

汤臣倍健 (300146)

公司研究/点评报告

Q3 业绩加速增长，主品牌及大单品共同发力

——汤臣倍健 (300146) 2020 年三季度报点评

点评报告/食品饮料行业

2020 年 10 月 28 日

一、事件概述

10 月 27 日公司发布 2020 年三季度报，报告期内实现营收 50.33 亿元，同比+14.88%；实现归母净利润 14.67 亿元，同比+23.16%，基本 EPS 为 0.93 元。折合 Q3 单季度实现营收/归母净利润 19.08/5.05 亿元，同比分别+35.17%/+55.82%。

二、分析与判断

► Q3 线下门店动销恢复，业绩增长明显提速

收入端，Q2 疫情得到有效控制后，公司逐步恢复了一系列终端动销和品牌宣传活动，相关活动带动 Q2 收入小幅增长，并在 Q3 完全显现效果，带动收入实现快速增长。前三季度，公司实现营业收入 50.33 亿元（其中广州麦优并表贡献收入 1.02 亿元），同比+14.88%。疫情得到有效控制后，线下门店动销逐步恢复，叠加 Q3 公司活动力度有所加强，收入增长出现明显提速。利润端，销售费用整体投放同比大幅减弱，同时叠加去年 Q3 较低基数因素，共同推动利润端增速快于收入端。

分产品看，前三季度汤臣主品牌/健力多/LSG 分别实现营收 29.86/10.84/4.36 亿元，同比分别+9.43%/+12.21%/+23.90%；合 Q3 分别实现营收 11.64/4.26/1.32 亿元，同比分别+33.32%/+33.28%/+18.85%。总体看，汤臣主品牌及大单品健力多仍然是收入增长核心动力。境外 LSG 业务收入增速保持 20%左右，发展势头良好。前三季度，国内 Life-space 营收 1.31 亿元，合 Q3 营收 0.43 亿元，仍处于产品导入期。

分渠道看，前三季度线下渠道收入约占境内收入的 77.09%，同比+5.32%；线上渠道收入占 22.91%，同比+49.72%。与中报相比，线下渠道收入恢复增长，显示疫情对门店影响逐步消退；线上渠道加速扩张，收入增速环比提高并大幅快于线下渠道。

► 前三季度毛利率小幅下行，销售费用同比大幅缩减

前三季度，公司销售毛利率为 65.41%，同比-1.91ppt (Q3 为 65.29%，同比-0.58ppt)。原因是受疫情影响，主要产品动销不畅，成本有所提高，毛利率出现小幅下滑。

前三季度，公司整体期间费用率为 26.66%，同比-9.89ppt (Q3 为 30.79%，同比-12.39ppt)。其中销售费用率 19.79%，同比-7.88ppt (Q3 为 24.28%，同比-8.90ppt)，原因是受疫情影响，促销活动处于低位，销售费用投入同比大幅下滑。管理费用率为 5.68%，同比-1.00ppt (Q3 为 5.49%，同比-2.02ppt)。研发费用率为 1.48%，同比-0.39ppt (Q3 为 1.39%，同比-0.75ppt)。财务费用率为-0.30%，同比-0.63ppt (Q3 为-0.37%，同比-0.72ppt)，原因是贷款偿还后，利息费用降低所致。

► 主品牌与大单品齐头并进，畅销产品持续推出

主品牌方面，公司启动汤臣倍健品牌升级，全面启用新 LOGO 标志与新包装，并升级终端门店形象，以更加年轻、鲜活的形象传导品牌态度。同时在各宣传渠道上线“增强免疫力”系列公益广告。**大单品方面**，公司推出全新储备大单品健甘适，主打护肝市场；通过营销模式创新带动健力多恢复性增长；获得益生菌粉保健品批文后，全力推动 Life-space 全国铺货；调整和扩大健视佳试点区域。**畅销产品方面**，公司启动以“牛初乳加钙咀嚼片”加码明星产品独立推广；设立控股子公司好健时作为 OTC 项目运营主体，聚焦发展胃肠道用药，并推出“清好清畅·润肠胶囊”肠道非处方药品。总体看，公司产品矩阵丰富，主品牌与大单品搭配较好，并在 2020 年发力多个畅销单品营销，中长期成长性可期。

推荐

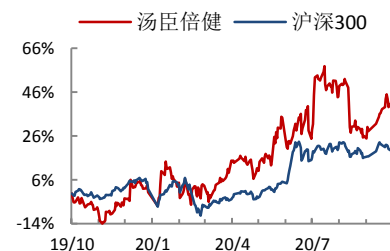
维持评级

当前价格：24.01 元

交易数据 2020-10-27

近 12 个月最高/最低	25.85/14.23
总股本 (百万股)	1581.02
流通股本 (百万股)	892.69
流通股比例 (%)	56%
总市值 (亿元)	379.60
流通市值 (亿元)	214.33

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

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003
电话：0755-22662016
邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 汤臣倍健 (300146) 2020 年半年报点评：Q2 业绩实现双位数增长，线下动销快速恢复
2. 汤臣倍健 (300146) 2020 年一季报点评：Q1 疫情影响国内主品牌业务，境外业务增长良好

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入 61.72/70.86/80.76 亿元,同比+17.3%/+14.8%/+14.0%;实现归属上市公司净利润 14.39/16.09/18.78 亿元,同比+504.4%/+11.8%/+16.7%,对应 EPS 为 0.91/1.02/1.19 元,目前股价对应 PE 为 26/24/20 倍。公司主品牌及大单品的长期成长性均较为乐观。公司目前估值低于其他食品板块 20 年 30 倍的一致预期,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	6,172	7,086	8,076
增长率(%)	20.9%	17.3%	14.8%	14.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	(356)	1,439	1,609	1,878
增长率(%)	-135.5%	504.4%	11.8%	16.7%
每股收益(元)	(0.24)	0.91	1.02	1.19
PE(现价)	(100.0)	26.4	23.6	20.2
PB	6.4	4.9	4.4	3.8

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	6,172	7,086	8,076
营业成本	1,801	2,099	2,352	2,681
营业税金及附加	59	69	79	90
销售费用	1,650	1,747	2,062	2,302
管理费用	430	517	597	691
研发费用	126	147	169	193
EBIT	1,196	1,594	1,825	2,119
财务费用	11	11	11	10
资产减值损失	(1,693)	11	12	12
投资收益	18	18	18	18
营业利润	(465)	1,619	1,850	2,144
营业外收支	41	0	0	0
利润总额	(425)	1,652	1,887	2,179
所得税	(10)	180	125	191
净利润	(415)	1,472	1,762	1,988
归属于母公司净利润	(356)	1,439	1,609	1,878
EBITDA	1,446	1,836	2,076	2,361
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1822	1916	3768	4879
应收账款及票据	114	243	216	282
预付款项	76	86	98	111
存货	742	906	964	1181
其他流动资产	311	311	311	311
流动资产合计	3764	4222	6029	7526
长期股权投资	171	190	208	227
固定资产	828	913	1040	1146
无形资产	868	1072	762	734
非流动资产合计	4523	6212	5740	5882
资产合计	8287	10434	11768	13408
短期借款	44	44	44	44
应付账款及票据	339	450	473	557
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1757	2089	2289	2600
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	2732	2932	3243
股本	1582	1581	1581	1581
少数股东权益	(61)	(28)	125	234
股东权益合计	5887	7702	8836	10165
负债和股东权益合计	8287	10434	11768	13408

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%	17.3%	14.8%	14.0%
EBIT 增长率	9.1%	33.2%	14.5%	16.1%
净利润增长率	-135.5%	-504.4%	11.8%	16.7%
盈利能力				
毛利率	65.8%	66.0%	66.8%	66.8%
净利率	-6.8%	23.3%	22.7%	23.3%
总资产收益率 ROA	-4.3%	13.8%	13.7%	14.0%
净资产收益率 ROE	-6.0%	18.6%	18.5%	18.9%
偿债能力				
流动比率	2.1	2.0	2.6	2.9
速动比率	1.7	1.6	2.2	2.5
现金比率	1.4	1.2	1.9	2.1
资产负债率	0.3	0.3	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	11.5	11.5	11.5	11.5
存货周转天数	141.3	140.6	141.0	140.8
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	(0.2)	0.9	1.0	1.2
每股净资产	3.8	4.9	5.5	6.3
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	(100.0)	26.4	23.6	20.2
PB	6.4	4.9	4.4	3.8
EV/EBITDA	23.3	18.5	15.5	13.2
股息收益率	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(415)	1,472	1,762	1,988
折旧和摊销	1,941	253	263	254
营运资金变动	240	(40)	235	(86)
经营活动现金流	1,533	1,644	2,216	2,113
资本开支	332	941	(275)	333
投资	51	0	0	0
投资活动现金流	(249)	(941)	275	(333)
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)	(608)	(639)	(669)
现金净流量	18	95	1,852	1,110

分析师简介

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。