中国平安 金融·科技

平安证券 PING AN SECURITIES

食品饮料

2019 年 07 月 31 日

汤臣倍健 (300146)

受政策影响仍稳健成长，久经风雨无惧行业变革

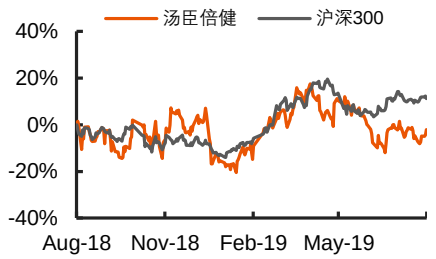
强烈推荐（维持）

现价：19.24 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.by-health.com
大股东/持股	梁允超/48.38%
实际控制人	梁允超
总股本(百万股)	1,469
流通 A 股(百万股)	882
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	282.59
流通 A 股市值(亿元)	169.67
每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	26.9

行情走势图



相关研究报告

《汤臣倍健*300146*立足好赛道&渠道优势，完善产品组合促发展》 2019-05-12

证券分析师

文献 投资咨询资格编号 S1060511010014 0755-22627143 WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号 S1060518070002 0755-33547353 LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号 S1060117110064 0755-33547523 JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号 S1060118100014 0755-33547894 HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项：

公司发布2019年半年度业绩显示，上半年公司实现营业收入29.70亿元，同比增长36.9%；测算2Q19实现营收13.99亿元，同比增长26.9%。上半年归母净利润8.67亿元，同比增长23%；测算2Q19归母净利润3.69亿元，同比增长11.1%。

平安观点：

- **业绩基本符合预期，费用提升导致净利增速承压。**2Q19 营收&净利增速略高于我们的预测约 2pcts，业绩基本符合预期。1H19 公司整体毛利率 68.01%，比上年同期降低 1.2 pcts，主因 LSG 并表后胶囊产品毛利降低。1H19 销售费用同比上升 50.8%，费用率同增 2.3 pcts，主因加大广告推广投入和 LSG 并表影响；管理费用同比上升 90.2%，费用率同增 2 pcts，主因 LSG 并购后新增的无形资产摊销。毛利率略降叠加费用高增，导致归母净利增速承压。LSG 业务给 1H19 带来 0.66 亿元的亏损，若后续整合顺利，并表造成的负面影响将持续消退。

- **2Q19 增速较 1Q19 下滑，线下销售受监管影响较大。**2Q19 营收&归母净利增速均低于 1Q19 超 20 pcts。分产品看，1H19 汤臣主品牌和健力多增速分别同增 14.4%和 53.7%，可确认 2Q19 主品牌&健力多增速均明显低于 1Q19。这或与 2Q19 多地要求医保药店下架全部保健食品的“一刀切”政策有关。但目前已有部分地区开始重新放松保健食品在药店中的销售，并且伴随着药店&保健企业的努力，“一刀切”的监管做法或将得到抑制。同时受益于蛋白粉的广告投入和大单品战略的持续推进，预期公司 2H19 线下将能维持稳健增长。

- **线上增速放缓明显，积极开拓商超&母婴店渠道。**新电商法出台叠加线上红利的消退，1H19 行业线上渠道增速有大幅放缓的迹象。同时由于部分电商平台政策的变化，公司同期整体线上营收仅个位数增长，在阿里系电商平台负增长。展望 2H19，公司将坚持电商品牌化战略，并在不同电商平台上采取差异化的销售策略和产品组合，或能重新刺激线上增长。除药店&电商渠道外，公司也在加速商超和母婴店等新兴渠道的建设，如推出营养软糖、儿童益生菌等举措的效果或值得期待。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,111	4,351	5,887	7,354	8,819
YoY(%)	34.7	39.9	35.3	24.9	19.9
净利润(百万元)	766	1,002	1,303	1,610	1,956
YoY(%)	43.2	30.8	30.0	23.5	21.5
毛利率(%)	67.1	67.7	66.3	66.7	67.1
净利率(%)	24.6	23.0	22.1	21.9	22.2
ROE(%)	15.7	18.7	22.2	24.8	27.2
EPS(摊薄/元)	0.52	0.68	0.89	1.10	1.33
P/E(倍)	36.9	28.2	21.7	17.6	14.4
P/B(倍)	5.5	5.1	4.6	4.1	3.7

- **久经风雨无惧行业变革，渠道+产品优势造就长期竞争力。**权健事件后行业遭受严格甚至是“一刀切”式的监管，各企业均面临着严峻挑战。但汤臣倍健近 20 年发展史上曾数次成功应对行业变革，现已站稳药店&电商的龙头位置，并通过大单品战略持续培育利润增长点。从长期看，消费群体和人均消费额增加空间仍大，保健食品行业成长天花板仍高。更严格和规范化的监管也将持续出清中小品牌，作为行业龙头的汤臣倍健或能持续提升市场份额，享受行业发展红利。

- **展望 2H19，汤臣倍健将继续加大对主品牌和三大单品的推广力度、延续电商品牌化战略、并积极应对 LSG 整合中的各种问题。**考虑到在当前大环境下，LSG 业务的整合和利润释放可能需要更长时间。我们预测 2019-2021 年公司营收 58.9、73.5、88.2 亿元，增 35.3%、24.9%、19.9%；归母净利 13.0、16.1、19.6 亿元，增 30.0%、23.5%、21.5%；对应 EPS 预测 0.89、1.10、1.33 元（原 EPS 预测 0.89、1.11、1.38 元），PE 22、18、14 倍。若以增发后 15.83 亿股的总股本计算，则对应 EPS 预测 0.82、1.02、1.24 元，PE 23、19、16 倍。对比食品饮料其他子行业龙头的估值水平，汤臣倍健估值仍偏低，因此维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**1、行业政策风险：保健食品所受监管较多，相关政策颁布和执行力度变化较难预测，可能对行业的发展造成影响。2、食品安全事故风险：国内消费者对此较为敏感，若被爆出严重食品安全事件，将对产品销售产生极大负面影响。3、LSG 业绩未达预期：汤臣倍健收购 LSG 的溢价较高，产生的商誉较大，若 LSG 业绩未达预期存在商誉减值的风险。4、原材料供应风险：保健食品对原材料的质量要求较高，若公司某一重要原材料供应出现问题，将对公司的产能造成影响。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,096	5,027	6,133	7,280
现金	1,813	2,413	3,253	4,101
应收票据及应收账款	249	339	422	507
其他应收款	32	74	74	100
预付账款	56	53	82	87
存货	671	793	979	1,162
其他流动资产	1,274	1,354	1,324	1,323
非流动资产	5,695	5,504	5,365	5,233
长期投资	250	250	250	250
固定资产	658	591	540	499
无形资产	1,563	1,364	1,205	1,064
其他非流动资产	3,224	3,299	3,370	3,420
资产总计	9,790	10,531	11,498	12,514
流动负债	1,491	1,786	2,251	2,676
短期借款	158	0	0	0
应付票据及应付账款	339	490	593	722
其他流动负债	994	1,296	1,658	1,954
非流动负债	1,411	1,411	1,411	1,411
长期借款	893	893	893	893
其他非流动负债	519	519	519	519
负债合计	2,902	3,197	3,662	4,088
少数股东权益	1,296	1,173	1,021	835
股本	1,469	1,469	1,469	1,469
资本公积	2,023	2,023	2,023	2,023
留存收益	2,188	2,757	3,411	4,188
归属母公司股东权益	5,592	6,160	6,815	7,591
负债和股东权益	9,790	10,531	11,498	12,514

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,349	1,565	1,877	2,113
净利润	1,002	1,303	1,610	1,956
折旧摊销	149	287	262	245
财务费用	-21	-37	-35	-31
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-201	135	192	129
其他经营现金流	420	-123	-152	-186
投资活动现金流	-4,041	-109	-117	-116
资本支出	-176	-109	-117	-116
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-3,865	0	0	0
筹资活动现金流	1,744	-856	-920	-1,149
短期借款	158	-158	0	0
长期借款	893	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	693	-698	-920	-1,149
现金净增加额	-948	600	840	848

利润表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,351	5,887	7,354	8,819
营业成本	1,407	1,983	2,447	2,905
营业税金及附加	63	90	109	131
营业费用	1,280	1,736	2,212	2,620
管理费用	401	452	594	734
研发费用	103	186	201	243
财务费用	-21	-37	-35	-31
资产减值损失	89	93	98	103
其他收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	26	28	29	30
投资净收益	48	53	58	64
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	1,103	1,465	1,813	2,207
营业外收入	48	51	53	56
营业外支出	22	23	24	25
利润总额	1,129	1,492	1,842	2,238
所得税	221	312	385	468
净利润	908	1,180	1,457	1,770
少数股东损益	-94	-123	-152	-186
归属母公司净利润	1,002	1,303	1,610	1,956
EBITDA	23	17	14	12
EPS（元）	0.68	0.89	1.10	1.33

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	39.9	35.3	24.9	19.9
营业利润(%)	25.5	32.8	23.8	21.7
归属于母公司净利润(%)	30.8	30.0	23.5	21.5
获利能力				
毛利率(%)	67.7	66.3	66.7	67.1
净利率(%)	23.0	22.1	21.9	22.2
ROE(%)	18.7	22.2	24.8	27.2
ROIC(%)	17.9	16.7	21.7	27.5
偿债能力				
资产负债率(%)	29.6	30.4	31.9	32.7
净负债比率(%)	-3.5	-13.7	-23.5	-31.9
流动比率	2.7	2.8	2.7	2.7
速动比率	2.3	2.4	2.3	2.3
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	20.3	20.0	19.3	19.0
应付账款周转率	4.6	4.8	4.5	4.4
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.89	1.10	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	1.07	1.28	1.44
每股净资产(最新摊薄)	3.81	4.19	4.64	5.17
估值比率				
P/E	28.2	21.7	17.6	14.4
P/B	5.1	4.6	4.1	3.7
EV/EBITDA	23.5	16.7	13.9	11.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。

中国平安 金融 · 科技

平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033