

汤臣倍健 (300146)

公司研究/点评报告

行业因素压制短期业绩，长期看好大单品推广及新品研发

——汤臣倍健 (300146) 2019 年三季报点评

点评报告/食品饮料行业

2019 年 10 月 25 日

一、事件概述

公司 10 月 24 日发布 2019 年三季报。前三季度，公司实现营业收入 43.81 亿元，同比+28.04%；归母净利润 11.91 亿元，同比+12.56%，基本 EPS0.80 元。合 Q3 单季度营业收入 14.11 亿元，同比+12.73%，归母净利润 3.24 亿元，同比-8.30%。

二、分析与判断

➤ 营收增速平稳，净利润增速下滑，短期经营压力显现

前三季度，公司实现营收/归母净利润 43.81/11.91 亿元，同比分别+28.04%/+12.56%；合 Q2 单季度营收/归母净利润 14.11/3.24 亿元，同比分别+12.73%/-8.30%。总体看，前三季度公司营收增速较平稳，但短期经营压力开始显现：线下受市场整治行动影响；线上受电商平台审核收严、电商法抑制跨境代购影响，叠加 Life-space 及健视佳处于导入期，整体利润增速受到压制。

前三季度，公司毛利率 67.32%，同比-1.78 个百分点；合 Q3 单季度毛利率 65.87%，同比-3.08 个百分点。公司毛利率下滑的主要原因是行业竞争加剧，公司采取适度激进的经营策略，加大了对经销商的货折力度。19 年前三季度，公司期间费用率为 36.55%，同比+6.71 个百分点；其中销售费用率 27.67%，同比+4.67 个百分点；管理费用率 8.55%，同比+0.92 个百分点；财务费用率 0.33%，同比+1.12 个百分点。19Q3 单季度期间费用率为 43.18%，同比+9.12 个百分点；其中销售费用率 33.18%，同比+9.73 个百分点；管理费用率 9.65%，同比-0.72 个百分点；财务费用率 0.35%，同比+0.11 个百分点。销售费用率上升的主要原因是品牌投入加大；管理费用率上升主要原因是 Life-space 并表后无形资产摊销加大；财务费用率上升主要原因是并购贷款产生的利息支出上升。

➤ 行业环境及单品导入短期压制业绩增速

2019 年 5 月以来，国务院、市场监管总局、公安部联合加强整治保健食品行业，叠加药店销售保健食品被进一步规范，公司线下渠道增速放缓；线上业务受电商平台取缔、限制个人代购，线上竞品增多等负面因素影响；此外，今年以来，《电商法》正式实施抑制个人跨境代购。受多种行业负面因素影响，公司短期利润增速承压。大单品导入方面，健视佳线下铺货进度良好，已完成 6 个省以上，但根据计划预计今年仍无法全国性铺货；LSG 在药店、母婴、商超渠道仍处于产品导入期，以往个人跨境代购比例约占 50%，今年受电商法负面影响较大。随着公司客户及渠道转型、去库存等措施的持续推进，上述短期负面因素的影响在逐步降低，公司行业头部地位稳固，长期成长性仍然可期。

➤ 产品研发持续强化，不断改善产品矩阵

2019 年 9 月，公司与杜邦营养生物科技签署《创新战略合作协议》，双方将围绕欧洲 Phenflex 等项目（肠道微生态相关技术）、新功能益生菌的联合开发、在中国开展益生菌类保健食品研发等方面展开合作。10 月，公司与恒天然集团签署《战略合作协议》，双方围绕乳蛋白及特定益生菌领域展开合作。10 月，公司与上海生科院签署合作协议，围绕营养与抗衰老方面展开合作。上述合作协议主要围绕益生菌产品和抗衰老产品布局，对公司现有的 Life-space 产品研发及未来产品矩阵丰富具有积极作用。

推荐

维持评级

当前价格：

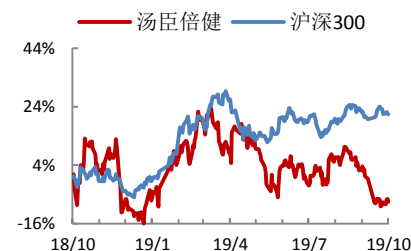
17.03

交易数据

2019-10-24

近 12 个月最高/最低	22.9/15.87
总股本 (百万股)	1582.49
流通股本 (百万股)	881.88
流通股比例 (%)	56%
总市值 (亿元)	269.50
流通市值 (亿元)	150.18

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
电话：010-85127513
邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028
电话：0755-22662016
邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

三、盈利预测与投资建议

根据公司前三季度经营情况，我们对公司盈利预测进行小幅下调。预计 19-21 年公司实现营业收入 55.25/71.28/91.95 亿元，同比+27%/+29%/+29%；实现归属上市公司净利润 11.60/14.33/17.93 亿元，同比+16%/+24%/+25%，对应 EPS 为 0.79/0.98/1.22 元，目前股价对应 PE 为 22/18/14 倍。受行业监管政策、电商平台政策、电商法实施、单品处于导入期等因素影响，公司短期经营业绩压力有所增大。但公司作为行业头部公司，长期成长性仍然可期。同时，目前公司估值显著低于其他食品板块整体 32 倍的水平，故维持“推荐”评级。

四、风险提示：

业务扩张速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,351	5,525	7,128	9,195
增长率（%）	39.9%	27.0%	29.0%	29.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,002	1,160	1,433	1,793
增长率（%）	30.8%	15.7%	23.5%	25.2%
每股收益（元）	0.69	0.79	0.98	1.22
PE（现价）	24.7	21.6	17.5	14.0
PB	4.5	4.2	3.8	3.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,351	5,525	7,128	9,195
营业成本	1,407	1,823	2,352	3,053
营业税金及附加	63	81	104	134
销售费用	1,280	1,768	2,352	3,034
管理费用	401	526	668	869
研发费用	103	66	127	137
EBIT	1,096	1,262	1,525	1,968
财务费用	(21)	0	1	1
资产减值损失	89	36	19	45
投资收益	48	48	48	48
营业利润	1,103	1,291	1,575	1,991
营业外收支	26	17	21	19
利润总额	1,129	1,308	1,596	2,010
所得税	221	215	287	346
净利润	908	1,093	1,309	1,664
归属于母公司净利润	1,002	1,160	1,433	1,793
EBITDA	1,245	1,511	1,792	2,308
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1813	2874	2102	2804
应收账款及票据	249	319	409	529
预付款项	56	49	78	92
存货	671	750	1149	1339
其他流动资产	1274	1274	1274	1274
流动资产合计	4096	5357	5005	6136
长期股权投资	250	298	346	394
固定资产	658	686	699	719
无形资产	1563	2082	2931	3539
非流动资产合计	5695	5098	6476	6786
资产合计	9790	10455	11480	12922
短期借款	158	158	158	158
应付账款及票据	339	465	583	768
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1491	1835	2360	2988
长期借款	893	893	893	893
其他长期负债	517	517	517	517
非流动负债合计	1411	1411	1411	1411
负债合计	2902	3246	3771	4399
股本	1469	1469	1469	1469
少数股东权益	1296	1229	1106	977
股东权益合计	6888	7209	7709	8523
负债和股东权益合计	9790	10455	11480	12922

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	39.9%	27.0%	29.0%	29.0%
EBIT 增长率	43.9%	15.1%	20.8%	29.1%
净利润增长率	30.8%	15.7%	23.5%	25.2%
盈利能力				
毛利率	67.7%	67.0%	67.0%	66.8%
净利润率	23.0%	21.0%	20.1%	19.5%
总资产收益率 ROA	10.2%	11.1%	12.5%	13.9%
净资产收益率 ROE	17.9%	19.4%	21.7%	23.8%
偿债能力				
流动比率	2.7	2.9	2.1	2.1
速动比率	2.3	2.5	1.7	1.6
现金比率	1.2	1.6	0.9	0.9
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	15.6	13.8	14.7	14.3
存货周转天数	139.9	136.9	138.4	137.6
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.8	1.0	1.2
每股净资产	3.8	4.1	4.5	5.1
每股经营现金流	0.9	1.0	1.1	1.5
每股股利	0.5	0.5	0.6	0.6
估值分析				
PE	24.7	21.6	17.5	14.0
PB	4.5	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA	19.4	15.9	13.5	10.3
股息收益率	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	908	1,093	1,309	1,664
折旧和摊销	238	285	287	384
营运资金变动	270	107	87	153
经营活动现金流	1,349	1,421	1,614	2,135
资本开支	250	(412)	1,576	582
投资	(3,840)	0	0	0
投资活动现金流	(4,041)	412	(1,576)	(582)
股权募资	1,418	0	0	0
债务募资	950	0	0	0
筹资活动现金流	1,744	(771)	(810)	(851)
现金净流量	(948)	1,061	(773)	702

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。