

证券研究报告—动态报告

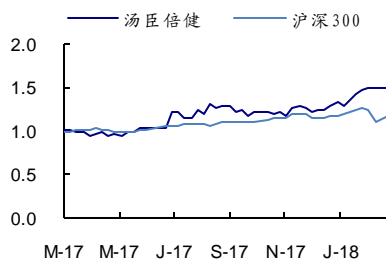
食品饮料

食品

汤臣倍健(300146)
买入
2017 年年报点评

(维持评级)

2018年03月01日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,469/874
总市值/流通(百万元)	24,875/14,796
上证综指/深圳成指	3,292/10,808
12 个月最高/最低(元)	17.59/10.33

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

联系人: 郭尉

电话: 15210587234

E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

三大战役业绩稳增, 关注外延活力

● 收入表现积极, 推广费用影响 Q4 利润

公司 17 年全年实现营收 31.11 亿元, 同增 34.72%, 归母净利润 7.66 亿元, 同增 43.17%, 实现 EPS0.52 元, 扣非后同增 35.35%, 非经常性损益 1.22 亿元同增 106%, 主因出售倍泰健康及上海凡迪股权产生的投资收益较高, 投资收益 1.26 亿元同增 221%。Q4 单季收入 7.61 亿元, 同增 91.92%, 净利润-0.95 亿同减 13.65%, 主要由于公司在 17H2 加大市场推广费用的投入与确认以及年底计提超额完成销售目标的激励奖金, Q4 销售费用环比大幅增加 1.92 亿元导致单季销售费用率 57.76%, 同增 17pcts, H2 广告费用 3.3 亿+255%, 市场推广费 0.96 亿+104%。2017 年销售费用率 31.29%, 同增 3.6pcts, 管理费用率 9.84%, 同减 0.75%。2017 年公司产品结构优化显著, 整体毛利率提升 2.68pcts 至 67.08%, 净利润率 24.65%, 同增 2.67pct。公司同时预告 2018Q1 归母净利润实现 3.54 亿元-4.11 亿元, 同增 25%-45%, 保持较快增长。

● “三大战役”显成效, 助推稳健增长

产品端, 片剂、粉剂和胶囊等主要产品增长强势, 同增分别为 57.01%、45.31%、30.51%。公司大单品、电商品牌化、跨境电商等三大战役效果初显。17 年公司将市场基础较好的健力多作为大单品战略品种, 17 年上半年实现 50% 增长, 全年增速超 160%。同时, 公司借助线上渠道丰富产品链, 多品牌化抢占市场份额, 针对线上销售群体年轻化的特点, 开发出电商渠道专供的 QS 产品, 电商占比逐步提高, 阿里数据显示, 汤臣倍健线上电商全年增速超过 120%, 反超 Swiss 成为线上保健品龙头, 春节旺季同比数据靓丽, 公司阿里平台销售额同比接近翻倍增长, 其中销量同增约 63%, 均价同增约 21%, 保健品市场份额提升 2pcts 至 7%。跨境电商业务借力健之宝发展态势良好, 健之宝今年营收约 2.4 亿-2.6 亿。17 年 10 月底, 旗下品牌“自然之宝”与阿里健康和天猫国际开始进行战略合作, 力图加快跨境物流和产品上新速度, 助推跨境直销业务增长。

● 停牌收购澳企, 布局益生菌业务

公司近期停牌收购澳洲益生菌龙头 Life-Space 公司。根据欧睿数据, 2017 年中国益生菌产市场规模约 455 亿人民币, 益生菌补充剂市场未来具有高速发展的潜力, 预计 2022 年增长到 896 亿人民币, 年复合增长率达 14.5%。Life-Space 公司在中国市场占据绝对龙头的地位, 阿里数据显示其品牌份额接近 35%, 此次收购拟在整合标的公司在益生菌细分市场的资源与优势, 实现双方在产品与业务层面的协同效应, 发掘出新的增长机会。

● 推进战略落实, 18 年业绩积极向好

在消费升级和健康意识不断提高的趋势下, 我们对公司 18 年业绩继续看好: 三大战役进一步延续, 夯实大单品战略, 后续单品储备积极, 眼部产品蓄势发力; 实施电商品牌化 2.0 战略, 继续增加电商渠道专供 QS 产品, 受益行业规模扩增预计 18 年线上仍有亮眼表现; 持续推进及提升跨境电商战略, 美瑞克斯配方调整后有望迎来积极改善, 带动健之宝业绩提升。收购海外标的开展益生菌业务亦有望贡献积极增量。预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.61/0.72/0.84 元, 对应 PE28/24/20 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2309	3111	3562	3993	4425
(+/-%)	1.90%	34.72%	14.50%	12.11%	10.81%
净利润(百万元)	535	766	898	1058	1227
(+/-%)	-18.17%	51.05%	17.13%	17.90%	15.97%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.52	0.61	0.72	0.84
EBIT Margin	26.5%	26.5%	27.7%	29.4%	30.8%
净资产收益率(ROE)	11.4%	15.0%	16.4%	18.0%	19.3%
市盈率(PE)	46.5	32.5	27.7	23.5	20.3
EV/EBITDA	31.4	23.2	21.9	17.8	15.1
市净率(PB)	5.3	4.9	4.6	4.2	3.9

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2488	2548	3269	3507	营业收入	3111	3562	3993	4425
应收款项	181	55	210	83	营业成本	1024	1166	1222	1293
存货净额	422	446	464	498	营业税金及附加	46	52	59	65
其他流动资产	754	805	760	812	销售费用	973	1051	1158	1283
流动资产合计	3845	3853	4703	4901	管理费用	306	331	359	389
固定资产	660	605	540	475	财务费用	(53)	(57)	(65)	(76)
无形资产及其他	184	223	222	221	投资收益	126	75	30	20
投资性房地产	174	174	174	174	资产减值及公允价值变动	64	64	64	64
长期股权投资	147	222	252	272	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	5824	5840	6652	6804	营业利润	744	954	1196	1407
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	21	0	0	0
应付款项	275	58	291	78	利润总额	876	1043	1240	1441
其他流动负债	417	291	445	319	所得税费用	117	145	182	213
流动负债合计	692	348	736	397	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	766	898	1058	1227
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	692	348	736	397	净利润	766	898	1058	1227
少数股东权益	31	32	32	33	资产减值准备	64	64	64	64
股东权益	5132	5492	5916	6407	折旧摊销	111	3	3	2
负债和股东权益总计	5824	5840	6652	6804	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(53)	(53)	(57)	(65)
关键财务与估值指标					营运资本变动	258	(269)	278	(266)
每股收益	0.52	0.61	0.72	0.84	其它	(121)	(50)	(5)	(12)
每股红利	0.33	0.37	0.43	0.50	经营活动现金流	961	530	1278	886
每股净资产	3.47	3.72	4.00	4.34	资本开支	0	0	0	0
ROIC	36%	44%	45%	60%	其它投资现金流	77	12	12	12
ROE	15%	16%	18%	19%	投资活动现金流	77	12	12	12
毛利率	67%	67%	69%	71%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	26%	28%	29%	31%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	30%	28%	30%	31%	支付股利、利息	0	539	635	736
收入增长	35%	15%	12%	11%	其它融资现金流	(379)	(1020)	(1205)	(1397)
净利润增长率	43%	17%	18%	16%	融资活动现金流	(379)	(482)	(570)	(660)
资产负债率	12%	6%	11%	6%	现金净变动	641	60	721	238
息率	1.9%	2.2%	2.6%	3.0%	货币资金的期初余额	2016	2488	2548	3269
P/E	32.5	27.7	23.5	20.3	货币资金的期末余额	2488	2548	3269	3507
P/B	5.3	4.9	4.6	4.2	企业自由现金流	625	544	1249	849
EV/EBITDA	31.4	23.2	21.9	17.8	权益自由现金流	670	592	1305	913

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032