

汤臣倍健 (300146) / 食品饮料

为什么看好 Life-space 益生菌中国线下渠道放量?

评级: 买入 (维持)

市场价格: 16.48

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

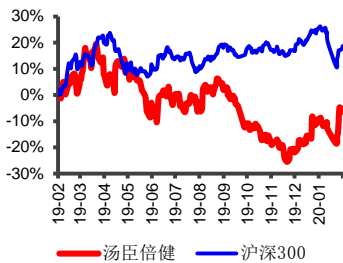
电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1582
流通股本(百万股)	890
市价(元)	16.48
市值(百万元)	26100
流通市值(百万元)	14700

股价与行业-市场走势对比



相关报告

报告一: 国内增长依旧强劲, 龙头壁垒逐渐加强

报告二: 雄关漫道真如铁, 而今漫步从头上

报告三: 风雨兼程, 迎难而上

报告四: 业绩符合预期, 风雨之后见彩虹

报告五: 业绩大超预期, 拥抱黄金时代

报告六: 黄金三年塑造强品牌, 股权激励彰显业绩信心

报告七: 收入利润符合预期, 大单品+拓渠道助力高成长

报告八: 股票期权激励计划出台, 长期看好保健品成长

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4351	5262	6504	7781	9256
增长率 yoy%	39.86%	20.94%	23.61%	19.62%	18.96%
净利润	1002	(356)	1295	1545	1827
增长率 yoy%	30.79%	-135.51%	363.76%	19.31%	18.28%
每股收益(元)	0.63	-0.22	0.82	0.98	1.15
每股现金流量	0.85	0.97	0.93	1.39	0.96
净资产收益率	17.92%	-5.94%	17.37%	18.43%	19.66%
P/E	26.02	-73.28	20.14	16.89	14.28
PEG	1.24	0.27	1.00	0.80	-0.05
P/B	4.66	4.35	3.50	3.11	2.81

备注: 数据更新截至 2020 年 3 月 19 日收盘价

投资要点

- 中国益生菌补充剂市场空间有多大?** 益生菌补充剂具有抑制有害菌增殖、促进营养物质吸收、代谢合成等功效。**1) 中国益生菌补充剂处于高速增长期, 5 年复合增速 21%。**根据欧睿数据, 2019 年全球益生菌补充剂行业规模 61 亿美元, 5 年收入复合增速 9.2% 处于稳步增长期, 其中美国是益生菌补充剂最大消费市场占比 36.93%。其次是中国 9.97%、日本 7.61%、英国 0.68%。2019 年中国益生菌补充剂行业规模 42.4 亿元, 同比+18%, 5 年复合收入增速 21%, 我们认为驱动因素一是产品功效性突出, 满足消费者肠道保健需求, 快速成长为 2017 年线上电商增速第二和线下药店收入增速第一的细分品类; 二是随着品牌增多+龙头的开拓布局, 产品丰富度和渠道覆盖率提升驱动益生菌市场做大。三是国内益生菌管理法规与标准健全, 利好益生菌补充剂的规范、稳健、长期发展。**2) 未来中国益生菌成长空间?** 对标 2019 年美国、日本益生菌补充剂人均消费额 48 元/年、25 元/年, 国内益生菌补充剂市场有 8-16 倍成长空间。
- 益生菌保健食品批文的重要性?** 一是益生菌的批文具有稀缺性。根据食品药品监督管理局 2018 年数据, 益生菌品类批文总计仅 94 个, 其中粉剂类 52 个, 审批时间周期长、难度大, 但获取后具有国家食药监局认证背书, 可进行功效性宣传。二是线下药店渠道保健品销售监管严格, 保健食品批文(蓝帽子标识)是药店渠道放量的前提。没有蓝帽子的益生菌仅为普通食品只能小部分药店销售, 铺货限制较多。
- 为什么看好 Life-space 益生菌在中国线下渠道超预期增长?** **1) 看好药店及母婴渠道快速放量。** 一是益生菌批文比市场预期提前 3-4 月拿到, 多出一个季度的增量贡献; 二是肠胃保健市场需求大, Life-space 益生菌功效性突出。活性菌种数量优于竞品, 消费者认可度高, 具备成为大单品的特质。三是批文助力高势能药店铺货率增加, 充分发挥汤臣药店龙头优势。根据我们渠道调研, 2019 年 Life-space 益生菌药店铺货率较低, 2020 年 1 月拿到批文后益生菌产品可在汤臣覆盖的高势能药店铺货销售, 铺货率和销售支持力度显著增加, 根据健力多的大单品在 1.5-3.5 亿时收入增速高达 140-170% 估算, 我们预计益生菌可复制成功经验实现线下药店快速放量。四是母婴渠道加快开拓也驱动益生菌收入高增长。**2) 长期线下空间展望?** 对标合生元益生菌(母婴渠道为主)2018 年收入 10.45 亿元, 增速 34%, 汤臣线下药店+母婴渠道双发力, 看好 Life-space 益生菌复制健力(2019 年 12 亿元)大单品成功经验, 最终成长为 10-15 亿量级大单品。
- 盈利预测及投资建议: 大单品接力+渠道裂变, 看好业绩反转。** 冠状病毒疫情的全民重视程度已超过 2003 年非典, 居民健意识加强中长期驱动保健食品市场繁荣, 跨境和电商渠道的逐渐恢复, 医保政策边际影响预计减弱, 2020 年预计保健品行业迎来春天。汤臣大单品战略驱动健力多、益生菌的接力放量, 产品和品牌能力逐渐增强; 经销商裂变+OTC 子公司成立, 保证药店优势同时, 积极开拓商超、母婴等渠道, 逐步增强渠道抗风险能力。加之 2019 年股权激励业绩解锁条件为 2020 年收入达到 63.09 亿(同比 2018 年增 45%) 提供业绩稳健强心针。我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 65、78、92 亿元, 同比+24%、+20%、+19%, 利润为 13、15、18 亿元, 同比扭亏为盈、+19%、+18%, 对应 2020-2022 年 PE 估值仅 20X、17X、14X, 维持买入评级。
- 风险提示: 疫情影响终端动销、医保及药店政策风险、经销商开拓不及预期、产品推广不及预期、食品安全风险**

内容目录

中国益生菌补充剂市场空间有多大?	- 4 -
什么是益生菌和益生菌补充剂?	- 4 -
中国益生菌补充剂市场处于高速发展期.....	- 5 -
他山之石, 未来中国益生菌补充剂的成长空间及潜力?	- 6 -
益生菌饮料大单品案例: 百亿养乐多的全球化.....	- 7 -
为什么 <i>Life-space</i> 益生菌批文很重要?	- 10 -
药店渠道的进入壁垒——保健食品批文是药店渠道放量的前提	- 10 -
益生菌类批文的审批难度和稀缺性.....	- 10 -
<i>Life-space</i> 益生菌中国线下销售成长性分析	- 10 -
<i>Life-space</i> 益生菌产品力、品牌力、渠道力解析	- 10 -
公司商誉减值调低 LSG 中国线下业绩规划	- 12 -
<i>Life-space</i> 益生菌线下销售超预期的假设及测算	- 13 -
盈利预测及投资建议	- 16 -
风险提示	- 17 -

图表目录

图表 1: 益生菌产品及功能特性.....	- 4 -
图表 2: 全球益生菌产业链下游三大类产品占比.....	- 4 -
图表 3: 全球益生菌补充剂市场规模及增速.....	- 5 -
图表 4: 益生菌补充剂全球消费分布.....	- 5 -
图表 5: 中国益生菌补充剂市场规模及增速.....	- 5 -
图表 6: 2019 中国益生菌补充剂市场集中度.....	- 6 -
图表 7: 2017 中国益生菌补充剂线上销售占比排名.....	- 6 -
图表 8: 对标美国、日本看行业空间.....	- 6 -
图表 9: 2017 年中国保健食品药店渠道 Top10 类销售排名及增速.....	- 7 -
图表 10: 2017 年中国保健食品电商渠道 Top20 品类销售排名及增速.....	- 7 -
图表 11: 养乐多全球食品饮料业务区域收入、利润分布、营业利润率.....	- 8 -
图表 12: 养乐多食品饮料产品矩阵、特定保健用食品、大单品测算.....	- 8 -
图表 13: 养乐多中国销售体系: 46 家分公司.....	- 9 -
图表 14: 养乐多在中国日均销售量 815.6 万瓶.....	- 9 -
图表 15: 全球养乐多 2019.1-9 月平均日销售量 (单位: 千瓶).....	- 9 -
图表 16: 2003-2018 中国益生菌保健食品批文剂型、数量.....	- 10 -
图表 17: 中国益生菌补充剂批文的剂型特点占比.....	- 10 -
图表 18: 国内热销益生菌产品力对比.....	- 11 -
图表 19: 中国肠胃疾病用药市场规模及增速.....	- 11 -
图表 20: Life-Space 益生菌品牌广告宣传.....	- 11 -
图表 21: 2017 年天猫双十一益生菌热销.....	- 11 -
图表 22: 合生元益生菌收入在 2016 年后步入快速增长期.....	- 12 -
图表 23: 汤臣倍健公司商誉减值评估前后 LSG 中国线下业绩估算对比差异....	- 12 -
图表 24: 全国零售药店数量增长及连锁化率.....	- 14 -
图表 25: 全国母婴店地图标记>10.65 万家.....	- 14 -
图表 26: 健力多收入及增速.....	- 14 -
图表 27: 合生元益生菌毛利率变化.....	- 15 -
图表 28: life-space 益生菌中国线下业绩假设预测表.....	- 15 -
图表 29: 公司收入分品类拆分.....	- 16 -
图表 30: 保健食品同业估值对比.....	- 16 -
图表 31: 汤臣倍健 PE-band 在 20-35X.....	- 17 -
图表 32: 汤臣倍健 PB-band.....	- 17 -
图表 33: 汤臣倍健财务预测三张报表.....	- 18 -

中国益生菌补充剂市场空间有多大？

什么是益生菌和益生菌补充剂？

- **益生菌是对健康有益的活微生物。**据联合国粮农组织 (FAO) 和世界卫生组织 (WHO) 定义，益生菌是“经适量服用后，有益于其宿主健康的活的微生物”。对人或动物体内进行稳态调节，具有抑制有害菌增殖、促进营养物质吸收、代谢合成营养物质等功效。

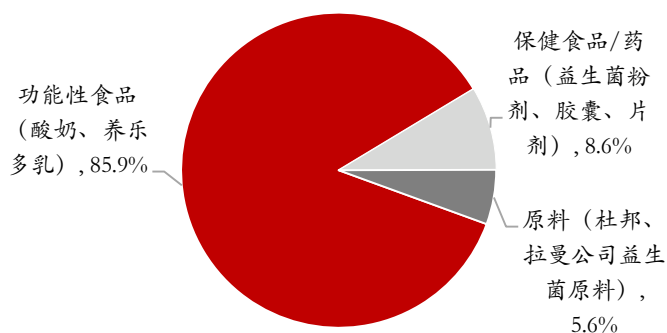
图表 1: 益生菌产品及功能特性

产品	功能特性
嗜酸乳杆菌	抑制小肠细菌增生; 增强乳糖吸收; 平衡肠道菌群
罗伊氏乳杆菌	抗过敏; 缓解小儿便秘和腹泻; 抑制病菌
鼠李糖乳杆菌	增强免疫力; 平衡和改善胃肠道; 防腹泻
植物乳杆菌	降低血清胆固醇含量; 抑制病原菌; 缓解肠易激综合征
保加利亚乳杆菌	抑制病原菌; 缓解乳糖不耐症
瑞士乳杆菌	降低血压; 促进钙铁吸收; 抗氧化
副干酪乳杆菌	免疫调节; 抗过敏
干酪乳杆菌	提高免疫力; 抗过敏; 预防小肠损伤
嗜热链球菌	抑制病原菌; 增强免疫力; 缓解乳糖不耐症
乳双歧杆菌	改善肠道健康; 预防腹泻和便秘; 增强机体免疫力
两歧双歧杆菌	辅助治疗肠炎; 预防癌症和抑制肿瘤生长; 改善肠道健康
长双歧杆菌	缓解中老年人便秘; 抗感染; 抗衰老
短双歧杆菌	改善肠道健康; 抗过敏; 缓解炎症
青春双歧杆菌	缓解便秘及腹泻; 抗衰老; 缓解肠易激综合征
婴儿双歧杆菌	缓解儿童腹泻; 平衡消化系统; 缓解炎症
肠膜明串珠菌	抗氧化; 抑制病原菌
唾液乳杆菌	调整过敏体质; 提高免疫力; 改善口部健康
卷曲乳杆菌	抑制致病菌; 改善女性生殖健康

来源: 中泰证券研究所

- **从产品形态看，包含功能性食品（酸奶、乳酸菌饮料）、保健食品及药品（益生菌补充剂如粉剂、胶囊等）、益生菌原料（发酵果汁、酸奶的原料），这里我们重点探讨益生菌补充剂市场。**

图表 2: 全球益生菌产业链下游三大类产品占比

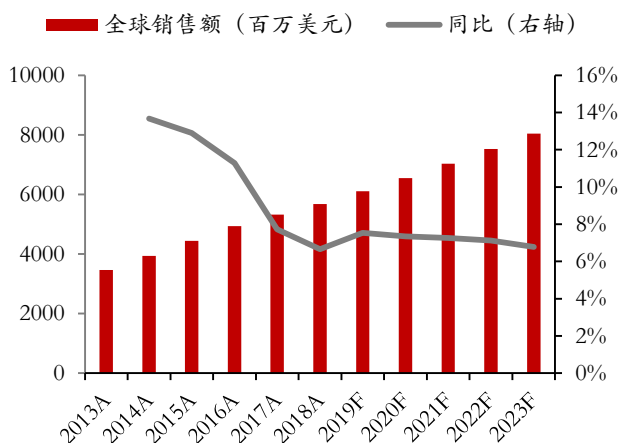


来源: BCC Research、中泰证券研究所

中国益生菌补充剂市场处于高速发展期

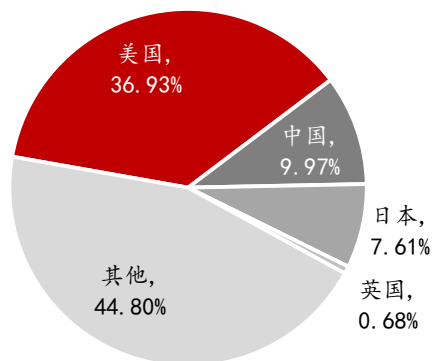
- 全球益生菌补充剂行业稳步增长，美国市场消费占比最大，中国市场潜力最强。根据欧睿数据，2019 年全球益生菌补充剂收入 61 亿美元（425 亿元），同比+7.5%，5 年复合收入增速在 9.2%，进入稳步增长期。从国家分布看，美国是益生菌补充剂最大消费市场占比 36.93%。其次是中国 9.97%、日本 7.61%、英国 0.68%。

图表 3: 全球益生菌补充剂市场规模及增速



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

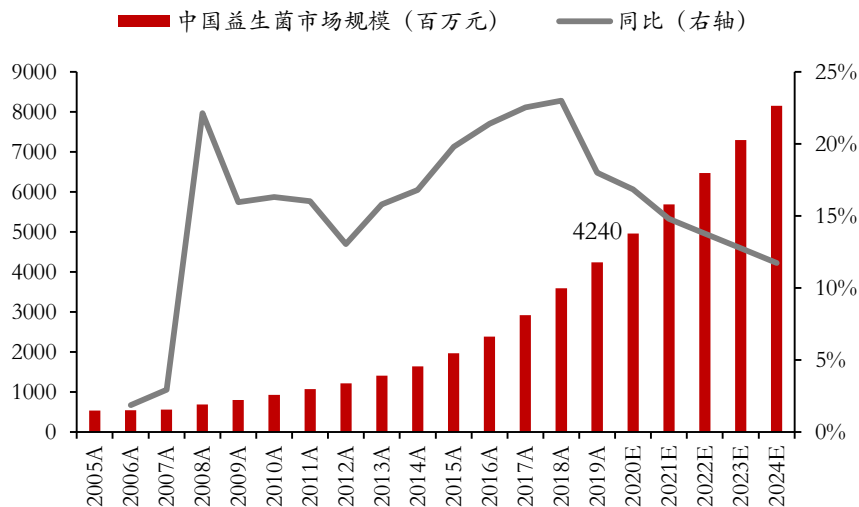
图表 4: 益生菌补充剂全球消费分布



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

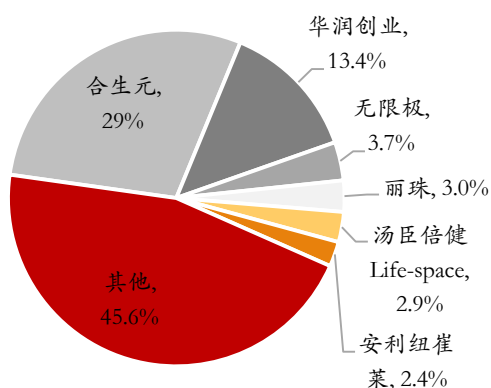
- 中国益生菌市场处于高速增长期，品牌及产品功效性强的龙头优势明显。根据欧睿数据，2019 年中国益生菌补充剂市场收入 42.4 亿元，同比+18%，5 年复合收入增速 21%。从集中度看，第一是合生元（母婴龙头）、其次是江中药业（药店）、无限极（直销）、丽珠、汤臣 *Life-space* 益生菌。在电商渠道销售排名看，*Life-space* 益生菌位居第一，占比高达 47.36%，说明品牌力凸显，功效凸出。

图表 5: 中国益生菌补充剂市场规模及增速



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

图表 6: 2019 中国益生菌补充剂市场集中度



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

图表 7: 2017 中国益生菌补充剂线上销售占比排名

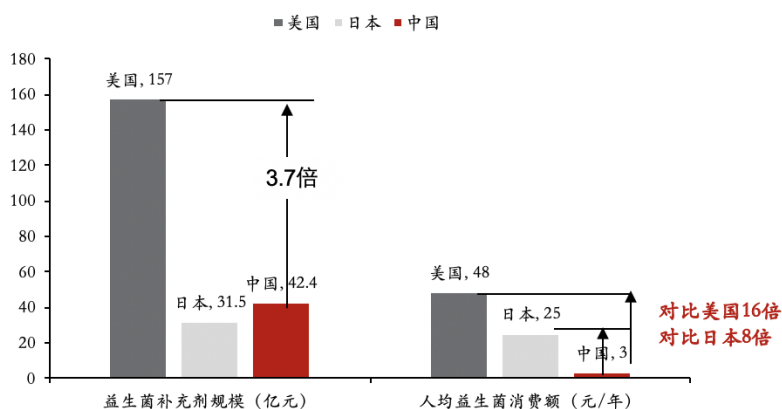
品牌	线上销售占比
life space	47.36%
swanson	11.64%
reperfe	7.40%
hyperbiotics	6.67%
nutrition care	5.74%
arrow formulas	3.95%
其他	17.24%

来源: 阿里系数据、中泰证券研究所

他山之石，未来中国益生菌补充剂的成长空间及潜力？

- 对比美国和日本，中国益生菌补充剂市场有 8-16 倍成长空间，预计会继续维持高增长。根据欧睿统计的美国、日本、中国益生菌销售额数据及世界卫生组织公布的人口数据估算，对标美国（157 亿元市场规模，人均 48 元/年，CAGR10 为 16%）、日本（31.5 亿元市场规模，人均 25 元/年），国内益生菌市场有 8-16 倍的潜力空间，目前处于快速发展期，行业规模不断扩容。

图表 8: 对标美国、日本看行业空间



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

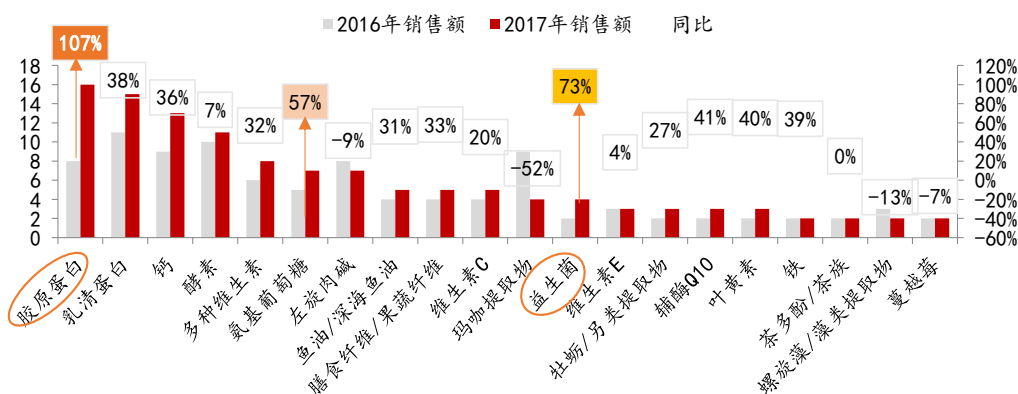
- 我们认为保障行业持续高成长驱动因素一是**益生菌的产品功效满足消费者肠道保健需求**。益生菌快速成长为线上电商和线下药店销售排名 TOP15 的细分品类，药店渠道 2017 年增速高达 30% 位居增速第一；电商渠道益生菌补充剂 2017 年增速 73%，成为仅次于胶原蛋白 107% 增速第 2 快增长品类，深受中国消费者喜爱，市场潜力大；二是**龙头的加入+品牌的增多，从产品和渠道驱动共同做大益生菌市场**。行业龙头合生元深耕母婴渠道、汤臣等不断加码益生菌在药店、母婴等渠道的布局和消费者教育，渠道覆盖面逐渐加大；同时产品针对婴童、孕妇、成人，品类更佳丰富，驱动了整个益生菌行业的繁荣。三是国内益生菌管理法规与标准足够健全，利好益生菌品类的规范化和长期稳健发展。

图表 9：2017 年中国保健食品药店渠道 Top10 类销售排名及增速



来源：庶正康讯、中泰证券研究所

图表 10：2017 年中国保健食品电商渠道 Top20 品类销售排名及增速



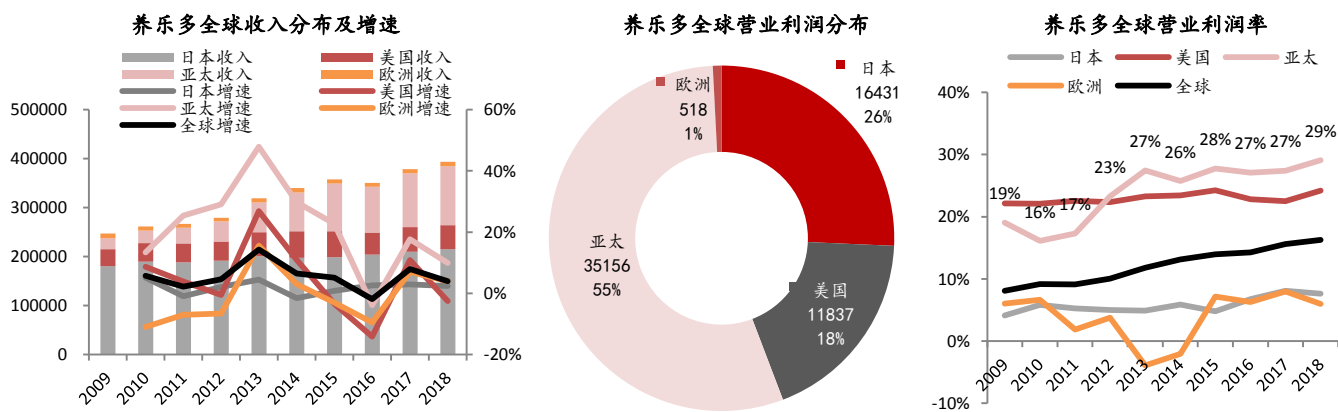
来源：庶正康讯、中泰证券研究所

益生菌饮料大单品案例：百亿养乐多的全球化

- 一个单品走天下，全球每天销售 4000 多万瓶，侧面说明益生菌肠道保健市场的潜力。1930 年养乐多创始人代田稔医学博士成功分离培育可活着到达肠道的乳酸菌，以代田博士的名字命名“干酪乳杆菌代田株”。1935 年“养乐多活菌型乳酸菌乳饮品”开始生产和销售，至今已有 80 多年的历史。1955 年株式会社养乐多 (Yakult) 日本成立量产并销售，这种对肠道健康有益的饮品受到销售者接受和喜爱。1963 年开启独特的家庭配送服务“养乐多妈妈配送”。1964 年进入中国台湾地区，其次是香港。1970 年后日本国内拓展化妆品、医药品业务。养乐多海外市场在 1971 年进入泰国、韩国，80 年代进入墨西哥、90 年代进入印尼、澳洲、欧洲市场，2002 年进入中国市场且逐渐加大亚太市场的销售布局，成为仅次于日本国内的第二大市场，2017 年进入中东市场。养乐多作为世界知名活菌型乳酸菌饮品制造商，足迹已遍布全球 40 个国家和地区，小红瓶单品全球日销量达 4163 万瓶。
- 公司食品饮料收入占比 90%，亚太市场增速最快且利润率最高。根据公司年报数据，2018 年养乐多全球收入 4070 亿日元（约 265 亿元），同比

+1.4%，净利润 249.35 亿日元（约 22.7 亿元），同比+3%，净利率 8.6%。其中主要业务为四个板块，收入占比分别为日本国内食品及饮料 49%、海外食品及饮料 41%、药品 5%、其他（化妆品等）5%。从食品饮料业务的区域分布看，日本市场贡献 55%收入、26%利润，亚洲太平洋地区贡献 31%收入、55%利润，其次是美洲、欧洲地区。从营业利润率看，亚太地区最高为 29%>美洲 24%>全球平均水平 16%>日本 8%>欧洲 6%。亚太地区成为公司业绩增长的引擎。

图表 11: 养乐多全球食品饮料业务区域收入、利润分布、营业利润率



来源：公司年报、中泰证券研究所

- 养乐多产品矩阵以益生菌保健功能为主，估算大单品全球收入达到 160 亿元以上。公司食品饮料业务包含乳酸菌饮品、酸奶、豆乳、茶饮、保健食品等，最具代表性的产品为小红瓶养乐多 400、低糖养乐多，售价在 2.54 元/100ml 瓶，每瓶含有 100 亿以上干酪乳杆菌代田株，具有改善肠道、增强免疫力等功效。我们根据公司官网披露的经营数据估算，养乐多乳酸菌饮品国内收入占比 40%+假设海外市场收入占比 95%，合计为 2559 亿日元（汇率 0.065 折算人民币 166 亿元），预计在总收入占比超 60%，是公司经久不衰的畅销大单品。

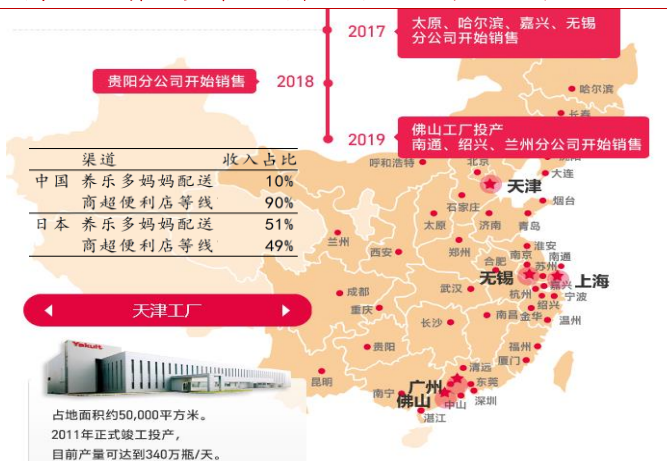
图表 12: 养乐多食品饮料产品矩阵、特定保健用食品、大单品测算

中国养乐多产品：原味+低糖两个	日本国内特定保健用食品（乳酸菌系列）	养乐多大单品：活性乳酸菌饮品测算																																				
<p>每瓶含有 100 亿 个以上的干酪乳杆菌代田株 能够活着到达肠道，改善肠道环境</p>	<p>ヤクルト 400: 生きて腸内に到達する乳酸菌シロタ株が1本に400億個入った、乳製品乳酸菌飲料。</p> <p>ソファール ストロベリー: 乳酸菌シロタ株が入った、ハードタイプのヨーグルト。ストロベリー味。</p> <p>ソファール LT: 乳酸菌シロタ株が入った、ハードタイプのヨーグルト。</p> <p>ソファール プレーン: 乳酸菌シロタ株が入った、ハードタイプのヨーグルト。</p> <p>ソファール フレーン: 乳酸菌シロタ株とカルシウムが摂れる、のちヨーグルト。</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>收入构成</th> <th>占比</th> <th>2018 收入</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>养乐多乳酸菌饮品</td> <td>40%</td> <td>864</td> </tr> <tr> <td>乳酸菌乳品</td> <td>10%</td> <td>211</td> </tr> <tr> <td>日本清凉饮料类</td> <td>16%</td> <td>350</td> </tr> <tr> <td>化妆品</td> <td>4%</td> <td>77</td> </tr> <tr> <td>医药品</td> <td>15%</td> <td>312</td> </tr> <tr> <td>其他</td> <td>15%</td> <td>322</td> </tr> <tr> <td>美洲养乐多估算</td> <td>95%</td> <td>465</td> </tr> <tr> <td>亚太养乐多估算</td> <td>95%</td> <td>1147</td> </tr> <tr> <td>欧洲养乐多估算</td> <td>95%</td> <td>82</td> </tr> <tr> <td>养乐多大单品 (亿日元)</td> <td></td> <td>2559</td> </tr> <tr> <td>汇率 0.065 (亿元人民币)</td> <td></td> <td>166</td> </tr> </tbody> </table>	收入构成	占比	2018 收入	养乐多乳酸菌饮品	40%	864	乳酸菌乳品	10%	211	日本清凉饮料类	16%	350	化妆品	4%	77	医药品	15%	312	其他	15%	322	美洲养乐多估算	95%	465	亚太养乐多估算	95%	1147	欧洲养乐多估算	95%	82	养乐多大单品 (亿日元)		2559	汇率 0.065 (亿元人民币)		166
收入构成	占比	2018 收入																																				
养乐多乳酸菌饮品	40%	864																																				
乳酸菌乳品	10%	211																																				
日本清凉饮料类	16%	350																																				
化妆品	4%	77																																				
医药品	15%	312																																				
其他	15%	322																																				
美洲养乐多估算	95%	465																																				
亚太养乐多估算	95%	1147																																				
欧洲养乐多估算	95%	82																																				
养乐多大单品 (亿日元)		2559																																				
汇率 0.065 (亿元人民币)		166																																				
<p>日本养乐多食品饮料业务构成</p> <p>ヤクルト類 (乳酸菌飲料) その他の乳酸菌飲料・のちヨーグルト 食べるヨーグルト</p> <p>野菜・果実・豆乳飲料 栄養ドリンク類 お茶類</p> <p>その他の飲料 健康食品 めん類</p>	<p>プレティオ: 血圧が高めの方におすすめの、乳製品乳酸菌飲料。</p> <p>Newヤクルト: 生きて腸内に到達する乳酸菌シロタ株が1本に200億個入った、乳製品乳酸菌飲料。</p>																																					

来源：养乐多官网、中泰证券研究所

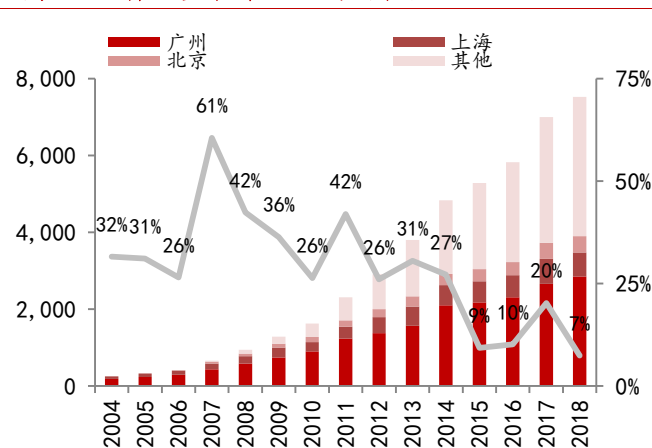
■ **养乐多在中国聚焦大单品战略，快速成长为细分龙头。** 1) **中国发展迅猛：**养乐多（中国）集团于2002年在广州市开始活菌型乳酸菌乳饮品的推广事业，随后2003年进入上海市场。为植根中国，稳健有力发展，2005年4月养乐多（中国）投资有限公司在上海成立。如今养乐多（中国）集团已在广州、佛山、上海、天津、无锡拥有6家生产基地和46家（子）公司。2) **产品营销突出功能性，小包装定价亲民。**活性菌改善肠胃，增强免疫力，迎合肠胃保健需求大市场。中国养乐多仅两款产品养乐多小红瓶、低糖养乐多小蓝瓶，小包装定价亲民，2.5-3元/瓶（一排5瓶12.5元）利好产品在中低价格带快速放量。3) **渠道顺应中国现代渠道高增长趋势，商超便利店等占比高达90%，家庭配送占比仅10%。**养乐多妈妈配送服务仅在广东、上海、北京、天津、厦门、福州5个城市开展，主因一是中国消费者对于上门推销接受度较低+物流配送到家服务仅在1-2线城市发展较快，养乐多因地制宜的渠道模式也契合中国渠道变化。截至19Q3中国养乐多饮品日均销售量达到815.6万瓶，占全球销售量19.6%，成为养乐多全球中最具生命力和发展潜力的地区。

图表 13: 养乐多中国销售体系: 46 家分公司



来源: 养乐多中国官网、中泰证券研究所

图表 14: 养乐多在中国日均销售量 815.6 万瓶



来源: 养乐多年报、季度数据、中泰证券研究所

图表 15: 全球养乐多 2019.1-9 月平均日销售量 (单位: 千瓶)

地区	2019.1-9	2018.1-9	同比%	地区	2019.1-9	2018.1-9	同比%
日本	9411	9591	-2%	荷兰	160	170	-6%
巴西	1562	1685	-7%	比利时	77	76	1%
墨西哥	3877	3864	0%	英国	194	201	-3%
美国	377	336	12%	德国	74	80	-8%
美洲总计	5816	5885	-1%	奥地利	10	12	-17%
香港	535	555	-4%	意大利	94	98	-4%
新加坡	228	230	-1%	欧洲合计	609	637	-4%
印度尼西亚	6204	5728	8%	海外子公司	22943	22295	3%
澳大利亚	252	247	2%	株式会社总计	32354	31886	1%
马来西亚	359	345	4%	特分法适用会社			
越南	517	361	43%	地区	2019.1-9	2018.1-9	同比%
澳大利亚	245	219	12%	台湾	706	756	-7%
中东	18	17	6%	泰国	2201	2289	-4%
缅甸	2	-	-	韩国	3156	3344	-6%
广州	3064	2994	2%	菲律宾	3221	3090	4%
上海	595	665	-11%	特分会社	9284	9478	-2%
北京	458	458	0%	全球总计			
中国其他地区	4040	3955	2%	全球总计	41638	41364	1.0%
中国合计	8156	8072	1%				
亚太地区合计	16518	15773	5%				

来源: 养乐多官网、中泰证券研究所

为什么 *Life-space* 益生菌批文很重要？

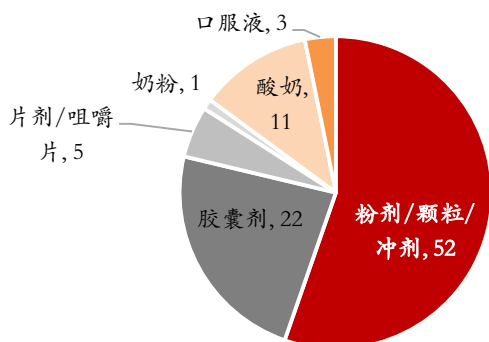
药店渠道的进入壁垒——保健食品批文是药店渠道放量的前提

- 药店渠道保健食品销售有保健食品（俗称“蓝帽子”）批文的限制。零售药店尤其是医保定点药店的保健食品货架，非蓝帽子产品不得陈列。没有保健食品批文的益生菌定义为普通食品/功效性食品，原则上不得在药店销售，小部分有食品经营资质的药店除外。因此无批文的益生菌在零售药店系统铺货率低，销售和功效宣传均受到限制。

益生菌类批文的审批难度和稀缺性

- 益生菌批文的审批时间周期长加之审批难度大，造就批文的稀缺性。根据食品药品监督管理局 2018 年数据，中国益生菌蓝帽子批文仅 94 个，其中粉剂为主约 52 个。2019 年 1 月 13 日汤臣 *Life-space* 益生菌粉剂获保健食品批文，为在汤臣优势药店渠道铺货、销售提供强有力的支撑。

图表 16: 2003-2018 中国益生菌保健食品批文剂型、数量



来源：庶正康讯、中泰证券研究所

图表 17: 中国益生菌补充剂批文的剂型特点占比

剂型	批文产品数量
粉剂/颗粒/冲剂	52
胶囊剂	22
片剂/咀嚼片	5
奶粉	1
酸奶	11
口服液	3
总计	94

来源：庶正康讯、中泰证券研究所

Life-space 益生菌中国线下销售成长性分析

Life-space 益生菌产品力、品牌力、渠道力解析

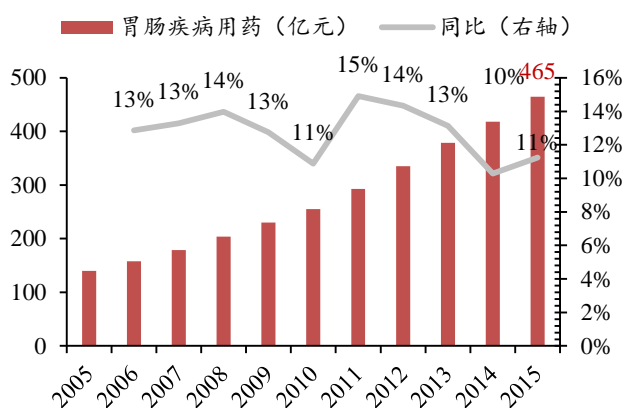
产品力：肠胃保健市场需求较大，*Life-space* 益生菌功效性和竞争力突出。1) 根据中国产业信息网数据，2015 年中国肠胃疾病用药市场规模 465 亿，预计 2019 年已经超过 500 亿，也暗示预防和肠胃保健市场在药店空间较大。2) 汤臣 *life-space* 益生菌活性菌种数量优于竞品。在中国肠胃保健需求大市场下，益生菌补充剂销售规模不断扩容，所处市场空间大+产品功效性突出，*Life-space* 益生菌具备成为大单品的特质。3) 益生菌 SKU 丰富度不断提升。国内目前线下益生菌仅 4 款，对标澳洲益生菌免疫、泌尿、消化、肠道 10 类产品覆盖全年龄段客户，国内未来益生菌产品创新及 SKU 增多均有空间。

图表 18: 国内热销益生菌产品力对比

合生元	汤臣_益倍适life space
全球婴童益生菌营养领先品牌	膳食补充剂行业领导企业
合生元益生菌冲剂(儿童型)	儿童\孕妇\成人益生菌粉
	
含3种益生菌 >100亿CFU/1.5g 158元/45g	含15种活性菌株 320亿CFU/1g 188元/30g
养乐多	保洁Align
日本发酵型乳制品领先品牌	美国知名养生品牌
活菌型乳酸菌乳饮品	meta-align益生菌胶囊
	
含干酪乳杆菌 >100亿CFU/ml 2.54元/100ml	含婴儿双歧杆菌 >10亿CFU/粒 199元/42粒

来源: 天猫、中泰证券研究所

图表 19: 中国肠胃疾病用药市场规模及增速



来源: 中国产业信息网、中泰证券研究所

- 品牌力: 澳洲益生菌第一品牌, 中国益生菌电商平台销量第一。** LSG 益生菌产品 2012 年问世, 2015 年进驻澳洲最大药房 Chemist Warehouse, 2014 年进入中国线上销售, 在澳洲市场及国内线上电商排名领先。2018 年汤臣收购 LSG 后, 加大对国内市场益生菌的品牌推广, 深化与天猫国际等战略合作, 通过年轻态、本地化玩法加速触达更多消费者; 在营销上, 与爱心大使刘涛合作, 迅速提升品牌知名度; 不断挖掘本地意见领袖故事精准营销; 为线下销售创造有效品牌曝光度, 加深品牌认知。

图表 20: Life-Space 益生菌品牌广告宣传



来源: Life-Space 益生菌天猫旗舰店、中泰证券研究所

图表 21: 2017 年天猫双十一益生菌热销



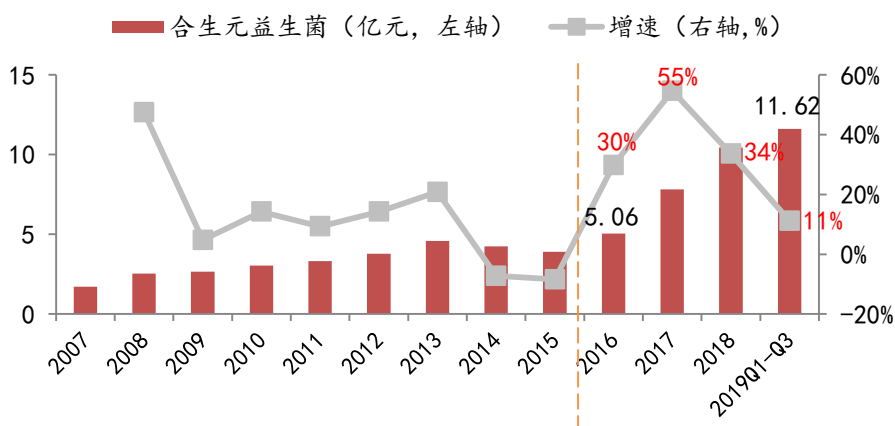
来源: 阿里巴巴数据、中泰证券研究所

- 渠道力: 药店优势+母婴开拓双驱动。** 消费者在药店购买肠胃药品解决急症, 日常可通过益生菌补充剂辅助保健调节肠道健康, 因此需求潜力较大。汤臣为药店保健食品龙头, 且优势不断增强。根据公司年报数据, 2019 年公司线下渠道(药店+母婴+商超)占比 80%, 增速 20% 较快增长。根据公司年报披露数据, 2019 年受百日行动+医保政策等影响, 中国药店 VDS 行业零售额增速仅 0.8%, 而汤臣倍健增长 19.9% 大幅超越行业, 市占率加速提升。1) **批文利好高势能药店铺货和动销加快。** 根据我们渠道调研, 因 2019 年益生菌无批文, 在大部分药店销售受到限制, 铺货率较低。2020 年 1 月拿到批文后, 汤臣覆盖的核心高势能药店均可陈列销售益生菌, 铺货率预计快速提升, 同时高势能药店周转率较快, 也利好快速放量。2) **线下母婴渠道加快开拓利好高增长。** 根据渠道调研, 19Q4 公司提出千家经销商裂变计划, 其中母婴单独团队运营, 精力

聚焦，预计 2020 年母婴经销商数量显著增加，助力益生菌放量。

- **对标合生元益生菌，看好 Life-space 益生菌成为 10 亿以上大单品。**根据合生元年报数据，深耕母婴渠道的合生元益生菌 2018 年收入 10.45 亿元，增速 34%，考虑 Life-space 益生菌产品性能好、品牌力较强、药店+母婴多冲驱动，看好长期 Life-space 益生菌在中国线下成长为 10-15 亿大单品的潜力。

图表 22：合生元益生菌收入在 2016 年后步入快速增长期



来源：公司年报、经营季报、中泰证券研究所

公司商誉减值调低 LSG 中国线下业绩规划

- **公司商誉减值回复函中最新评估是谨慎悲观假设。**在当时 2019 年行业外部环境最差的情景下假设 2020 年同样外部环境不容乐观。公司降低益生菌线下渠道收入增速，一是公告时尚未获取 Life-space 益生菌批文，因此按照 2019 年药店益生菌较差的表现估算 2020-2024 年药店业绩。二是对 2020 年药店行业及医保等政策不确定性充分体现谨慎预期；三是母婴渠道同样对随着新生儿人数下滑带来的不确定性及母婴渠道开拓中可能遇到的各种风险有所体现，永续期收入规划增速偏低。
- **未来的减值风险集中在 2019 年体现，2020 年轻装上阵。**根据公司公告，重新评估后对 LSG 中国线下 2020-2024 年预期收入、利润与前次评估相比降幅明显，公司从谨慎性原则考虑，将商誉减值的风险集中一次性体现在 2019 年，调低 2020-2024 年 5 年的业绩规划指标相对容易达成。

图表 23：汤臣倍健公司商誉减值评估前后 LSG 中国线下业绩估算对比差异

本次评估	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
收入(亿元)	1.26	1.89	2.66	3.28	3.78	4.06
预测期收入增长率		50.00%	40.31%	23.32%	15.35%	7.40%
毛利率	71.93%	69.20%	69.20%	69.20%	69.20%	69.20%
市场费用率	88.97%	60.00%	41.60%	32.80%	28.24%	26.16%
管理费用率	5.20%	7.50%	5.40%	4.70%	4.36%	4.14%
利润率	-23.38%	0.56%	21.06%	30.56%	35.46%	37.76%
前次评估	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
收入(亿元)	1.04	2.67	4.44	6.16	7.39	8.16
预测期收入增长率		156.92%	66.30%	38.60%	20.00%	10.45%

毛利率	63.00%	63.00%	63.00%	63.00%	63.00%	63.00%
市场费用率	19.15%	19.32%	19.37%	19.40%	19.41%	19.42%
管理费用率	15.00%	14.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
利润率	28.46%	28.46%	28.46%	28.46%	28.46%	28.46%
差异: 本次-前次	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
收入差(亿元)	0.22	-0.78	-1.79	-2.88	-3.61	-4.10
收入降低幅度	21.42%	-29.11%	-40.19%	-46.78%	-48.85%	-50.26%
预测期收入增长率	0.00%	-106.90%	-26.00%	-15.30%	-4.70%	-3.00%
毛利率	8.90%	6.20%	6.20%	6.20%	6.20%	6.20%
市场费用率	69.80%	40.70%	22.20%	13.40%	8.80%	6.70%
管理费用率	-12.50%	-6.50%	-7.60%	-8.30%	-8.60%	-8.90%
利润率	-49.20%	-27.90%	-7.40%	2.10%	7.00%	9.30%
利润差(亿元)	-0.59	-0.75	-0.70	-0.75	-0.76	-0.79

来源: 公司公告回复函、中泰证券研究

Life-space 益生菌线下销售超预期的假设及测算

■ 市场忽略的益生菌业绩超预期点:

- 1) 2019 年公司益生菌线下整体收入实际 1.29 亿元, 好于最早并购的前次评估 1.04 亿元, 超预期 0.25 亿元主因母婴渠道贡献较多。
- 2) 2019 年公告修正的业绩假设中药店按照 2019 年无批文时期的销售表现估算未考虑 2020 年拿到蓝帽子批文的时间, 实际 2020 年 1 月就获取批文, 时间比市场预期提前 3-4 个月, 比预期多出一个季度的增量贡献。
- 3) 千家经销商裂变计划, 将益生菌单独团队运营更加专业化, 药店及母婴渠道覆盖率均会显著提升。

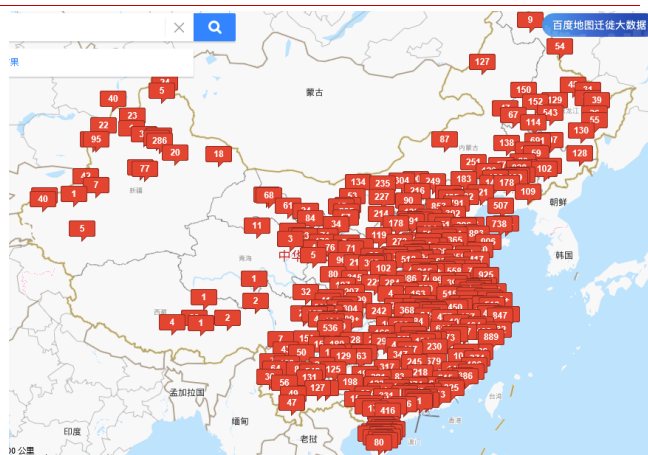
■ 我们对 Life-space 益生菌业绩预测的假设:

- 1) **线下益生菌销售渠道占比假设:** 我们预计 2019 年益生菌线下药店占比 45-50%, 母婴占比 50%、商超占比个位数。
- 2) **药店渠道铺货率*周转率提升假设:** 根据国家药品监督管理局数据, 2018 年全国零售药店总数达到 48.9 万家, 增速 7.7%; 其中连锁药店数量 25.5 万家, 增速 11.35%; 单体药店 23.4 万家, 药店连锁化率提升 1.7pct 至 52.15%。根据渠道调研, 我们预计汤臣覆盖药店网点超过 35%, 拿到批文后在药店系统铺货不受限制, 预计益生菌的网点铺货率同比 2019 年快速提升。从客单价和周转看, 考虑汤臣合作的全国百强连锁药店居多, 随着药店连锁化率提升带动公司覆盖的高势能药店数量增多, 从运营能力和动销成效看, 预计益生菌在药店动销周转率提升。
- 3) **母婴渠道覆盖率提升假设:** 根据百度地图搜索母婴店, 粗略统计全国母婴门店在 10.65 万家以上, 汤臣 2019 年开始积极开拓母婴益生菌市场, 19Q4 经销商裂变计划推出, 加快母婴经销商招募, 根据我们渠道调研, 汤臣母婴渠道覆盖率还处于较低水平, 预计 2020 年网点数量将快速增长, 驱动母婴渠道益生菌收入至少 50%以上增速。

图表 24: 全国零售药店数量增长及连锁化率

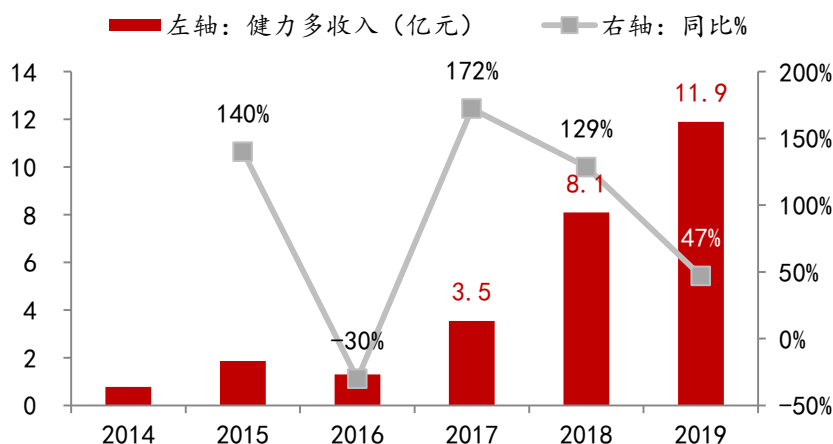
单位: 万家	2014	2015	2016	2017	2018
药店总数	43.49	44.81	44.70	45.40	48.90
增速	0.5%	3.0%	-0.2%	1.6%	7.7%
连锁药店	17.14	20.49	22.07	22.90	25.50
增速	8.3%	19.5%	7.7%	3.8%	11.4%
单体店	26.35	24.32	22.63	22.50	23.40
增速	-4.0%	-7.7%	-6.9%	-0.6%	4.0%
连锁率	39.4%	45.7%	49.4%	50.4%	52.1%

来源: 国家药品监督管理局、中泰证券研究所

图表 25: 全国母婴店地图标记>10.65 万家


来源: 百度地图、中泰证券研究所

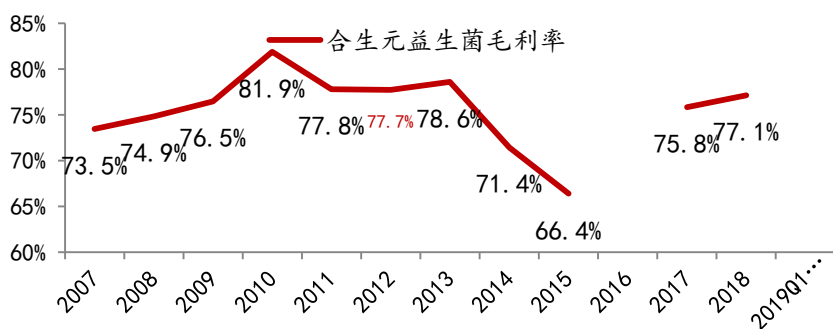
4) 大单品 10 亿以上规划假设: 公司大单品策略清晰, 其中健力多氨糖软骨素案例非常成功: 公司健力多主打骨关节钙类大市场, 产品功效显著, 2017 年在公司品牌、渠道、营销资源集中后快速爆量。根据公司 2017-2019 年报披露, 收入分别为 3.5、8.1、11.9 亿元, 增速高达 172%、129%、47%, 3 年时间突破 10 亿, 成为公司优势大单品。公司衡量“大单品战略”成功的其中一点标准是: 单个大单品收入超过 10 亿元且在所属细分领域的市占率达到 60% 以上。参考健力多的放量节奏, 公司将益生茵作为健力多的接力产品, 根据之前的产品、品牌、渠道综合分析可以有效复制健力多的成功模式, 我们按照大单品爆量节奏, 中性预测到 2023 年将突破 10 亿收入。

图表 26: 健力多收入及增速


来源: 公司年报、经营季报、中泰证券研究所

- **综上收入假设:** 我们按照中性假设 + 大单品策略的销售放量节奏, 预计 2020-2024 年收入增速分别为 194%、55%、50%、35%、15%, 从 2019 年益生茵线下 1.29 亿快速成长至 2023 年 11.89 亿元。
- **毛利率假设:** 我们预计行业竞争逐渐加剧 + 公司前期渠道赠品有可能增多, 公司毛利率预计中稳定在 65% 以上。对标竞品合生元益生茵毛利率历史波动区间在 66.4-81.9%, 我们假设 2020-2023 年 Life-space 益生茵毛利率分别为 69.2%、68.2%、67.2%、66.2%、65.2% 略下降但仍稳健。

图表 27: 合生元益生菌毛利率变化



来源: 公司年报、经营季报、中泰证券研究所

- 费用假设:** 我们认为增强 LSG 品牌力+开拓新渠道培育大单品, 前期需要较多市场费用投入, 因此预期市场费用比公司评估预测略高一些。考虑费用驱动下收入增速更快, 预计整体市场费用率比公司评估值要低, 具体如表 23 预测。管理费用率预测一致, 其他费用率略高一些。

图表 28: life-space 益生菌中国线下业绩假设预测表

公司最新评估	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
收入(亿元)	1.29	1.89	2.66	3.28	3.78	4.06
预测收入期增长率		46.5%	40.3%	23.3%	15.4%	7.4%
毛利率	71.9%	69.2%	69.2%	69.2%	69.2%	69.2%
市场费用	1.12	1.14	1.11	1.08	1.07	1.06
市场费用率	89.0%	60.0%	41.6%	32.8%	28.2%	26.2%
管理费用率	5.2%	7.5%	5.4%	4.7%	4.4%	4.1%
其他费用率		1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
利润	-23.4%	0.6%	21.1%	30.6%	35.5%	37.8%
利润贡献	-0.3	0.01	0.56	1	1.34	1.53
我们的预期	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
收入(亿元)	1.29	3.79	5.87	8.81	11.89	13.67
预测收入期增长率		194%	55%	50%	35%	15%
毛利率	71.9%	69.2%	68.2%	67.2%	66.2%	65.2%
市场费用	1.12	1.62	1.72	2.22	2.32	2.32
市场费用率	89.0%	42.9%	29.4%	25.2%	19.5%	17.0%
管理费用率	5.2%	7.5%	5.4%	4.7%	4.4%	4.1%
其他费用率		5.5%	5.5%	5.4%	5.1%	4.6%
利润率	-23.4%	13.3%	27.9%	31.9%	37.2%	39.5%
利润贡献	-0.3	0.51	1.64	2.81	4.42	5.4
预期收入增量(亿元)	0	1.9	3.21	5.53	8.11	9.61
预期利润增量(亿元)	0	0.5	1.08	1.81	3.08	3.87

来源: 公司公告回复函、中泰证券研究所

- 最终, 我们测算 Life-space 益生菌销售预期差有多少?** 按照大单品爆量逻辑看, 益生菌品类有望复制健力多氨糖软骨素成功模式, 同样在线下药店渠道销售, 我们预计 2020-2021 年我们的预期与公司保守评估形成的预期差收入有 1.9、3.2 亿元, 利润有 0.5、1.1 亿元。

盈利预测及投资建议

- 盈利预测及投资建议：大单品接力+渠道裂变，看好业绩反转。** 冠状病毒疫情的全民重视程度已超过 2003 年非典，消费者保健意识加速提升，中长期驱动保健食品市场的繁荣，医保政策的边际影响预计减弱+跨境和电商渠道的逐渐恢复，2020 年保健品行业逐渐迎来春天。汤臣作为非直销渠道龙头，通过大单品战略驱动健力多、益生菌的接力放量，产品和品牌能力逐渐增强；经销商裂变+OTC 子公司成立，保证药店优势同时，积极开拓商超、母婴等渠道，逐步增强渠道稳定性和抗风险能力。加之 2019 年股权激励业绩考虑解锁条件为 2020 年收入达到 63.09 亿（同比 2018 年增 45%）提供业绩稳健强心针。我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 65、78、92 亿元，同比+24%、+20%、+19%，利润分别为 13、15、18 亿元，同比实现扭亏为盈、+19%、+18%，对应 2020-2022 年 PE 估值仅 20X、17X、14X，维持买入评级，积极推荐。

图表 29：公司收入分品类拆分

汤臣倍健收入拆分	2015	2016	2017	2018	2019
营业总收入(亿元)	22.66	23.09	31.11	43.51	52.62
同比(%)	33%	2%	35%	39.9%	20.94%
毛利率(%)	66.3%	64.4%	67.1%	67.7%	65.8%
母品牌（汤臣倍健药业）	18.27	18.83	23.97	29.8	32.12
同比%	18%	3%	27%	24.39%	8%
收入占比%	81%	82%	77%	69%	61%
健力多收入（亿元）	1.9	1.30	3.5	8.1	11.9
同比%	1.4	-30%	172%	129%	47%
收入占比%	8%	6%	11%	19%	23%
健视佳收入（亿元）			0.2	0.3	0.4
同比%				30%	35%
LSG 益生菌(海外并表+国内)				2.73	5.87
同比%					115%
其他	2.53	2.96	4.05	2.57	2.33
同比%	228%	17%	37%	13%	-10%

来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 30：保健食品同业估值对比

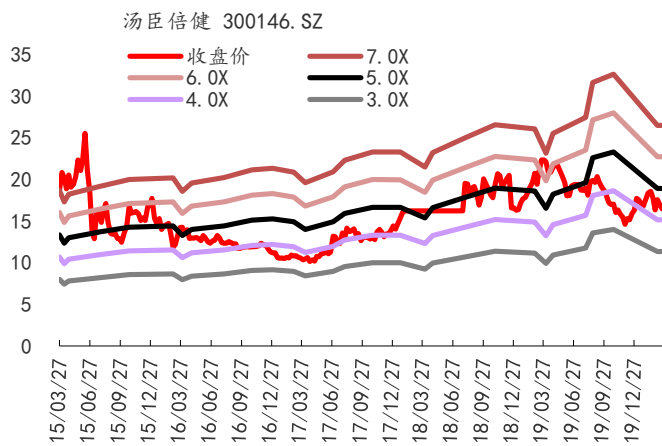
股票简称	市值（亿元）			PE			收入增速			净利润增速		
	2020/3/19	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E		
汤臣倍健	261	27.25	-76.75	21.10	39.86%	20.94%	23.62%	30.79%	-135.51%	363.78%		
仙乐健康	389		34.64		19.91%	-0.80%		94.85%	-29.85%			
嘉必优	38.5		38.00	26.69	25.18%	8.89%	28.07%	47.44%	21.20%	22.50%		
片仔癀	714	45.74	48.23	39.11	28.33%	20.54%	24.45%	41.62%	20.24%	31.75%		
东阿阿胶	167	12.41	36.00	20.00	-0.46%	-39.61%	9.15%	1.98%	-76.94%	76.49%		

来源：公司年报、中泰证券研究所

备注：2020 年预测数据除汤臣倍健外，均为 wind 一致预测数据。

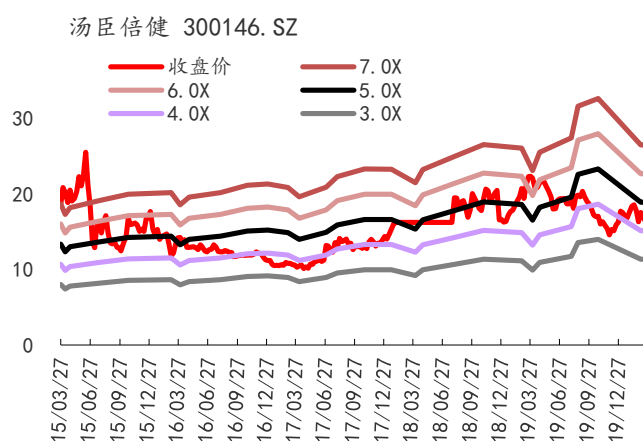
- **估值分析:** 复盘汤臣过去 5 年股价及 PE-band、PB-band, 得到公司历史 PE 处于 20-35X 之间波动, 当前股价对应 2020 年 PE 仅 20X, 处于历史估值区间的下限。从 PB-band 看, 公司历史 PB 在 3-6 之间波动, 当前 PB 在 4-5 合理区间。从估值看, 我们认为汤臣目前处于较低估值水平, 结合公司一季度业绩预告, 看好大单品放量+渠道经销商裂变驱动的业绩高速增长, 估值修复和向上空间较大。

图表 31: 汤臣倍健 PE-band



来源: wind、中泰证券研究所

图表 32: 汤臣倍健 PB-band



来源: wind、中泰证券研究所

风险提示

- 疫情影响终端动销、产品推广不及预期;
- 经销商裂变计划需要稳步推进, 存在开拓进度不及预期可能;
- 药店政策及医保政策持续收严, 影响药店渠道销售;
- 食品安全风险。

图表 33: 汤臣倍健财务预测三张报表

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,351	5,262	6,504	7,781	9,256	货币资金	1,813	1,822	3,112	5,353	6,624
增长率	39.9%	20.9%	23.6%	19.6%	19.0%	应收款项	261	122	440	257	507
营业成本	-1,407	-1,801	-2,205	-2,645	-3,165	存货	671	742	972	1,095	1,373
%销售收入	32.3%	34.2%	33.9%	34.0%	34.2%	其他流动资产	1,350	1,122	1,167	1,229	1,288
毛利	2,944	3,461	4,299	5,135	6,090	流动资产	4,096	3,808	5,692	7,934	9,792
%销售收入	67.7%	65.8%	66.1%	66.0%	65.8%	%总资产	12.0%	45.7%	56.7%	67.9%	77.8%
营业税金及附加	-63	-59	-73	-87	-104	长期投资	1,086	343	1,021	1,027	1,034
%销售收入	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	658	828	777	723	667
营业费用	-1,280	-1,650	-1,945	-2,311	-2,735	%总资产	6.7%	9.9%	7.7%	6.2%	5.3%
%销售收入	29.4%	31.4%	29.9%	29.7%	29.6%	无形资产	1,599	902	178	-634	-1,447
管理费用	-401	-430	-559	-666	-787	非流动资产	5,695	4,523	4,355	3,750	2,791
%销售收入	9.2%	8.17%	8.60%	8.6%	8.5%	%总资产	58.2%	54.3%	43.3%	32.1%	22.2%
息税前利润 (EBIT)	1,200	1,322	1,722	2,071	2,465	资产总计	9,790	8,331	10,047	11,684	12,583
%销售收入	27.6%	25.1%	26.5%	26.6%	26.6%	短期借款	158	44	0	0	0
财务费用	21	-11	5	5	0	应付款项	972	1,273	1,208	1,792	1,604
%销售收入	-0.5%	0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	其他流动负债	0	440	910	920	931
资产减值损失	89	-1,693	143	128	113	流动负债	1,131	1,757	2,118	2,712	2,535
公允价值变动收益	0	-5	0	0	0	长期贷款	893	308	0	0	0
投资收益	48	18	35	28	29	其他长期负债	519	335	502	553	608
%税前利润	3.5%	-5.6%	1.8%	1.2%	1.1%	负债	2,542	2,399	2,620	3,265	3,143
营业利润	1,358	-368	1,905	2,232	2,607	普通股股东权益	5,592	5,992	7,454	8,381	9,294
营业利润率	31.2%	-7.0%	29.3%	28.7%	28.2%	少数股东权益	1,296	-61	-28	38	146
营业外收支	26	41	30	25	22	负债股东权益合计	9,430	8,331	10,047	11,684	12,583
税前利润	1,384	-327	1,935	2,257	2,629						
利润率	31.8%	-6.2%	29.8%	29.0%	28.4%						
所得税	-221	10	-322	-391	-470	比率分析	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税率	15.9%	3.0%	16.7%	17.3%	17.9%	每股指标					
净利润	908	-415	1,328	1,611	1,934	每股收益 (元)	0.63	-0.22	0.82	0.98	1.15
少数股东损益	-94	-59	33	66	107	每股净资产 (元)	3.53	3.79	4.71	5.30	5.87
归属于母公司的净利润	1,002	-356	1,295	1,545	1,827	每股经营现金流 (元)	0.85	0.97	0.93	1.39	0.96
净利率	23.0%	-6.8%	19.9%	19.9%	19.7%	每股股利 (元)	0.46	0.46	0.29	0.39	0.58
						回报率					
现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净资产收益率	17.92%	-5.94%	17.37%	18.43%	19.66%
净利润	908	-415	1,328	1,611	1,934	总资产收益率	9.28%	-4.98%	13.22%	13.78%	15.37%
加: 折旧和摊销	149	250	108	199	201	投入资本收益率	59.48%	-8.60%	48.77%	81.75%	416.08%
资产减值准备	89	1,693	0	0	0	增长率					
公允价值变动损失	0	5	0	0	0	营业总收入增长率	39.86%	20.94%	23.61%	19.62%	18.96%
财务费用	15	44	-5	-5	0	EBIT增长率	45.06%	9.54%	33.91%	22.10%	20.80%
投资收益	-48	-18	-35	-28	-29	净利润增长率	30.79%	-135.51%	363.76%	19.31%	18.28%
少数股东损益	-94	-59	33	66	107	总资产增长率	60.14%	-14.91%	20.60%	16.30%	7.69%
营运资金的变动	303	-194	79	418	-592	资产管理能力					
经营活动现金净流	1,349	1,537	1,475	2,195	1,515	应收账款周转天数	16.4	12.2	14.0	14.2	13.5
固定资本投资	-50	-230	-60	-60	-50	存货周转天数	45.2	48.4	47.5	47.8	48.0
投资活动现金净流	-4,041	-249	-6	660	670	应付账款周转天数	78.6	67.7	68.0	68.0	68.0
股利分配	-734	-734	-453	-618	-913	固定资产周转天数	54.5	50.8	44.4	34.7	27.0
其他	2,478	-531	275	5	0	偿债能力					
筹资活动现金净流	1,744	-1,265	-178	-613	-913	净负债/股东权益	-11.19%	-43.01%	-69.26%	-76.19%	-125.00%
现金净流量	-948	22	1,290	2,241	1,271	EBIT利息保障倍数	-51.9	113.1	-306.6	-374.3	55,066.2
						资产负债率	29.65%	28.80%	26.08%	27.94%	24.98%

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。