证券研究报告—动态报告

食品饮料

食品

汤臣倍健(300146)

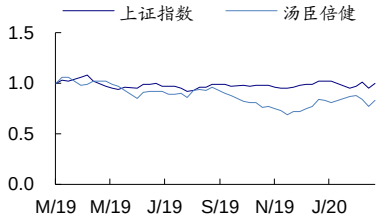
买入

2019 年年报点评

（维持评级）

2020 年 03 月 16 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,582/890
总市值/流通(百万元)	25,067/13,969
上证综指/深圳成指	2,923/10,941
12 个月最高/最低(元)	23.89/14.17

相关研究报告:

《汤臣倍健-300146-2019 年三季报点评：行业整治增速承压，坚定策略期待复苏》 ——2019-10-25

《汤臣倍健-300146-2019 年半年报点评：业绩符合预期，线下增长稳健》 ——2019-07-31

《汤臣倍健-300146-2019 年一季报点评：业绩超预期，主品牌维持高增》 ——2019-04-26

《汤臣倍健-300146-2018 年年报点评：业绩稳健收官，战略布局提速》 ——2019-02-28

《汤臣倍健-300146-重大事件快评：股权激励激发活力，目标稳健彰显信心》 ——2019-02-25

证券分析师：陈梦瑶
电话：18520127266
E-MAIL：chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001

证券分析师：郭尉
电话：15210587234
E-MAIL：guowei1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

财报点评

减值拖累业绩，风浪后重振启航

- **LSG 经营受挫，大幅计提减值拖累业绩**

2019 年实现营收 52.62 亿元（+20.94%），归母净利润-3.56 亿元（-135.51%），与前期预告吻合；单 Q4 营收 8.81 亿元（-5.22%），归母净利润-15.46 亿元，业绩亏损因 LSG 经营承压，全年并表仅 4.6 亿元，因此计提商誉减值 10 亿元及无形资产减值 5.6 亿元，不考虑减值的归母净利为 10.46 亿元同增 4.38%。2019 年毛利率 65.78%/-1.88pcts，销售费用率 31.37%/+1.94pcts，广告费 8.1 亿元同增 51.9%；管理费用率 8.17%/-1.05pcts。销售收现 61 亿元同增 20.16%，经营现金流净额 15.37 亿元同增 13.9%，现金流情况良好。

- **主品牌及健力多增长稳健，线上增速环比回升**

主品牌汤臣倍健营收 32.12 亿元同增 8%，受整治环境影响大基数下增速放缓；健力多实现营收 11.90 亿元，同比增长约 47%，大单品策略效果较好，保持高增势头；Life-Space 国内营收 1.29 亿元。国内线下渠道收入同比增长约 20%，大幅超越行业平均增速 0.8%，占境内收入约 80%。线上渠道方面，公司推出多款线上专供品，积极拓展社交电商、内容电商等，线上收入同比增长约 17%，我们统计阿里线上平台 2020 年 1-2 月汤臣同增 23.3%较去年 Q4 增速 14.4%有明显改善。

- **Q1 业绩预增 0%-20%，重新激活膳食营养补充剂业务**

公司将多品种全线出击的战略重新激活 VDS 业务，持续做大健力多切入年轻人群，打造 Life-Space 为第二大单品，加速在药店、母婴等渠道的渗透，健视佳定位储备大单品，同时面向护肝市场推出大单品。2020 年公司正式启动 OTC 项目，聚焦胃肠道用药核心大品类。公司预计 2020Q1 业绩同增 0%-20%，我们认为疫情激发消费健康意识，后续对 VDS 需求有望提升，疫情受控后渠道恢复增长。

盈利预测及估值：减值风险出清，业务聚焦重新启航，关注海外经营及国内行业景气回暖。据最新业绩下调 2020-21 年 EPS 至 0.84/1.00 元（原预测为 0.91/1.07）新增 22 年 EPS 为 1.19 元，对应 19/16/13 倍 PE，一年期目标估值 20.0-22.0 元，维持“买入”评级。

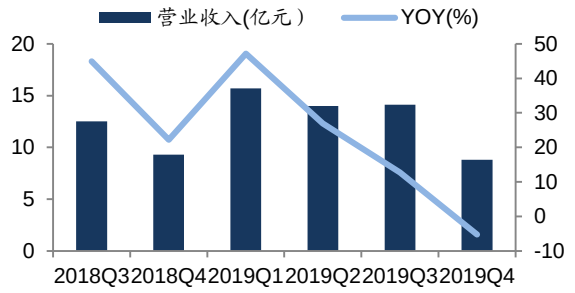
风险提示：政策环境不及预期；LSG 经营压力持续；新品扩张低于预

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E	2020E
营业收入(万元)	5,262	6,277	7,448	8,759	7,934
(+/-%)	20.9%	19.3%	18.7%	17.6%	26.4%
净利润(万元)	-356	1331	1578	1878	1689
(+/-%)	-135.5%	473.9%	18.6%	19.0%	26.7%
摊薄每股收益(元)	-0.24	0.84	1.00	1.19	1.15
EBIT Margin	25.1%	25.2%	25.5%	25.8%	25.1%
净资产收益率(ROE)	-5.9%	20.8%	23.0%	25.3%	26.7%
市盈率(PE)	N.A.	18.8	15.9	13.3	15.9
EV/EBITDA	16.3	16.2	14.0	11.6	14.5
市净率(PB)	3.9	3.9	3.6	3.4	4.24

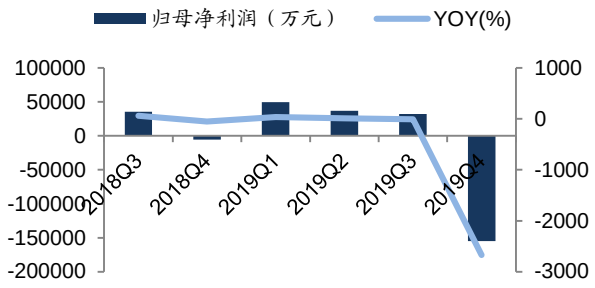
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：2018Q3-2019Q4 营收（亿元）及增速（%）



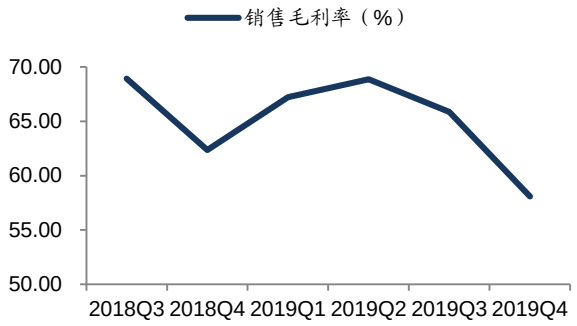
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2018Q3-2019Q4 业绩（亿元）及增速（%）



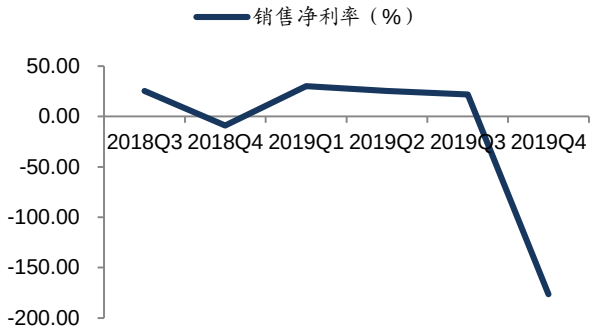
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：2018Q3-2019Q4 毛利率（%）一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2018Q3-2019Q4 净利率（%）一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司估值

公司	投资评级	市值（亿）	股价（元）2020-3-12	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
H&H 国际控股	无评级	185	28.75	1.96	2.31	2.58	14.7	12.4	11.3
西王食品	增持	54	5.04	-0.74	0.40	0.42	N.A.	12.6	12.0
平均							N.A.	12.5	11.6
汤臣倍健	买入	251	15.84	-0.24	0.84	1.00	N.A.	18.8	15.9

资料来源： wind，国信证券经济研究所预测，其中 H&H 国际控股来自 Wind 一致预期，港股单位为港元

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1822	3761	4154	3128
应收款项	122	258	306	360
存货净额	742	775	917	1081
其他流动资产	432	1946	2309	2715
流动资产合计	3808	7430	8376	7974
固定资产	950	849	806	762
无形资产及其他	868	834	800	767
投资性房地产	2534	2534	2534	2534
长期股权投资	171	141	111	81
资产总计	8331	11789	12627	12118
短期借款及交易性金融负债	253	3000	3000	1500
应付款项	339	451	518	617
其他流动负债	1165	1319	1572	1855
流动负债合计	1757	4770	5090	3971
长期借款及应付债券	308	308	308	308
其他长期负债	335	385	435	485
长期负债合计	642	692	742	792
负债合计	2399	5463	5832	4764
少数股东权益	(61)	(65)	(70)	(74)
股东权益	5992	6391	6865	7428
负债和股东权益总计	8331	11789	12627	12118

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	-0.24	0.84	1.00	1.19
每股红利	0.53	0.59	0.70	0.83
每股净资产	4.08	4.04	4.34	4.70
ROIC	22%	20%	21%	25%
ROE	-6%	21%	23%	25%
毛利率	66%	68%	69%	69%
EBIT Margin	25%	25%	26%	26%
EBITDA Margin	30%	30%	30%	29%
收入增长	21%	19%	19%	18%
净利润增长率	-136%	-474%	19%	19%
资产负债率	28%	46%	46%	39%
息率	3.4%	4.0%	4.7%	5.6%
P/E	-65.4	18.8	15.9	13.3
P/B	3.9	3.9	3.7	3.4
EV/EBITDA	16.3	16.2	14.0	11.6

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5262	6277	7448	8759
营业成本	1801	2016	2336	2684
营业税金及附加	59	94	112	131
销售费用	1650	1946	2309	2715
管理费用	430	638	792	973
财务费用	11	44	61	68
投资收益	18	7	3	11
资产减值及公允价值变动	1688	(4)	(6)	(7)
其他收入	(3484)	0	0	0
营业利润	(465)	1543	1836	2192
营业外净收支	41	18	18	18
利润总额	(425)	1561	1854	2210
所得税费用	(10)	245	291	347
少数股东损益	(59)	(15)	(15)	(15)
归属于母公司净利润	(356)	1331	1578	1878

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	(356)	1331	1578	1878
资产减值准备	1604	(5)	(77)	(89)
折旧摊销	249	295	310	320
公允价值变动损失	(1688)	4	6	7
财务费用	11	44	61	68
营运资本变动	3205	(1371)	(260)	(281)
其它	(1793)	0	72	84
经营活动现金流	1221	255	1629	1919
资本开支	(3612)	(161)	(161)	(161)
其它投资现金流	(690)	0	0	0
投资活动现金流	(4223)	(131)	(131)	(131)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(585)	0	0	0
支付股利、利息	(781)	(931)	(1105)	(1315)
其它融资现金流	5743	2747	0	(1500)
融资活动现金流	3011	1815	(1105)	(2815)
现金净变动	9	1939	393	(1026)
货币资金的期初余额	1813	1822	3761	4154
货币资金的期末余额	1822	3761	4154	3128
企业自由现金流	1134	99	1490	1780
权益自由现金流	6292	2809	1439	222

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032