

汤臣倍健 (300146)

18 年靓丽答卷，19 年动力不减 买入（维持）

2019 年 02 月 27 日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,351	5,795	7,099	8,114
同比（%）	39.9%	33.2%	22.5%	14.3%
归母净利润（百万元）	1,002	1,332	1,706	2,081
同比（%）	30.8%	32.9%	28.1%	22.0%
每股收益（元/股）	0.68	0.91	1.16	1.42
P/E（倍）	30.24	22.76	17.76	14.56

事件

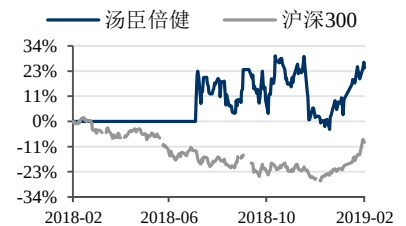
汤臣倍健公布 18 年年报：公司 18 年全年实现营业收入 43.51 亿元，同比+39.86%；归母净利润 10.02 亿元，同比+30.79%；扣非归母净利润 9.14 亿元，同比+41.89%。18Q4 单季实现营业收入 9.29 亿元，同比+22.2%；归母净利润-0.56 亿元，同比-51.07%；扣非归母净利润-0.99 亿元，同比-107.3%

投资要点

■ **收入端：**Q4 稳健收官，LSG 并表贡献增量。考虑到 LSG 于 2018.8.31-2018.12.31 并表，并表营业收入 2.73 亿元，剔除并表影响后 H2 收入 19.1 亿，同比+17.5%。Q4 增速略有放缓，主因多数经销商 11 月即完成全年任务，主动控制、布局来年。公司同时 Q1 业绩预增 15%-35%，Q1 动销开门红。分品类看：主品牌汤臣倍健实现营业收入 29.82 亿元，同比增长 24.39%；大单品“健力多”实现营业收入 8.09 亿元，同比增长 128.80%，收入占比 18.6%，18H2 健力多在高基数叠加下半年完成任务后主动控货的背景下，依旧实现 50%以上增长。分渠道看：线上增速领跑，线下环比加速。18 年线下渠道收入约 34.8 亿，占比接近 80%，同比+35%；电商渠道约 8.7 亿，占比 20%，扣除健之宝清算影响同比+45%。自公司 2017 年 12 月在线上取得龙头地位后，马太效应明显，增速领跑行业及主要竞品。18Q3 末部分产品提价，但占比较低，预计对 2019 年业绩贡献不明显。公司 18 年 7 月推出 YEP 系列聚焦年轻化，阿里数据显示动销良好，其中胶原蛋白粉连续多月为线上保健品热销前三名。

■ **利润端：**产品结构持续优化，费用扩张接近尾声。毛利端：18 年毛利率 67.66%，同比+0.59pct。费率端：18 年销售费用率 29.42%，公司 17 年 H2 开始加大广宣费投放，19 年费用边际增速有望放缓；管理+研发费用率 11.59%，同比+1.76pct，18H2 管理+研发费用率 17.1%，同比+6pct，主因购买 LSG 中介费和无形资产摊销增加。公司计提资产减值损失 0.89 亿，主因健之宝清算及蓝海之略计提减值准备。综上，18 年净利率 20.9%，全年受 LSG 无形资产摊销及财务费用等影响净利润-3157.75 万元。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.63
一年最低/最高价	15.62/21.98
市净率(倍)	5.42
流通 A 股市值(百万元)	18142.40

基础数据

每股净资产(元)	3.81
资产负债率(%)	29.65
总股本(百万股)	1468.82
流通 A 股(百万股)	879.42

相关研究

- 1、《汤臣倍健 (300146)：大单品+电商品牌化双轮驱动，业绩高增持续验证》2018-10-29
- 2、《汤臣倍健 (300146)：膳食营养补充剂龙头，大单品+电商助力腾飞》2018-08-05

大单品+电商品牌化成效显著，股权激励利益协同。公司是非直销膳食营养补充剂药店+线上双龙头，自 16 年结构调整后开启新一轮成长期，目前大单品和电商品牌化战略表现亮眼。19 年大单品三管齐下，“健力多”扩大渗透率，“健视佳”聚焦中老年人；Life-Space 投放资源开拓药店、母婴店等线下销售渠道。电商渠道 19 年启动线上专业年轻品牌 YEP、IWOW 等系列产品，打造线上大单品。公司 19 年股权激励发布，激励对象包括公司高管、核心技术（业务）人员共计 45 人。其中公司高管人均 130 万股，中层人员人均 35.42 万股，激励力度较高。根据公司行权条件测算，20/21/22 年公司营收增长率为 9.0%/10.3%/9.4%，由于行权条件设置意在绑定核心团队的利益，充分激发企业活力，因此公司层面增速目标设定不高但个人绩效考核层面条件设置较为严格，预计将充分激发活力。

盈利预测：公司是非直销膳食营养补充剂行业药店+线上双渠道龙头，通过大单品战略+电商品牌化战略拉开新一轮增长空间。预计 19-21 年收入分别为 58/71/81 亿，同比+33/23/14%；归母净利润分别为 13/17/21 亿，同比+33/28/22%；PE 为 23/18/15X，维持“买入”评级。

风险提示：大单品增速放缓，渠道扩张低于预期，收购 LSG 带来的商誉减值。

汤臣倍健三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4096	4736	4788	6146	营业收入	4351	5795	7099	8114
现金	1813	2613	2444	3686	减:营业成本	1407	1785	2165	2459
应收账款	221	422	287	362	营业税金及附加	63	88	108	124
存货	671	716	967	944	营业费用	1280	1785	2201	2434
其他流动资产	1390	985	1089	1154	管理费用	504	574	703	803
非流动资产	5695	7404	7854	8191	财务费用	-21	-5	-21	-66
长期股权投资	250	300	314	335	资产减值损失	89	135	85	97
固定资产	658	838	984	1070	加:投资净收益	48	46	47	47
在建工程	62	132	174	184	其他收益	26	0	0	0
无形资产	1599	2937	3194	3421	营业利润	1103	1479	1906	2311
其他非流动资产	3125	3196	3188	3182	加:营业外净收支	26	17	17	20
资产总计	9790	12140	12642	14337	利润总额	1129	1496	1922	2331
流动负债	1491	2396	2044	2624	减:所得税费用	221	230	300	384
短期借款	158	158	158	158	少数股东损益	-94	-66	-84	-134
应付账款	339	349	74	407	归属母公司净利润	1002	1332	1706	2081
其他流动负债	994	1888	1811	2059	EBIT	1101	1471	1888	2273
非流动负债	1411	1591	1356	1108	EBITDA	1251	1735	2202	2635
长期借款	893	1072	837	589					
其他非流动负债	519	519	519	519					
负债合计	2902	3987	3400	3732	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1296	1230	1146	1012	每股收益(元)	0.68	0.91	1.16	1.42
					每股净资产(元)	3.81	4.71	5.51	6.53
归属母公司股东权益	5592	6923	8096	9593	发行在外股份(百万股)	1469	1469	1469	1469
负债和股东权益	9790	12140	12642	14337	ROIC(%)	13.6%	16.9%	20.6%	21.5%
					ROE(%)	17.9%	18.2%	21.0%	21.5%
					毛利率(%)	67.7%	69.2%	69.5%	69.7%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	20.9%	23.0%	24.0%	25.7%
经营活动现金流	1349	2274	1289	2653	资产负债率(%)	29.6%	32.8%	26.9%	26.0%
投资活动现金流	-4041	-1926	-718	-652	收入增长率(%)	39.9%	33.2%	22.5%	14.3%
筹资活动现金流	1744	453	-740	-759	净利润增长率(%)	30.8%	32.9%	28.1%	22.0%
现金净增加额	-929	800	-169	1242	P/E	30.24	22.76	17.76	14.56
折旧和摊销	149	263	315	362	P/B	5.42	4.38	3.74	3.16
资本开支	251	1659	437	317	EV/EBITDA	23.95	17.69	13.80	10.92
营运资本变动	267	796	-580	457					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>