

## 经营底部年已过，适度激进再领航

买入（维持）

2020年03月13日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,262	6,320	7,583	9,006
同比（%）	20.9%	20.1%	20.0%	18.8%
归母净利润（百万元）	-356	1,347	1,620	1,905
同比（%）	-135.5%	478.4%	20.3%	17.6%
每股收益（元/股）	-0.22	0.85	1.02	1.20
P/E（倍）	-70.43	18.61	15.47	13.16

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

### 事件

公司发布2019年年报，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%，扣非净利-4.31亿元，同比下滑147.1%；其中19Q4实现营业收入8.8亿元，同比下滑5.2%，归母净利润-1.5亿元，同比下滑266.9%，扣非净利-1.56亿元，同比下滑148.7%。

### 投资要点

■ **艰难困苦，砥砺前行。**19年实现营业收入52.6亿元，同比增长20.9%，其中19Q4实现营业收入8.8亿元，同比下滑5.2%。**分产品看**，主品牌营收32.12亿元，同增约8%；健力多营收11.90亿元，同增约47%，在高基数下仍实现高增长；3月LSG上线国内母婴渠道，并结合TVC和线下梯媒营销宣传，但因药店渠道尚未拿到批文，国内实现收入1.29亿元，澳洲本土业务受《电子商务法》冲击，仅实现收入4.58亿元，同比下滑43.8%。**分渠道看**，国内线上占比约20%，因行业大环境、电商平台竞争格局及部分电商平台政策变化等影响，收入同增17%，超出阿里线上渠道增速14pct，仍大幅领先行业；线下因百日行动等影响收入同增约20%。

■ **激进的市场策略，渠道建设力度不减。**19年毛利率65.78%(-1.54pct)，19Q4毛利率58.1%(-4.25pct)。19年销售费用率31.37%(+3.7pct)，3月/5月/6月分别加大对LSG/主品牌/健视佳的空中和地面推广，19年广告费用同增52%；管理费用率（含研发）10.56%(+2.01pct)。因19年LSG发展低预期，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，综上导致19年业绩同比下滑135.5%。

■ **“4+2+1”产品矩阵清晰，多维发展助成长：1）四款大单品精准定位**，健力多将继续加大投入，借助新批文切入年轻人群扩大受众范围；LSG于1月已获批蓝帽子，后续有望大范围、快节奏接入汤臣优势的药店渠道，进一步提高渗透率，参考公司新商誉模型测算，20年LSG国内收入或同增50+%，公司规划以健力多的高度将LSG打造为第二大单品；健视佳继续定位大单品，多措并举提高品牌力；护肝新品托稀缺批文、复方配方的独特优势，在五大重点省份重点推动，开拓护肝蓝海市场。**2）形象品牌双拳出击**，主品牌继续加大投入升级形象，新增维生素产品为形象产品。疫情下汤臣VC产品多处断货，预计疫后消费者对品牌认知度将进一步提升。**3）明星产品加码儿童市场**，牛初乳加钙咀嚼片将启动独立推广策略，定位儿童市场，加大费用投入稳增长。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	15.84
一年最低/最高价	14.17/23.38
市净率(倍)	4.18
流通A股市值(百万元)	14098.85

### 基础数据

每股净资产(元)	3.79
资产负债率(%)	28.80
总股本(百万股)	1582.49
流通A股(百万股)	890.08

### 相关研究

- 1、《汤臣倍健(300146)：政策扰动年已过，期待20年启航》2020-03-01
- 2、《汤臣倍健(300146)：政策仍有扰动，期待LSG整合》2019-10-25
- 3、《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

**适度激进引领行业成长，精细化运作加速提份额。**20 年预计公司将采取适度激进的营销战略，公司将持续重度投资品牌建设，对媒介费用设置降单价增播放量的硬指标，实现降本增效，提高品牌建设投入产出比，持续激活品牌力。此外，公司将优化管理体系、人才体系，通过绩效等级、末位淘汰、优先内部晋升、选拔高潜年轻人才等方式，激发活力，股权激励也保持利益绑定。19 年末销售人员数量较年初同增 22%，我们认为，更精细化的渠道管理，将加速公司下沉市场开发和扩张。2020 年，公司将启动经销商裂变，主要通过原有经销商裂变建立主业、健力多、LSG 三个完全独立的经销商体系，以地级市为单位搭建经销商体系，未达到裂变标准的区域将招募新经销商。预计下沉市场有望在裂变中提高覆盖密度和宣传力度，公司份额有望在此轮裂变中有大幅提升。

**一季度受疫情影响压制消费，预计疫后保健意识提升将带动长期增长。**疫情期间，主要受到药店开业率低、消费者进店时间短等影响，一定程度制约门店销售，此外亦受到物流运输限制，部分地区存在热销产品补货不及时现象。对此，公司一季度主要建设头部连锁药店，并通过微信群等方式推广弥补门店销售不足。预计 20Q1 公司收入实现正增长，公司预计 20Q1 业绩为 4.97-5.97 亿元，同增 0-20%。**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，预计疫后膳食营养补充剂消费者教育更为顺畅。

**盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年公司收入分别为 63/76/90 亿元，同比+ 20/20/19%；归母净利润分别为 13.5/16.2/19.1 亿元，同比+478/20/18%；对应 PE 为 19/15/13X，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)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>3808</b>	<b>4448</b>	<b>5469</b>	<b>6637</b>	<b>营业收入</b>	<b>5262</b>	<b>6320</b>	<b>7583</b>	<b>9006</b>
现金	1822	1692	2561	3483	减:营业成本	1801	2182	2650	3187
应收账款	114	269	236	364	营业税金及附加	59	72	86	103
存货	742	971	1110	1392	营业费用	1650	1946	2335	2747
其他流动资产	1130	1517	1562	1397	管理费用	504	487	584	675
<b>非流动资产</b>	<b>4523</b>	<b>4602</b>	<b>4686</b>	<b>4784</b>	财务费用	11	-28	-38	-46
长期股权投资	171	150	126	116	资产减值损失	-1693	126	83	117
固定资产	828	940	1065	1191	加:投资净收益	18	53	41	41
在建工程	121	135	141	141	其他收益	26	-2	-2	-3
无形资产	902	885	864	840	<b>营业利润</b>	<b>-465</b>	<b>1586</b>	<b>1920</b>	<b>2261</b>
其他非流动资产	2500	2491	2490	2496	加:营业外净收支	41	40	36	39
<b>资产总计</b>	<b>8331</b>	<b>9050</b>	<b>10155</b>	<b>11421</b>	<b>利润总额</b>	<b>-425</b>	<b>1626</b>	<b>1956</b>	<b>2300</b>
<b>流动负债</b>	<b>1757</b>	<b>1752</b>	<b>2013</b>	<b>2212</b>	减:所得税费用	-10	293	352	414
短期借款	44	44	44	44	少数股东损益	-59	-13	-16	-19
应付账款	339	483	515	685	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-356</b>	<b>1347</b>	<b>1620</b>	<b>1905</b>
其他流动负债	1375	1226	1454	1483	EBIT	-457	1586	1903	2218
<b>非流动负债</b>	<b>642</b>	<b>603</b>	<b>545</b>	<b>487</b>	EBITDA	-206	1743	2077	2414
长期借款	308	268	210	152					
其他非流动负债	335	335	335	335	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2399</b>	<b>2355</b>	<b>2558</b>	<b>2699</b>	每股收益(元)	-0.22	0.85	1.02	1.20
少数股东权益	-61	-74	-90	-109	每股净资产(元)	3.79	4.28	4.86	5.58
归属母公司股东权益	5992	6769	7688	8831	发行在外股份(百万股)	1582	1582	1582	1582
<b>负债和股东权益</b>	<b>8331</b>	<b>9050</b>	<b>10155</b>	<b>11421</b>	ROIC(%)	-7.7%	20.5%	22.9%	22.5%
					ROE(%)	-8.1%	19.2%	20.8%	20.8%
					毛利率(%)	65.8%	65.5%	65.1%	64.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	-6.8%	21.3%	21.4%	21.1%
经营活动现金流	1537	779	1808	1949	资产负债率(%)	28.8%	26.0%	25.2%	23.6%
投资活动现金流	-249	-185	-220	-256	收入增长率(%)	20.9%	20.1%	20.0%	18.8%
筹资活动现金流	-1265	-724	-719	-771	净利润增长率(%)	-135.5%	478.4%	20.3%	17.6%
现金净增加额	24	-130	869	922	P/E	-70.43	18.61	15.47	13.16
折旧和摊销	250	157	174	196	P/B	4.18	3.70	3.26	2.84
资本开支	332	100	108	108	EV/EBITDA	-112.29	13.41	10.67	8.77
营运资本变动	203	-632	107	-49					

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>

