

汤臣倍健 (300146)

公司研究/点评报告

减值计提是去年亏损主因，2020 年将实现恢复性增长

——汤臣倍健 (300146) 2019 年年报及一季报业绩预告点评

点评报告/食品饮料行业

2020 年 3 月 13 日

一、事件概述

3 月 12 日公司发布 2019 年年报及 2020 年一季报业绩预告，2019 全年实现营业收入 52.62 亿元，同比+20.94%；实现归母净利润-3.56 亿元，同比-135.51%；基本 EPS 为-0.24 元。预计 2020Q1 实现归母净利润约 4.98~5.97 亿元，同比+0%~20%。

二、分析与判断

➤ 商誉及无形资产计提导致 19 年亏损，2020 年业绩有望恢复性增长

2019 公司实现营收/归母净利润 52.62/-3.56 亿元，同比分别+20.94%/-135.51%。总体看，公司营收端增速较 2018 年略有下滑，主要原因是相关部门整治“保健”行业，药店渠道进一步规范及电商法实施影响。利润端，受 LSG 销售收入下滑影响，公司计提商誉及无形资产减值共计 15.7 亿元，导致 2019 年出现亏损。在不计算减值计提的情况下，公司 2019 年实现归母净利润 10.46 亿元，同比+4.39%。2019 年，公司在外部经营环境不利的局面下采用适度激进的市场策略，并通过提升主品牌，夯实大单品，开启电商品牌化 3.0 等一系列措施保证业绩的稳定增长。2020Q1，公司在经营压力未完全出清及疫情爆发的不利局面下，加强消费者健康战略布局，持续激活品牌力，预计将实现归母净利润 4.98~5.97 亿元，同比+0%~20%，保证了主业的稳步复苏。

2019 年，公司毛利率 65.78%，同比-1.88 个百分点，主要是行业经营环境改变，公司加大产品货折力度所致。期间费用率 42.13%，同比+1.60 个百分点；销售费用率 31.37%，同比+1.94 个百分点；管理费用率 10.56%，同比-1.03 个百分点；财务费用率 0.20%，同比+0.69 个百分点。

2019Q4 单季度营收/净利润分别为 8.81/-15.47 亿元，同比-5.22%/-2669%。扣除减值计提影响，Q4 实现净利润-0.43 亿元，同比减亏 0.13 亿元。Q4 单季度毛利率 58.10%，同比-4.25 个百分点；期间费用率 69.87%，同比-10.00 个百分点；销售费用率 49.75%，同比-3.30%；管理费用率 20.56%，同比-5.62 个百分点；财务费用率-0.44%，同比-1.08 个百分点。Q4 期间费用率同比小幅下滑。

➤ 主品牌及大单品增长动力充足，线上、商超及母婴渠道有望补强

2019 年“汤臣倍健”主品牌实现营业收入 32.12 亿元，占总营收比 61.04%，同比+8%。汤臣主品牌保持稳定增长。健力多营收 11.90 亿元，占比 22.61%，同比+47%，增速弹性较高。LSG 国内/国外营收分别达到 1.29/4.58 亿元。同时，健视佳试点区域已扩大至 6 个重点省份。总体看，2019 年公司主品牌保持稳定增长，健力多等大单品增速大幅高于整体增速，LSG 国内动销不佳拖累整体增速。

渠道分布上，2019 年境内线下渠道占比约 80%，销售额同比+20%，与公司整体增速相当；境内线上渠道占比约 20%，销售额同比+17%，略低于整体增速。2020 年，公司将实施电商品牌化 3.0 战略，将打造线上专业年轻品牌颜值管理系列 YEP 和体重管理系列 IWOW，并推出多款线上专供品。公司还将推出更多适合商超及母婴渠道的产品品类，并结合终端推广、会展、行业论坛等方式，加强商超和母婴渠道的建设。

推荐

维持评级

当前价格：

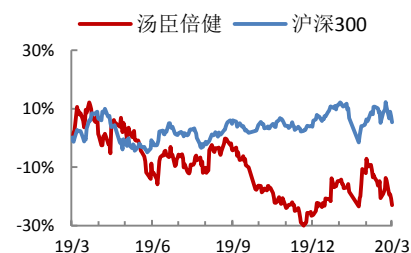
15.84

交易数据

2020-3-12

近 12 个月最高/最低	22.9/14.53
总股本 (百万股)	1582.49
流通股本 (百万股)	881.88
流通股比例 (%)	56%
总市值 (亿元)	250.67
流通市值 (亿元)	139.69

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
电话：010-85127513
邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028
电话：0755-22662016
邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 汤臣倍健 (300146) 2019 年业绩预告点评：大额计提冲击短期业绩，对中长期发展影响有限

➤ Life-space 产品获得保健食品批文，产品及渠道协同效应有望发挥

2019 年 3 月开始，Life-space 产品已在国内药店、母婴等渠道推出并进行相应的资源投放。但受批文限制，Life-Space 产品在药店渠道的业务发展未达预期。2020 年 1 月 13 日，Life-space 益生菌粉获得保健食品批文，意味着相关产品可以在包装上印刷保健食品专用标志（蓝帽子标志）。预计 2020Q2 以后，Life-space 蓝帽产品将有望在药店渠道加速推广，该系列产品与公司原有业务的协同效应有望得到充分发挥。

三、盈利预测与投资建议

根据 2019 年年报及 2020Q1 业绩预告，我们判断公司 2020 年将维持恢复性增长局面，行业性经营压力仍在，因此小幅调整公司盈利预测。预计 20-22 年公司实现营业收入 65.77/77.68/90.03 亿元，同比+25.0%/+18.1%/15.9%；实现归属上市公司净利润 13.27/15.27/17.29 亿元，同比+472.8%/+15.1%/+13.3%，对应 EPS 为 0.84/0.96/1.09 元，目前股价对应 PE 为 19/16/15 倍。公司主品牌及大单品的长期成长性均较为乐观。公司目前估值与其他食品板块 20 年 19 倍的一致预期相当，维持“推荐”评级。

四、风险提示

业务扩张速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,262	6,577	7,768	9,003
增长率（%）	20.9%	25.0%	18.1%	15.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	(356)	1,327	1,527	1,729
增长率（%）	-135.5%	472.8%	15.1%	13.3%
每股收益（元）	(0.24)	0.84	0.96	1.09
PE（现价）	(66.0)	18.9	16.4	14.5
PB	4.2	3.3	2.9	2.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,262	6,577	7,768	9,003
营业成本	1,801	2,170	2,579	2,989
营业税金及附加	59	84	93	112
销售费用	1,650	2,024	2,544	2,944
管理费用	430	572	655	771
研发费用	126	157	186	215
EBIT	1,196	1,571	1,711	1,972
财务费用	11	0	0	0
资产减值损失	(1,693)	128	6	48
投资收益	18	18	18	18
营业利润	(465)	1,490	1,753	1,971
营业外收支	41	33	37	35
利润总额	(425)	1,523	1,790	2,007
所得税	(10)	166	118	176
净利润	(415)	1,357	1,672	1,831
归属于母公司净利润	(356)	1,327	1,527	1,729
EBITDA	1,446	1,835	1,959	2,210
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1822	2763	4140	5354
应收账款及票据	114	259	237	314
预付款项	76	89	108	124
存货	742	1000	1121	1373
其他流动资产	311	311	311	311
流动资产合计	3764	5149	6554	8175
长期股权投资	171	110	128	147
固定资产	828	913	1040	1146
无形资产	868	708	578	472
非流动资产合计	4523	5279	5234	5178
资产合计	8331	10428	11788	13353
短期借款	44	44	44	44
应付账款及票据	339	466	519	621
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1757	2200	2515	2909
长期借款	308	308	308	308
其他长期负债	334	334	334	334
非流动负债合计	642	642	642	642
负债合计	2399	2842	3158	3551
股本	1582	1582	1582	1582
少数股东权益	(61)	(31)	114	215
股东权益合计	5931	7586	8630	9801
负债和股东权益合计	8331	10428	11788	13353

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	20.9%	25.0%	18.1%	15.9%
EBIT 增长率	9.1%	31.3%	9.0%	15.3%
净利润增长率	-135.5%	-472.8%	15.1%	13.3%
盈利能力				
毛利率	65.8%	67.0%	66.8%	66.8%
净利润率	-6.8%	20.2%	19.7%	19.2%
总资产收益率 ROA	-4.3%	12.7%	13.0%	13.0%
净资产收益率 ROE	-5.9%	17.4%	17.9%	18.0%
偿债能力				
流动比率	2.1	2.3	2.6	2.8
速动比率	1.7	1.9	2.2	2.4
现金比率	1.4	1.6	1.9	2.1
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	11.5	13.5	12.5	13.0
存货周转天数	141.3	140.6	141.0	140.8
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	(0.2)	0.8	1.0	1.1
每股净资产	3.8	4.8	5.4	6.1
每股经营现金流	1.0	1.0	1.4	1.3
每股股利	0.4	0.4	0.4	0.4
估值分析				
PE	(66.0)	18.9	16.4	14.5
PB	4.2	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	15.1	11.5	10.0	8.4
股息收益率	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(415)	1,357	1,672	1,831
折旧和摊销	1,941	392	253	286
营运资金变动	242	(49)	282	(62)
经营活动现金流	1,535	1,648	2,152	2,001
资本开支	332	108	147	128
投资	51	0	0	0
投资活动现金流	(249)	(108)	(147)	(128)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(490)	0	0	0
筹资活动现金流	(1,265)	(598)	(628)	(660)
现金净流量	20	942	1,376	1,214

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。