

计提减值影响业绩，期待行业龙头重新起航

年报点评报告

陈文倩 (分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

王言海 (联系人)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280118100002

王萌 (联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● **事件:** 公司发布2019年报, 全年实现营业收入52.62亿元, 同比增长20.94%; 归母净利润-3.56亿元, 同比减少135.51%。公司同时披露2020年第一季度业绩预告, 预计实现归母净利润49746.40-59695.68万元, 同比增长0%-20%。

● 大额计提减值准备, 充分释放风险:

受电子商务法冲击, 2019年LSG在澳洲市场业绩未达成预期, 公司基于谨慎性原则对合并LSG形成的商誉进行了减值测试, 计提商誉减值准备约10.09亿元, 计提无形资产减值准备约5.62亿元并转销递延所得税负债约1.69亿元。若不考虑合并LSG形成的商誉及无形资产计提减值, 公司全年归母净利润约10.46亿元, 同增4.38%。2019Q4实现营业收入8.81亿元, 同比减少5.22%; 归母净利润-15.47亿元, 同比减少2669.14%, 剔除减值影响, 2019Q4归母净利润约-1.45亿元, 较去年同期减亏。

● 净利率受大额计提影响大幅下滑, 毛利率微降:

公司2019年实现净利率-7.89%, 同比下降28.77pct, 净利率大幅波动主要是受大额计提减值准备的影响; 实现毛利率65.78%, 同比小幅下降1.88pct, 侧面说明公司产品未发生重大变化, 仅受商誉减值影响较大。期间费用率42.13%, 同比小幅上升1.6pct, 其中, 销售/管理费用率分别为31.37%/10.56%, 较同期上升1.95/下降1.03pct。公司2019年经营性现金流量净额15.37亿元, 较上年同期增长13.9%。预收款项5.15亿元, 同比增长55.93%。

● 品牌矩阵不断强化, Life-Space已获批文:

公司启动以蛋白粉为形象产品的“汤臣倍健”主品牌提升策略, 在电视及新媒体等平台积极投放广告, 努力实现蛋白粉市场的扩容。同时, 聚焦关节护理、眼部健康、益生菌三大品类, 进一步丰富和夯实大单品战略。主品牌“汤臣倍健”实现营业收入32.12亿元, 同比增长约8%; 关节护理品牌“健力多”实现营业收入11.90亿元, 同比增长约47%; “Life-Space”国内产品实现营业收入1.29亿元。2020年公司将以“四大单品+两大形象产品+1个明星产品”全品类营销出击, 进一步抢占市场, 而“Life-Space”益生菌粉已于2020年1月获得蓝帽子批文, 未来将积极布局, 重新激活。

● 线上发展信心十足, 线下深挖渠道机会:

渠道方面, 公司主要侧重电商、商超和母婴渠道的建设, 不断夯实全渠道销售体系: 开启电商品牌化3.0战略, 针对年轻消费人群推出线上专供品, 同时积极进行品牌推广活动, 增加曝光度; 不断加速覆盖商超系统, 完善门店分销体系和创新终端动销模式, 结合商超渠道特性推出营养软糖等新品; 母婴渠道方面推出专业孕婴童营养品牌“天然博士”和“Life-Space”, 线上线下一结合推动渠道布局。分渠道看, 线下渠道收入约占境内营业收入的80%, 同比增长约20%; 线上渠道营业收入同比增长约17%。分地区看, 境内业务实现营收48.36亿元, 同比增长19.33%; 境外业务实现营收4.25亿元, 同比增长42.83%。

● **财务预测与估值:** 预计公司2020~2022年实现归母净利润12.98/15.81/18.89亿元, 同比增长464.8%/21.8%/19.5%, 对应EPS为0.82/1.00/1.19元。当前股价对应2020~2022年的PE为19.3/15.9/13.3倍, 维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** 新品拓展不及预期、产品质量和食品安全风险等。

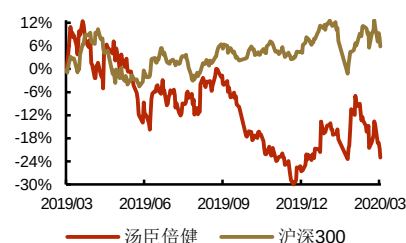
财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,351	5,262	6,422	7,706	9,094
增长率(%)	39.9	20.9	22.1	20.0	18.0
净利润(百万元)	1,002	-356	1,298	1,581	1,889
增长率(%)	30.8	-135.5	464.8	21.8	19.5
毛利率(%)	67.7	65.8	65.7	66.0	66.3
净利率(%)	23.0	-6.8	20.2	20.5	20.8
ROE(%)	13.2	-7.0	19.4	20.8	21.3
EPS(摊薄/元)	0.63	-0.22	0.82	1.00	1.19
P/E(倍)	25.0	-70.4	19.3	15.9	13.3
P/B(倍)	4.5	4.2	3.7	3.2	2.8

强烈推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2020.03.12
收盘价(元):	15.84
一年最低/最高(元):	14.17/23.89
总股本(亿股):	15.82
总市值(亿元):	250.67
流通股本(亿股):	8.9
流通市值(亿元):	140.99
近3月换手率:	142.32%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.64	3.36	-26.44
绝对	-12.49	4.9	-21.24

相关报告

《营收增长重回高速, 公司战略成功未来更可期待》2018-10-31

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4096	3808	4568	5658	7238
现金	1813	1822	1970	2574	3459
应收票据及应收账款合计	249	114	327	202	423
其他应收款	32	8	42	18	52
预付账款	56	76	52	102	80
存货	671	742	987	1072	1334
其他流动资产	1274	1046	1190	1690	1890
非流动资产	5695	4523	4555	4578	4575
长期投资	250	171	84	-3	-90
固定资产	658	828	1003	1173	1317
无形资产	1599	902	838	775	711
其他非流动资产	3187	2621	2630	2633	2638
资产总计	9790	8331	9123	10236	11814
流动负债	1491	1757	1882	2029	2369
短期借款	158	44	44	44	44
应付票据及应付账款合计	339	339	490	497	657
其他流动负债	994	1375	1348	1489	1669
非流动负债	1411	642	586	529	470
长期借款	893	308	251	194	135
其他非流动负债	519	335	335	335	335
负债合计	2902	2399	2468	2558	2839
少数股东权益	1296	-61	-65	-51	-29
股本	1469	1582	1582	1582	1582
资本公积	2023	3213	3213	3213	3213
留存收益	2188	1158	2297	3939	6221
归属母公司股东权益	5592	5992	6721	7729	9004
负债和股东权益	9790	8331	9123	10236	11814

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1349	1537	1063	1385	1681
净利润	908	-415	1294	1596	1911
折旧摊销	149	250	157	176	198
财务费用	-21	11	-26	-26	-50
投资损失	-48	-18	-21	-22	-21
营运资金变动	267	203	-341	-339	-357
其他经营现金流	93	1506	0	0	0
投资活动现金流	-4041	-249	-168	-178	-175
资本支出	251	332	120	110	85
长期投资	-526	51	87	88	87
其他投资现金流	-4316	133	39	20	-3
筹资活动现金流	1744	-1265	-747	-604	-622
短期借款	158	-114	0	0	0
长期借款	893	-585	-56	-57	-59
普通股增加	-0	114	0	0	0
资本公积增加	-9	1190	0	0	0
其他筹资现金流	703	-1869	-690	-547	-563
现金净增加额	-929	24	148	604	885

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4351	5262	6422	7706	9094
营业成本	1407	1801	2203	2622	3065
营业税金及附加	63	59	96	116	136
营业费用	1280	1650	2014	2417	2852
管理费用	401	430	607	706	818
研发费用	103	126	77	115	170
财务费用	-21	11	-26	-26	-50
资产减值损失	89	-1693	0	0	0
公允价值变动收益	0	-5	0	0	0
其他收益	26	31	17	21	24
投资净收益	48	18	21	22	21
营业利润	1103	-465	1488	1798	2147
营业外收入	48	47	36	38	42
营业外支出	22	6	13	14	14
利润总额	1129	-425	1511	1822	2175
所得税	221	-10	217	226	264
净利润	908	-415	1294	1596	1911
少数股东损益	-94	-59	-5	15	21
归属母公司净利润	1002	-356	1298	1581	1889
EBITDA	1292	-206	1623	1940	2291
EPS(元)	0.63	-0.22	0.82	1.00	1.19

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	39.9	20.9	22.1	20.0	18.0
营业利润(%)	25.5	-142.2	419.8	20.8	19.4
归属于母公司净利润(%)	30.8	-135.5	464.8	21.8	19.5
获利能力					
毛利率(%)	67.7	65.8	65.7	66.0	66.3
净利率(%)	23.0	-6.8	20.2	20.5	20.8
ROE(%)	13.2	-7.0	19.4	20.8	21.3
ROIC(%)	24.0	-15.7	38.1	41.4	44.3
偿债能力					
资产负债率(%)	29.6	28.8	27.0	25.0	24.0
净负债比率(%)	-9.4	-19.4	-22.6	-28.1	-34.6
流动比率	2.7	2.2	2.4	2.8	3.1
速动比率	1.4	1.5	1.6	1.7	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	20.3	29.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.6	5.3	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	-0.22	0.82	1.00	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.47	0.67	0.88	1.06
每股净资产(最新摊薄)	3.53	3.79	4.25	4.88	5.69
估值比率					
P/E	25.0	-70.4	19.3	15.9	13.3
P/B	4.5	4.2	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	19.9	-112.3	14.1	11.4	9.3

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>