

内生动力十足，期待 LSG 表现 买入（维持）

2019 年 04 月 25 日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,351	5,794	7,099	8,114
同比（%）	39.9%	33.2%	22.5%	14.3%
归母净利润（百万元）	1,002	1,320	1,680	2,059
同比（%）	30.8%	31.7%	27.3%	22.6%
每股收益（元/股）	0.68	0.90	1.14	1.40
P/E（倍）	28.59	21.72	17.06	13.92

事件：公司发布 2019 年一季报，19 年 Q1 实现营收 15.7 亿元（+47.2%），归母净利 4.97 亿元（+33.69%），扣非净利 4.89 亿元（+32.65%）。

投资要点

■ **内生增长超预期，LSG 并表增量不大：**19Q1 营收 15.7 亿元（+47.2%），具体来看：1）主品牌汤臣倍健营收同增 29.84%，延续高增态势，主品牌部分品类去年提价贡献 2-3%价增外量增表现亮眼，验证了我们之前的观点——医保卡限刷风波对汤臣药店影响实则有限。根据草根调研，2019Q1 多数连锁药店终端并未感受到限刷影响保健品销量。2）健力多营收同增 69.48%，虽有 18Q1 仍处铺货前期网点覆盖率低的原因，但我们认为健力多的持续高增验证大单品战略行之有效，且成功的经营策略有望复制至公司其余大单品；3）线上：根据跟踪阿里数据推断，19Q1 汤臣线上渠道增速约为 15-20%，保健品行业线上增速约 4%，虽受到线上流量红利尾声影响，整体线上增速降缓，但汤臣仍大幅领先行业。4）Life-space 为并表新增收入，由于 Q1 仍处调整期，测算并表对公司贡献不大。原先 LSG 代购收入占比较高，新电商法对代购的监管一定程度上对原有海外 C2C 渠道有所影响，但草根调研来看，LSG 产品品牌力在益生菌品类中突出，国内增量空间大。

■ **利润受 LSG 并表影响略有拖累：**19Q1 毛利率 67%(-0.4pct)，基本稳定，考虑到 LSG 并表，预计公司内生毛利率仍有增长，提价和健力多占比提升均有贡献。销售费用率 19.15%(+3.5pct)，主要是品牌推广投入增加及并表影响；管理费用率（含研发）6.2%(+1.6pct)，主要是 LSG 并表后无形资产摊销增加。19Q1 净利率 30.2%(-5.5pct)，LSG 并表短期对业绩造成一定拖累，归母净利 4.97 亿（+33.7%），扣非净利 4.89 亿（+32.7%）。

■ **展望 19 年，主品牌提升+渠道加码+大单品战略齐发力。**2019 年，公司围绕既定的发展战略重点做好以下几方面的工作：1）品牌端：启动以蛋白质粉为形象产品的主品牌提升策略，Q1 即已布局，19Q1 末账面预付账款因预付原材料包材及品牌推广费导致同增 126%至 1.27 亿；2）产品端：重点培育健力多+Life-Space+健视佳三款产品，三箭齐发，夯实大单品战略，巩固 Life-Space 品牌；3）渠道端：开启电商品牌化 3.0 战略，加速商超渠道建设，深化母婴渠道。此外公司注重研发实力和人才梯队建设，19 年股票期权激励计划已审核通过，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，行权价 19.30 元/股（分红调整后），激励力度较高，利益绑定进一步激发动力。

■ **盈利预测与投资评级：**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 +32/27/23%；PE 为 22/17/14X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**大单品增速放缓，渠道扩张低预期，并购整合不利

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.51
一年最低/最高价	15.29/23.38
市净率(倍)	5.35
流通 A 股市值(百万元)	17194.96

基础数据

每股净资产(元)	3.65
资产负债率(%)	35.98
总股本(百万股)	1468.82
流通 A 股(百万股)	881.34

相关研究

- 1、《汤臣倍健 (300146)：18 年靓丽答卷，19 年动力不减》2019-02-28
- 2、《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
- 3、《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

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	3998	4015	5359	营业收入	4351	5794	7099	8114
现金	1813	1867	1673	2894	减:营业成本	1407	1795	2172	2464
应收账款	221	422	288	362	营业税金及附加	63	88	108	124
存货	671	723	965	950	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	7403	7854	8191	财务费用	-21	-2	2	-47
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	837	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	1465	1876	2286
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	11401	11869	13551	利润总额	1129	1482	1893	2306
流动负债	1491	2403	2042	2630	减:所得税费用	221	228	295	380
短期借款	158	158	158	158	少数股东损益	-94	-66	-82	-133
应付账款	339	351	74	408	归属母公司净利润	1002	1320	1680	2059
其他流动负债	994	1893	1810	2063	EBIT	1101	1469	1881	2271
非流动负债	1411	1591	1356	1108	EBITDA	1251	1732	2195	2633
长期借款	893	1072	837	589					
其他非流动负债	519	519	519	519	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2902	3994	3398	3738	每股收益(元)	0.68	0.90	1.14	1.40
少数股东权益	1296	1231	1148	1015	每股净资产(元)	3.81	4.21	4.99	5.99
					发行在外股份(百万股)	1469	1469	1469	1469
归属母公司股东权益	5592	6177	7323	8798	ROIC(%)	13.6%	16.9%	20.5%	21.4%
负债和股东权益	9790	11401	11869	13551	ROE(%)	17.9%	18.0%	20.7%	21.3%
					毛利率(%)	67.7%	69.0%	69.4%	69.6%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	20.9%	22.8%	23.7%	25.4%
经营活动现金流	1349	2265	1287	2651	资产负债率(%)	29.6%	35.0%	28.6%	27.6%
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	-285	-763	-778	净利润增长率(%)	30.8%	31.7%	27.3%	22.6%
现金净增加额	-929	54	-194	1221	P/E	28.59	21.72	17.06	13.92
折旧和摊销	149	263	315	362	P/B	5.12	4.64	3.91	3.26
资本开支	251	1659	437	316	EV/EBITDA	22.68	17.19	13.44	10.60
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>