

政策紧缩期+LSG 整合期，战略清晰表现稳健

买入（维持）

2019 年 07 月 30 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	1,316	1,678	2,058
同比（%）	30.8%	31.3%	27.5%	22.7%
每股收益（元/股）	0.68	0.90	1.14	1.40
P/E（倍）	27.55	20.98	16.46	13.42

事件：

公司公布 19 年中报：19H1 实现营收 29.70 亿元，同增 36.88%；归母净利润 8.67 亿元，同增 23.03%；扣非归母净利润 8.49 亿元，同增 26.67%。19Q2 单季实现营收 13.99 亿元，同增 26.91%；归母净利润 3.69 亿元，同增 11.09%；扣非归母净利润 3.60 亿元，同增 19.35%。

投资要点

■ **收入端：政策紧缩期内生表现稳健，LSG 整合期渠道协同逐渐体现。** 19H1 营收 29.70 亿元，同增 36.88%，19Q2 单季实现营收 13.99 亿元，同增 26.91%，收入增速环比回落。主因 1) 药店渠道 Q1 存在渠道补库存开门红效应；2) 线上渠道 Q2 受到电商红利放缓和平台政策波动等影响，增速有所放缓。上半年剔除广州汤臣佰盛后测算增速为 24%，分渠道看，线上增速有所放缓，实现个位数增长，从电商数据跟踪来看，行业整体承压情况下公司市占率仍稳居第一，多数月份份额仍有提升，竞争优势凸显。19 年公司实施电商品牌化 3.0 战略清晰，下半年电商专业年轻品牌 YEP、IWOW 等系列产品及多样化营销手段预计助力电商提速；上半年线下药店渠道受国家整治行动及药品零售规范影响，短期承压情况下测算仍实现超 20% 增长，政策紧缩期表现依旧亮眼。分产品看，上半年主品牌汤臣倍健表现稳健，同比增长 14.44%；大单品“健力多”继续保持高增长势头，同比增长 53.71%。19 年启动以蛋白粉为形象产品的“汤臣倍健”主品牌提升策略，5 月份蛋白粉新广告在央视、卫视和省台同步投放，预计有望进一步拉升主品牌品牌力，夯实线下深厚壁垒。我们预计 LSG 上半年实现收入 2.7 亿，主因受到海淘代购监管收紧影响 C2C 部分收入体量；澳洲本土业务及中国跨境电商表现依旧稳健；中国线下业务方面，“life-space”于 19 年 3 月开始在国内药店、母婴渠道等铺货协同，并在药店试水非蓝帽产品，期待未来“life-space”品牌培育后打开市场，19 年公司将进一步丰富和夯实大单品战略，预计“life-space”下半年表现将更为亮眼。

■ **利润端：LSG 并表拖累业绩，期待加速整合。** 上半年 LSG 未达盈亏平衡点，广州佰盛子公司亏损 0.66 亿，其中并表新增无形资产摊销约 0.7 亿，并购新增贷款利息导致财务费用同增 0.4 亿元，对公司业绩形成一定拖累。若剔除 LSG 并表影响，内生利润增速约为 32-33%。19H1 销售费用率 25.05%，同比+2.31pct，除 LSG 并表影响外，主要是广告费用同增 2 亿元，5 月蛋白粉新广告，6 月“健视佳”全新 TVC 在 6 大重点省份精准投放，7 月 LSG 全新广告片等宣传投放均彰显公司清晰的大单品战略布局。综上 19H1 实现归母净利润 8.67 亿元，同增 23.03%；19Q2 归母净利润 3.69 亿元，同增 11.09%。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.80
一年最低/最高价	15.29/23.38
市净率(倍)	4.79
流通 A 股市值(百万元)	16579.36

基础数据

每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	26.87
总股本(百万股)	1468.76
流通 A 股(百万股)	881.88

相关研究

- 1、《汤臣倍健 (300146)：业绩符合预期，期待 LSG 整合》
2019-07-01
- 2、《汤臣倍健 (300146)：内生动力十足，期待 LSG 表现》
2019-04-26
- 3、《汤臣倍健 (300146)：18 年靓丽答卷，19 年动力不减》
2019-02-28

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年营收为 58/71/81 亿元，增速为 33/23/14%；归母净利润为 13/17/21 亿元，增速为 31/28/23%；对应 EPS 为 0.9/1.1/1.4 元。对应 PE 为 21/16/13X，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。

表 1：公司分季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业总收入	864	761	1,068	1,102	1,252	929	1,571	1,399
yoy	27.1%	91.9%	45.0%	46.9%	44.9%	22.2%	47.2%	26.9%
归母净利润	221	-37	372	333	353	-56	497	369
yoy	5.7%	13.7%	31.4%	11.2%	60.0%	51.1%	33.7%	11.1%
毛利率 (%)	66.49	68.04	67.61	70.73	68.95	62.36	67.22	68.89
期间费用率 (%)	33.34	73.04	19.04	35.52	34.06	79.87	25.68	42.07
其中：销售费用率 (%)	28.57	57.76	15.64	29.63	23.45	53.05	19.15	31.68
管理费用率 (%)	6.22	16.60	4.54	7.53	10.36	26.18	6.16	10.13
财务费用率 (%)	(1.46)	(1.33)	(1.14)	(1.64)	0.25	0.63	0.38	0.26
归母净利率 (%)	25.58	-4.86	34.86	30.17	28.23	-6.01	31.66	26.41
ROE	4.42	(0.72)	7.38	6.43	6.39	(0.99)	9.09	6.64
pct	-0.13	-0.03	1.26	0.11	1.97	-0.27	1.71	0.22
资产负债率 (%)	12.24	16.06	20.32	12.38	26.45	29.65	35.98	26.87
pct	0.23	4.33	3.81	1.49	14.21	13.59	15.67	14.49
存货	299	422	386	351	543	671	658	662
较上年同比增减	77	83	97	30	244	249	272	311
存货周转天数 (天)	110	134	105	104	123	140	116	126
较上年同比增减 (天)	2	-8	-4	-17	13	6	11	22
应付账款及应付票据	196	275	217	224	356	339	397	267
较上年同比增减	106	85	106	67	160	64	180	43
预收账款	124	180	53	24	25	331	26	30
较上年同比增减	101	63	-13	-48	-99	151	-27	6
经营性现金流净额	181	312	122	469	323	435	7	473
筹资性现金流净额	-	-1	-	-481	2,312	-88	409	-1,029
资本开支	25	68	23	142	27	60	101	76

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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	3749	4101	5178	营业收入	4351	5794	7099	8114
现金	1813	1619	1759	2712	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	5	-45
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	1462	1874	2285
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	11152	11955	13369	利润总额	1129	1479	1890	2305
流动负债	1491	2157	2133	2454	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	-65	-82	-133
应付账款	339	445	504	572	归属母公司净利润	1002	1316	1678	2058
其他流动负债	994	1554	1471	1724	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					
负债合计	2902	3748	3489	3562	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1296	1231	1149	1016	每股收益(元)	0.68	0.90	1.14	1.40
					每股净资产(元)	3.81	4.20	4.98	5.99
归属母公司股东权益	5592	6174	7318	8791	发行在外股份(百万股)	1469	1469	1469	1469
负债和股东权益	9790	11152	11955	13369	ROIC(%)	13.6%	16.9%	20.5%	21.4%
					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%	22.7%	23.6%	25.4%
经营活动现金流	1349	2020	1624	2385	资产负债率(%)	29.6%	33.6%	29.2%	26.6%
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	-289	-765	-780	净利润增长率(%)	30.8%	31.3%	27.5%	22.7%
现金净增加额	-929	-194	141	953	P/E	27.55	20.98	16.46	13.42
折旧和摊销	149	263	315	362	P/B	4.94	4.47	3.77	3.14
资本开支	251	1659	437	316	EV/EBITDA	21.87	16.74	12.93	10.28
营运资本变动	267	550	-243	190					

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>