

**汤臣倍健 (300146.SZ)**
**雄关漫道真如铁，而今漫步从头越**
**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 16.13

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

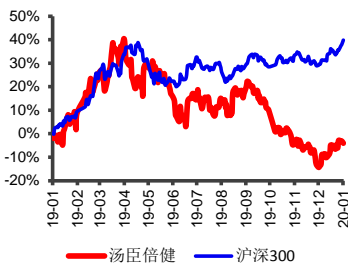
电话: 021-20315138

 Email: [fanjs@r.qizq.com.cn](mailto:fanjs@r.qizq.com.cn)

### 基本状况

总股本(百万股)	1582
流通股本(百万股)	882
市价(元)	16.13
市值(百万元)	25500
流通市值(百万元)	14200

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 相关报告一: 风雨兼程, 迎难而上
- 相关报告二: 业绩符合预期, 风雨之后见彩虹
- 相关报告三: 业绩大超预期, 拥抱黄金时代
- 相关报告四: 黄金三年塑造强品牌, 股权激励彰显业绩信心
- 相关报告五: 收入利润符合预期, 大单品+拓渠道助力高成长
- 相关报告六: 股票期权激励计划出台, 长期看好保健品成长

### 公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3111	4351	5262	6337	7605
增长率 yoy%	34.72%	39.86%	20.94%	20.43%	20.01%
净利润	766	1002	(370)	1250	1524
增长率 yoy%	43.17%	30.79%	-136.95%	437.55%	21.95%
每股收益(元)	0.48	0.63	-0.23	0.79	0.96
每股现金流量	0.60	0.85	0.20	1.05	1.10
净资产收益率	15.02%	17.92%	-6.23%	19.10%	20.90%
P/E	33.31	25.47	-68.93	20.42	16.75
PEG	2.23	1.59	0.37	1.37	1.04
P/B	5.00	4.56	4.30	3.90	3.50

备注:

### 投资要点

- **事件:** 汤臣 12 月 31 日发布业绩预告, 对收购 LSG 形成的商誉进行了初步减值测试 (预计计提商誉约 10-10.5 亿元, 计提无形资产减值 5.4-5.9 亿元), 同时对参股企业长期股权投资计提资产减值约 0.7-0.9 亿元, 导致 2019 年公司归母净利润亏损 3.65-3.7 亿元。未计提商誉和无形资产减值准备的净利润为 10-11 亿元。
- **LSG 收购造成的商誉减值风险一次性释放, 2020 年 LSG 轻装上阵收入有望恢复正增长。**我们根据公司公告, 梳理 LSG 并购以来对汤臣业绩影响如下: **1) 商誉及无形资产计提:** 2018 年 8 月 31 日公司完成收购 LSG 交易对价 6.69 澳元 (根据汇率波动预计 33-35 亿元), 产生商誉 4.5 亿澳元 (截至 19Q3 为 21.5 亿元商誉), 因收购产生无形资产 14 亿元。2019 年公司业绩预告预计商誉减值计提 10-10.5 亿元, 预计无形资产计提 5.4-5.9 亿元, 总计约 15.4-16.4 亿元减值。**2) LSG 并表对汤臣的影响:** 根据公司公告, 2018 年 8 月 31 日收购完成后, 公司持股子公司广州汤臣佰盛 53.33% 股权成为 LSG 实际控制人, 2019 年 7 月 31 日后通过增发股本 1.14 亿股, 作价 14 亿元购买中平国瓏、嘉兴仲平、信德敦东、信德厚峡合计持有的剩余广州汤臣佰盛 46.67% 股权, 实现 100% 控股 LSG。因此自 2018 年 8 月 31 日交付完成后, LSG 收入一直是 100% 并表, 利润在 2019 年 7 月 31 日前并表 53.33%, 之后并表 100%。19 H1 公司并表广州汤臣佰盛收入 2.7 亿元, 考虑无形资产摊销后利润并表 -0.66 亿元。2018 年 8 月 31 日-2018 年 12 月 31 日并表广州汤臣佰盛收入 2.73 亿元, 无形资产及其他费用计提后利润并表为 -0.32 亿元。我们预计 2019 年并表 LSG 收入 4-5 亿元, 计提含商誉和无形资产减值 15.4-16.4 亿元后对利润形成主要拖累。**3) 2020 年后 LSG 业绩及商誉和无形资产:** 2019 年 1 月 1 日新电商法实施, 大量中小代购退出市场, 造成澳洲保健食品跨境购收入行业性下滑, 我们通过渠道调研预计 LSG 中小代购在海外收入占比预计超 50%, 因此 LSG 海外收入在 2019 年预计下滑, 目前公司在海外积极清库存及渠道调整, 培养跨境代理经销商, 预计 2020 年 LSG 海外+跨境购收入恢复正增长, 商誉还有 11-11.5 亿, 预计继续减值概率较低, 无形资产还剩 7.6-8.1 亿元, 考虑 2018 年已经摊销 0.47 亿, 按照 10 年分摊, 预计 2020 年后每年摊销 0.85-0.9 亿元。因此 LSG 在 2020 年后收入预计正贡献, 利润拖累逐渐减少。
- **我们预计 2019 年汤臣整体收入增速约 20-22%, 剔除 LSG 并表影响, 预计国内收入增速约 18-20%, 营业利润 10-11 亿元。**根据我们渠道调研及公司公

告的股权激励业绩解锁条件估算,我们预计 2019 年收入约 53 亿元,保持 20% 以上稳健增长。**1) 分产品看**,根据渠道调研我们预计汤臣倍健主品牌收入占比近 60%,增速约 5%,大单品健力多收入占比超 20%,增速 40%-50%,LSG 益生菌国内收入预计 2 亿元,LSG 海外+跨境购收入预计增速为负。整体看,我们预计汤臣倍健国内收入占比超 90%,增速近 20%,海外 LSG 收入并表在 1-8 月带来增量,9-12 月并表对收入增速略有拖累,全年收入为正贡献。**2) 分渠道看**,我们预计药店渠道受到医保政策+百日行动整治等影响,全年实现小个位数增长,母婴和商超渠道增速较快,电商渠道收入预计高个位数增长。2020 年公司开展经销商裂变计划,预计从 300 多家一批商扩大到 1000 家,渠道全面下沉和多元化布局,预计 2020 年收入有望维持 20% 增长。**3) 从季度业绩看**,根据我们渠道调研,预计 19Q4 汤臣国内收入增速个位数增长,渠道 12 月控货去库存,2020 年轻装上阵,我们预计季度收入增速逐渐好转。根据业绩预告,公司 2019 年不含商誉和无形资产的净利润为 10-11 亿元,按中枢 10.5 亿元算,2019 年公司营业净利率依然维持在 20% 较高水平。若 2020 年收入增速维持 20%,利润有望实现 12.5 亿元。

- **盈利预测及投资建议: 不破不立, 期待变局。**展望未来,预计药店和医保政策持续收严,商超、母婴、电商成长机会较多。2020 年汤臣通过经销商裂变+O TC 新事业部成立+益生菌有望 2020 年拿到蓝帽子批文等利好对冲外部环境影响,是实现渠道多元化布局的关键一年。根据公司 2019 年业绩预告,我们考虑商誉和无形资产减值影响后调整盈利预测,预计 2019-2021 年公司收入分别为 53、63、76 亿元,同比增速为 21%、20%、20% (调整前为 55.8、69.7、85.8 亿元),归母净利润为-3.7、12.5、15.2 亿元 (调整前为 11.75、14.23、17.19 亿元),预计 2019-2021 年 3 年利润复合增速 15%,对应 2019 年 (不含商誉和减值利润为 10.5 亿元) PE 为 24X,2020 年 PE 为 20X、2021 年 PE 为 17X。2019 年商誉及无形资产一次计提 15.4-16.4 亿元,2020 年轻装上阵,维持买入评级,预计季度业绩逐渐好转,建议关注股价短期波动带来的布局机会。
- **风险提示:** 医保及药店政策持续收严风险,行业竞争加剧,经销商开拓不及预期,益生菌等大单品国内推广不及预期。

图表 1: 汤臣倍健收入拆分及预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业总收入(亿元)	17.05	22.66	23.09	31.11	43.51	52.62	63.37
同比(%)	15%	33%	2%	35%	39.9%	20.9%	20.4%
毛利率(%)	66.0%	66.3%	64.4%	67.1%	67.7%	66.0%	66.0%
<b>1. 按照产品拆分收入空间</b>							
母品牌(汤臣倍健药业)	15.50	18.27	18.83	23.97	29.8	31.3	34.4
同比%	15%	18%	3%	27%	24.39%	5%	10%
收入占比%	91%	81%	82%	77%	69%	60%	54%
健力多收入(亿元)	0.78	1.9	1.30	3.5	8.1	11.7	15.8
同比%		1.4	-30%	172%	129%	45%	35%
收入占比%	5%	8%	6%	11%	19%	22%	25%
健视佳收入(亿元)				0.2	0.3	0.7	1.3
同比%					30%	120%	100%
LSG益生菌收入(并表)					2.73	6.09	8.38
同比%						123%	38%
其他	0.77	2.53	2.96	4.05	2.57	2.83	3.39
同比%		228%	17%	37%	13%	10%	20%
<b>2. 汤臣倍健国内、国外收入拆分</b>							
汤臣倍健国内收入(汤臣国内+益生菌国内)	17.05	22.66	23.09	31.11	40.78	48.53	58.99
同比%		33%	2%	35%	31%	19%	22%
收入占比%	100%	100%	100%	100%	94%	92%	93%
LSG海外并表收入					2.73	4.09	4.38
同比%						50%	7%
收入占比%					6%	8%	7%
<b>LSG海外+跨境电商收入(2018.8.31开始并表)</b>							
YOY			3.07	4.72	7.44	4.09	4.38
澳洲+跨境电商占比			100%	100%	100%	67%	52%
<b>LSG中国线下市场收入</b>							
YOY						2.00	4.00
中国线下市场占比			0%	0%	0%	33%	48%
<b>LSG益生菌产品合计收入</b>							
同比%			3.07	4.72	7.44	6.09	8.38
				54%	58%	-18%	38%

来源: 公司年报、渠道调研估算、中泰证券研究所

图表 2: 汤臣倍健财务预测三张报表

利润表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>3,111</b>	<b>4,351</b>	<b>5,262</b>	<b>6,337</b>	<b>7,605</b>	货币资金	2,655	1,813	1,147	1,267	1,521
增长率	34.7%	39.9%	20.9%	20.4%	20.0%	应收款项	190	261	270	344	425
<b>营业成本</b>	<b>-1,024</b>	<b>-1,407</b>	<b>-1,789</b>	<b>-2,154</b>	<b>-2,548</b>	存货	422	671	670	975	953
% 销售收入	32.9%	32.3%	34.0%	34.0%	33.5%	其他流动资产	792	1,350	1,456	1,640	1,774
<b>毛利</b>	<b>2,087</b>	<b>2,944</b>	<b>3,473</b>	<b>4,182</b>	<b>5,057</b>	流动资产	4,058	4,096	3,543	4,226	4,673
% 销售收入	67.1%	67.7%	66.0%	66.0%	66.5%	% 总资产	66.4%	41.8%	33.9%	34.7%	34.5%
营业税金及附加	-46	-63	-76	-92	-110	长期投资	1,078	1,086	1,199	1,212	1,222
% 销售收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	660	658	606	552	495
营业费用	-973	-1,280	-1,692	-1,933	-2,319	% 总资产	10.8%	6.7%	5.8%	4.5%	3.6%
% 销售收入	31.3%	29.4%	32.2%	30.5%	30.5%	无形资产	224	1,599	2,753	3,804	4,752
管理费用	-306	-401	-475	-570	-703	非流动资产	2,055	5,695	6,916	7,960	8,887
% 销售收入	9.8%	9.21%	9.04%	9.0%	9.3%	% 总资产	33.6%	58.2%	66.1%	65.3%	65.5%
息税前利润 (EBIT)	762	1,200	1,229	1,587	1,924	<b>资产总计</b>	<b>6,114</b>	<b>9,790</b>	<b>10,459</b>	<b>12,186</b>	<b>13,560</b>
% 销售收入	24.5%	27.6%	23.4%	25.0%	25.3%	短期借款	0	158	0	673	1,476
财务费用	46	21	-28	-28	-28	应付款项	692	972	827	1,389	1,283
% 销售收入	-1.5%	-0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	其他流动负债	220	361	700	711	721
资产减值损失	64	89	1,670	153	143	流动负债	913	1,491	1,527	2,772	3,480
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	893	893	777	712
投资收益	126	48	35	25	15	其他长期负债	69	519	778	856	942
% 税前利润	12.5%	3.5%	1.2%	1.4%	0.7%	<b>负债</b>	<b>982</b>	<b>2,902</b>	<b>3,198</b>	<b>4,405</b>	<b>5,134</b>
营业利润	998	1,358	2,906	1,737	2,053	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,101</b>	<b>5,592</b>	<b>5,940</b>	<b>6,546</b>	<b>7,294</b>
营业利润率	32.1%	31.2%	55.2%	27.4%	27.0%	少数股东权益	31	1,296	1,321	1,236	1,132
营业外收支	7	26	5	17	-3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,114</b>	<b>9,790</b>	<b>10,459</b>	<b>12,186</b>	<b>13,560</b>
税前利润	1,005	1,384	2,911	1,753	2,051	<b>比率分析</b>					
利润率	32.3%	31.8%	55.3%	27.7%	27.0%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-118	-221	84	-283	-345	<b>每股指标</b>					
所得税率	11.8%	15.9%	-2.9%	16.1%	16.8%	每股收益 (元)	0.48	0.63	-0.23	0.79	0.96
净利润	767	908	-345	1,165	1,420	每股净资产 (元)	3.22	3.53	3.75	4.14	4.61
少数股东损益	1	-94	25	-85	-104	每股经营现金净流 (元)	0.60	0.85	0.20	1.05	1.10
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>766</b>	<b>1,002</b>	<b>-370</b>	<b>1,250</b>	<b>1,524</b>	每股股利 (元)	0.31	0.31	0.00	0.39	0.48
净利率	24.6%	23.0%	-7.0%	19.7%	20.0%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	15.02%	17.92%	-6.23%	19.10%	20.90%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	12.54%	9.28%	-3.30%	9.56%	10.47%
净利润	767	908	-345	1,165	1,420	投入资本收益率	41.05%	59.48%	-6.32%	19.70%	20.95%
加: 折旧和摊销	111	149	304	409	514	<b>增长率</b>					
资产减值准备	64	89	0	0	0	营业总收入增长率	34.72%	39.86%	20.94%	20.43%	20.01%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	38.88%	40.76%	-135.01%	-459.67%	23.09%
财务费用	0	15	28	28	28	净利润增长率	43.17%	30.79%	-136.95%	-437.55%	21.95%
投资收益	-126	-48	-35	-25	-15	总资产增长率	14.74%	60.14%	6.83%	16.51%	11.27%
少数股东损益	1	-94	25	-85	-104	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	248	303	363	83	-208	应收账款周转天数	13.4	16.4	15.5	15.0	15.6
<b>经营活动现金净流</b>	<b>954</b>	<b>1,349</b>	<b>315</b>	<b>1,660</b>	<b>1,739</b>	存货周转天数	44.1	45.2	45.9	46.7	45.6
固定资本投资	51	-50	-60	-60	-50	应付账款周转天数	81.0	78.6	83.0	83.0	83.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>77</b>	<b>-4,041</b>	<b>-1,513</b>	<b>-1,424</b>	<b>-1,421</b>	固定资产周转天数	73.0	54.5	43.2	32.9	24.8
股利分配	-485	-485	0	-625	-762	<b>偿债能力</b>					
其他	106	2,229	532	509	697	净负债/股东权益	-35.33%	-1.39%	-5.16%	-0.92%	-125.00%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-379</b>	<b>1,744</b>	<b>532</b>	<b>-116</b>	<b>-65</b>	EBIT 利息保障倍数	-17.8	-54.7	-14.4	52.1	64.1
<b>现金净流量</b>	<b>652</b>	<b>-948</b>	<b>-666</b>	<b>121</b>	<b>254</b>	资产负债率	16.06%	29.65%	30.57%	36.14%	37.86%

来源: wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。