

政策仍有扰动，期待 LSG 整合 买入（维持）

2019 年 10 月 24 日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,351	5,468	6,803	8,174
同比（%）	39.9%	25.7%	24.4%	20.2%
归母净利润（百万元）	1,002	1,096	1,298	1,532
同比（%）	30.8%	9.3%	18.5%	18.0%
每股收益（元/股）	0.63	0.69	0.82	0.97
P/E（倍）	26.89	24.59	20.76	17.59

事件：

公司发布 2019 年三季报，19Q1-Q3 实现营收 43.81 亿元（+28.04%），归母净利 11.91 亿元（+12.56%），扣非净利 11.35 亿元（+12.12%）。19Q3 实现营收 14.11 亿元（+12.73%），归母净利 3.24 亿元（-8.3%），扣非净利 2.86 亿元（-16.34%）。

投资要点

■ **收入增速略有放缓。**19Q1-Q3 实现营收 43.81 亿元（+28.04%），19Q3 实现营收 14.11 亿元（+12.73%）。1) **分产品看**，前三季度“汤臣倍健”主品牌同比增长约 9%（增速环比 19H1 下降约 5pct），关节护理品牌“健力多”同比增长约 50%（增速环比 19H1 下降约 4pct）。我们跟踪 LSG 境外业务受电商法影响较大，仍处去库存阶段；国内药店、母婴渠道等铺货协同中，7 月开始线上线下的品牌一体化推广，整合仍需时日，益生菌市场仍处快速增长期，后续整合值得期待。2) **分渠道看**，根据我们线上淘数据跟踪来看，Q3 线上收入增速约为 14-18%，远高于线上膳食营养补充剂整体增速（0.47%），我们认为伴随行业规范，龙头受益为大势，公司市占率持续上升。

■ **适度激进的市场策略下，品牌建设继续加码。**19Q1-Q3 毛利率 67.32%（-1.78pct），19Q3 毛利率 65.87%（-3.08pct）。Q3 销售费用率 33.18%（+9.73pct），销售费用同比增加 59%，我们预计主要为线下渠道建设加码，以及产品推广所需广告投入增加。其中包括，5 月蛋白粉新广告发布，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加码，预计全年注重销售费用投放，为 19Q4 和来年打基础，布局均彰显公司清晰的大单品战略。Q3 管理费用率（含研发费用）9.65%（-0.72pct），财务费用率 0.35%（+0.1pct）。综上，19Q3 净利率 21.87%（-3.53pct），实现归母净利 3.24 亿元（-8.3%），扣非净利 2.86 亿元（-16.34%）。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年营收为 55/68/82 亿元，增速为 26/24/20%；归母净利润为 11/13/15 亿元，增速 9/18/18%；对应 EPS 为 0.7/0.8/1.0 元。对应 PE 为 25/21/18X，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)	17.03
一年最低/最高价	15.29/23.38
市净率(倍)	3.65
流通 A 股市值(百万元)	15018.43

基础数据

每股净资产(元)	4.66
资产负债率(%)	24.19
总股本(百万股)	1582.49
流通 A 股(百万股)	881.88

相关研究

- 1、《汤臣倍健 (300146)：政策紧缩期+LSG 整合期，战略清晰表现稳健》2019-07-31
- 2、《汤臣倍健 (300146)：业绩符合预期，期待 LSG 整合》2019-07-01
- 3、《汤臣倍健 (300146)：内生动力十足，期待 LSG 表现》2019-04-26

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	3728	3756	4507	营业收入	4351	5468	6803	8174
现金	1813	1615	1319	1735	减:营业成本	1407	1824	2318	2973
应收账款	221	386	294	360	营业税金及附加	63	83	104	124
存货	671	746	1056	1255	营业费用	1280	1706	2191	2534
其他流动资产	1390	980	1087	1157	管理费用	504	558	694	817
非流动资产	5695	7340	7801	8205	财务费用	-21	1	10	-24
长期股权投资	250	300	314	335	资产减值损失	89	128	81	97
固定资产	658	787	941	1082	加:投资净收益	48	46	47	47
在建工程	62	119	165	185	其他收益	26	0	0	0
无形资产	1599	2937	3194	3421	营业利润	1103	1214	1453	1699
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	11068	11557	12713	利润总额	1129	1231	1470	1719
流动负债	1491	2182	2242	2833	减:所得税费用	221	190	235	286
短期借款	158	158	158	158	少数股东损益	-94	-54	-64	-99
应付账款	339	458	555	744	归属母公司净利润	1002	1096	1298	1532
其他流动负债	994	1566	1529	1931	EBIT	1101	1221	1466	1706
非流动负债	1411	1577	1346	1108	EBITDA	1251	1482	1776	2066
长期借款	893	1059	827	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	3759	3589	3941	每股收益(元)	0.63	0.69	0.82	0.97
少数股东权益	1296	1242	1178	1079	每股净资产(元)	3.53	3.83	4.29	4.86
					发行在外股份(百万股)	1469	1582	1582	1582
归属母公司股东权益	5592	6067	6790	7693	ROIC(%)	13.6%	14.1%	15.9%	16.1%
负债和股东权益	9790	11068	11557	12713	ROE(%)	17.9%	15.0%	16.0%	15.8%
					毛利率(%)	67.7%	66.6%	65.9%	63.6%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	20.9%	20.0%	19.1%	18.7%
经营活动现金流	1349	1854	1235	1969	资产负债率(%)	29.6%	34.0%	31.1%	31.0%
投资活动现金流	-4041	-1860	-724	-717	收入增长率(%)	39.9%	25.7%	24.4%	20.2%
筹资活动现金流	1744	-191	-808	-835	净利润增长率(%)	30.8%	9.3%	18.5%	18.0%
现金净增加额	-929	-198	-297	416	P/E	26.89	24.59	20.76	17.59
折旧和摊销	149	261	310	360	P/B	4.82	4.44	3.97	3.50
资本开支	251	1595	447	384	EV/EBITDA	21.35	19.11	15.86	13.28
营运资本变动	267	596	-272	247					

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>