

汤臣倍健 (300146.SZ)

水大鱼多保健品，渠道品牌齐发力

评级: 买入 (维持)

市场价格: 20.04

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

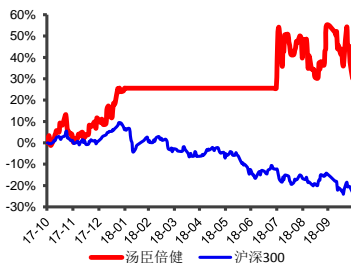
电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1469
流通股本(百万股)	879
市价(元)	20.04
市值(百万元)	29400
流通市值(百万元)	17600

股价与行业-市场走势对比



相关报告

相关报告一: 健力多强势增长, 收入利润表现靓丽

相关报告二: 携手 NBTY, 迈出全球品牌整合第一步

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2309	3111	4226	5346	6439
增长率 yoy%	1.90%	34.72%	35.84%	26.52%	20.44%
净利润	535	766	1002	1301	1653
增长率 yoy%	-15.78%	43.17%	30.72%	29.93%	27.00%
每股收益(元)	0.36	0.52	0.68	0.89	1.12
每股现金流量	0.47	0.65	0.46	1.03	0.92
净资产收益率	11.44%	15.02%	17.82%	20.59%	23.17%
P/E	55.00	38.41	29.40	22.62	17.81
PEG	1.49	1.32	1.69	0.61	0.61
P/B	6.29	5.77	5.24	4.66	4.13

备注:

投资要点

- 保健品行业欣欣向荣, 人口老龄化+国民健康政策利好+消费者教育推进, 看好 2018-2020 年行业继续保持 10%左右高增长。**1) 根据欧睿数据统计 2017 年保健品行业规模 2375.9 亿元, 10 年复合增速 10%, 未来持续增长的驱动因素: 一是人口老龄化, 医保政策压力增大后提倡疾病预防为保健品行业发展提供良好的社会环境。二是保健品年轻化趋势, 体现在中青年健身文化、养生意识的提升, 特别是对于经济预期悲观的人群更愿意为健康养生买单。三是随着海外品牌依托跨境电商进入中国市场后, 保健品企业更注重品牌塑造, 广告宣传加大, 消费者教育增强, 行业整体在扩容。2) 行业集中度低, 龙头成长潜力大。根据欧睿数据, 2017 年行业 CR5 占比仅 19.8%: 其中无限极 (6.3%) 市占率领先, 纽崔莱、完美、东阿阿胶、汤臣倍健紧跟其后。3) 行业渠道特点: 直销占比稳定、线上电商高增速、药店高门槛。根据欧睿数据, 保健品药店销售额占比约 23%, 蓝帽子政策+药店利润诉求+提升服务专业性为驱动关键; 线上电商占比 24%, 随着跨境电商政策放开, 预计未来仍有 40%以上高增速。直销渠道稳定, 以无限极和安利纽崔莱龙头公司为代表, 随着消费者自主选择意识的提升, 预计未来占比会逐渐下滑。
- 汤臣倍健的核心竞争力是什么? 我们总结是药店渠道高壁垒+品牌塑造能力强+管理层和销售团队能力强。**
- 药店渠道高壁垒: 药店渠道管控严格, 有保健品蓝帽子标识政策的进入壁垒。**1) 目前汤臣倍健总计拥有 144 项营养素补充剂和保健食品批准证书, 61 项保健食品备案凭证, 在保健品审批趋严的现在, 蓝帽子成为一种稀缺资源和进入壁垒。2) 药店渠道利润分配体系稳定完善、销售团队维护老客户+开拓新客户能力较强, 目前全国百强连锁药店, 汤臣倍健合作方有 97 家左右, 公司成为保健品药店渠道第一龙头, 塑造较强的药店渠道壁垒。3) 根据公告, 2018 年前三季度药店渠道收入占比 74%, 其中“汤臣倍健”主品牌药店渠道收入同比增长 30%。
- 大单品战略带动品牌力提升: 1) 大单品的成长路径总结: 产品的定位 (目标人群+价格) 和市场空间 (是否具有成为大单品的潜质) → 第二资源集中, 高举高打, 线上广告投入大, 代言人塑造 IP 形象和知名度+线下渠道铺货推动 → 产品销量和复购率提升 (塑造客户粘性和忠诚度) → 公司形成较强的品牌壁垒, 同时消费者认知度提升还带动其他产品销量提升, 形成**

良性循环。2006年汤臣执行1个形象产品加4-5个单品策略。以公司大单品蛋白粉为例，目前收入占比超过10%，2010年启动姚明代言，广告传播聚焦投放塑造高知名度。目前蛋白粉的费用投放已很少，根据阿里零售数据看，18Q2汤臣倍健蛋白粉零售市场份额72%，依旧同比提升4pct，验证验证公司大单品培育成功后消费粘性强，原有优势产品依旧销售靓丽。2) **2107年确定新大单品策略**：第一大单品骨关节（我们预计健力多氨基葡萄糖素预全年8-9亿元收入）→第二大单品眼健康品类健视佳→第三大单品心血管品类/益生菌→其它（胶原蛋白粉），保证公司未来的产品接力和收入持续高增长。从18Q3看，母品牌收入占比73%，9.14亿元，同比增长35%；大单品健力多前三季度收入占比19%，预计2.4亿元，同比增长超过200%，健视佳、健乐多等其他品类陆续推广尝试，目前贡献较小；并表LSG单9月的营收影响较小。3) **从成本和毛利率看，大单品带来成本上的规模效应，同时带动产品结构升级**。18Q3公司毛利率68.95%，同比提升2.46个百分点，主因高毛利率大单品健力多高增长带动结构升级较快，且抵消了进口原材料成本小幅上涨影响；8月汤臣母品牌8款主流产品(含蛋白粉)小幅提价10%，对毛利率也有小幅的驱动。

- **公司管理层水平较高，思路清晰，渠道销售团队能力优秀**。保健品行业类似化妆品行业，消费者教育是第一位，管理层清晰的产品策略、销售人员的灵活性和操盘能力成为保健品行业至关重要的竞争力。比如麦优作为公司天猫旗舰店代理商，自2018年以来维持全网销售第一的业绩，表现亮眼。根据公告前三季度公司电商渠道收入占比18%，主品牌电商增速60%。
- **市场担心的问题：并购LSG和剔除健之宝减值对公司的业绩影响有多大？**
1)公司通过汤臣佰盛以现金支付不超过6.9亿澳元(约34.5亿人民币)购买LSG100%股权，其中2018年8月2日公告增发1.09亿股，作价14亿购买其他股东汤臣佰盛46.67%的股权。9月27公告LSG对价支付、资产交割等已完成。9月开始并表LSG收入，53.33%股权并表利润。Life-space益生菌包括约26种产品，剂型以益生菌粉剂和胶囊为主，针对从孕妇、婴儿、儿童、青少年、成年人到老年人群，其主要功能包括协助营养素的消化和吸收、帮助恢复有益细菌以及支持正常、健康的排便等。2019年规划是跨境电商由LSG原有团队运营；中国市场将在优势的药店、商超、母婴渠道等开展推广。收购LSG以及购买澳洲Penta-vite业务资产造成三季度末货币资金13亿元，较年初下降50.76%，产生无形资产16亿元会逐年分摊，较年初余额上升776.52%，商誉22.4亿元。筹资活动现金流净额18.3亿元，主因收购LSG产生的银行借款及投资款所致。2) 合资公司香港健之宝双方对未来主要业务方向、营运和供应链上存在重大分歧和问题，二季度开始计提健之宝（香港）商标及品牌经营权减值准备和珠海市蓝海之略医疗公司减值准备，前三季度资产减值损失为9958.8万元，同比上升967.55%，预计四季度回归正常，计提数目较小。
- **盈利预测及投资建议**：不考虑并表LSG和增发，预计2018-2020年收入分别为42.3、53.5、64.4亿元，同比增长35.8%、26.5%、20.4%；预计净利润分别为10、13、16.5亿元，同比增长30.7%、30%、27%，对应PE分别为29X、22.6X、17.8X；看好公司龙头优势，给予买入评级。
- **风险提示**：食品安全风险，医保政策趋严影响，剥离健之宝造成减值损失。

图表 1: 汤臣倍健财务预测三张报表

利润表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,309	3,111	4,226	5,346	6,439	货币资金	2,016	2,655	2,887	3,738	4,247
增长率	1.9%	34.7%	35.8%	26.5%	20.4%	应收款项	91	190	226	305	313
营业成本	-822	-1,024	-1,256	-1,496	-1,648	存货	339	422	520	598	636
% 销售收入	35.6%	32.9%	29.7%	28.0%	25.6%	其他流动资产	784	792	892	965	1,077
毛利	1,487	2,087	2,970	3,850	4,791	流动资产	3,230	4,058	4,524	5,605	6,273
% 销售收入	64.4%	67.1%	70.3%	72.0%	74.4%	% 总资产	60.6%	66.4%	69.1%	72.9%	75.2%
营业税金及附加	-38	-46	-62	-79	-95	长期投资	1,129	1,078	1,082	1,180	1,222
% 销售收入	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	602	660	612	562	509
营业费用	-639	-973	-1,321	-1,703	-2,093	% 总资产	11.3%	10.8%	9.4%	7.3%	6.1%
% 销售收入	27.7%	31.3%	31.3%	31.9%	32.5%	无形资产	226	224	203	183	162
管理费用	-244	-306	-444	-569	-686	非流动资产	2,099	2,055	2,019	2,081	2,074
% 销售收入	10.6%	9.84%	10.50%	10.7%	10.7%	% 总资产	39.4%	33.6%	30.9%	27.1%	24.8%
息税前利润 (EBIT)	566	762	1,143	1,500	1,918	资产总计	5,328	6,114	6,543	7,687	8,346
% 销售收入	24.5%	24.5%	27.0%	28.0%	29.8%	短期借款	0	0	0	0	0
财务费用	43	46	46	47	46	应付款项	509	692	571	1,002	834
% 销售收入	-1.9%	-1.5%	-1.1%	-0.9%	-0.7%	其他流动负债	97	220	243	247	252
资产减值损失	12	64	100	109	134	流动负债	606	913	814	1,249	1,086
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	39	126	45	47	39	其他长期负债	18	69	76	84	92
% 税前利润	5.8%	12.5%	3.3%	2.7%	1.8%	负债	625	982	890	1,333	1,177
营业利润	660	998	1,334	1,703	2,137	普通股股东权益	4,680	5,101	5,621	6,321	7,135
营业利润率	28.6%	32.1%	31.6%	31.8%	33.2%	少数股东权益	24	31	32	33	34
营业外收支	18	7	45	48	77	负债股东权益合计	5,328	6,114	6,543	7,687	8,346
税前利润	678	1,005	1,379	1,751	2,215	比率分析					
利润率	29.4%	32.3%	32.6%	32.7%	34.4%	每股指标					
所得税	-146	-118	-177	-230	-292	净资产收益率	11.44%	15.02%	17.82%	20.59%	23.17%
所得税率	21.5%	11.8%	12.8%	13.1%	13.2%	每股收益 (元)	0.36	0.52	0.68	0.89	1.12
净利润	508	767	1,002	1,302	1,654	每股净资产 (元)	3.19	3.47	3.83	4.30	4.86
少数股东损益	-28	1	1	1	1	每股经营现金流 (元)	0.47	0.65	0.46	1.03	0.92
归属于母公司的净利润	535	766	1,002	1,301	1,653	每股股利 (元)	0.26	0.26	0.34	0.44	0.56
净利率	23.2%	24.6%	23.7%	24.3%	25.7%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净净资产收益率	11.44%	15.02%	17.82%	20.59%	23.17%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	9.53%	12.54%	15.32%	16.94%	19.82%
净利润	508	767	1,002	1,302	1,654	投入资本收益率	18.89%	41.05%	63.22%	69.83%	103.58%
加:折旧和摊销	94	111	97	100	102	增长率					
资产减值准备	12	64	0	0	0	营业收入增长率	1.90%	34.72%	35.84%	26.52%	20.44%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	-11.48%	38.88%	32.19%	32.11%	26.82%
财务费用	7	0	-46	-47	-46	净利润增长率	-15.78%	43.17%	30.72%	29.93%	27.00%
投资收益	-39	-126	-45	-47	-39	总资产增长率	8.62%	14.74%	7.03%	17.48%	8.58%
少数股东损益	-28	1	1	1	1	资产管理能力					
营运资金的变动	591	248	-325	208	-319	应收账款周转天数	10.0	13.4	14.8	15.0	14.4
经营活动现金净流	685	954	683	1,516	1,352	存货周转天数	50.6	44.1	40.1	37.6	34.5
固定资本投资	-25	51	-60	-60	-50	应付账款周转天数	57.8	81.0	83.0	83.0	83.0
投资活动现金净流	236	77	-17	-110	-51	固定资产周转天数	85.6	73.0	54.2	39.5	29.9
股利分配	-382	-382	-500	-649	-825	偿债能力					
其他	35	3	65	95	32	净负债/股东权益	-56.44%	-56.25%	-66.12%	-66.83%	-125.00%
筹资活动现金净流	-347	-379	-434	-554	-792	EBIT利息保障倍数	-13.7	-17.8	-23.6	-30.8	-40.0
现金净流量	574	652	232	851	509	资产负债率	11.72%	16.06%	13.60%	17.34%	14.11%

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。