

证券研究报告—动态报告

食品饮料

食品

汤臣倍健(300146)

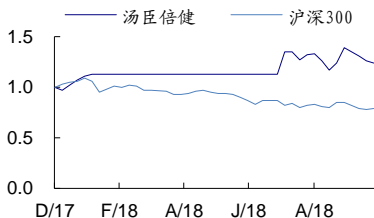
买入

2018年三季度点评

(维持评级)

2018年10月29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)	1,469/879
总市值/流通(百万元)	26,762/16,023
上证综指/深圳成指	2,599/7,505
12个月最高/最低(元)	21.30/12.84

相关研究报告:

- 《汤臣倍健-300146-重大事件快评: 三季度业绩超预期, 公司再入成长快车道》——2018-09-28
- 《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

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: 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

三季度业绩靓丽, 公司渐入成长佳境

● 营收继续保持逐季高速增长态势

公司 2018 年前三季度实现营收 34.21 亿元 (+45.58%), 归母净利润 10.58 亿元 (31.72%), 实现 EPS0.72 元, 扣非后净利润 10.12 亿元 (+46.39%); 公司 18Q3 收入 12.52 亿 (+44.94%); 归母净利 3.53 亿 (+59.95%)。18 年前三季度销售费用 7.87 亿同增 47.41%, 广告投放主要集中在二三季度, 预计全年销售费用率持平微减; 管理费用 2 亿元同增 48.84%, 系中介费用以及无形资产摊销增加所致, 财务费用-0.27 亿元同增 25%。2018 前三季度资产减值损失 9959 万元, 同增 968%, 其中无形资产减值上半年已经完成, 三季度新增存货减值 2155 万, 可控出售得金融资产减值 2600 万, 系计提健之宝公司存货减值准备和珠海市蓝之略医疗股份有限公司减值准备所致。同时公司产品结构继续优化, 受益于大单品战略, 18 年前三季度整体毛利率 69.10%, 同增 2.33pcts。公司销售商品、提供劳务等收到现金 36.15 亿元, 同增 49.6%, 回款良好。

● 健力多保持高增, 主品牌线下加速, LSG 婴童产品线率先推广

公司大单品和主品牌齐头并进, 我们预计前三季度健力多收入占比约 19%, 同比增长近 200%, 主品牌收入占比仍超 7 成, 增长超过 30%。从渠道角度看, 传统药店终端销售始终是支撑汤臣倍健业绩增长的主要渠道, 目前药店渠道占比约 74%, 其中主品牌在药店渠道增长预计在 30%左右, 比上半年进一步加速。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, 目前电商占比已达 18%, 同时根据我们跟踪的阿里全网数据, 三季度公司线上仍延续了较高的增速 (高于竞争对手 Swisse, 市场份额有所提升), 四季度将迎来双十一等重要销售节点, 我们预计全年有望保持高速增长。近年来婴童保健品市场持续增长, 汤臣也在重点布局, 预计明年婴童产品线将在国内陆续推广。公司收购 LSG 后 9 月份并表, LSG 海外及跨境电商业务将继续由原有团队开拓, 汤臣主要负责国内线下业务的拓展, 与 Penta-vite, 天然博士等组成的婴童产品系列, 将进一步丰富公司产品和渠道构成, 未来有望成为新的盈利增长点。

● 三大战略布局提速, 维持买入评级

汤臣倍健未来将继续围绕“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, 对应 PE26/20.1/15.9 倍, 给予“买入”评级。

● 风险提示: 终端消费环境持续疲软; 费用投放过快; 新品扩张低于预期;

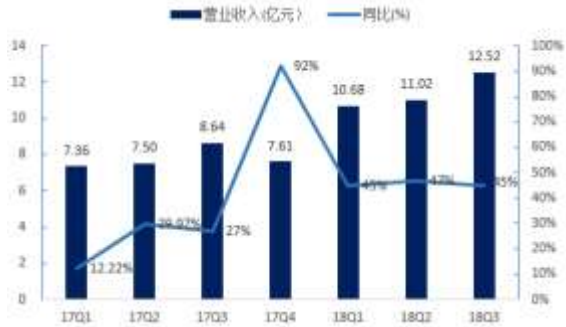
盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(万元)	2,309	3,111	4,275	6,279	7,934
(+/-%)	1.9%	34.7%	37.4%	46.9%	26.4%
净利润(万元)	535	766	1029	1333	1689
(+/-%)	-15.8%	43.2%	34.3%	29.6%	26.7%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.52	0.70	0.91	1.15
EBIT Margin	26.4%	24.5%	27.3%	24.9%	25.1%
净资产收益率(ROE)	11.4%	15.0%	19.0%	22.9%	26.7%
市盈率(PE)	26	35.0	26.0	20.1	15.9
EV/EBITDA	36.2	32.3	24.7	19.0	14.5
市净率(PB)	5.64	5.25	4.95	4.61	4.24

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

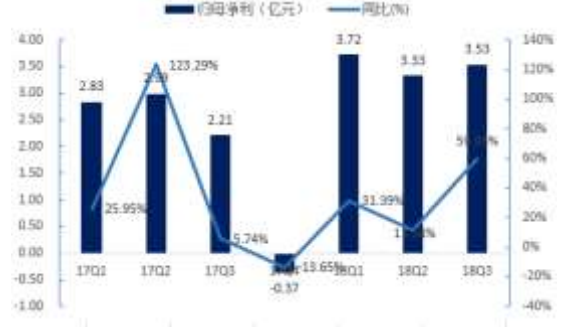
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 2017Q1-2018Q3 营收 (亿元) 及增速 (%)



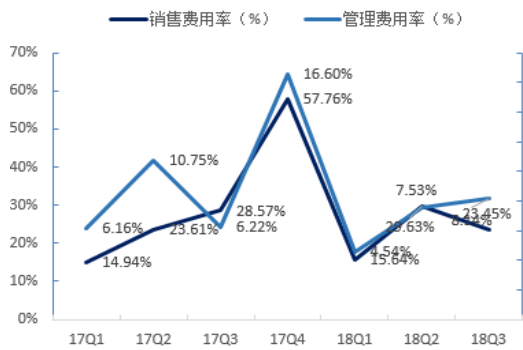
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2017Q1-2018Q3 业绩 (亿元) 及增速 (%)



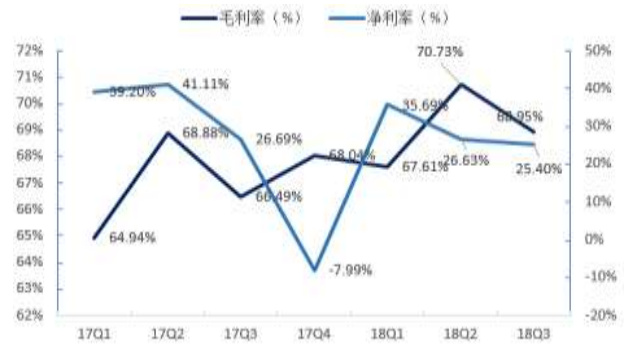
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2017Q1-2018Q3 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 4: 2017Q1-2018Q3 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

表 1: 可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2018-10-26	EPS			PE		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
H&H 国际控股	无评级	254	39.65	1.91	2.45	3.10	20.76	16.18	12.79
西王食品	增持	56	7.23	0.59	0.66	0.73	12.25	10.95	9.90
平均				1.25	1.56	1.92	16.51	13.57	11.35
汤臣倍健	买入	268	18.22	0.70	0.91	1.15	26.03	20.05	15.85

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

## 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	2655	5404	5291	3813	营业收入	3111	4275	6279	7934
应收款项	190	176	258	326	营业成本	1024	1354	2080	2607
存货净额	422	562	880	1124	营业税金及附加	46	64	94	119
其他流动资产	792	1325	1946	2460	销售费用	973	1304	1915	2420
<b>流动资产合计</b>	<b>4058</b>	<b>7466</b>	<b>8376</b>	<b>7722</b>	管理费用	306	385	628	793
固定资产	670	742	805	856	财务费用	(46)	(16)	13	31
无形资产及其他	184	178	171	165	投资收益	126	7	3	11
投资性房地产	1054	1054	1054	1054	资产减值及公允价值变动	(64)	(4)	(6)	(8)
长期股权投资	147	147	147	147	其他收入	9	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6114</b>	<b>9587</b>	<b>10554</b>	<b>9944</b>	营业利润	878	1187	1546	1967
短期借款及交易性金融负债	0	3000	3000	1500	营业外净收支	7	18	18	18
应付款项	275	327	497	641	<b>利润总额</b>	<b>885</b>	<b>1205</b>	<b>1564</b>	<b>1985</b>
其他流动负债	637	755	1156	1400	所得税费用	118	192	245	312
<b>流动负债合计</b>	<b>913</b>	<b>4082</b>	<b>4653</b>	<b>3541</b>	少数股东损益	1	(15)	(15)	(15)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>766</b>	<b>1029</b>	<b>1333</b>	<b>1689</b>
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>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>982</b>	<b>4151</b>	<b>4722</b>	<b>3610</b>	净利润	766	1029	1333	1689
少数股东权益	31	27	22	18	资产减值准备	52	6	4	4
股东权益	5101	5409	5809	6316	折旧摊销	98	85	94	104
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6114</b>	<b>9587</b>	<b>10554</b>	<b>9944</b>	公允价值变动损失	64	4	6	8
					财务费用	(46)	(16)	13	31
关键财务与估值指标					营运资本变动	132	(483)	(447)	(432)
每股收益	0.52	0.70	0.91	1.15	其它	(52)	(11)	(8)	(9)
每股红利	0.26	0.49	0.63	0.80	<b>经营活动现金流</b>	<b>1061</b>	<b>630</b>	<b>982</b>	<b>1365</b>
每股净资产	3.47	3.68	3.95	4.30	资本开支	(15)	(161)	(161)	(161)
ROIC	14%	19%	23%	27%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	19%	23%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>58</b>	<b>(161)</b>	<b>(161)</b>	<b>(161)</b>
毛利率	67%	68%	67%	67%	权益性融资	6	0	0	0
EBIT Margin	24%	27%	25%	25%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	28%	29%	26%	26%	支付股利、利息	(379)	(720)	(933)	(1182)
收入增长	35%	37%	47%	26%	其它融资现金流	271	3000	0	(1500)
净利润增长率	43%	34%	30%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(480)</b>	<b>2280</b>	<b>(933)</b>	<b>(2682)</b>
资产负债率	17%	44%	45%	36%	<b>现金净变动</b>	<b>639</b>	<b>2749</b>	<b>(112)</b>	<b>(1479)</b>
息率	1.4%	2.7%	3.5%	4.4%	货币资金的期初余额	2016	2655	5404	5291
P/E	35.0	26.0	20.1	15.9	货币资金的期末余额	2655	5404	5291	3813
P/B	5.3	5.0	4.6	4.2	企业自由现金流	875	423	803	1194
EV/EBITDA	32.3	24.7	19.0	14.5	权益自由现金流	1146	3437	792	(333)

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