

政策扰动年已过，期待 20 年启航 买入（维持）

2020 年 03 月 01 日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,351	5,262	6,628	8,240
同比（%）	39.9%	20.9%	26.0%	24.3%
归母净利润（百万元）	1,002	-355	1,223	1,552
同比（%）	30.8%	-135.4%	444.4%	26.9%
每股收益（元/股）	0.63	-0.22	0.77	0.98
P/E（倍）	25.82	-72.86	21.15	16.67

事件

公司发布 19 年业绩预告，19 年实现营业收入 52.6 亿元，同比增长 20.9%，归母净利润-3.6 亿元，同比下滑 135.5%；其中 19Q4 实现营业收入 8.8 亿元，同比下滑 5.2%，归母净利润-15.5 亿元，同比下滑 2669%。

投资要点

■ **19 年线下百日行动+《电子商务法》双重扰动运营。**收入端，结合草根调研，预计 19 年药店渠道主品牌增速个位数，健力多同增 30-40%，LSG 国内线下业务实现收入 1.26 亿元，收入占比 2.4%；电商渠道因渗透度提升等原因，参考阿里数据增速有所放缓。19Q4 公司积极清理线下药店渠道库存，致使收入端降速明显，预计库存保持合理，渠道维持活力。LSG 基于谨慎性原则计提商誉减值，充分释放风险。因 LSG 澳洲本土业务受《电子商务法》冲击，2019 年实现 8183.9 万澳元收入，同比下滑 43.8%，公司基于谨慎性原则计提商誉减值 10.1 亿元，计提无形资产减值准备约 5.6 亿元并转销递延所得税负债约 1.7 亿元，剔除减值影响后，19 年归母净利润 10.5 亿元，同比增长 4.4%；19Q4 归母净利润-1.4 亿元，同比下降 159%。此外，公司对长期股权投资计提资产减值准备约 1.02 亿元，综导致 19 年业绩同比下滑 135.5%。

■ **基本面触底，20 年轻装上阵。产品协同，多维发力：**1) 1 月 LSG 已获批蓝帽子，扩点推广将再上台阶。根据国家药品监督管理局网站披露，LSG 已于 1 月 13 日获保健食品批文。因电商法影响，中国地区 LSG 益生菌需求旺盛但供给未匹配。19 年 4 月 LSG 正式进入国内线下渠道，首发四款益生菌固体饮料；19H2 开启了全覆盖的广宣推广，截至 19Q3 已经完成当年 80%的目标网点覆盖。19 年在中国线下实现收入 1.26 亿元，毛利高达 72%。汤臣药店渠道覆盖密度高、深度厚、宽度广，我们草根调研了解到 19 年 LSG 国内渠道布局约 4.5 万家，而我国药店超过 45 万家，开放蓝帽子后，预计可助推 LSG 在国内线下渠道发力。参考公司新商誉模型测算，20 年 LSG 国内收入或同增 50+%。2) **主力产品：预计主业将恢复良性增长，且健力多渠道下沉空间仍大**，公司采取适度激进的市场策略：启动以蛋白粉为形象产品的主品牌提升策略、进一步丰富和夯实大单品战略，主品牌/健力多有望实现高增长。**渠道裂变，精耕细作：**公司具备业内领先的精细化运营能力和实力雄厚的经销商队伍，预计更加细化落实消费者触及和教育，进一步驱动增长。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.35
一年最低/最高价	14.17/23.38
市净率(倍)	3.50
流通 A 股市值(百万元)	14418.75

基础数据

每股净资产(元)	4.66
资产负债率(%)	24.19
总股本(百万股)	1582.49
流通 A 股(百万股)	881.88

相关研究

- 1、《汤臣倍健 (300146)：政策仍有扰动，期待 LSG 整合》2019-10-25
- 2、《汤臣倍健 (300146)：政策紧缩期+LSG 整合期，战略清晰表现稳健》2019-07-31
- 3、《汤臣倍健 (300146)：业绩符合预期，期待 LSG 整合》2019-07-01

疫情影响有限，看好疫后消费者保健意识加强。生产端，公司透明工厂于2月4日开始安排部分产线及人员提前复工，截至2月21日，工厂复工率约8成。销售上，药店开业率还在回升中，但到店时间缩短一定程度影响了终端购买力。对此，公司开展了“1053”方案，重点建设全国排名前10的大连锁、省内排名前5的重点连锁、每一个地市/县城排名前3的重点连锁。将之前的大讲堂、店内导购的方式转变为通过微信群等进行产品推广，通过多种销售形式来弥补在门店直接销售环节的不足。**长期看，健康意识提升为动力。**参考非典过后，03年9月脑白金月销售额突破亿元，超过春节水平，我们认为此次疫情培养的保健意识将为公司长期发展增加动力。春节期间公司线上VC、蛋白粉等产品热销，预计疫后保健品消费者教育更为顺畅。

盈利预测与投资评级：预计19-21年公司收入分别为52.6/66.3/88.4亿元，同比+21/26/24%；不考虑LSG减值影响，归母净利润分别为10.5/12.2/15.5亿元，同比+5/17/27%；对应PE为25/21/17X，而历史估值中枢30X，维持“买入”评级。

风险提示：产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，食品安全风险。

汤臣倍健三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4096	2759	3304	3743	营业收入	4351	5262	6628	8240
现金	1813	670	844	1049	减:营业成本	1407	1827	2345	2895
应收账款	221	363	300	360	营业税金及附加	63	79	99	124
存货	671	749	1074	1176	营业费用	1280	1585	1988	2538
其他流动资产	1390	977	1086	1159	管理费用	504	526	676	808
非流动资产	5695	7300	7770	8219	财务费用	-21	26	71	46
长期股权投资	250	300	314	335	资产减值损失	89	1736	79	98
固定资产	658	756	915	1095	加:投资净收益	48	52	64	57
在建工程	62	111	159	187	其他收益	26	0	0	0
无形资产	1599	2937	3194	3421	营业利润	1103	-465	1433	1790
其他非流动资产	3125	3196	3188	3182	加:营业外净收支	26	40	24	30
资产总计	9790	10059	11074	11963	利润总额	1129	-425	1457	1820
流动负债	1491	2563	3215	3510	减:所得税费用	221	-85	291	364
短期借款	158	538	1110	935	少数股东损益	-94	15	-57	-96
应付账款	339	459	565	699	归属母公司净利润	1002	-355	1223	1552
其他流动负债	994	1566	1540	1876	EBIT	1101	-409	1515	1877
非流动负债	1411	1569	1340	1108	EBITDA	1251	-150	1823	2236
长期借款	893	1050	822	589					
其他非流动负债	519	519	519	519	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2902	4131	4556	4618	每股收益(元)	0.63	-0.22	0.77	0.98
少数股东权益	1296	1311	1254	1158	每股净资产(元)	3.53	2.92	3.33	3.91
					发行在外股份(百万股)	1469	1582	1582	1582
归属母公司股东权益	5592	4616	5264	6187	ROIC(%)	13.6%	-4.5%	14.0%	15.6%
负债和股东权益	9790	10059	11074	11963	ROE(%)	17.9%	-4.9%	15.1%	16.1%
					毛利率(%)	67.7%	65.3%	64.6%	64.9%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	20.9%	-6.7%	18.5%	18.8%
经营活动现金流	1349	516	1182	2029	资产负债率(%)	29.6%	41.1%	41.1%	38.6%
投资活动现金流	-4041	-1812	-713	-751	收入增长率(%)	39.9%	20.9%	26.0%	24.3%
筹资活动现金流	1744	-227	-866	-898	净利润增长率(%)	30.8%	-135.4%	444.4%	26.9%
现金净增加额	-929	-1523	-398	380	P/E	25.82	-72.86	21.15	16.67
折旧和摊销	149	259	307	359	P/B	4.63	5.61	4.92	4.18
资本开支	251	1555	456	429	EV/EBITDA	20.52	-188.96	15.69	12.48
营运资本变动	267	623	-299	226					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>