

## 汤臣倍健 (300146)

## 三大政策利空已被充分认知，2020年有望重回正轨

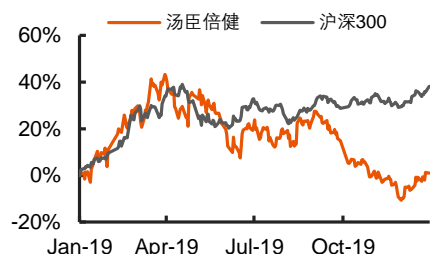
## 强烈推荐（维持）

现价：16.13 元

## 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.by-health.com
大股东/持股	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)	255.26
流通 A 股市值(亿元)	142.25
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\*政策影响仍未消退，看好公司长期成长能力》 2019-10-28
- 《汤臣倍健\*300146\*受政策影响仍稳健成长，历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

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## 事项：

汤臣倍健披露 2019 年业绩预告，预计全年亏损 36,500 万元 - 37,000 万元，主要原因为计提收购 LSG 形成的商誉减值准备约 100,000 万元 - 105,000 万元，计提无形资产减值准备约 54,000 万元 - 59,000 万元。

## 平安观点：

- **三大政策利空已被充分认知，2020 年有望重回正轨。**2019 年汤臣倍健遭遇三大政策利空：1. 权健事件后百日行动对行业销售的打击；2. 新电商法对海外进口保健食品原有代购渠道的影响；3. 医保改革中，部分地方禁止用医保购买或“一刀切”下架医保药店里保健食品。至 2020 年 1 月，三大利空的影响已充分反应在前期的股价上，汤臣倍健借助商誉减值的契机，有望轻装上阵，于 2020 年重回正轨。
- **百日行动影响已过，销售节奏恢复正常。**受权健事件影响，国家 13 部门于 2019 年 1 月起联合整治保健食品行业。公司一季度促销、宣传等活动均被暂停，二季度有所恢复但仍较谨慎，至三季度开始重回正轨。动销活动的暂停导致经销商&终端 1H19 累积高库存，公司出货达成比例&营收增速逐季下降。至 4Q19，下游库存已降至正常水平，公司销售节奏已恢复正常。
- **新电商法影响代购，商誉减值后 LSG 轻装上阵。**新电商法于 2019 年初开始实行，致使大量中小型代购离开行业。公司于 2018 年并购 LSG 益生菌企业后，着手搭建新销售渠道。但 LSG 澳洲地区的被动销售受代购减少影响，业绩不如预期，并导致公司于 2019 年底计提商誉&无形资产减值超 15 亿。减值后公司丢掉包袱，重新出发。公司一方面加大 LSG 通过国内电商渠道的主动销售。另一方面，公司或将于 1Q-2Q20 间获得批文，带“蓝帽子”的 LSG 产品将在药店渠道上线。由于 LSG 产品 2019 年仅在少数非医保药店推广，2020 年 LSG 大规模推广后或可取得高增长。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,111	4,351	5,217	6,480	7,735
YoY(%)	34.7	39.9	19.9	24.2	19.4
净利润(百万元)	766	1,002	-366	1,205	1,392
YoY(%)	43.2	30.8	-136.5	429.3	15.6
毛利率(%)	67.1	67.7	61.6	65.2	65.1
净利率(%)	24.6	23.0	-7.0	18.6	18.0
ROE(%)	15.7	18.7	-6.4	18.6	18.9
EPS(摊薄/元)	0.48	0.63	-0.23	0.76	0.88
P/E(倍)	33.3	25.5	-69.7	21.2	18.3
P/B(倍)	5.0	4.6	4.3	3.6	3.4

- **医保改革未定论，但实际消费需求仍存。**目前医保改革未完全落地，全国范围内是否能用医保购买保健食品未有明确定论。2019年部分地区要求不得用医保购买，少量地区一刀切将医保药店中保健食品等非药品悉数下架。但2H19以来，未再有新地区提出类似要求，部分已实施的地区也有所放松。针对政策出台、执行力度各地标准不一的情况，公司积极进行调整，联合药店推动非医保的购买行为。我们认为，公司产品如健力多等效果显著，医保政策变化并不会对消费者实际需求造成影响。
- **2020 整装再出发，产品结构持续调整。**我们认为，医保收紧、监管趋严仍是行业长期趋势，如何调整以适应新常态将是市场上所有玩家面临的难题。据了解，汤臣倍健将在产品、渠道等多个方面持续进行调整。产品方面，公司将继续实施大单品战略。主品牌蛋白粉、维生素、钙类产品久经市场考验，或可随动销的恢复而实现稳健增长。健力多高复购率、产品结构调整&经销商专职销售团队到位等因素，将推动市占率进一步提升。LSG进口产品已在线上得到充分认可，蓝帽子产品在线下连锁药店渠道上线后或将有明显增量。公司后续的产品储备丰富，或将瞄准蓝海区域，针对性推出如护肝产品、OTC产品、饮料软糖等新品，再造增长点。
- **药店渠道投入未放松，经销商与公司共进退。**渠道方面，短期内药店仍将是公司主要销售渠道，公司将通过提高终端销售提成、签订返利协议、促销活动等持续推动终端增长。经销商层面，公司将持续鞭策经销商成长，要求经销商新增独立团队乃至分公司来运营各大单品，并通过返点等方式引导经销商往下沉市场寻求增量。由于汤臣主要经销商均长期与公司共打拚共成长、其他保健食品企业对此渠道的重视度也远不如汤臣，因此经销商忠诚度问题不大。此外，调研显示经销商净利率达10%，其中约一半来源于汤臣返点，我们认为汤臣及其经销商有感情也有利益上共进退的基础，经销商将积极配合公司提出的高增长要求。针对新兴渠道如电商、商超、母婴等，公司已分别设立单独运营团队，产品、策略上均有所差别，长期看或能为多渠道共同发展打下基础。
- **减值导致净利下降，但拐点或将临近。**我们认为，目前三大政策利空已有两个（百日行动、新电商法）完全落地，公司积极调整以适应最后一个（医保改革）。从过往历史看，汤臣管理层在行业内拼搏多年，并曾多次成功调整重新推动公司成长，我们相信此次调整也将有所收获。从长期看公司商业模式已经被验证，我们建议投资者紧密跟踪公司产品、渠道调整成效，静待业绩拐点出现。我们下调盈利预测，预测2019-2021年公司归母净利润-3.66、12.05、13.92亿元（原预测11.53、13.49、16.34亿元），同比-136.5%、+429.3%、15.6%；20年&21年对应EPS 0.76、0.88元，PE 21、18倍。汤臣2019年末计提商誉和无形资产减值准备的归母净利润约10-11亿元，相比2018年仍有一定增长，且公司业绩拐点或将临近，市场估值也远低于食品饮料其他子行业龙头企业，因此我们维持“强烈推荐”评级。
- **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，现仍有超10亿商誉，仍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
<b>流动资产</b>	4,096	5,363	6,869	7,603
现金	1,813	2,941	4,289	4,751
应收票据及应收账款	249	301	372	445
其他应收款	32	66	65	88
预付账款	56	54	75	81
存货	671	802	901	1,078
其他流动资产	1,274	1,200	1,166	1,160
<b>非流动资产</b>	5,695	4,702	4,726	4,747
长期投资	250	250	250	250
固定资产	658	610	565	539
无形资产	1,563	1,502	1,443	1,387
其他非流动资产	3,224	2,340	2,468	2,570
<b>资产总计</b>	9,790	10,066	11,595	12,350
<b>流动负债</b>	1,491	1,571	2,008	2,384
短期借款	158	0	0	0
应付票据及应付账款	339	434	522	634
其他流动负债	994	1,137	1,486	1,751
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	2,902	2,983	3,420	3,796
少数股东权益	1,296	1,192	1,079	948
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	1,088	2,292	2,802
<b>归属母公司股东权益</b>	5,592	5,892	7,096	7,606
<b>负债和股东权益</b>	9,790	10,066	11,595	12,350

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1,349	753	1,481	1,491
净利润	1,002	-366	1,205	1,392
折旧摊销	149	1149	151	153
财务费用	-21	-37	-35	-31
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-201	112	273	107
其他经营现金流	420	-105	-113	-131
<b>投资活动现金流</b>	-4,041	-169	-168	-178
资本支出	172	169	168	178
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-4,213	-338	-336	-355
<b>筹资活动现金流</b>	1,744	544	35	-852
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	35	-852
<b>现金净增加额</b>	-948	1,128	1,347	462

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	4,351	5,217	6,480	7,735
营业成本	1,407	2,006	2,254	2,696
营业税金及附加	63	79	96	115
营业费用	1,280	1,632	2,122	2,546
管理费用	401	400	524	644
研发费用	103	165	177	213
财务费用	-21	-37	-35	-31
资产减值损失	89	1,550	78	81
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
<b>营业利润</b>	1,103	-498	1,352	1,565
营业外收入	48	51	53	56
营业外支出	22	23	24	25
<b>利润总额</b>	1,129	-471	1,381	1,595
所得税	221	0	289	334
<b>净利润</b>	908	-471	1,092	1,262
少数股东损益	-94	-105	-113	-131
<b>归属母公司净利润</b>	1,002	-366	1,205	1,392
EBITDA	20	43	18	15
EPS (元)	0.63	-0.23	0.76	0.88

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	39.9	19.9	24.2	19.4
营业利润(%)	25.5	-145.2	-371.3	15.8
归属于母公司净利润(%)	30.8	-136.5	429.3	15.6
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	67.7	61.6	65.2	65.1
净利率(%)	23.0	-7.0	18.6	18.0
ROE(%)	18.7	-6.4	18.6	18.9
ROIC(%)	17.9	-8.4	18.2	21.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	29.6	29.6	29.5	30.7
净负债比率(%)	-3.5	-21.6	-35.2	-39.0
流动比率	2.7	3.4	3.4	3.2
速动比率	2.3	2.9	3.0	2.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	20.3	19.0	19.3	18.9
应付账款周转率	4.6	5.2	4.7	4.7
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.63	-0.23	0.76	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.48	0.94	0.94
每股净资产(最新摊薄)	3.54	3.72	4.49	4.81
<b>估值比率</b>				
P/E	25.5	-69.7	21.2	18.3
P/B	4.6	4.3	3.6	3.4
EV/EBITDA	19.9	42.6	17.7	15.3

## 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替行使独立判断。

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 2020 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

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 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