

汤臣倍健 (300146)

三大动力持续发力，期待来年开门红

——汤臣倍健公司更新报告

	瞿猛 (分析师)	方勇 (研究助理)
	021-38676442	0755-23876166
	zimeng@gtjas.com	fangyong019027@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880117090151

本报告导读:

健力多明年有望保持 35% 以上增长，带动主品牌持续发力。司重点进攻有望持续收有望割份额。Life-space 布局药店、母婴渠道可期，有望打造为下一大单品。

投资要点:

- **投资建议:** 维持 2018-20 EPS 预测 0.72、0.98、1.17 元，参考可比上市公司给与 2019 年 25 倍 PE，目标价 25 元，增持。
- **未来 1-2 年健力多仍是重要的增长点。** 大单品健力多前三季度维持 200% 高速增长，潜力并未完全释放，来年公司依然在费用资源上重点倾斜。我们认为目前健力多仍处于费用集中投放阶段，增长远未触及天花板，收入规模仍有翻倍空间。而当下健力多收入上的贡献远大于利润贡献，未来盈利弹性有望充分显现。
- **电商渠道量价齐升，持续进攻。** 渠道调研 11 月汤臣倍健阿里系线上销售额 2.3 亿、增 57%，保持量价齐升的进攻态势（量增 27%、价增 24%）。对比而言竞品 Swisse 销售额 2.6 亿、降 6%，其中销量降 27%、降幅较大。公司在线上的推广思路日趋成熟，精准锁定年轻女性消费群体，流量明星亦成功吸引大批强关系粉丝转化为客户，品牌势能积聚有望持续拉动线上增长。
- **Life-space 有望打造成为下一大单品。** Life-space 跨境电商渠道仍有澳洲原团队运作，渠道调研 11 月份跨境电商渠道实现 940 万销售额，环比增 72%。国内线下市场预计在本地搭建团队负责销售运营，在未获得蓝帽子批文的情况下预计可以进驻公司所覆盖的多数药店渠道。公司自主研发的天然博士在区域性重点的婴童渠道进展良好，未来有望与 life-space 形成产品协同共同拓张母婴渠道。
- **核心风险:** 商誉减值风险，食品安全风险，医保监管趋严

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,309	3,111	4,597	6,166	7,027
(+/-)%	2%	35%	48%	34%	14%
经营利润 (EBIT)	557	759	1,260	1,620	1,945
(+/-)%	-13%	36%	66%	29%	20%
净利润 (归母)	535	766	1,058	1,445	1,723
(+/-)%	-16%	43%	38%	37%	19%
每股净收益 (元)	0.36	0.52	0.72	0.98	1.17
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.40	0.50	0.60

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	24.1%	24.4%	27.4%	26.3%	27.7%
净资产收益率 (%)	11.4%	15.0%	19.0%	23.0%	24.2%
投入资本回报率 (%)	27.6%	46.7%	28.0%	41.5%	56.4%
EV/EBITDA	42.5	31.0	19.3	15.0	12.3
市盈率	55.4	38.7	28.1	20.5	17.2
股息率 (%)	0.0%	0.0%	2.0%	2.5%	3.0%

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: 25.00

上次预测: 25.00

当前价格: 20.20

2018.12.06

交易数据

52 周内股价区间 (元)	13.60-21.98
总市值 (百万元)	29,670
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,469/879
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	60%
日均成交量 (百万股)	18.14
日均成交值 (百万元)	352.05

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,698
每股净资产	3.88
市净率	5.2
净负债率	-4.24%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.19	0.26
Q2	0.20	0.23
Q3	0.15	0.24
Q4	-0.03	-0.01
全年	0.52	0.72

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	13%	48%
相对指数	2%	20%	76%

相关报告

《三大动能驱动，新一轮高速增长启航》
2018.11.07

《主品牌加速增长，健力多全年翻倍增长无虞》
2018.10.28

《大单品延续高速，主品牌线上、线下齐发力》
2018.07.31

《大单品发力，线下恢复，公司重回快速轨道》
2018.04.25

《曙光渐现，三大重点有望持续推进》
2017.07.31

模型更新时间: 2018.12.06

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: **25.00**

上次预测: 25.00

当前价格: 20.20

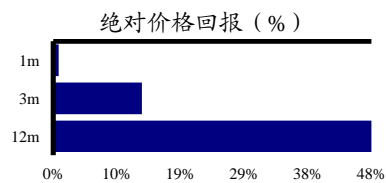
公司网址

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。

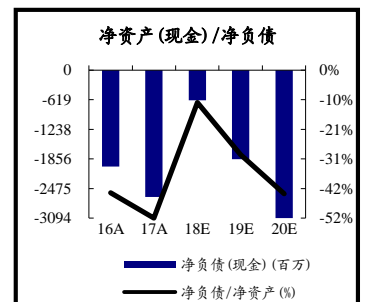
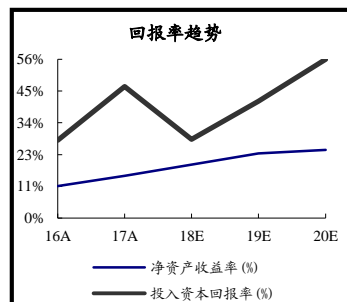
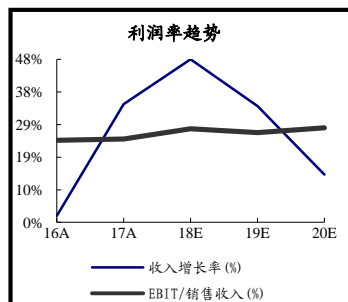
多年来,公司一直执行“三步走”的差异化全球品质战略,从全球原料采购到全球原料专供基地建立,再到全球自有有机农场建立。



52 周价格范围: 13.60-21.98
市值 (百万): 29,670

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	2,309	3,111	4,597	6,166	7,027
营业成本	822	1,024	1,505	2,107	2,349
税金及附加	38	46	69	92	105
销售费用	639	973	1,326	1,730	1,995
管理费用	244	306	437	617	632
EBIT	557	759	1,260	1,620	1,945
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	39	126	20	20	20
财务费用	-43	-46	-35	5	-19
营业利润	636	878	1,218	1,664	1,984
所得税	146	118	160	219	261
少数股东损益	-28	1	0	0	0
净利润	535	766	1,058	1,445	1,723
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,016	2,655	1,536	2,763	3,994
其他流动资产	726	778	800	800	800
长期投资	1,129	1,078	1,052	1,052	1,052
固定资产合计	721	670	625	565	530
无形及其他资产	247	231	3,587	3,444	3,316
资产合计	5,328	6,114	8,389	9,718	10,918
流动负债	606	913	1,847	2,466	2,824
非流动负债	18	69	950	950	950
股东权益	4,680	5,101	5,561	6,271	7,113
投入资本(IC)	1,568	1,410	3,904	3,387	2,997
现金流量表					
NOPLAT	433	658	1,094	1,407	1,689
折旧与摊销	94	111	244	232	224
流动资金增量	232	134	19	168	79
资本支出	-150	-154	-3,596	-30	-60
自由现金流	609	749	-2,240	1,777	1,931
经营现金流	685	954	1,596	1,861	2,042
投资现金流	236	77	-3,576	-10	-40
融资现金流	-347	-379	861	-624	-771
现金流净增加额	574	652	-1,119	1,227	1,231
财务指标					
成长性					
收入增长率	1.9%	34.7%	47.8%	34.1%	14.0%
EBIT 增长率	-12.6%	36.3%	65.9%	28.6%	20.1%
净利润增长率	-15.8%	43.2%	38.0%	36.6%	19.3%
利润率					
毛利率	64.4%	67.1%	67.3%	65.8%	66.6%
EBIT 率	24.1%	24.4%	27.4%	26.3%	27.7%
净利率	23.2%	24.6%	23.0%	23.4%	24.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.4%	15.0%	19.0%	23.0%	24.2%
总资产收益率(ROA)	10.0%	12.5%	12.6%	14.9%	15.8%
投入资本回报率(ROIC)	27.6%	46.7%	28.0%	41.5%	56.4%
运营能力					
存货周转天数	144	136	136	136	136
应收账款周转天数	8	12	12	12	12
总资产周转天数	809	671	576	536	536
净利润现金含量	1.28	1.25	1.51	1.29	1.18
资本支出/收入	6%	5%	78%	0%	1%
偿债能力					
资产负债率	11.7%	16.1%	33.3%	35.2%	34.6%
净负债率	-43.1%	-52.0%	-11.4%	-29.7%	-43.5%
估值比率					
PE	55.4	38.7	28.1	20.5	17.2
PB	6.3	5.8	5.3	4.7	4.2
EV/EBITDA	42.5	31.0	19.3	15.0	12.3
P/S	12.9	9.5	6.5	4.8	4.2
股息率	0.0%	0.0%	2.0%	2.5%	3.0%



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	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 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 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		