证券研究报告—动态报告

食品饮料

食品

汤臣倍健(300146)

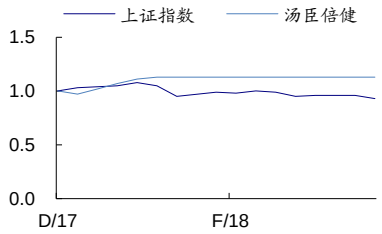
买入

2018 年一季报点评

（维持评级）

2018 年 04 月 25 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,469/874
总市值/流通(百万元)	24,390/14,508
上证综指/深圳成指	3,129/10,557
12 个月最高/最低(元)	17.25/10.13

相关研究报告:
《汤臣倍健-300146-2017 年年报点评：三大战役业绩稳增，关注外延活力》 ——2018-03-01

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码：S0980517080001
联系人：张祯
电话： 021-60933164
E-MAIL： zhangzhen1@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

营收稳步上升，公司重回高增长通道

● 营收逐季上升，公司呈现高速增长态势

公司 2018 年一季度实现营收 10.68 亿元，同增 45.03%，归母净利润 3.72 亿元，同增 31.39%，实现 EPS0.25 元，扣非后同增 39.08%，从 2017 年 Q2 开始，公司营收逐季恢复 20%以上增长，单季度收入均超过 7 亿元，保障业绩重回高增长通道。2018Q1 销售费用率 15.64%，同增 0.7pcts，管理费用率 4.54%，同减 1.62pcts，各系列产品调整到位。2018Q1 公司产品结构继续优化，整体毛利率 67.61%，同增 2.67pcts，净利润率 35.69%，同减 3.51pcts（主要系 18Q1 投资收益为 200.87 万元，同比下降 93.34%），公司存货周转率为 0.86，同增 0.04，公司高毛利与高周转兼得。2018 年 Q1 公司经营活动产生的现金流量净额 1.22 亿元，同比略降 2.89%，销售商品提供劳务收到的现金 9.57 亿元，同比大幅增加 44.61%，公司账上现金充足，已达 28.51 亿元。

● 三大战略稳步推进，汤臣“国际版”借势扩张

公司发力线上、大单品和跨境电商三大战略稳步推进，公司 18 年 Q1 阿里线上 by-health 品牌销售额达 2.05 亿元，超过 Swisse 的 1.88 亿元，占全网份额 5.81%，位列阿里保健品销售销售排行第一，同时 18Q1 环比 17Q4 增速继续上升。相较于线上的高速增长，18 年公司在健力多大单品成功的基础上，扩大覆盖人群，开启第二个大单品推广工作，实现用单一产品带动汤臣倍健全品类销售，打破增长困局。2018 年 1 月，汤臣倍健宣布拟收购澳洲益生菌企业 Life-space 100%股份，我们认为这项收购是汤臣倍健在全球细分领域市场布局的重要部分，买的是未来和协同放大效应，汤臣“国际版”将顺势扩张版图，去国界化将成为膳食补充产品行业的发展态势，而汤臣倍健也将进一步推进跨境电商落地。

● 盈利预测与评级

2017 年公司通过实施“大单品”、“电商品牌化”等战略，公司基本完成了业务整合与结构调整。在 2018 年，汤臣倍健将继续围绕“夯实大单品”、“开启电商品牌化 2. 0”等战略，全面布局提速。我们预计公司 18-20 年营业收入为 42.41/54.60/70.59 亿元，净利润为 10.17/13.13/16.97 亿元，对应 EPS 为 0.69/0.89/1.15 元，给予“买入”评级。

● 风险提示：药店渠道复苏缓慢；线上业务不及预期；食品安全风险。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,309	3,111	4,241	5,460	7,059
(+/-%)	*1.9%*	*34.7%*	*36.3%*	*28.8%*	*29.3%*
净利润(百万元)	535.21	766	1017	1313	1697
(+/-%)	*-15.8%*	*43.2%*	*32.7%*	*29.1%*	*29.2%*
摊薄每股收益(元)	0.37	0.52	0.69	0.89	1.15
EBIT Margin	18.6%	24.5%	26.3%	26.9%	27.3%
净资产收益率(ROE)	11.4%	15.0%	18.8%	22.6%	26.9%
市盈率(PE)	44.9	31.9	24.0	18.6	14.4
EV/EBITDA	32.4	29.5	21.5	16.7	13.1
市净率(PB)	5.12	4.78	4.51	4.21	3.87

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）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2655	2722	2700	2802
应收款项	190	174	224	290
存货净额	422	548	714	927
其他流动资产	792	1315	1693	2188
流动资产合计	**4058**	**4759**	**5331**	**6208**
固定资产	670	742	806	858
无形资产及其他	184	178	171	165
投资性房地产	1054	1054	1054	1054
长期股权投资	147	147	147	147
资产总计	**6114**	**6881**	**7509**	**8432**
短期借款及交易性金融负债	0	300	241	300
应付款项	275	319	403	529
其他流动负债	637	760	974	1207
流动负债合计	**913**	**1379**	**1618**	**2036**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	69	69	69	69
长期负债合计	**69**	**69**	**69**	**69**
负债合计	**982**	**1448**	**1687**	**2105**
少数股东权益	31	27	22	18
股东权益	5101	5406	5800	6309
负债和股东权益总计	**6114**	**6881**	**7509**	**8432**

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.52	0.69	0.89	1.15
每股红利	0.26	0.48	0.63	0.81
每股净资产	3.47	3.68	3.95	4.29
ROIC	14%	18%	22%	27%
ROE	15%	19%	23%	27%
毛利率	67%	69%	69%	70%
EBIT Margin	24%	26%	27%	27%
EBITDA Margin	28%	28%	29%	29%
收入增长	35%	36%	29%	29%
净利润增长率	43%	33%	29%	29%
资产负债率	17%	21%	23%	25%
息率	1.6%	2.9%	3.8%	4.9%
P/E	31.9	24.0	18.6	14.4
P/B	4.8	4.5	4.2	3.9
EV/EBITDA	29.5	21.5	16.7	13.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**3111**	**4241**	**5460**	**7059**
营业成本	1024	1333	1689	2150
营业税金及附加	46	53	90	116
销售费用	973	1336	1693	2174
管理费用	306	403	519	692
财务费用	(46)	(55)	(49)	(47)
投资收益	126	7	8	11
资产减值及公允价值变动	(64)	(4)	(5)	(7)
其他收入	9	0	0	0
营业利润	878	1174	1522	1977
营业外净收支	7	18	18	18
利润总额	**885**	**1192**	**1540**	**1995**
所得税费用	118	189	242	313
少数股东损益	1	(15)	(15)	(15)
归属于母公司净利润	**766**	**1017**	**1313**	**1697**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	**766**	**1017**	**1313**	**1697**
资产减值准备	52	6	4	4
折旧摊销	98	85	94	104
公允价值变动损失	64	4	5	7
财务费用	(46)	(55)	(49)	(47)
营运资本变动	132	(461)	(291)	(412)
其它	(52)	(11)	(9)	(9)
经营活动现金流	**1061**	**640**	**1117**	**1392**
资本开支	(15)	(161)	(161)	(161)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**58**	**(161)**	**(161)**	**(161)**
权益性融资	6	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(379)	(712)	(919)	(1188)
其它融资现金流	271	300	(59)	59
融资活动现金流	**(480)**	**(412)**	**(978)**	**(1128)**
现金净变动	**639**	**67**	**(22)**	**102**
货币资金的期初余额	2016	2655	2722	2700
货币资金的期末余额	2655	2722	2700	2802
企业自由现金流	875	401	881	1155
权益自由现金流	1146	747	863	1254

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 ±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 ±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