

汤臣倍健(300146)

报告日期: 2023年08月06日

需求改善, 多措并举

——汤臣倍健 23 中报点评

事件

23H1 营收 56.0 亿元 (+32.6%), 归母净利润 15.5 亿元 (+47.4%), 扣非归母净利润 14.5 亿元 (+36.0%)。23Q2 营收 24.9 亿元 (+28.2%), 归母净利润 5.2 亿元 (+33.9%), 扣非归母净利润 4.6 亿元 (+18.3%)。业绩接近预告上限。

投资要点

□ 23Q2 线下渠道维持中高双位数增长, 23Q2 健力多恢复正增长

23H1 收入拆分: (1) 分产品: 片剂/粉剂/胶囊/其他分别实现收入 15.6/8.6/10.4/21.3 亿元, 同比+10.5%/+56.1%/+9.2%/+63.6%。其他包括礼盒装产品及液体饮料、软糖等其他剂型产品。(2) 分地区: 境内/境外分别实现 47.6/8.4 亿元, 同比+30.2%/+48.3%。(3) 境内业务分品牌: 汤臣倍健/健力多/Life-Space 分别实现收入 32.8/7.1/2.8 亿元, 同比+39.1%/-3.1%/+57.6%。(4) 境内业务分渠道: 线上/线下渠道收入分别占境内收入 37.4%/62.6%, 分别同比+61.8%/+16.5%。(5) 境外业务中: LSG 营收 5.4 亿元, 同比+42.3%。(6) 经销商: 国内/国外经销商数量分别为 861/83 个, 23H1 分别净减少 75/20 个。

23Q2 收入拆分: (1) 境内业务分品牌: 汤臣倍健/健力多/Life-Space 分别实现收入 14.1/3.3/1.1 亿元, 同比+31.5%/+4.8%/+36.3%。(2) 境外业务中: LSG 营收 2.7 亿元, 同比+29.2%。

□ 23Q2 如期加大销售费用投放, 23 年销售费用率预计与 22 年持平

23H1 毛利率 70.3% (+1pct), 净利率 28% (+2.9pct)。23H1 销售费用率 32.7% (+0.7pct); 管理费用率 3.7% (-1.4pct); 研发费用率 1.4% (-0.1pct); 财务费用率 -0.6% (-0.3pct)。

23Q2 毛利率 70.3% (+1.3pct), 净利率 20.8% (+0.5pct)。23Q2 销售费用率 42.7% (+3.6pct); 管理费用率 4.1% (-1.5pct); 研发费用率 2.1% (+0.4pct); 财务费用率 -0.8% (-0.5pct)。

□ VDS 需求逐渐恢复, 全年双位数收入增长目标可期

2023 年随着公司成立 Life-Space、健力多事业部, 健力多 Q2 实现正增长, 预计主品牌 Life-Space、By-Health、健视佳、健安适等增速超集团整体水平。后续公司线上渠道销售持续发力, 以及线下渠道逐渐恢复, 相关营销推广活动持续开展, 预计今年线下增速维持高个位数至双位数, 线上增速超公司整体增速水平, 全年收入双位数增长目标有望实现。

□ 盈利预测与估值

我们认为在中期“多品牌、大单品、全品类、全渠道”战略指引下, 公司 23 年在渠道加密、组织架构调整、品牌打造和新品迭代多措并举, 完成双位数收入增长目标可期。公司通过事业部机制驱动品牌增长、强中台赋能线下渠道、推动线上渠道高质量增长、聚焦重点品类市场份额提升, 有望不断深化高质量业务增长, 中期视角下毛利率保持稳定或稳中有升, 未来几年有望通过销售费用率逐步优化推动净利率步入上行通道。

预计 2023-2025 年收入分别为 94.3、108.3、120.3 亿元, 同增 19.9%、14.9%、11.1%; 归母净利润分别为 18.1、21.8、25.1 亿元, 同增 30.9%、20.0%、15.3%; 8 月 4 日收盘价对应 PE 分别为 19.83、16.53、14.33 倍。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 孙天一
 执业证书号: S1230521070002
 suntianyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 21.16
总市值(百万元)	35,987.16
总股本(百万股)	1,700.72

股票走势图



相关报告

- 《【浙商食品】汤臣倍健: Q1 业绩增长 53%, 新三年规划迎来开门红》2021.04.29
- 《【浙商食品】汤臣倍健: 年报收入增长 16%, “Life Space”重新激活》2021.03.06
- 《【浙商食品】汤臣倍健: Q3 业绩增长 56%, 大单品增长全面提速》2020.10.28

□ 风险提示

行业竞争风险加剧；政策变动风险；汇率波动风险等

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7861	9428	10828	12032
(+/-) (%)	5.79%	19.92%	14.85%	11.12%
归母净利润	1386	1814	2177	2510
(+/-) (%)	-20.99%	30.90%	20.02%	15.31%
每股收益(元)	0.81	1.07	1.28	1.48
P/E	25.96	19.83	16.53	14.33

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7304	9244	11578	14578
现金	2961	4737	6769	9584
交易性金融资产	1830	1830	1830	1830
应收账款	330	351	570	472
其它应收款	23	15	39	21
预付账款	229	201	240	289
存货	899	1151	1171	1423
其他	1031	959	959	959
非流动资产	5853	5977	6023	6025
金融资产类	707	707	707	707
长期投资	445	556	622	650
固定资产	904	1039	1128	1182
无形资产	748	689	651	641
在建工程	328	286	232	168
其他	2722	2699	2683	2677
资产总计	13158	15221	17601	20603
流动负债	2122	2645	2807	3253
短期借款	0	0	0	0
应付款项	367	533	497	654
预收账款	0	0	0	0
其他	1755	2111	2311	2600
非流动负债	279	279	279	279
长期借款	0	0	0	0
其他	279	279	279	279
负债合计	2401	2924	3086	3532
少数股东权益	63	96	136	182
归属母公司股东权益	10693	12201	14378	16889
负债和股东权益	13158	15221	17601	20603

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1379	2207	2004	2697
净利润	1411	1847	2217	2556
折旧摊销	245	251	188	145
财务费用	2	0	0	0
投资损失	(191)	(141)	(162)	(180)
营运资金变动	(232)	358	(140)	261
其它	143	(108)	(98)	(86)
投资活动现金流	(131)	(125)	27	118
资本支出	(243)	(125)	(53)	(29)
长期投资	(164)	(142)	(82)	(33)
其他	275	141	162	180
筹资活动现金流	(1227)	(306)	(0)	(0)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1227)	(306)	(0)	(0)
现金净增加额	58	1776	2032	2815

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7861	9428	10828	12032
营业成本	2493	2951	3373	3746
营业税金及附加	77	99	109	122
营业费用	3169	3724	4223	4572
管理费用	391	519	596	662
研发费用	158	217	210	233
财务费用	(36)	(48)	(81)	(104)
资产减值损失	(19)	17	8	(4)
公允价值变动损益	(178)	0	0	0
投资净收益	191	141	162	180
其他经营收益	14	17	20	21
营业利润	1609	2136	2583	2993
营业外收支	95	95	95	95
利润总额	1705	2232	2678	3088
所得税	294	384	461	532
净利润	1411	1847	2217	2556
少数股东损益	25	33	40	46
归属母公司净利润	1386	1814	2177	2510
EBITDA	1816	2186	2525	2864
EPS (最新摊薄)	0.81	1.07	1.28	1.48

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	5.79%	19.92%	14.85%	11.12%
营业利润	-20.60%	32.73%	20.91%	15.87%
归属母公司净利润	-20.99%	30.90%	20.02%	15.31%
获利能力				
毛利率	68.28%	68.69%	68.85%	68.86%
净利率	17.63%	19.24%	20.11%	20.87%
ROE	12.96%	14.87%	15.14%	14.86%
ROIC	12.06%	13.00%	13.31%	13.16%
偿债能力				
资产负债率	18.25%	19.21%	17.54%	17.14%
净负债比率	22.33%	23.77%	21.26%	20.69%
流动比率	3.44	3.50	4.12	4.48
速动比率	2.46	2.62	3.28	3.66
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.66	0.66	0.63
应收账款周转率	25.33	32.31	29.69	28.81
应付账款周转率	6.43	6.56	6.55	6.51
每股指标(元)				
每股收益	0.81	1.07	1.28	1.48
每股经营现金	0.81	1.30	1.18	1.59
每股净资产	6.29	7.18	8.46	9.93
估值比率				
P/E	25.96	19.83	16.53	14.33
P/B	3.36	2.95	2.50	2.13
EV/EBITDA	19.75	16.04	13.08	10.55

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>