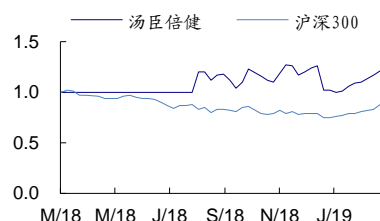


证券研究报告—动态报告
食品饮料
食品
汤臣倍健(300146)
买入
2019年三季度报点评

(维持评级)

2019年10月25日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,469/879
总市值/流通(百万元)	30,302/18,142
上证综指/深圳成指	2,954/9,006
12个月最高/最低(元)	21.98/0.00

相关研究报告:

《汤臣倍健-300146-重大事件快评:股权激励激发活力,目标稳健彰显信心》——2019-02-25
 《汤臣倍健-300146-2018年三季度报点评:三季度业绩靓丽,公司渐入成长佳境》——2018-10-29
 《汤臣倍健-300146-重大事件快评:三季度业绩超预期,公司再入成长快车道》——2018-09-28
 《汤臣倍健-300146-三大战略助推起飞,保健帝国全貌初显》——2018-08-02
 《汤臣倍健-300146-2018年半年报点评:三大战略有序推进,国际并购助力公司高增长》——2018-07-31

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

证券分析师: 郭尉

电话: 15210587234
 E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

财报点评
行业整治增速承压, 坚定策略期待复苏
● 收入增速放缓, 品牌投入持续

2019年前三季度实现营收43.8亿元(+28.04%),归母净利润11.91亿元(+12.56%),单Q3营收14.1亿元(+12.73%),归母净利润3.24亿元(-8.3%),业绩与前期预告区间吻合,收入增速略低于市场预期,符合我们前期判断,主要因为LSG海外业务受《电商法》冲击影响仍在持续,且去年9月份开始并表同比贡献减少,同时国内在国家行业整治规范大环境下,销售端亦有所承压。2019Q3毛利率65.9%同减3pct,主因并表毛利偏低,公司自身仍在持续推动大单品战略,优化自身主力产品结构及渠道布局。Q3销售费率33.2%同增9.7pcts,期内广宣等品牌投入仍较高,预计全年投放仍将以2017年高位为限稳定投放,管理费率7.5%同减0.6pct,因18Q4有较多中介费基数,预计19Q4仍呈降势。Q3净利率21.9%同减3.5pcts。与H1降幅接近。

● 主品牌及健力多增长稳健, LSG有所放缓

公司前三季度主品牌“汤臣倍健”营业收入同增约9%,单Q3母品牌增速较上半年有明显回落,主要受国家整治大环境影响,大基数下增速放缓。“健力多”品牌营收同比增长约50%,仍保持高增势头。线下渠道持续渗透,前期广告效果逐渐体现,预计在公司主品牌提升策略、大单品战略、开启电商品牌化3.0战略以及加速商超渠道和母婴渠道建设等措施支撑下将维持稳健较快发展。线上受电商平台政策变化,前三季度仍仅实现个位数增长。公司收购LSG并表贡献收入增量,但新电商法的实施以及代购的规范化令部分面向中国的澳洲零售客户受到冲击,渠道正在转型,去库存仍将持续,公司也正推进整合措施积极面对LSG发展中面对的挑战。

● 市场开拓提速, 巩固品牌地位

汤臣倍健将继续围绕“夯实大单品”战略推进,life-space在母婴渠道已推出三款婴幼儿、儿童、孕妇可食用的益生菌固体饮料。动销表现良好,7月以来携手刘涛等明星发布广告提升品牌知名度。继续扩大第二单品健视佳试点范围,6月推出电视广告聚焦中老年人群,在六大重点省份市场进行沟通。加强商超、母婴等渠道建设,有望成新增长点。

盈利预测及估值: 因销售短期受行业环境及外部不确定性影响有所承压,品牌投入阶段费用有所增长,业绩有所波动,后续关注海外库存压力出清及国内行业景气回暖拐点。下调公司2019-21年EPS至0.74/0.91/1.07元(原预测2019-21年EPS为0.85/1.07/1.30),对应23/19/16倍PE,一年期目标估值20.9-22.8元,维持“买入”评级。

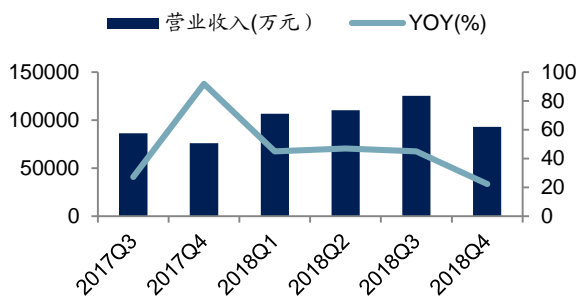
风险提示: 终端消费环境持续疲软;费用投放过快;新品扩张低于预期;

盈利预测和财务指标

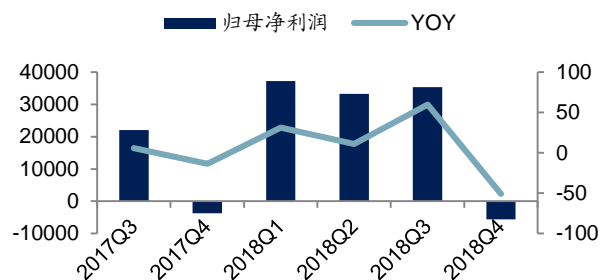
	2018	2019E	2020E	2021E	2020E
营业收入(万元)	4,351	5,533	6,601	7,643	7,934
(+/-%)	39.9%	27.2%	19.3%	15.8%	26.4%
净利润(万元)	1002	1175	1443	1696	1689
(+/-%)	30.8%	17.3%	22.8%	17.5%	26.7%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.74	0.91	1.07	1.15
EBIT Margin	27.6%	25.9%	26.5%	26.9%	25.1%
净资产收益率(ROE)	17.9%	19.8%	22.6%	24.6%	26.7%
市盈率(PE)	25.0	22.9	18.7	15.9	15.9
EV/EBITDA	20.7	20.8	17.3	14.3	14.5
市净率(PB)	4.48	4.53	4.22	3.91	4.24

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

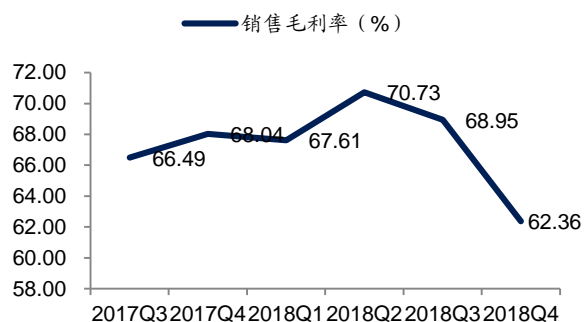
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 2017Q3-2018Q4 营收 (亿元) 及增速 (%)


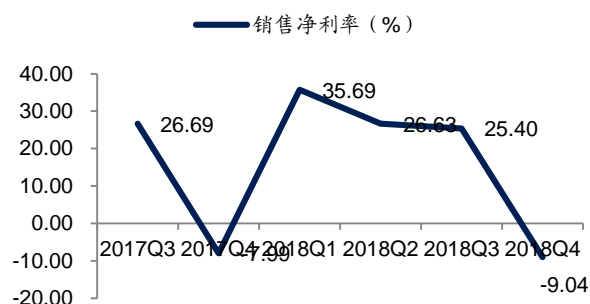
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2017Q3-2018Q4 业绩 (亿元) 及增速 (%)


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2017Q3-2018Q4 毛利率 (%) 一览


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2017Q3-2018Q4 净利率 (%) 一览


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2019-10-24	EPS			PE		
				2018	2019E	2020E	2018	2019	2020
H&H 国际控股	无评级	193	30.10	1.44	2.34	2.66	20.9	12.9	11.3
西王食品	增持	51	4.71	0.44	0.47	0.54	10.6	9.9	8.7
平均							15.8	11.4	10.0
汤臣倍健	买入	269	17.03	0.68	0.74	0.91	25.0	22.9	18.7

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测, 其中 H&H 国际控股来自 Wind 一致预期, 港股单位为港元

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1813	4679	4855	3587	营业收入	4351	5533	6601	7643
应收款项	261	227	271	314	营业成本	1407	1819	2101	2366
存货净额	671	763	889	1016	营业税金及附加	63	83	99	115
其他流动资产	1350	1715	2046	2369	销售费用	1280	1660	1980	2293
流动资产合计	4096	7385	8062	7287	管理费用	401	536	669	812
固定资产	720	781	838	883	财务费用	(21)	80	73	86
无形资产及其他	1563	1501	1440	1378	投资收益	48	7	3	11
投资性房地产	3162	3162	3162	3162	资产减值及公允价值变动	(89)	(4)	(6)	(7)
长期股权投资	250	250	250	250	其他收入	(77)	0	0	0
资产总计	9790	13080	13752	12961	营业利润	1103	1358	1676	1976
短期借款及交易性金融负债	158	3000	3000	1500	营业外净收支	26	18	18	18
应付款项	339	444	502	580	利润总额	1129	1376	1694	1994
其他流动负债	994	989	1173	1301	所得税费用	221	216	266	313
流动负债合计	1491	4432	4676	3381	少数股东损益	(94)	(15)	(15)	(15)
长期借款及应付债券	893	893	893	893	归属于母公司净利润	1002	1175	1443	1696
其他长期负债	519	519	519	519					
长期负债合计	1411	1411	1411	1411	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2902	5844	6087	4792	净利润	1002	1175	1443	1696
少数股东权益	1296	1292	1287	1283	资产减值准备	25	13	6	6
股东权益	5592	5944	6377	6886	折旧摊销	147	144	155	165
负债和股东权益总计	9790	13080	13752	12961	公允价值变动损失	89	4	6	7
					财务费用	(21)	80	73	86
					营运资本变动	(2092)	(311)	(252)	(282)
					其它	(71)	(17)	(10)	(10)
					经营活动现金流	(900)	1008	1347	1581
					资本开支	(65)	(161)	(161)	(161)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(168)	(161)	(161)	(161)
					权益性融资	1418	0	0	0
					负债净变化	893	0	0	0
					支付股利、利息	(504)	(823)	(1010)	(1187)
					其它融资现金流	(1969)	2842	0	(1500)
					融资活动现金流	226	2019	(1010)	(2687)
					现金净变动	(842)	2866	176	(1268)
					货币资金的期初余额	2655	1813	4679	4855
					货币资金的期末余额	1813	4679	4855	3587
					企业自由现金流	(1044)	882	1219	1456
					权益自由现金流	(2120)	3656	1157	(116)

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.68	0.74	0.91	1.07
每股红利	0.34	0.52	0.64	0.75
每股净资产	3.80	3.76	4.03	4.35
ROIC	16%	15%	17%	19%
ROE	18%	20%	23%	25%
毛利率	68%	67%	68%	69%
EBIT Margin	28%	26%	27%	27%
EBITDA Margin	31%	29%	29%	29%
收入增长	40%	27%	19%	16%
净利润增长率	31%	17%	23%	17%
资产负债率	43%	55%	54%	47%
息率	2.0%	3.3%	4.0%	4.7%
P/E	25.0	22.9	18.7	15.9
P/B	4.5	4.5	4.2	3.9
EV/EBITDA	20.7	20.8	17.3	14.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032