

健康需求旺盛，业绩实现高增

买入 (维持)

2020 年 10 月 28 日

证券分析师 杨默曦

执业证号: S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,262	6,311	7,548	8,953
同比 (%)	20.9%	19.9%	19.6%	18.6%
归母净利润 (百万元)	-356	1,264	1,536	1,841
同比 (%)	-135.5%	455.1%	21.6%	19.8%
每股收益 (元/股)	-0.23	0.80	0.97	1.16
P/E (倍)	-106.66	30.04	24.71	20.62

事件: 公司发布 2020 年三季报, 20Q1-Q3 实现营收 50.33 亿元 (+14.88%), 归母净利 14.67 亿元 (+23.16%), 扣非净利 14.88 亿元 (+31.07%)。20Q3 实现营收 19.08 亿元 (+35.17%), 归母净利 5.05 亿元 (+55.82%), 扣非净利 4.88 亿元 (+70.5%)。

投资要点

■ **健康意识维持高热度, 汤臣数据持续回暖。** 20Q1-Q3 实现营收 50.33 亿元 (+14.88%), 其中 20Q3 实现营收 19.08 亿元 (+35.17%), Q3 广州麦优 8 月并表 Q3 贡献收入 1.02 亿元。**分产品看,** Q3 主品牌实现收入 11.6 亿元 (+33.3%, 环比提速 23.7pct), 关节护理品牌健力多实现收入 4.26 亿元 (+33.3%, 环比提速 16.7pct), LSG 国内实现收入 0.43 亿元, LSG 合并抵消后 Q3 实现收入 0.26 亿港元 (+30.6%)。**2) 分渠道,** Q1-3 线下渠道收入同增 5.32%, 占境内收入 77.09%, 线上渠道收入同增 49.72%。阿里系线上膳食营养补充剂行业 Q1/2/3 分别同增 16/51/59%, 预计 Q4 消费者对健康关注度有望持续攀升, 行业供销两旺, 汤臣线上收入或延续高增态势。

■ **优化费用投放结构, 扣非业绩实现高增。** 20Q1-Q3 毛利率 65.41%(-1.91pct), 其中 20Q3 为 65.29%(-0.58pct), 主因是产品结构变化。20Q3 销售费用率 24.28%(-8.9pct), Q2 以来公司逐步恢复了一系列终端动销和品牌宣传活动, 预计主要是线上收入占比提高背景下, 公司在分众、小红书、抖音等新兴渠道展开营销, 优化费用投放结构提高营销效率。20Q3 管理费用率 (含研发费用) 6.88%(-2.77pct), 主因是并购 LSG 产生的无形资产摊销减少; 因贷款偿还 20Q3 利息费用同比减少 0.1 亿元。19 年政府补助高基数, 20 年以来疫情相关捐赠、土地闲置费及退回 5 号地块损失, 导致扣非增速远高于业绩增速。综上 20Q1-3 公司实现归母净利 14.67 亿元 (+23.16%), 扣非净利 14.88 亿元 (+31.07%); 其中 Q3 归母净利 5.05 亿元 (+55.82%), 扣非净利 4.88 亿元 (+70.5%)。

■ **渠道裂变支撑产品矩阵, 看好逐季改善趋势。** 20 年公司通过经销商裂变构建适合多个大单品的新销售模式, 利用“四大单品多头并进+形象产品双拳出击+明星产品加码”的产品矩阵重新激活 VDS、LSG 业务, 启动 OTC 项目。2020 年是上一轮三年规划的收官之年, 21 年是下一个三年规划启航年, 公司定位为从裂变走出蜕变, 实现业务扩盘和持续较快增长。未来产能扩建推进, 为长期增长打基础。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计 20-22 年公司收入分别为 63/75/90 亿元, 同比+20/20/19%; 归母净利润分别为 13/15/18 亿元, 同比+455/22/20%; 对应 PE 为 30/25/21X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 产品竞争趋于激烈, 原材料成本波动, 食品安全风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.01
一年最低/最高价	13.88/27.15
市净率(倍)	5.49
流通 A 股市值(百万元)	21433.41

基础数据

每股净资产(元)	4.37
资产负债率(%)	25.14
总股本(百万股)	1581.02
流通 A 股(百万股)	892.69

相关研究

- 1、《汤臣倍健 (300146): 线上加码布局, 线下环比提速》2020-07-30
- 2、《汤臣倍健 (300146): 激活品牌力, 引领行业再恢复》2020-04-28
- 3、《汤臣倍健 (300146): 经营底部年已过, 适度激进再领航》2020-03-13

汤臣倍健三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3808	4169	5298	6367	营业收入	5262	6311	7548	8953
现金	1822	1530	2571	3396	减:营业成本	1801	2293	2624	3150
应收账款	114	228	180	304	营业税金及附加	59	92	110	130
存货	742	895	979	1271	营业费用	1650	1698	2189	2596
其他流动资产	1130	1515	1568	1396	管理费用	504	549	642	689
非流动资产	4523	4600	4680	4775	财务费用	11	-26	-36	-45
长期股权投资	171	150	126	116	资产减值损失	-1693	126	151	179
固定资产	828	939	1060	1184	加:投资净收益	18	23	26	23
在建工程	121	135	140	140	其他收益	26	-2	-2	-3
无形资产	902	885	864	840	营业利润	-465	1600	1893	2274
其他非流动资产	2500	2491	2490	2496	加:营业外净收支	41	-20	28	28
资产总计	8331	8769	9978	11142	利润总额	-425	1580	1921	2302
流动负债	1757	1542	1973	2114	减:所得税费用	-10	316	384	460
短期借款	44	44	44	44	少数股东损益	-59	1	1	1
应付账款	339	524	463	722	归属母公司净利润	-356	1264	1536	1841
其他流动负债	1375	974	1467	1348	EBIT	-457	1542	1870	2221
非流动负债	642	602	544	486	EBITDA	-206	1699	2044	2416
长期借款	308	267	210	151					
其他非流动负债	335	335	335	335					
负债合计	2399	2144	2518	2601	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	-61	-60	-59	-58	每股收益(元)	-0.23	0.80	0.97	1.16
					每股净资产(元)	3.79	4.23	4.76	5.44
归属母公司股东权益	5992	6685	7520	8600	发行在外股份(百万 股)	1582	1581	1581	1581
负债和股东权益	8331	8769	9978	11142	ROIC(%)	-7.7%	19.4%	22.0%	22.0%
					ROE(%)	-8.1%	18.2%	19.9%	20.3%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	65.8%	63.7%	65.2%	64.8%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	-6.8%	20.0%	20.4%	20.6%
经营活动现金流	1537	650	1991	1867	资产负债率(%)	28.8%	24.5%	25.2%	23.3%
投资活动现金流	-249	-213	-230	-270	收入增长率(%)	20.9%	19.9%	19.6%	18.6%
筹资活动现金流	-1265	-729	-721	-771	净利润增长率(%)	-135.5%	455.1%	21.6%	19.8%
现金净增加额	24	-291	1040	826	P/E	-106.66	30.04	24.71	20.62
折旧和摊销	250	157	174	195	P/B	6.33	5.68	5.05	4.41
资本开支	332	99	104	105	EV/EBITDA	-174.79	21.45	17.16	14.15
营运资本变动	203	-724	340	-104					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>