

证券研究报告—动态报告

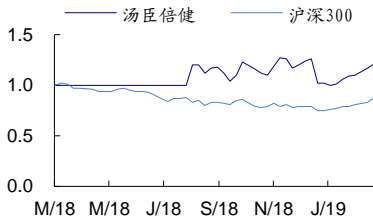
食品饮料

食品

汤臣倍健(300146)
买入
2018 年年报点评

(维持评级)

2019 年 02 月 28 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)	30,302/18,142
上证综指/深圳成指	2,954/9,006
12个月最高/最低(元)	21.98/0.00

相关研究报告:

《汤臣倍健-300146-重大事件快评:股权激励激发活力,目标稳健彰显信心》——2019-02-25

《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

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

证券分析师: 郭尉

电话: 15210587234
 E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

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
业绩稳健收官,战略布局提速
● 业绩基本符合预期,毛利率提升

2018 年实现营收 43.51 亿元 (+39.86%), 归母净利润 10.02 亿元 (+30.79%), 实现 EPS 0.68 元, 扣非后净利润 9.14 亿元 (+41.89%) 基本符合预期; 公司 18Q4 收入 9.29 亿 (+22.19%), 归母净利-0.56 亿 (-51.07%), 主因并表 LSP 带来无形资产摊销及费用影响。2018 年毛利率 67.66% 同增 0.58pct, 公司产品结构继续优化, 受益于大单品战略, 毛利率稳步提升。销售费用率 29.42% 同减 1.8pcts, 其中广告费 5.33 亿同增 33%; 管理费用率 11.59% 同增 1.7pcts, 主因工资福利、中介费用以及折旧摊销增加所致。因合并 LSG 期末形成商誉 21.7 亿元, 相关商誉未减值。销售商品、提供劳务等收到现金 50.73 亿元同增 43.47%, 经营现金流净额 13.49 亿元同增 41.36%, 现金流情况好。

● 主品牌及健力多线下加速, 多渠道稳健发展

公司主品牌和大单品齐头并进, 主品牌“汤臣倍健”实现营业收入 29.82 亿元, 同比增长 24.39%; “健力多”品牌实现营业收入 8.09 亿元, 同比增长 128.80%。从渠道角度看, 境外业务收入贡献占比 6.84%, 境内业务收入贡献占比 93.16%, 其中药店、商超、母婴店等线下收入占境内收入约 80%, 同比增长超 35%。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, 目前电商占比约 20%, 扣健之宝清算影响线上增速超 45%, 保持较快发展。公司收购 LSG 后 9 月起并表, 四个月并表收入 2.73 亿元, 由于无形资产摊销及财务费用等影响净利润-3200 万元。

● 三大战略布局提速, 预计一季度保持增长

汤臣倍健未来将继续围绕“夯实大单品”积极推进 life-space 国内线下药店、母婴店等渠道开拓, 稳步扩大健视佳试点范围, 同时加速健力多覆盖人群、保持高复购率; 同时开启电商品牌化 3.0 等战略, 打造线上专供及爆款单品; 加强商超、母婴等渠道建设全面布局提速, 未来有望成为新的盈利增长点。公司同时预计 2019 年第一季度销售收入较去年同期有较大程度增长, 业绩同期有一定幅度增长, 增幅 15%-35%。

● 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;

盈利预测及估值: 公司坚持多渠道运作, 积极打造线上渠道、前期医保政策影响有限。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。我们预计公司 19-21 年 EPS 为 0.91/1.15/1.40 元, 对应 PE23/18/15 倍, 给予“买入”评级。

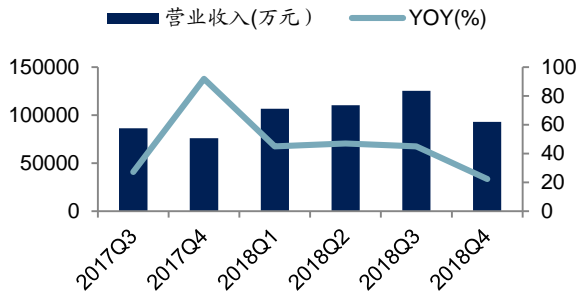
盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E	2020E
营业收入(万元)	4,351	6,377	8,058	9,822	7,934
(+/-%)	39.9%	46.6%	26.4%	21.9%	26.4%
净利润(万元)	1002	1344	1695	2057	1689
(+/-%)	30.8%	34.1%	26.1%	21.3%	26.7%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.91	1.15	1.40	1.15
EBIT Margin	27.6%	25.7%	25.5%	25.4%	25.1%
净资产收益率(ROE)	17.9%	22.4%	26.1%	28.9%	26.7%
市盈率(PE)	30.3	22.6	17.9	14.7	15.9
EV/EBITDA	24.7	20.4	16.7	13.4	14.5
市净率(PB)	5.42	5.06	4.66	4.26	4.24

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

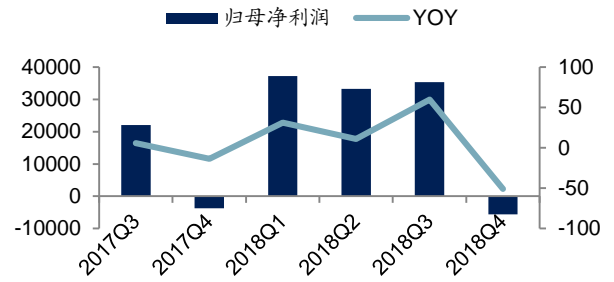
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 2017Q3-2018Q4 营收 (亿元) 及增速 (%)



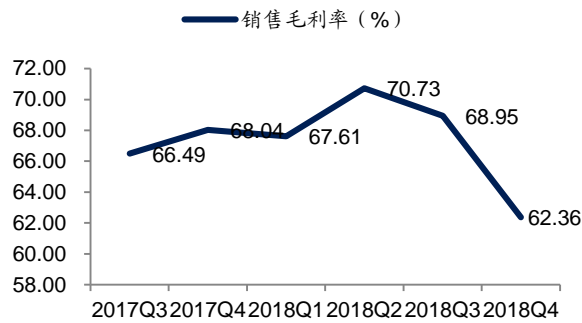
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2017Q3-2018Q4 业绩 (亿元) 及增速 (%)



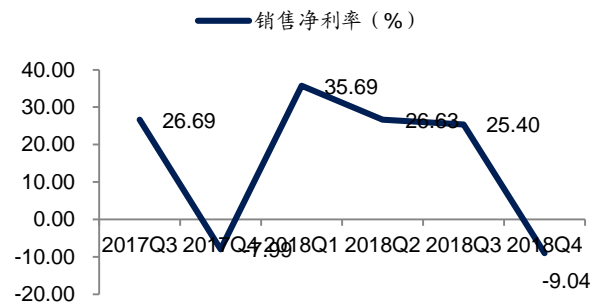
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2017Q3-2018Q4 毛利率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2017Q3-2018Q4 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) 2019-2-27	EPS			PE		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
H&H 国际控股	无评级	315	49.15	1.91	2.45	3.10	26.15	20.39	16.11
西王食品	增持	66	8.50	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	303	20.63	0.68	0.91	1.15	30.30	22.64	17.94

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

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1813	4540	4654	3319	营业收入	4351	6377	8058	9822
应收款项	261	262	331	404	营业成本	1407	2112	2647	3194
存货净额	671	891	1129	1384	营业税金及附加	63	96	121	147
其他流动资产	1350	1977	2498	3045	销售费用	1280	1913	2417	2946
流动资产合计	4096	7671	8612	8152	管理费用	401	619	817	1041
固定资产	720	781	837	881	财务费用	(21)	81	77	92
无形资产及其他	1563	1501	1440	1378	投资收益	48	7	3	11
投资性房地产	3162	3162	3162	3162	资产减值及公允价值变动	(89)	(4)	(6)	(8)
长期股权投资	250	250	250	250	其他收入	(77)	0	0	0
资产总计	9790	13365	14302	13824	营业利润	1103	1558	1975	2404
短期借款及交易性金融负债	158	3000	3000	1500	营业外净收支	26	18	18	18
应付款项	339	519	638	790	利润总额	1129	1576	1993	2422
其他流动负债	994	1149	1462	1719	所得税费用	221	247	313	380
流动负债合计	1491	4667	5100	4009	少数股东损益	(94)	(15)	(15)	(15)
长期借款及应付债券	893	893	893	893	归属于母公司净利润	1002	1344	1695	2057
其他长期负债	519	519	519	519					
长期负债合计	1411	1411	1411	1411	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2902	6079	6511	5420	净利润	1002	1344	1695	2057
少数股东权益	1296	1292	1287	1283	资产减值准备	25	13	5	5
股东权益	5592	5995	6504	7121	折旧摊销	147	144	155	165
负债和股东权益总计	9790	13365	14302	13824	公允价值变动损失	89	4	6	8
					财务费用	(21)	81	77	92
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2092)	(500)	(390)	(460)
每股收益	0.68	0.91	1.15	1.40	其它	(71)	(17)	(10)	(10)
每股红利	0.34	0.64	0.81	0.98	经营活动现金流	(900)	987	1462	1766
每股净资产	3.80	4.08	4.42	4.84	资本开支	(65)	(161)	(161)	(161)
ROIC	16%	17%	19%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	18%	22%	26%	29%	投资活动现金流	(168)	(161)	(161)	(161)
毛利率	68%	67%	67%	67%	权益性融资	1418	0	0	0
EBIT Margin	28%	26%	26%	25%	负债净变化	893	0	0	0
EBITDA Margin	31%	28%	27%	27%	支付股利、利息	(504)	(941)	(1187)	(1440)
收入增长	40%	47%	26%	22%	其它融资现金流	(1969)	2842	0	(1500)
净利润增长率	31%	34%	26%	21%	融资活动现金流	226	1901	(1187)	(2940)
资产负债率	43%	55%	55%	48%	现金净变动	(842)	2727	114	(1335)
息率	1.7%	3.1%	3.9%	4.7%	货币资金的期初余额	2655	1813	4540	4654
P/E	30.3	22.6	17.9	14.7	货币资金的期末余额	1813	4540	4654	3319
P/B	5.4	5.1	4.7	4.3	企业自由现金流	(1044)	863	1337	1646
EV/EBITDA	24.7	20.4	16.7	13.4	权益自由现金流	(2120)	3636	1271	69

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