

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**食品饮料**
**食品**
**汤臣倍健 (300146)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2018年09月28日

## 三季度业绩超预期，公司再入成长快车道

**证券分析师:** 陈梦瑶 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080001  
**联系人:** 张祯 021-60933164 zhangzhen1@guosen.com.cn

### 事项:

公司9月27日晚披露业绩预告,预计前三季度净利润为9.64亿元-11.25亿元,同比增长20%-40%。其中,预计第三季度净利润为3.42亿元-3.87亿元,同比增长55%-75%。

**风险提示:** 终端消费环境持续疲软;新品扩张低于预期;费用投入增加较快。

### 评论:

#### ■ 突围大单品战略: 健力多收效显著, 健视佳初步推广

**健力多继续保持强劲增长, 明星产品带动公司势能提升。**2018年公司继续推进大单品战略,集中调动市场优势资源,打造大单品模式,为全品类不断成长和线下增长打开新空间。2018H1年健力多+308%,实现4.2亿元收入,我们预计健力多全年收入有望超过8亿,下半年继续实现翻倍左右的快速增长。健力多产品定位清晰,功效显著,有着超高的复购率,使得消费者对汤臣倍健主品牌的信赖程度提升,也带动了线下全品类的增长。

**强势入局护眼市场, 健视佳推广优势显著。**近几年中国的护眼市场潜力巨大,数量庞大的护眼三大族群“学生族、视屏族、银发族”的强大刚需驱动护眼市场规模高达600亿元,其中1.6亿学生族中近视率高达40%,而中国饱受蓝光伤害的网民规模更是高达7.10亿,同时老龄化也导致2.2亿以上的老人患上眼部老化和视力退化等问题。中国护眼市场不仅规模巨大而且潜力巨大,未来护眼品类将会大有可为。健视佳上半年超额完成目标,作为补位单品,未来表现值得期待。

#### ■ 2018年继续深耕“电商品牌化”策略

在稳步实施电商品牌化方面,公司推出了电商渠道专供品,从差异化产品发力,上半年线上专供品占主品牌收入的35%,保持并扩大“汤臣倍健”品牌在电商保健食品类目的领先优势。2018年H1阿里系方面汤臣倍健反超Swisse成为保健品第一名,2018H1公司实现电商渠道3.9亿规模收入,占比18.4%,扣除健之宝同比增长67.2%,根据我们跟踪的阿里全网数据,三季度公司线上仍延续了上半年较高的增速(高于竞争对手Swisse,市场份额有所提升),预计全年有望完成60%左右的线上增长。

**表 1: 2018H1 汤臣主品牌及健力多电商销售收入情况**

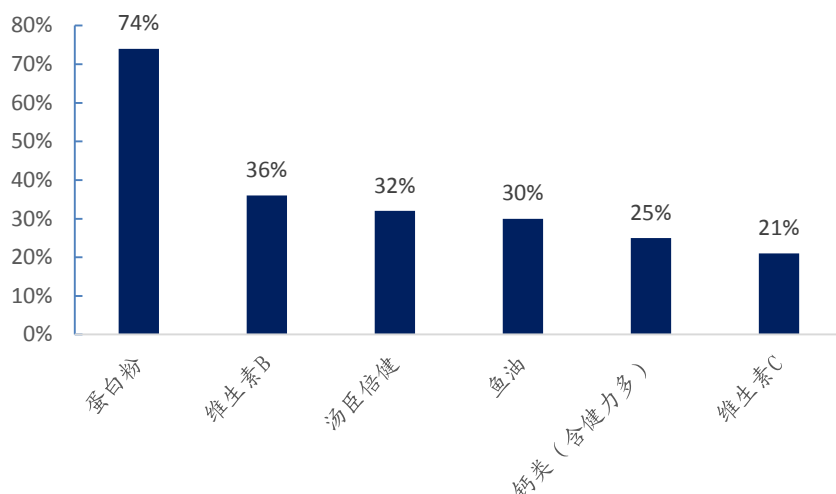
	2016	2017	2018H1
全部品牌	2.59 亿	4.88 亿	3.49 亿
汤臣主品牌	2.37 亿	4.28 亿	2.92 亿
健力多	0.22 亿	0.6 亿	0.57 亿

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 汤臣药业主品牌继续稳健成长

2018H1 汤臣主品牌收入占比 74.7%，其中药店渠道增长 26%，主业回归强势增长，品牌资产指数位居所有保健品之首，远高于竞争对手。健力多的电视广告对汤臣母品牌反哺提振(辐射到原来非汤臣用户)，终端节日动销明显好于去年同期。公司注重新品创新，探索大健康领域，推广保健饮食化，今年上半年除大单品健力多，传统拳头产品蛋白粉等已取得了超过 40% 的快速增长，此外多种维生素、牛初乳加钙等新品种在线下药店渠道也有不俗表现。渠道开拓方面，除了原有的药店和电商，汤臣药业也会进一步开拓商超渠道(包括中小型便利店，美妆，母婴渠道等)，我们预计下半年汤臣主品牌增速也将继续保持稳健成长。

图 1: 2018H1 汤臣药业旗下主要品牌市场份额情况



资料来源: AC 尼尔森、国信证券经济研究所整理

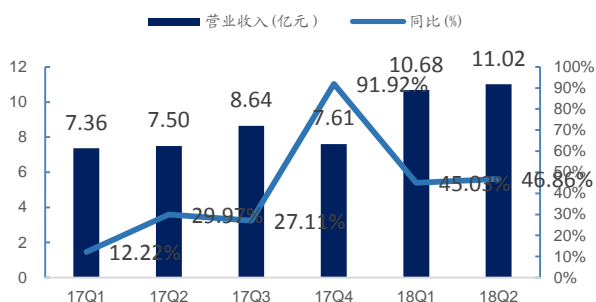
### ■ LSG 9 月交割开始并表，未来有望成为公司新的盈利增长点

我们预计汤臣将充分整合 Life-Space 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。营业收入方面我们预计 LSG 2018 年增长 80%-100%，总体毛利率与去年持平，新品大致贡献 6-8%，澳洲和新西兰的零售网点会有显著增长，香港地区表现好于预期。LSG 国内市场份额约 17%，其中一线城市贡献较为明显。2018 年 9 月 LSG 合并报表，根据此前的备考业绩，LSG 2018 年预计实现 1.49 亿澳元的收入，我们预计今年有望贡献 2-3 亿人民币的收入，但鉴于仍有无形资产摊销和财务费用，暂时对业绩的贡献不明显。未来随着 LSG 跨境电商业务的持续推进，以及国内业务的逐步展开，预计未来将成为公司新的盈利增长点。

### ■ 投资建议：维持买入评级

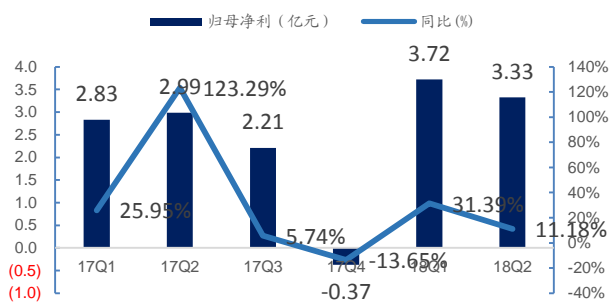
我们认为公司通过实施“大单品”、“电商品牌化”等战略，已基本完成了业务整合与结构调整，这也将为未来的业绩发展奠定基础 and 空间，开启新一轮的增长周期。在 2018 年，汤臣倍健将继续围绕“夯实大单品”、“开启电商品牌化 2.0”等战略，全面布局提速。考虑最新的收购并表(暂不考虑增发摊薄)，我们预计公司 18-20 年营业收入为 42.75/62.79/79.34 亿元，净利润为 10.29/13.33/16.89 亿元，对应 EPS 为 0.70/0.91/1.15 元，给予“买入”评级。

图 2: 2017Q1-2018Q2 营收 (亿元) 及增速 (%)



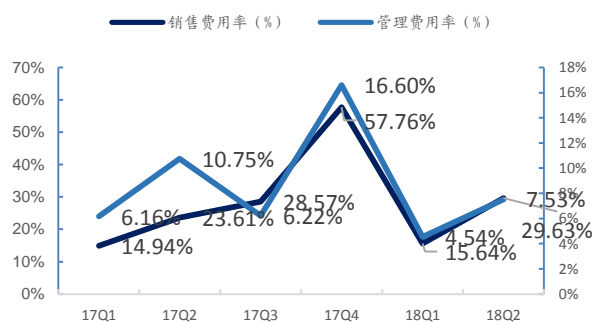
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2017Q1-2018Q2 归母净利 (亿元) 及增速 (%)



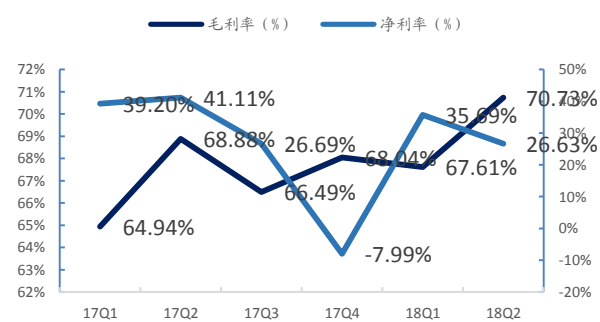
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2017Q1-2018Q2 销售、管理费用率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 2017Q1-2018Q2 毛利率及净利率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 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	5404	5291	3813
应收款项	190	176	258	326
存货净额	422	562	880	1124
其他流动资产	792	1325	1946	2460
<b>流动资产合计</b>	<b>4058</b>	<b>7466</b>	<b>8376</b>	<b>7722</b>
固定资产	670	742	805	856
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
<b>资产总计</b>	<b>6114</b>	<b>9587</b>	<b>10554</b>	<b>9944</b>
短期借款及交易性金融负债	0	3000	3000	1500
应付款项	275	327	497	641
其他流动负债	637	755	1156	1400
<b>流动负债合计</b>	<b>913</b>	<b>4082</b>	<b>4653</b>	<b>3541</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	69	69	69	69
<b>长期负债合计</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>69</b>
<b>负债合计</b>	<b>982</b>	<b>4151</b>	<b>4722</b>	<b>3610</b>
少数股东权益	31	27	22	18
股东权益	5101	5409	5809	6316
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6114</b>	<b>9587</b>	<b>10554</b>	<b>9944</b>

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.52	0.70	0.91	1.15
每股红利	0.26	0.49	0.63	0.80
每股净资产	3.47	3.68	3.95	4.30
ROIC	14%	19%	23%	27%
ROE	15%	19%	23%	27%
毛利率	67%	68%	67%	67%
EBIT Margin	24%	27%	25%	25%
EBITDA Margin	28%	29%	26%	26%
收入增长	35%	37%	47%	26%
净利润增长率	43%	34%	30%	27%
资产负债率	17%	44%	45%	36%
息率	1.4%	2.6%	3.4%	4.3%
P/E	36.3	27.0	20.8	16.5
P/B	5.4	5.1	4.8	4.4
EV/EBITDA	33.5	25.5	19.6	15.0

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
<b>营业收入</b>	<b>3111</b>	<b>4275</b>	<b>6279</b>	<b>7934</b>
营业成本	1024	1354	2080	2607
营业税金及附加	46	64	94	119
销售费用	973	1304	1915	2420
管理费用	306	385	628	793
财务费用	(46)	(16)	13	31
投资收益	126	7	3	11
资产减值及公允价值变动	(64)	(4)	(6)	(8)
其他收入	9	0	0	0
营业利润	878	1187	1546	1967
营业外净收支	7	18	18	18
<b>利润总额</b>	<b>885</b>	<b>1205</b>	<b>1564</b>	<b>1985</b>
所得税费用	118	192	245	312
少数股东损益	1	(15)	(15)	(15)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>766</b>	<b>1029</b>	<b>1333</b>	<b>1689</b>

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>766</b>	<b>1029</b>	<b>1333</b>	<b>1689</b>
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	6	8
财务费用	(46)	(16)	13	31
营运资本变动	132	(483)	(447)	(432)
其它	(52)	(11)	(8)	(9)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1061</b>	<b>630</b>	<b>982</b>	<b>1365</b>
资本开支	(15)	(161)	(161)	(161)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>58</b>	<b>(161)</b>	<b>(161)</b>	<b>(161)</b>
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)	(720)	(933)	(1182)
其它融资现金流	271	3000	0	(1500)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(480)</b>	<b>2280</b>	<b>(933)</b>	<b>(2682)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>639</b>	<b>2749</b>	<b>(112)</b>	<b>(1479)</b>
货币资金的期初余额	2016	2655	5404	5291
货币资金的期末余额	2655	5404	5291	3813
企业自由现金流	875	423	803	1194
权益自由现金流	1146	3437	792	(333)

## 相关研究报告

- 《汤臣倍健-300146-三大战略助推起飞，保健帝国全貌初显》——2018-08-02
- 《汤臣倍健-300146-2018 年半年报点评：三大战略有序推进，国际并购助力公司高增长》——2018-07-31
- 《汤臣倍健-300146-重大事件快评：LSG 收购预案终落地，益生菌或成公司新大单品》——2018-07-13
- 《汤臣倍健-300146-2018 年一季报点评：营收稳步上升，公司重回高增长通道》——2018-04-25
- 《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

## 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