

营收增长重回高速，公司战略成功未来更值得期待

首次覆盖报告

陈文倩(分析师)

袁雨曦(联系人)

010-83561313

010-69004650

证书编号: S0170511070001

证书编号: S0280118010037

● 行业发展空间仍大，市占率趋向非直销龙头：

我国保健品人均消费量仅24美元是澳大利亚的1/7,美国的1/8,差异较大。美国保健品行业渗透率达到了50%，粘性用户占比为60%，相对中国20%的行业渗透率和10%的粘性用户占比，提升空间巨大。国内保健品CR5市占率由2010年33.3%提升至2017年的37.8%，其中非直销龙头汤臣倍健提升最大，由1.4%上升至6%。从渠道上看，直销渠道占比最高达49%但近年发展较慢，2017年同比仅增长0.8%，而线上渠道发展最快2010-2016CAGR达53%，占比提升至24%，超过药店渠道成为保健品第二大消费渠道。

● 大单品战略成功健力多销量大增，品牌协同促进使营收增长重回高速：

公司大单品健力多在公司重视扶持之下，销售量增加极大，2018H1同比增加308%。大单品战略不仅提升其本身销量，对公司其他产品产生协同宣传促销作用，促使汤臣倍健主品牌2018H1收入同比增长30%，让公司进入了新一轮的增长周期。而第二款大单品健视佳的开始投入市场，2018H1收入达到了2018全年计划的85%，体现了公司大单品战略的发展延续性。

● 新品健力多重振传统药店渠道，电商2.0促使线上渠道快速扩容：

公司线下药店渠道受制于门店增长放缓而减速，但公司大单品健力多在 线下放量并协同促进其他品类增长，公司药店渠道收入增速明显高于行业渠道增速。公司也从完全依靠药店渠道走向药店+线上双渠道，展开电商2.0战略。通过聘请明星担当代言人等方式在线上进行宣传，针对线上线下渠道消费者年龄差别，公司研发全新专供线上的差异化产品，依此来拉升线上渠道业绩，而2018H1电商渠道收入3.99亿元，汤臣倍健和健力多同比增长72%，增长迅速。

● 首次覆盖给予“强烈推荐”评级：

由于公司大单品战略成功拉动的公司业绩以及该战略的可复制性强，外加公司线上渠道的强力发展，我们预计公司2018-2019年净利润分别为10.25、13.04亿元，对应EPS分别为0.70、0.89元。当前股价对应2018-2019年PE分别为26.6、20.9倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：食品安全风险，大单品成长不达预期，线上渠道成长不达预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,309	3,111	4,166	5,221	6,307
增长率(%)	1.9	34.7	33.9	25.3	20.8
净利润(百万元)	535	766	1,025	1,304	1,569
增长率(%)	-15.8	43.2	33.8	27.2	20.3
毛利率(%)	64.4	67.1	68.7	69.9	70.8
净利率(%)	23.2	24.6	24.6	25.0	24.9
ROE(%)	10.8	14.9	17.8	20.2	21.1
EPS(摊薄/元)	0.36	0.52	0.70	0.89	1.07
P/E(倍)	50.9	35.5	26.6	20.9	17.4
P/B(倍)	5.8	5.3	4.8	4.3	3.7

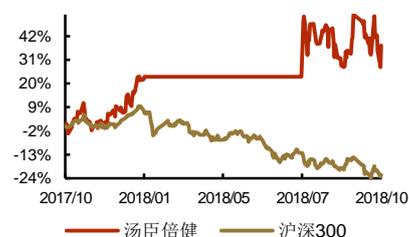
强烈推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.10.30

收盘价(元):	18.55
一年最低/最高(元):	13.1/21.3
总股本(亿股):	14.69
总市值(亿元):	272.47
流通股本(亿股):	8.79
流通市值(亿元):	163.13
近3月换手率:	179.75%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	6.98	26.22	62.74
绝对	-2.57	14.7	40.31

相关报告

目 录

1、 公司简介：非直销保健食品龙头.....	4
1.1、 专注品质品牌众多的非直销保健食品企业.....	4
1.2、 股权结构集中，激励制度保障利益绑定.....	5
1.3、 营收重回高速增长，大单品战略拉升整体业绩.....	5
2、 保健品行业仍有发展空间，非直销龙头未来提升空间更大.....	7
2.1、 行业保持持续发展，人均消费额渗透率提高空间巨大.....	7
2.2、 市场占有率 CR5 有所提升，非直销龙头更加受利.....	9
2.3、 直销渠道占比最高增速放缓，线上渠道近年发展迅速.....	9
2.3.1、 直销渠道占比高增速逐渐放缓，未来份额预计将逐渐降低.....	10
2.3.2、 药店渠道占比逐年缩小，受制审批入店门槛高.....	10
2.3.3、 线上渠道收益于国内电商飞速发展，占比不断提高.....	12
3、 公司的未来看点.....	12
3.1、 大单品战略拉升整体业绩，可复制性未来可期.....	12
3.2、 电商 2.0 紧抓行业动向，差异化产品提供新增长.....	13
3.3、 研发投入保持稳定，新品批文提现科研实力.....	14
3.4、 公司加快海外投资布局，扩充产品寻求协同发展.....	14
4、 盈利预测.....	15
5、 风险提示.....	15
附：财务预测摘要.....	16

图表目录

图 1： 近年营收收入状况.....	6
图 2： 近年归母净利润状况.....	6
图 3： 公司近年毛利率，净利率情况.....	6
图 4： 销售费用率和广告费用占营收比.....	6
图 5： 公司 2018H1 业务营收占比.....	7
图 6： 保健食品行业规模及增速.....	7
图 7： 保健食品各子行业占比情况.....	8
图 8： 保健品人均消费量比较.....	8
图 9： 中美保健品行业渗透率及粘性用户比较.....	8
图 10： 城镇居民可支配收入.....	9
图 11： 65 岁以上人口数量.....	9
图 12： 2010 年行业市占率情况.....	9
图 13： 2017 年行业市占率情况.....	9
图 14： 保健品销售渠道占比.....	10
图 15： 2010-2016 各渠道年复合增长率.....	10
图 16： 2016 年直销渠道品牌销售额（亿元）.....	10
图 17： 2017 年直销渠道品牌销售额（亿元）.....	10
图 18： 保健品在实体店销售占比.....	11
图 19： 保健品在实体店销售规模（亿元）.....	11
图 20： 药店渠道前 5 品牌占有率.....	11
图 21： 网上零售额及增长率.....	12
图 22： 佰嘉营业收入及净利润近年状况.....	12
图 23： 米兰达可儿代言.....	13

图 24: 蔡徐坤代言	13
图 25: 公司一些专供线上的产品	14
图 26: 科研投入及相对营收比率	14
表 1: 公司部分产品行象	4
表 2: 各激励计划情况	5

1、公司简介：非直销保健食品龙头

1.1、专注品质品牌众多的非直销保健食品企业

公司创建于1995年，自2002年开始以非直销渠道运营膳食补充剂等的保健食品，并迅速成为了该行业的龙头企业，于2010年成功上市。汤臣倍健坚持进行品质差异化竞争，所选原材料来自于全球23个国家，并在巴西、澳大利亚建立了五个专门的原材料专供基地，为公司提供当地优质原材料。现今公司旗下有汤臣倍健、健力多、健视佳、自然之宝、美瑞克斯、无限能等众多定位不同品牌。

表1: 公司部分产品形象

品牌	形象
汤臣倍健	
健力多	
健视佳	
自然之宝	
美瑞克斯	
无限能	

资料来源：公司官网，天猫国际购，新时代证券研究所

1.2、股权结构集中，激励制度保障利益绑定

公司是民营企业，最大股东是公司创始人、董事长梁允超先生，其直接持有公司共计 48.37% 的股份，而此外亦有梁允超先生家族成员直接持有公司 0.9% 的股份。股权高度集中利于提高公司的决策效率，增强对市场的应变能力和反应速度，而且创始人控股也保障了公司的相对稳定，各项政策能够持续的实行和推进。

公司在 2015 年至 2016 年间，分别向佰悦、佰嘉、佰腾三家全资子公司的管理层转让了 30%，25%，30% 的子公司股份，通过股份的转让建立起了管理层持股的合伙人制度。2015 年，公司实行了“超级合伙人”计划，向汤臣倍健、佰嘉及奈梵斯的部分高管实施，筹集基金不超过 9000 万元。2016 年，公司实施了一期股权激励计划，向公司 36 名董事、高管授予 1430 万股限制性股票。通过上述一系列的激励措施，公司使得管理层能够更大程度上的与公司保持利益一致，激发了公司员工的工作积极性，实现了员工与公司的利益绑定。

表2: 各激励计划情况

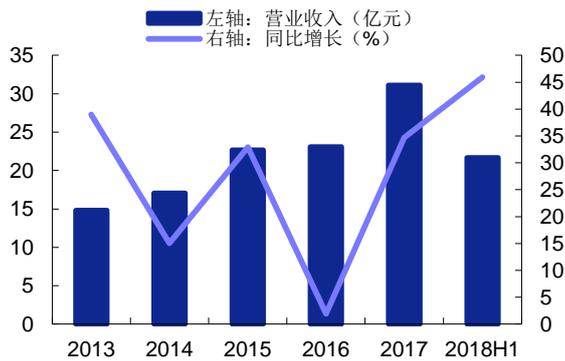
实施主体	对象	内容
佰悦	佰悦高管龙翠耘、黄剑锋	转让全资子公司佰悦 30% 的股权。
佰嘉	佰嘉高管吴晓刚、周霆等	吴刚等高管控制的广州奇正出资 1698.3 万元认缴全资子公司佰嘉新增注册资本 333 万元，占子公司总股本 25%。
佰腾	佰禧的股东吴震瑜、汤晖	将 30% 股权对应的出资份额以零对价转让给广州佰禧。
超级合伙人计划	第一期参加人数为 10 人	筹集资金上限为 9000 万元，通过二级市场购买、参与认购汤臣倍健非公开发行的股份、参与认购汤臣倍健配股、控股股东大宗交易或协议转让以及法律、行政法规允许的其他方式
股权激励计划	激励对象共 36 人	以 6.35 元/股授予 1430 万股限制性股票

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.3、营收重回高速增长，大单品战略拉升整体业绩

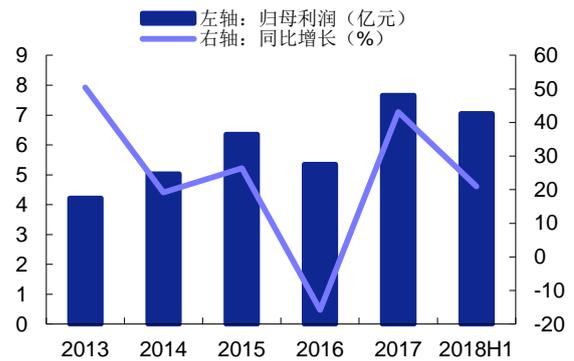
公司 2017 年营收 31.1 亿元，同比增长 34.7%，2018 上半年营收达到 21.7 亿元，同比增长 46.0%。主要系公司 2017 年大单品战略得以成功，主推品牌健力多营收增长迅速，且汤臣倍健主品牌产品也得以大单品战略助推，在药店渠道和线上渠道营收都大量增加。使得公司营收从 2016 年个位数成长的低谷恢复到 2017 年的 30% 以上的增速，2018H1 增速更是进一步加快至 40% 以上。

图1: 近年营收收入状况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

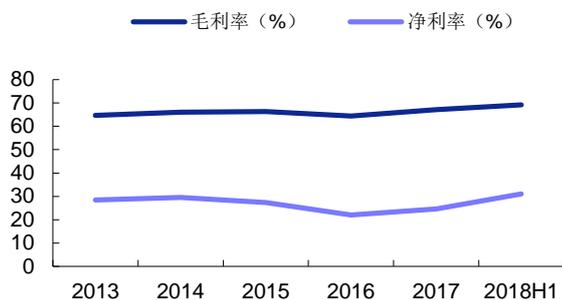
图2: 近年归母利润状况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

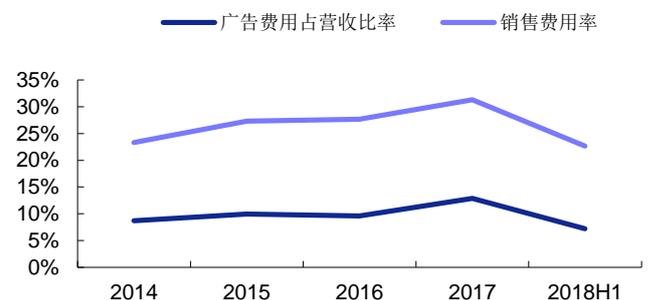
公司 2017 年归母净利润 7.7 亿, 同比增长 43.2%, 2018H1 归母净利润 7.0 亿, 同比增长 21.0%。2018H1 利润同比增长有所下降主要是 2017 年投资收益较高, 使得同期基数较高, 而扣非净利率为 6.7 亿元, 同比增长 46.21%, 保持了较高的增长。而由于公司的战略成功, 使得毛利率更高的片剂占比增长, 使得毛利率在 2018H1 有所提升, 达到 69.2%。且因为 2018Q1 三费率相对较低, 拉低 2018H1 整体费率, 使得净利率有所提升至 31.1%。

图3: 公司近年毛利率, 净利率情况



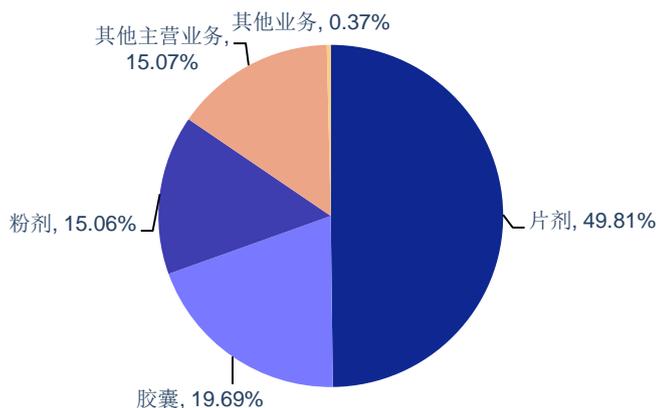
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4: 销售费用率和广告费用占营收比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

公司的主要仍然以片剂为主, 但是片剂的占比相对 2017 年有所提高, 提升了 5.7 个百分点达到了 49.8%。而胶囊和粉剂占比有所降低, 分别下降了 3.2% 和 7.4%, 为 19.7% 和 15.1%。其他主营业务有所提高达到了 15.1%。

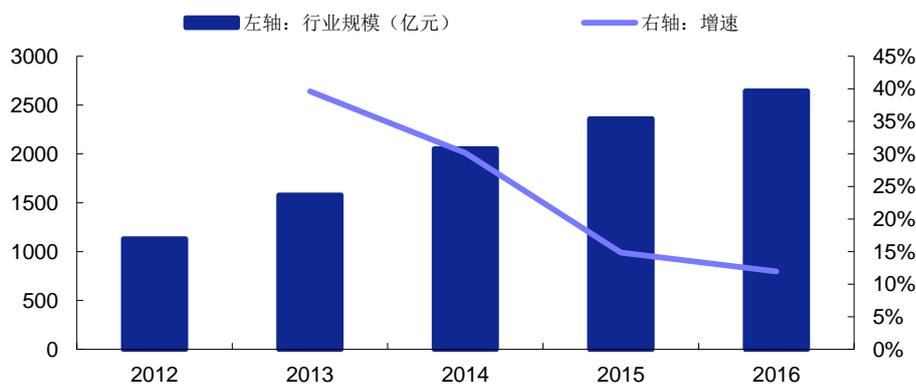
图5: 公司 2018H1 业务营收占比

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、 保健品行业仍有发展空间，非直销龙头未来提升空间更大

2.1、 行业保持持续发展，人均消费额渗透率提高空间巨大

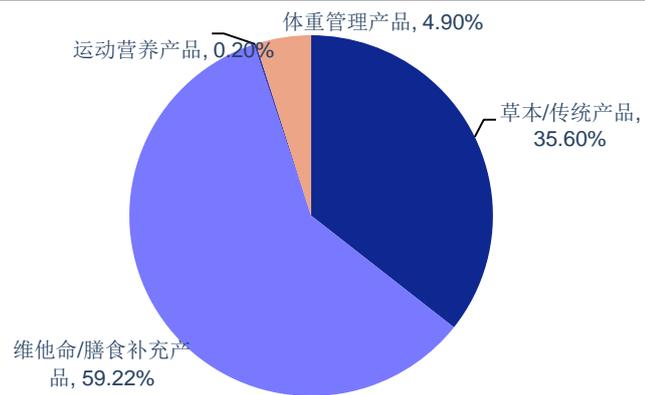
保健食品亦称功能性食品。一个特定的食品种类。它具有调节人体功能的作用，但不以治疗疾病为目的，适于特定人群食用。根据中国产业信息网，2012-2016 年我国保健食品行业规模从 1131 亿元发展至 2644 亿元，5 年 CAGR 为 22.6%。而中国产业信息网更是预测未来几年行业规模将继续保持增长态势，在 2020 年行业规模或将达到 4840 亿元。

图6: 保健食品行业规模及增速

资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

中国目前主要消费的保健食品是草本/传统产品和维他命/膳食补充产品，占比 35.6%和 59.22%，运动营养产品和体重管理产品市场规模占比较小，分别仅为 0.2%和 4.9%。

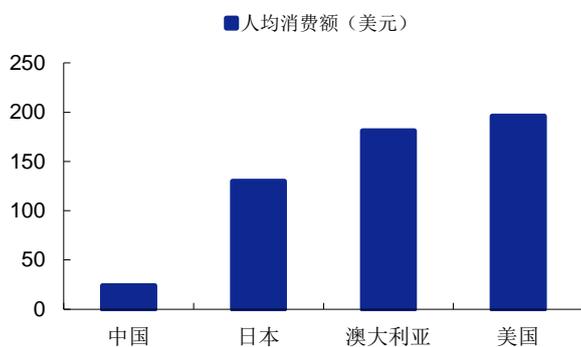
图7: 保健食品各子行业占比情况



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

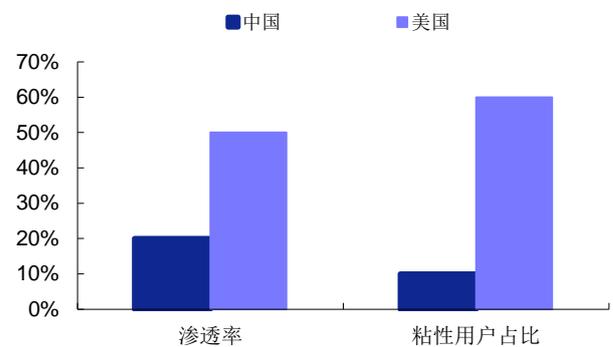
虽然我国保健品行业规模发展迅速, 但实际人均消费额却依旧偏低, 仅为 24 美元, 与一些发达国家比较来看, 差距十分明显。如我国人均消费额仅为澳大利亚的 1/7、美国的 1/8 左右。而我国保健品行业渗透率仅为 20%, 粘性用户占比仅为 10%, 也远低于美国 50% 的行业渗透率及 60% 的粘性用户占比。通过这些比较我们可以发现, 我国的保健品市场在人均消费量和渗透率及粘性用户占比上还有十分大的提升空间。

图8: 保健品人均消费量比较



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

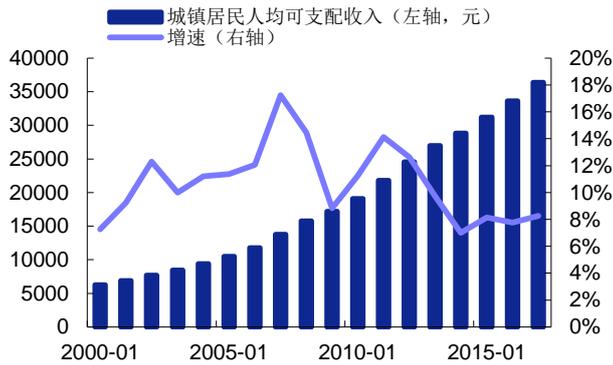
图9: 中美保健品行业渗透率及粘性用户比较



资料来源: 罗兰贝格, 新时代证券研究所

我国城镇人口的人均可支配收入在 2017 年达到 36000 余元, 5 年年复合增长率 10.3%, 保持持续增长态势。而未来释放的增量消费空间将有望利好保健食品行业。与此同时, 我国 65 岁以上老年人口在 2017 年达到了 1.58 亿人。而且随着我国人口平均寿命的增加, 老年人口数量也将逐渐增加, 使得全社会更加关注于养老保健, 对此方面投入更多。这也将使得市场上对保健食品的需求变得更大, 让我国的保健食品行业得到一个更大的发展空间。

图10: 城镇居民可支配收入



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图11: 65岁以上人口数量

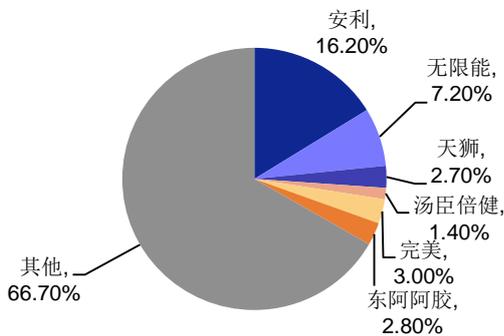


资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

2.2、市场占有率 CR5 有所提升，非直销龙头更加受利

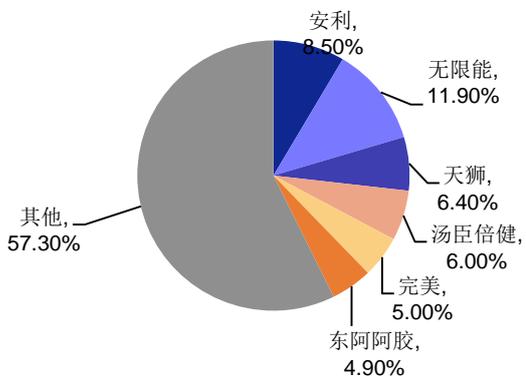
2010年我国膳食补充剂 CR5 为 33.3%，而在 2017 年 CR5 的占比已经上升至 37.8%，市占率向龙头有所集中。占比较前的几年公司，除了直销类型的安利市场占比从 16.2% 下降至 8.5% 以外，其他公司市占率均有所上升。其中汤臣倍健从 2010 年的 1.4% 上升至 2017 年的 6%，是所有公司中提升幅度最大的。

图12: 2010 年行业市占率情况



资料来源: 前瞻研究院, 新时代证券研究所

图13: 2017 年行业市占率情况

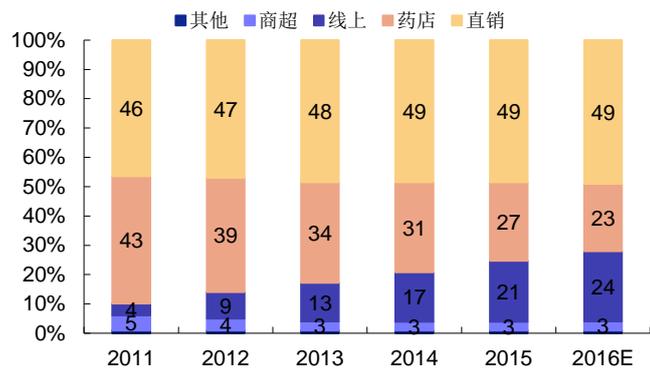


资料来源: 前瞻研究院, 新时代证券研究所

2.3、直销渠道占比最高增速放缓，线上渠道近年发展迅速

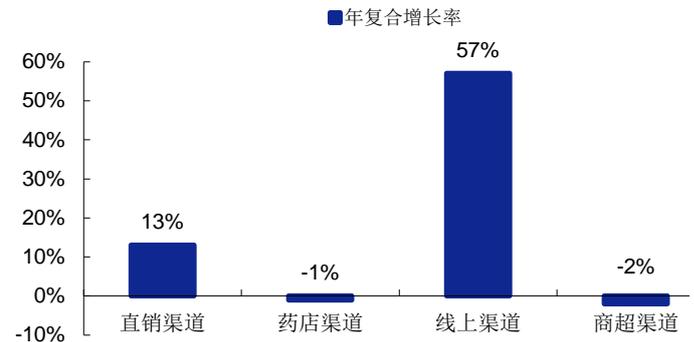
保健品的销售渠道主要是以直销渠道、药店、线上电商、商超渠道为主。不同的品牌一般而言依靠的渠道也是差异化十足。如安利，完美等品牌就只依靠直销渠道；汤臣倍健等品牌就只运用非直销渠道销售产品。而一些国外品牌受制于审批等门槛只能在线上渠道销售。而我国由于历史原因和保健品的特殊性，目前直销渠道销售占比最高，将近 50%，但近年来增速放缓，估计未来市场将逐渐缩减。受制于审批的严格导致的产品多样化差和线上渠道的挤压，药店渠道近年占比逐渐降低。而线上渠道收益于我国线上电商的飞速发展，近年来增速最快，估计未来占比将逐渐增加。

图14: 保健品销售渠道占比



资料来源: 罗兰贝格测算, 新时代证券研究所

图15: 2010-2016 各渠道年复合增长率

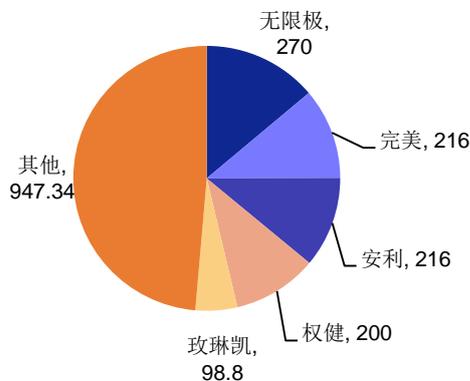


资料来源: 罗兰贝格, 新时代证券研究所

2.3.1、直销渠道占比高增速逐渐放缓, 未来份额预计将逐渐降低

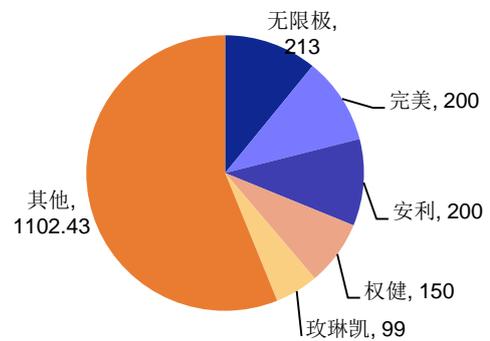
我国直销渠道在保健品市场中是占比最高的渠道, 占比将近 50%。而渠道内需要有商品部颁布的直销牌照, 截止于 2017 年 12 月, 我国一共有 91 家品牌获得了此类牌照。而近年以来直销渠道销售增速逐渐下降, 2017 年仅有 0.8% 的增速, 市场占比最高的几家企业销售额均有不同程度的缩减, 行业竞争激烈程度较高。

图16: 2016 年直销渠道品牌销售额 (亿元)



资料来源: 直销道道网, 新时代证券研究所

图17: 2017 年直销渠道品牌销售额 (亿元)



资料来源: 直销道道网, 新时代证券研究所

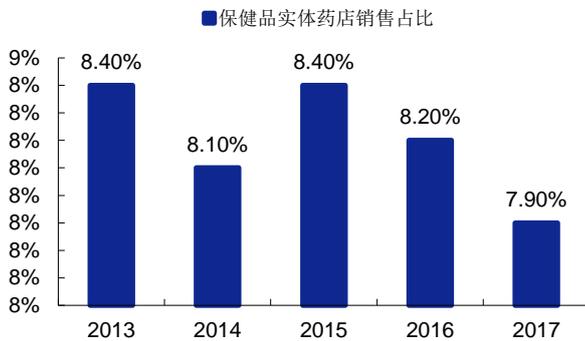
我国直销市场占比较高主要是由于保健品市场在初期发展时, 消费者对品牌认识度不够, 而直销公司通过对销售代表设置较高的激励目标, 吸引了大量的人员进入了行业对消费者进行品牌教育和推广, 使得直销渠道在初期时能有较高的占有率。而随着我国经济发展, 消费者对保健品认识度上升, 对品质和功能要求逐渐上升, 使得直销公司一些品质较低和功能不明确的产品逐渐被淘汰, 使得渠道销售额较低。而且销售代表模式较高的激励也产生了过度营销的结果, 消费人关系网的一次性销售、虚假销售等行为也造成行业发展不能持续。直销渠道挥之不去的“传销”传闻也使得行业发展具有一定的影响性。种种原因使得直销行业未来发展有所限制, 我们预估将来行业占比将逐渐缩减。

2.3.2、药店渠道占比逐年缩小, 受制审批入店门槛高

药店销售是保健品主要的传统销售渠道, 但近年来占比逐渐降低, 罗兰贝格测

算 2016 年其占比将首次小于线上渠道，占比不足整体市场的四分之一。而且保健品在药店销售规模也仅保持一个低量增长，2017 年同比增长仅有 3.5%，在实体药店的销售占比也三年持续降低。

图18: 保健品在实体店销售占比



资料来源: 米内网, 新时代证券研究所

图19: 保健品在实体店销售规模(亿元)



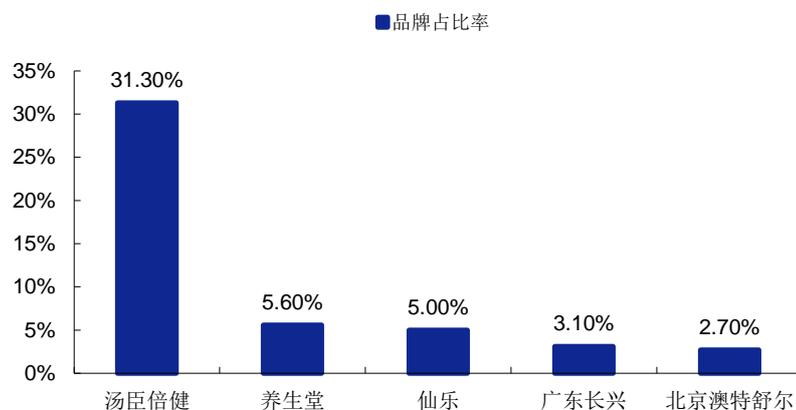
资料来源: 米内网, 新时代证券研究所

药店渠道占比缩小主要是由于药店销售的保健品多样性较差。而药店渠道由于其特殊性，国家对能进入药店销售的产品要求较高，需要保健品许可批文方可入店销售。而且近年来保健品标志“蓝帽子”的审批也越来越严格，使得一些国际品牌也需要更多的时间才能进入药店渠道销售，这都使得药店保健品多样性变差，使得消费者的选择较少，消费体验感较差。

而 2016 年，我国出台了《保健食品注册与备案管理办法》，开始实施注册+备案双轨制。但目前仅有矿物质、维生素、烟酸、叶酸、泛酸、胆碱、生物素七种原料在案，能直接备案的保健品种类有限，使得产品进入药店门槛较高的局面未有打破。

从渠道的占比上来看，龙头汤臣倍健占据绝对领先的优势，市场占有率达到了 31.3%，而第二名养生堂仅有 5.6% 的市场占有率，前 5 其他公司市场占有率总和也比汤臣倍健小。

图20: 药店渠道前 5 品牌占有率

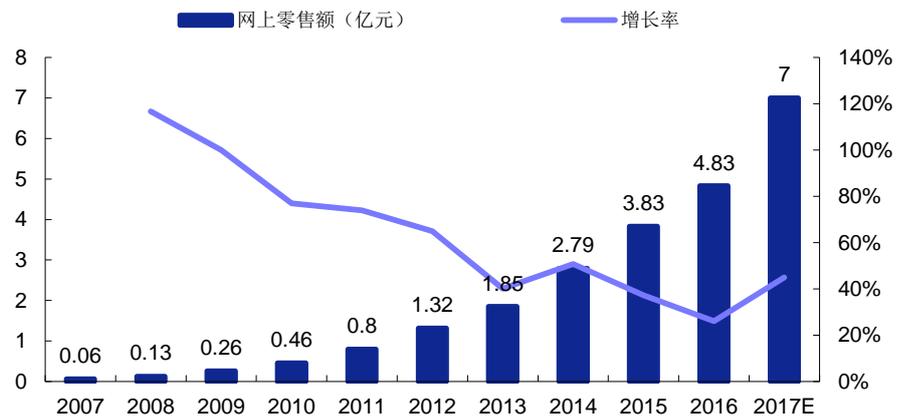


资料来源: 米内网, 新时代证券研究所

2.3.3、线上渠道收益于国内电商飞速发展，占比不断提高

近年来国内网上销售额一直保持高速发展，2017年销售额预估达到了7万亿元，5年年复合增长率39.6%，增长迅速。保健品在线上渠道的占比逐年提高，2010-2016年年复合增长率高达57%，领先并远远超过其他渠道。主要系而且一些国际知名保健品品牌受制于国内较为严格的审批制度，也仅能通过跨境电商在国内销售产品，也从一定程度上使得保健品在线上增速发展较快。

图21： 网上零售额及增长率



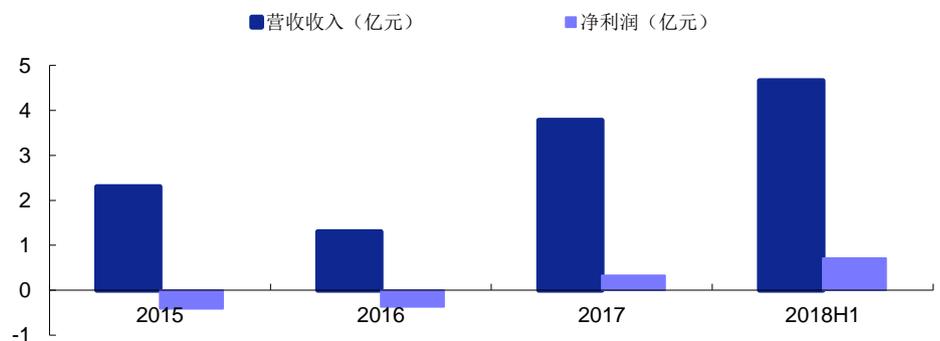
资料来源：中国电商年度发展报告测算，新时代证券研究所

3、公司的未来看点

3.1、大单品战略拉升整体业绩，可复制性未来可期

2017年公司的大单品战略获得成功，主营大单品产品的子公司佰嘉公司2017年营收收入为3.78亿元，同比增长64.34%，利润扭亏为盈，由2016年的亏损0.42亿元转为盈利0.33亿元。2018H1增速进一步加快，佰嘉公司营收为4.66亿元，上半年超过2017全年，净利润为0.71亿元，大单品战略主推品牌健力多2018H1收入4.2亿元，同比增长308%，整体拉升了公司业绩。

图22： 佰嘉营业收入及净利润近年状况



资料来源：公司公司，新时代证券研究所

大单品战略不仅仅提升了主推产品健力多的销量，对公司的其他品牌的销售也存在有一个协同促进的作用。公司通过大单品战略向市场投入大量费用进行推导和

宣传，也让消费者实际认识和熟悉了汤臣倍健品牌的其他产品。而 2018H1，公司主品牌产品销量同比增长 30%，也体现了公司大单品战略对公司整体收入的拉升作用。

而且随着首个大单品战略成功，公司第二个大单品护眼类产品健视佳也在逐渐推进中，公司可以使用首个大单品健力多的有效经验和渠道对其进行推广，使得大单品战略具有可复制性，为将来公司的成长性做出有力的保障。

3.2、电商 2.0 紧抓行业动向，差异化产品提供新增长

公司提出了电商 2.0 战略，通过聘请超模米兰达可人及蔡徐坤做为线上年轻化工产品 YEP 的双代言人，加大对线上业务的投入和重视，紧紧抓住行业此轮新的发展方向，公司强调线上业务以女性为核心人群，核心用户向年轻人转移，以区别于线下以中老年人为主的业态。2018H1 电商渠道扣除健之宝同比增长 67.2%，战略初见成效。

图23: 米兰达可儿代言



资料来源：天猫商城，新时代证券研究所

图24: 蔡徐坤代言



资料来源：天猫商城，新时代证券研究所

与此同时，公司也相对开发出一些专供线上的产品，以差异化的产品来供应线上相对比较年轻的消费群体。而由于这些不同产品对应人群的不同，需求和品质也有所差别，使得不存在有内部相互排斥的情况，也是为公司开发出了全新的市场，提供了新的增长点。而 2018 年 H1 公司汤臣倍健主产品和健力多在线上销售收入同比增加 72%，也展现公司战略的成功。

图25: 公司一些专供线上的产品

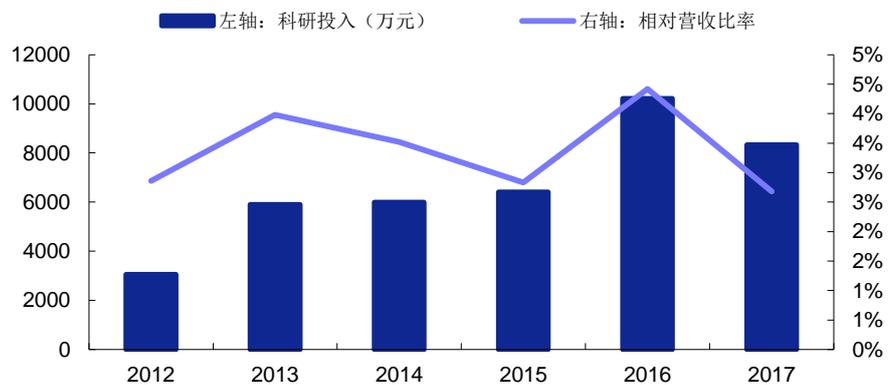


资料来源: 天猫商城, 新时代证券研究所

3.3、研发投入保持稳定, 新品批文提现科研实力

公司对研发方面投入一直保持相对稳定的水平, 在 2016 年投入超过 1 亿元的相对高点以后, 2017 年研发投入有所回落为 8332 万元, 占总营收的比例下降至 2.68% 但仍然高于 2015 年的水平。通过研发方面的积极投入, 公司实现了在产品方面不断的推陈出新, 比如健力多、健视佳、健乐多、无限能等产品的上市。另一方面公司的批文、专利和论文的储备也在持续增加中, 2017 年公司总共拥有 145 项专利, 144 个保健食品批准证书, 2017 年间新增 57 项专利, 19 个批准证书和 40 篇科研论文, 这些都提现了公司科研端的实力, 为将来新产品的开发提供了有力保障。

图26: 科研投入及相对营收比率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.4、公司加快海外投资布局, 扩充产品寻求协同发展

为丰富上市公司现有产品线, 汤臣倍健拟由持股 53.33% 的子公司汤臣佰盛通过境外平台公司以现金对价向卖方购买 LSG100% 股权, 其中, 拟向 Irene Messer 支付现金购买其所持 LSG 40% 股权、拟向 Alan Messer 支付现金购买其所持 LSG 40% 股权、拟向 Craig Silbery 支付现金购买其所持 LSG20% 股权。LSG100% 股权价值为 35.62 亿元, 标的公司 2017 年净利润 6337 万元, 收购 PE 估值 56 倍。

而通过此项收购, 公司可以进入益生菌市场, 而根据中国保健协会的数据, 2016

年中国益生菌市场达 558 亿元，2020 年将达到 850 亿元规模，可以为公司提供具有强劲增长性的业绩收入。而且 LSG 公司旗下主品牌 Life space 在中国主要还是通过以电商的渠道进行销售，而将来收购完成和批文完成后，公司可以使得其产品进入公司的线下渠道，为 Life space 品牌将来的发展提供新的平台。而公司也可以通过此轮扩张丰富旗下产品线，增加公司产品知名度，提供一系列的协同发展机会。

4、盈利预测

鉴于公司大单品战略成功，且大单品本身会销量增加还会对公司其他产品产生促进作用，以及公司已经开始的第二个大单品的推广，未来成长性可期。线上渠道的加大投入及专供线上产品销量的逐渐上升，我们都预估会对公司将来成长性提供了有力的保障，我们暂不考虑收购 LSG 其对公司业绩的影响。我们预计公司 2018-2019 年净利润分别为 10.25、13.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.70、0.89 元。当前股价对应 2018-2019 年 PE 分别为 26.6、20.9 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5、风险提示

食品安全风险，大单品成长不达预期，线上渠道成长不达预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3230	4058	4532	5200	6159	营业收入	2309	3111	4166	5221	6307
现金	2016	2655	2981	3488	4294	营业成本	822	1024	1303	1571	1842
应收账款	54	154	125	225	198	营业税金及附加	38	46	59	75	94
其他应收款	14	8	21	16	29	营业费用	639	973	1312	1671	2050
预付账款	27	14	40	27	54	管理费用	244	306	419	521	638
存货	339	422	546	622	748	财务费用	-43	-46	-65	-75	-87
其他流动资产	780	805	818	822	835	资产减值损失	12	64	0	0	0
非流动资产	2099	2055	2246	2402	2529	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	220	147	69	-9	-89	投资净收益	39	126	49	62	69
固定资产	602	660	860	1042	1210	营业利润	636	878	1188	1520	1839
无形资产	226	224	247	264	283	营业外收入	28	21	31	28	27
其他非流动资产	1052	1024	1070	1105	1125	营业外支出	10	15	10	12	12
资产总计	5328	6114	6778	7602	8688	利润总额	654	885	1208	1536	1854
流动负债	606	913	1056	1227	1374	所得税	146	118	202	264	323
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	508	767	1006	1273	1532
应付账款	185	275	311	396	433	少数股东损益	-28	1	-20	-31	-37
其他流动负债	421	637	746	831	942	归属母公司净利润	535	766	1025	1304	1569
非流动负债	18	69	69	69	69	EBITDA	687	917	1208	1550	1872
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.36	0.52	0.70	0.89	1.07
其他非流动负债	18	69	69	69	69						
负债合计	625	982	1126	1297	1444	主要财务比率					
少数股东权益	24	31	12	-20	-57	成长能力					
股本	1470	1469	1469	1469	1469	营业收入(%)	1.9	34.7	33.9	25.3	20.8
资本公积	1994	2032	2032	2032	2032	营业利润(%)	-11.8	38.1	35.2	28.0	21.0
留存收益	1286	1670	2000	2411	2911	归属于母公司净利润(%)	-15.8	43.2	33.8	27.2	20.3
归属母公司股东权益	4680	5101	5641	6325	7301	获利能力					
负债和股东权益	5328	6114	6778	7602	8688	毛利率(%)	64.4	67.1	68.7	69.9	70.8
						净利率(%)	23.2	24.6	24.6	25.0	24.9
						ROE(%)	10.8	14.9	17.8	20.2	21.1
						ROIC(%)	9.8	13.5	16.4	18.7	19.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	11.7	16.1	16.6	17.1	16.6
						净负债比率(%)	-42.9	-51.7	-52.7	-55.3	-59.3
						流动比率	5.3	4.4	4.3	4.2	4.5
						速动比率	4.8	4.0	3.8	3.7	3.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
						应收账款周转率	43.5	29.8	29.8	29.8	29.8
						应付账款周转率	6.2	4.4	4.4	4.4	4.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.36	0.52	0.70	0.89	1.07
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.51	0.66	0.86	1.02
						每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.47	3.84	4.31	4.97
						估值比率					
						P/E	50.9	35.5	26.6	20.9	17.4
						P/B	5.8	5.3	4.8	4.3	3.7
						EV/EBITDA	36.8	26.9	20.1	15.4	12.3

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	685	954	974	1256	1505
净利润	508	767	1006	1273	1532
折旧摊销	94	111	85	110	134
财务费用	-43	-46	-65	-75	-87
投资损失	-39	-126	-49	-62	-69
营运资金变动	88	170	-3	10	-5
其他经营现金流	77	78	0	0	0
投资活动现金流	236	77	-227	-204	-193
资本支出	150	154	269	234	207
长期投资	325	158	77	79	80
其他投资现金流	712	389	119	109	94
筹资活动现金流	-347	-379	-420	-545	-505
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	742	-1	0	0	0
资本公积增加	-645	37	0	0	0
其他筹资现金流	-445	-416	-420	-545	-505
现金净增加额	574	634	327	507	807

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>