18
扣非归母净利润 (万元)	97,142.82	87,428.54	87,428.54
基本每股收益 (元/股)	0.69	0.59	0.58
基本每股收益 (扣非后, 元/股)	0.64	0.55	0.54
稀释每股收益 (元/股)	0.69	0.59	0.58
稀释每股收益 (扣非后, 元/股)	0.64	0.55	0.54
加权平均净资产收益率 (%)	19.11	14.57	12.78
加权平均净资产收益率 (扣非后, %)	17.75	13.53	11.87

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 公式解读基本每股收益=PO÷S

$$S = S_0 + S_1 + S_i \times M_i \div M_0 - S_j \times M_j \div M_0 - S_k$$

PO 为归属于公司普通股股东的净利润或扣除非经常性损益后归属于普通股股东的净利润;

 S 为发行在外的普通股加权平均数; S₀ 为期初股份总数; S₁ 为报告期因公积金转增股本或股票股利分配等增加股份数; S_i 为报告期因发行新股或债转股等增加股份数; S_j 为报告期因回购等减少股份数; S_k 为报告期缩股数;

 M₀ 报告期月份数; M_i 为增加股份次月起至报告期期末的累计月数; M_j 为减少股份次月起至报告期期末的累计月数。

图表 3: 汤臣倍健财务预测三张报表

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,351	5,262	6,504	7,780	9,255	货币资金	1,813	1,822	3,112	5,353	6,624
增长率	39.9%	20.9%	23.6%	19.6%	19.0%	应收款项	261	122	440	257	507
营业成本	-1,407	-1,801	-2,205	-2,645	-3,165	存货	671	742	972	1,095	1,373
% 销售收入	32.3%	34.2%	33.9%	34.0%	34.2%	其他流动资产	1,350	1,122	1,167	1,229	1,288
毛利	2,944	3,461	4,299	5,135	6,090	流动资产	4,096	3,808	5,692	7,934	9,792
% 销售收入	67.7%	65.8%	66.1%	66.0%	65.8%	总资产	12.0%	45.7%	56.7%	67.9%	77.8%
营业税金及附加	-63	-59	-73	-87	-103	长期投资	1,086	343	1,021	1,027	1,034
% 销售收入	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	658	828	777	723	667
营业费用	-1,280	-1,650	-1,945	-2,311	-2,735	总资产	6.7%	9.9%	7.7%	6.2%	5.3%
% 销售收入	29.4%	31.4%	29.9%	29.7%	29.6%	无形资产	1,599	902	178	-634	-1,447
管理费用	-401	-430	-559	-666	-787	非流动资产	5,695	4,523	4,355	3,750	2,791
% 销售收入	9.2%	8.17%	8.60%	8.6%	8.5%	总资产	58.2%	54.3%	43.3%	32.1%	22.2%
息税前利润 (EBIT)	1,200	1,322	1,722	2,071	2,465	资产总计	9,790	8,331	10,047	11,684	12,583
% 销售收入	27.6%	25.1%	26.5%	26.6%	26.6%	短期借款	158	44	0	0	0
财务费用	21	-11	5	5	0	应付款项	972	1,273	1,208	1,792	1,604
% 销售收入	-0.5%	0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	其他流动负债	0	440	910	920	931
资产减值损失	89	-1,693	143	128	113	流动负债	1,131	1,757	2,118	2,712	2,535
公允价值变动收益	0	-5	0	0	0	长期贷款	893	308	0	0	0
投资收益	48	18	35	28	29	其他长期负债	519	335	502	553	608
% 税前利润	3.5%	-5.6%	1.8%	1.2%	1.1%	负债	2,542	2,399	2,620	3,265	3,143
营业利润	1,358	-368	1,905	2,232	2,607	普通股股东权益	5,592	5,992	7,454	8,381	9,294
营业利润率	31.2%	-7.0%	29.3%	28.7%	28.2%	少数股东权益	1,296	-61	-28	38	146
营业外收支	26	41	30	25	22	负债股东权益合计	9,430	8,331	10,047	11,684	12,583
税前利润	1,384	-327	1,935	2,256	2,629						
利润率	31.8%	-6.2%	29.8%	29.0%	28.4%						
所得税	-221	10	-322	-391	-470	比率分析	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税率	15.9%	3.0%	16.7%	17.3%	17.9%	每股指标					
净利润	908	-415	1,328	1,610	1,934	每股收益 (元)	0.63	-0.22	0.82	0.98	1.15
少数股东损益	-94	-59	33	66	107	每股净资产 (元)	3.53	3.79	4.71	5.30	5.87
归属于母公司的净利润	1,002	-356	1,295	1,544	1,827	每股经营现金净流 (元)	0.85	0.97	0.93	1.39	0.96
净利率	23.0%	-6.8%	19.9%	19.9%	19.7%	每股股利 (元)	0.46	0.46	0.29	0.39	0.58
						回报率					
						净资产收益率	17.92%	-5.94%	17.37%	18.43%	19.66%
						总资产收益率	9.28%	-4.98%	13.22%	13.78%	15.37%
						投入资本收益率	59.48%	-8.60%	48.77%	81.74%	416.03%
						增长率					
						营业总收入增长率	39.86%	20.94%	23.60%	19.62%	18.96%
						EBIT 增长率	45.06%	9.54%	33.90%	22.10%	20.80%
						净利润增长率	30.79%	-135.51%	363.74%	19.31%	18.28%
						总资产增长率	60.14%	-14.91%	20.60%	16.30%	7.69%
						资产管理能力					
						应收账款周转天数	16.4	12.2	14.0	14.2	13.5
						存货周转天数	45.2	48.4	47.5	47.8	48.0
						应付账款周转天数	78.6	67.7	68.0	68.0	68.0
						固定资产周转天数	54.5	50.8	44.4	34.7	27.0
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-11.19%	-43.01%	-69.26%	-76.19%	-125.00%
						EBIT 利息保障倍数	-51.9	113.1	-306.5	-374.3	55,062.7
						资产负债率	29.65%	28.80%	26.08%	27.94%	24.98%

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。