

大单品+电商品牌化双轮驱动,业绩高增持续验证

买入 (维持)

2018 年 10 月 29 日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 杨默曦

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,111	4,261	5,402	6,689
同比 (%)	34.7%	37.0%	26.8%	23.8%
归母净利润 (百万元)	766	1,032	1,450	1,905
同比 (%)	43.2%	34.7%	40.5%	31.4%
每股收益 (元/股)	0.52	0.70	0.99	1.30
P/E (倍)	34.93	25.92	18.45	14.05

事件

■ **汤臣倍健公布 18 年三季报:** 公司 1-3Q18 实现营收 34.21 亿元, 同比+45.58%; 归母净利润 10.58 亿元, 同比+31.72%, 归母扣非净利润 10.12 亿元, 同比+46.39%。其中单 Q3 营收 12.52 亿元, 同比+44.94%; 归母净利润 3.53 亿元, 同比+59.95%。

投资要点

■ **收入端: 大单品延续高增, 主品牌加速增长。**公司 1-3Q 营收 34.21 亿元, 同比+45.58%, 主要系大单品和电商品牌化战略对销售提振作用。**分品类看:** 渠道调研显示线下主品牌三季报环比加速, 单 Q3 增长超过 40%; 自去年下半年以来大单品健力多继续维持高增长, 估算 1-3Q 健力多营收占比近 20%, 高基数下单 Q3 健力多估计仍接近翻倍; 公司 7 月推出 YEP 系列聚焦年轻化, 阿里数据显示动销良好, 其中胶原蛋白粉 7-9 连续三月为线上保健品热销前三名。**分渠道看: 线上增速领跑, 线下环比加速。**淘数据显示公司阿里平台单 Q3 增速超 35%, 若剔除健之宝清算及淘数据去年基数口径偏高影响, 估计 1-3Q 主品牌线上增速约 60%。自公司 2017 年 12 月在线上取得龙头地位后, 马太效应明显, 增速领跑行业及主要竞品; 公司 1-3Q 主品牌药店渠道同比+30%, 调研显示线下渠道单 Q3 主品牌增长持续加速。Q3 末部分产品提价, 但预计对 Q3 业绩贡献很小。公司 1-3Q 销售商品收到现金 36.15 亿, 同比+49.64%, 略超收入增速, 回款质量良好。

■ **利润端: 产品结构优化, 费用扩张期接近尾声。****毛利端:** 1-3Q 毛利率 69.10%, 同比+2.34pct; Q3 毛利率 68.95%, 同比+2.46pct, 主要系高毛利大单品健力多占比提高所致。**费率端:** 1-3Q 销售费用率 23.00%, 同比微增 0.28pct, 公司 17 年 H2 开始加大广宣费投放, 预计今年广宣费较去年平稳或微降, 明年费用边际增速有望放缓; 1-3Q 管理+研发费用率 7.63%, 同比微降 0.02pct, 单 Q3 管理+研发费用率 10.36%, 同比+4.14pct, 主因购买 LSG 中介费及无形资产摊销增加。公司 1-3Q 计提资产减值损失 1.00 亿, 主因健之宝清算及蓝海之略计提减值准备。综上, 1-3Q 净利率 30.92%, 同-3.25pct, 其中 Q3 为 28.23%, 同增 2.65pct。

■ **大单品+电商品牌化成效显著, 新一轮增长路径清晰。**公司是非直销膳食营养补充剂药店+线上双龙头, 自 16 年结构调整后开启新一轮成长期, 目前大单品和电商品牌化战略表现亮眼, 拉动收入利润双高增; 公司 18 年收购益生菌品牌 LSG, 看好未来公司与 LSG 在品牌渠道等方面的协同作用。另外, 《电商法》19 年 1 月 1 日起执行将加速个人代购出清, 利好汤臣倍健等品牌龙头企业; 测算显示新个税改革政策对月收入 1-5 万元的消费升级主力军减税幅度约为 7%-11%, 预计将利好保健品行业消费。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计 18-20 年公司营收 42.6/54.0/66.9 亿, 同比+37.0%/26.8%/23.8%; 归母净利润 10.3/14.5/19.1 亿, 同比+34.7%/40.5%/31.4%; 对应 PE25.9X/18.5X/14.1X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 行业食品安全事故冲击, 保健品行业增长不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.22
一年最低/最高价	12.84/21.30
市净率(倍)	4.70
流通 A 股市值(百万元)	16023.00

基础数据

每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	26.45
总股本(百万股)	1468.82
流通 A 股(百万股)	879.42

相关研究

1、《汤臣倍健 (300146): 膳食营养补充剂龙头, 大单品+电商助力腾飞》2018-08-05

汤臣倍健三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4058	3459	3751	4934	营业收入	3111	4261	5402	6689
现金	2655	1463	1656	2589	减:营业成本	1024	1319	1667	2061
应收账款	154	319	401	394	营业税金及附加	46	62	82	99
存货	422	558	681	851	营业费用	973	1327	1502	1683
其他流动资产	827	1019	1013	1100	管理费用	306	402	506	663
非流动资产	2055	6008	6219	6383	财务费用	-46	3	64	35
长期股权投资	147	178	211	204	资产减值损失	64	100	43	53
固定资产	660	854	1038	1237	加:投资净收益	126	125	123	125
在建工程	10	73	131	173	其他收益	0	0	0	0
无形资产	224	1653	1591	1527	营业利润	878	1175	1661	2219
其他非流动资产	1014	3250	3248	3242	加:营业外净收支	7	15	13	11
资产总计	6114	9467	9970	11317	利润总额	885	1190	1674	2231
流动负债	913	1602	1535	1753	减:所得税费用	118	183	261	358
短期借款	0	315	0	0	少数股东损益	1	-26	-37	-32
应付账款	275	318	432	495	归属母公司净利润	766	1032	1450	1905
其他流动负债	637	969	1103	1258	EBIT	805	1171	1696	2214
非流动负债	69	916	712	507	EBITDA	917	1341	1890	2434
长期借款	0	847	643	438					
其他非流动负债	69	69	69	69	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	982	2519	2247	2261	每股收益(元)	0.52	0.70	0.99	1.30
少数股东权益	31	1356	1356	1356	每股净资产(元)	3.47	3.81	4.33	5.24
					发行在外股份(百万股)	1469	1469	1469	1469
归属母公司股东权益	5101	5592	6367	7700	ROIC(%)	13.5%	14.1%	19.7%	22.1%
负债和股东权益	6114	9467	9970	11317	ROE(%)	14.9%	14.5%	18.3%	20.7%
					毛利率(%)	67.1%	69.0%	69.1%	69.2%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	24.6%	24.2%	26.8%	28.5%
经营活动现金流	954	948	1851	1966	资产负债率(%)	16.1%	32.0%	25.7%	22.3%
投资活动现金流	77	-4057	-529	-294	收入增长率(%)	34.7%	37.0%	26.8%	23.8%
筹资活动现金流	-379	1917	-1129	-738	净利润增长率(%)	43.2%	34.7%	40.5%	31.4%
现金净增加额	652	-1192	193	933	P/E	34.93	25.92	18.45	14.05
折旧和摊销	111	169	194	220	P/B	5.25	4.79	4.20	3.48
资本开支	154	3922	178	171	EV/EBITDA	26.39	20.73	14.25	10.59
营运资本变动	170	-430	47	-319					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

