



汤臣倍健 (300146)

政策影响仍未消退，看好公司长期成长能力

强烈推荐（维持）

现价：17.06 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.by-health.com
大股东	梁允超/44.90%
实际控制人	梁允超
总股本(百万股)	1,582
流通 A 股(百万股)	882
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	269.97
流通 A 股市值(亿元)	150.45
每股净资产(元)	4.66
资产负债率(%)	24.2

行情走势图



相关研究报告

- 《汤臣倍健*300146*受政策影响仍稳健成长，久经风雨不惧行业变革》 2019-07-31
- 《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

研究助理

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

事项：

公司发布2019年三季报：前三季度实现营业收入43.8亿元，同比增长28.0%；归母净利润11.9亿元，同比增长12.6%。3Q19营业收入14.11亿元，同比增长12.73%，归母净利润3.24亿元，同比下降8.30%。

平安观点：

- **政策影响仍未消散，分产品&渠道看营收增速仍有下滑。**2019年保健食品行业接连遭遇不利政策影响，包括百日行动、新电商法和医保改革在内的政策均对行业整体有较大负面影响，导致公司各产品&渠道营收增速均有所下行。分产品看，1-3Q19主品牌营收同比+9%，“健力多”同比+50%，LSG国内拓展仍在进行中，海外进口仍受新电商法打击代购的负面影响。分渠道看，医保改革的不确定性和部分地方“一刀切”的下架政策对线下渠道的销售持续造成负面影响，但预计1-3Q仍实现双位数增长，显示公司对渠道仍有较强掌控能力；线上渠道受到电商平台政策变化影响，前三季度仅得个位数增长，但阿里系数据显示自7月份以来公司销售额增速已重新转正，叠加公司9月阿里系电商市占率较18年同期增加1pct，或显示公司在电商渠道正重新走上正轨。
- **3Q19 利润同比下降，主因毛利率降低&费用率提升。**3Q19 毛利率为65.87%，或主因 LSG 产品毛利率较低，导致毛利率较18年同期降低3.1pcts，剔除 LSG 影响后公司毛利率仍保持稳定。3Q19 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为33.2%、7.5%、0.4%，同比分别提高9.7、2.0、0.1pcts。销售费用率的提高或与 LSG 推广需要和保持主品牌&健力多宣传力度有关；管理费用率的提升为并表 LSG 后无形资产摊销导致。展望4Q19，由于公司将全年销售费用率设定为不超过近三年峰值的31.3%，估算4Q19销售费用同比增长或能低于10%，减轻利润压力。
- **长期看公司成长潜力仍大，公司积极变革积蓄成长动能。**目前行业面临的政策变化虽对公司造成较大的短期冲击，但从长期看行业成长天花板仍高，行业进一步的规范化也将持续利于龙头提升市场份额。公司正加大商超、母婴店、社交/内容电商等非传统渠道的建设，并与行业上下游&研究机构合作，积极储备后续保健食品和弱功能性偏食品化的产品。公司或能

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,111	4,351	5,571	6,910	8,334
YoY(%)	34.7	39.9	28.0	24.0	20.6
净利润(百万元)	766	1,002	1,153	1,349	1,634
YoY(%)	43.2	30.8	15.0	17.1	21.1
毛利率(%)	67.1	67.7	66.4	66.7	67.0
净利率(%)	24.6	23.0	20.7	19.5	19.6
ROE(%)	15.7	18.7	17.7	17.6	19.8
EPS(摊薄/元)	0.48	0.63	0.73	0.85	1.03
P/E(倍)	35.2	26.9	23.4	20.0	16.5
P/B(倍)	5.3	4.8	3.6	3.4	3.2

凭借近 20 年的行业运营经验和成熟的大单品策略，不断推动业绩长期稳健成长。

- **短期看行业经营环境未有明显好转迹象，或需耐心等待业绩逐步改善。**考虑到行业监管常态化、药店 & 电商渠道应对新政策的调整仍在继续等因素，短期内行业经营环境或难以有明显的改善。我们预测 2019-2021 年公司营收 55.7、69.1、83.3 亿元，同比增长 28%、24%、20.6%；归母净利 11.5、13.5、16.3 亿元（下调 19 年预测 11.5%），同比增长 15%、17.1%、21.1%；对应 EPS 下调至 0.73、0.85、1.03 元，PE 23、20、17 倍。但从长期看，我们仍对公司稳健成长的能力抱有信心，并维持“强烈推荐”评级，建议耐心等待公司业绩逐步改善。

- **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。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,096	6,194	7,137	8,174
现金	1,813	3,723	4,430	5,168
应收票据及应收账款	249	321	397	479
其他应收款	32	70	69	94
预付账款	56	50	77	83
存货	671	748	921	1,100
其他流动资产	1,274	1,281	1,244	1,250
非流动资产	5,695	5,505	5,367	5,236
长期投资	250	250	250	250
固定资产	658	591	541	499
无形资产	1,563	1,364	1,205	1,064
其他非流动资产	3,224	3,300	3,371	3,422
资产总计	9,790	11,699	12,504	13,410
流动负债	1,491	1,689	2,117	2,532
短期借款	158	0	0	0
应付票据及应付账款	339	464	557	683
其他流动负债	994	1,226	1,560	1,849
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	3,101	3,528	3,943
少数股东权益	1,296	1,188	1,061	907
股本	1,469	1,582	1,582	1,582
资本公积	2,023	3,310	3,310	3,310
留存收益	2,188	2,606	3,111	3,756
归属母公司股东权益	5,592	7,410	7,915	8,560
负债和股东权益	9,790	11,699	12,504	13,410

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	1,476	1,634	1,813
净利润	1,002	1,153	1,349	1,634
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	181	184	119
其他经营现金流	420	-108	-127	-154
投资活动现金流	-4,041	-110	-117	-117
资本支出	-172	-110	-117	-117
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-3,869	0	0	0
筹资活动现金流	1,744	544	-810	-958
短期借款	158	-158	0	0
长期借款	893	0	0	0
普通股增加	0	113	0	0
资本公积增加	0	1,287	0	0
其他筹资现金流	693	-698	-810	-958
现金净增加额	-948	1,910	707	738

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,351	5,571	6,910	8,334
营业成本	1,407	1,870	2,302	2,750
营业税金及附加	63	85	102	124
营业费用	1,280	1,743	2,266	2,719
管理费用	401	427	558	694
研发费用	103	176	189	230
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	1,293	1,517	1,841
营业外收入	48	51	53	56
营业外支出	22	23	24	25
利润总额	1,129	1,321	1,546	1,871
所得税	221	276	323	391
净利润	908	1,045	1,222	1,480
少数股东损益	-94	-108	-127	-154
归属母公司净利润	1,002	1,153	1,349	1,634
EBITDA	21	18	16	13
EPS (元)	0.63	0.73	0.85	1.03

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	39.9	28.0	24.0	20.6
营业利润(%)	25.5	17.3	17.3	21.4
归属于母公司净利润(%)	30.8	15.0	17.1	21.1
获利能力				
毛利率(%)	67.7	66.4	66.7	67.0
净利率(%)	23.0	20.7	19.5	19.6
ROE(%)	18.7	17.7	17.6	19.8
ROIC(%)	17.9	14.8	18.2	23.0
偿债能力				
资产负债率(%)	29.6	26.5	28.2	29.4
净负债比率(%)	-3.5	-26.9	-33.6	-39.7
流动比率	2.7	3.7	3.4	3.2
速动比率	2.3	3.2	2.9	2.8
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	20.3	19.6	19.3	19.0
应付账款周转率	4.6	4.7	4.5	4.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.73	0.85	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.93	1.03	1.15
每股净资产(最新摊薄)	3.54	4.68	5.00	5.41
估值比率				
P/E	26.9	23.4	20.0	16.5
P/B	4.8	3.6	3.4	3.2
EV/EBITDA	20.9	17.7	15.6	13.2

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：

此报告旨在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。



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
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