

**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)

2019年02月25日

## 股权激励激发活力，目标稳健彰显信心

**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  
**证券分析师：郭尉** 15210587234 guowei1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100001

### 事项：

汤臣倍健公告推出 2019 年股票期权激励计划，具体内容：1、授予股票期权数量：汤臣倍健拟向激励对象授予 2600 万份股票期权，占目前公司股本总额的 1.77%；2、首次授予股票期权的行权价格为 19.80 元/股；3、激励计划的等待期：首次授予的股票期权等待期分别为自授予之日起 24 个月、36 个月、48 个月，行权比例为 3:3:4；4、激励计划公司层面业绩考核条件：以 2018 年营收为基数，2020-2022 年营收增长率依次不低于 45%、60%、75%。

### 点评：

#### ■ 激励助于利益绑定，助推管理层动力

根据公司股权激励计划草案，向 45 名激励对象授予 2600 万份股票期权，占总股本 1.77%，行权价 19.80 元/股，股票期权自授予日起第 2/3/4 年后解锁比例为 30%/30%/40%。本次激励共 45 名对象中 9 名公司高管占股权比 45%，另 36 位中层管理技术人员占比 49%，基本覆盖公司核心管理团队，指标考核兼顾公司与个人考核指标，绑定利益下助于激发团队活力。

#### ■ 解锁目标稳健，彰显发展信心

激励业绩指标以 2018 年营收为基数，2020-2022 年营收增长率 45%/60%/75%，也即 2019-2020 两年营收复合增速不低于 20%，2019-2022 四年复合增速不低于 15%，目标稳健，考虑 Lifespace 并表贡献及行业龙头集中度提升利好，实现概率较大，亦彰显公司长效发展信心。

#### ■ 摊销费用压力较小，业绩有望高增

根据草案，假设授予日为 2019 年 4 月，2019-2023 的股权摊销费用预计为 2056/3084/2417/1539/422 万元，预计对 19 年业绩增速影响小于 2%。近期供货价格稳定，线上线下定销积极，预计一季报业绩仍保持高增。

#### ■ 维持既定战略发展，全年增长目标不做调整

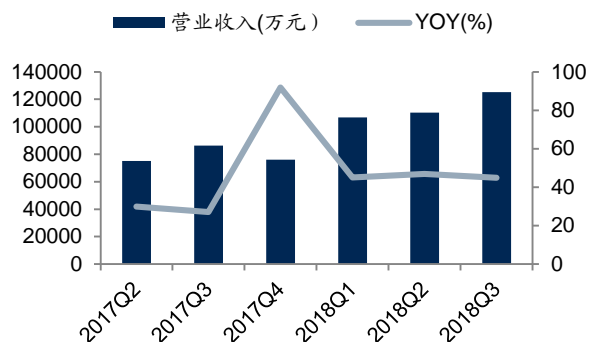
调研显示，近期供货价格等都保持稳定，部分区域有些断货，春节前生产端有压力。渠道端，就市场关心的医保政策对药店销售的影响，我们认为医保政策冲击有限，公司有 40%非医保药店，60%医保药店，其中还有自费和用医保的，整体影响是有限的；商超渠道有翻倍的增长，目前商超占比超过 5%，电商占比 18%左右，电商渠道汤臣目前是委托第三方麦优，主要承担线上运营，麦优是采取自营（官方旗舰店）+分销（大药房旗舰店等）的模式，目前合作良好。产品端坚持大单品策略，健力多维持 60%高复购率，市场仍有增长空间，Life-space 预计 4 月份开始铺货，国内引进 3 款产品全新包装。整体盈利能力看，毛利率是稳步有升的态势，随着大单品的开拓，对毛利率的提升有较大帮助。

#### ■ 盈利预测评级

公司坚持多渠道运作，积极打造线上渠道、加快非药店渠道渗透拓张，以应对医保政策逐渐收紧的潜在影响。权健事件

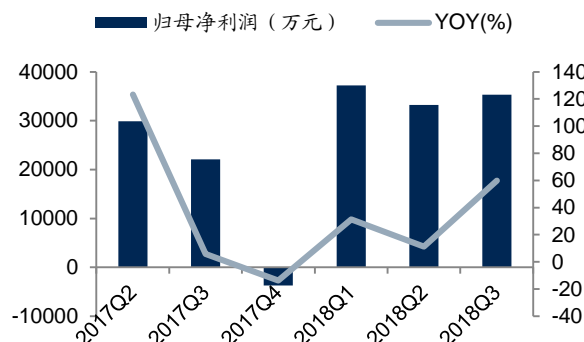
带来的情绪面影响逐渐修复，中长期看汤臣作为非直销领域龙头，坚持产品品质、规范运作，有望利用行业整顿和出清机会，加速渗透壮大、提升市场份额。预计 2018-20 年 EPS0.70/0.91/1.15 元，对应 29/22/17 倍 PE，维持“买入”评级。

图 1：公司分季度营业收入及同比增速



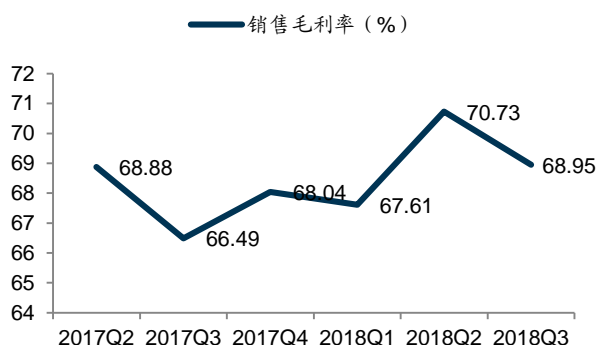
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：公司分季度归母净利润及同比增速



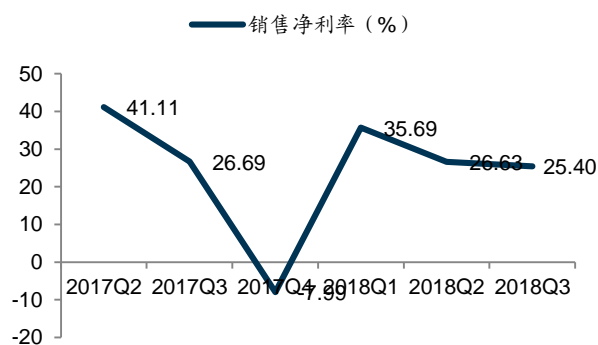
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3：公司分季度毛利率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：公司分季度净利率



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) 2019-2-22	EPS			PE		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
H&H 国际控股	无评级	320	49.95	1.91	2.45	3.10	26.15	20.39	16.11
西王食品	增持	63	8.20	0.59	0.66	0.73	13.90	12.42	11.23
平均				1.25	1.56	1.92	20.03	16.41	13.67
汤臣倍健	买入	294	20.02	0.70	0.91	1.15	28.60	22.00	17.41

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测, 其中 H&H 国际控股来自 Wind 一致预期, 港股单位为港元

## 风险提示

行业监管等相关政策变化影响; 大单品增速放缓; 渠道扩张低于预期;

## 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>
股息率	1.4%	2.7%	3.5%	4.4%	货币资金的期初余额	2016	2655	5404	5291
P/E	38.4	28.6	22.0	17.4	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

### 相关研究报告

《汤臣倍健-300146-2018年三季报点评: 三季度业绩靓丽, 公司渐入成长佳境》——2018-10-29

《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

## 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±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±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