

汤臣倍健 (300146)

公司研究/点评报告

非经损益增长明显，主业保持平稳增长

——汤臣倍健 (300146) 2020 年业绩预增公告点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 1 月 4 日

一、事件概述

1 月 3 日，公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年实现归母净利润 14.12~16.21 亿元，同比+496.75%~+555.48%；以 2019 年度末计提商誉和无形减值情况下归母净利润 10.46 亿元为对比基数，预计 2020 年业绩同比+35%~+55%。

二、分析与判断

扣非业绩保持增长，LSG 商誉 2020 年不存在减值风险

2020 年公司非经常损益对利润影响约为 4.3~4.5 亿元，预计公司将实现归母扣非净利润 9.62~11.91 亿元。较 2019 年不考虑商誉计提及无形资产减值下的归母扣非净利润同比-0.87%~+22.73%。总体看，尽管 Q1 受疫情冲击较大，公司收入/主业净利润均保持增长，显示其具备良好的经营及抗风险能力。

2020 年前三季度 LSG 业务实现营收 4.36 亿元，同比+23.90%；境外 LSG 业务保持+20%增速，LSG 现有业务保持稳步增长态势，国内导入较为顺利，中长期发展空间可期。目前公司对收购 LSG 形成的商誉进行了初步减值测试，预计 2020 年不存在商誉减值风险，未来 LSG 商誉减值风险有望随产品推广而进一步降低。

疫情影响逐步消散，动销恢复及积极推广策略带动主业恢复增长

20Q1 疫情期间公司生产、市场推广等活动未能按期开展，对经营冲击较为明显。Q2 随着疫情得到有效控制，下游动销逐步恢复，公司按经营规划稳步推进各项工作的开展，确保 20 年收入实现增长；同时主业利润也保持平稳增长。受疫情影响，公司品牌宣传活动主要集中在下半年。公司 Q4 加大以“冬季疫情反击战”为主题的品牌投入和市场推广力度，实施“科学营养”战略，为后疫情时代营养健康相关产品市场需求提速打下基础。

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；获得益生菌粉保健食品批文后，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。公司产品矩阵丰富，主品牌与大单品搭配较好，中长期成长性可期。

三、盈利预测与投资建议

根据公司 2020 年经营情况，我们小幅调整盈利预测，预计 2020-2022 年公司实现营业收入 60.98/69.89/76.60 亿元，同比+15.9%/+14.6%/+9.6%；实现归属上市公司净利润 15.24/16.34/18.18 亿元，同比+528.3%/+7.2%/+11.2%，对应 EPS 为 0.96/1.03/1.15 元，目前股价对应 PE 为 25/23/21 倍。公司主品牌及大单品长期成长性均较为乐观。公司目前估值与其他食品板块 2021 年 25XPE 的估值水平（Wind 一致预期，算术平均法）基本相当，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。

推荐

维持评级

当前价格：

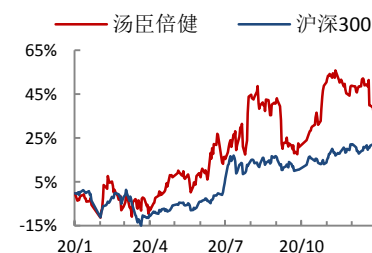
24.15 元

交易数据

2020-12-31

近 12 个月最高/最低	26.52/15.43
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）	381.82
流通市值（亿元）	215.58

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 年三季报点评：Q3 业绩加速增长，主品牌及大单品共同发力
2. 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

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	6,098	6,989	7,660
增长率 (%)	20.9%	15.9%	14.6%	9.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	(356)	1,524	1,634	1,818
增长率 (%)	-135.5%	528.3%	7.2%	11.2%
每股收益 (元)	(0.24)	0.96	1.03	1.15
PE (现价)	(100.6)	25.0	23.4	21.0
PB	6.4	4.9	4.3	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	6,098	6,989	7,660
营业成本	1,801	2,025	2,320	2,505
营业税金及附加	59	68	78	86
销售费用	1,650	1,659	1,978	2,187
管理费用	430	510	589	656
研发费用	126	146	167	183
EBIT	1,196	1,691	1,856	2,044
财务费用	11	11	11	10
资产减值损失	(1,693)	10	13	7
投资收益	18	18	18	18
营业利润	(465)	1,716	1,880	2,074
营业外收支	41	0	0	0
利润总额	(425)	1,750	1,917	2,109
所得税	(10)	191	127	185
净利润	(415)	1,559	1,790	1,924
归属于母公司净利润	(356)	1,524	1,634	1,818
EBITDA	1,446	1,933	2,107	2,286
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1822	2017	3821	4990
应收账款及票据	114	240	213	267
预付款项	76	83	97	104
存货	742	848	998	1006
其他流动资产	311	311	311	311
流动资产合计	3764	4258	6109	7440
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	8286	10470	11849	13322
短期借款	44	44	44	44
应付账款及票据	339	434	467	521
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1757	2039	2256	2463
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	2681	2898	3106
股本	1582	1581	1581	1581
少数股东权益	(61)	(26)	129	235
股东权益合计	5887	7788	8951	10216
负债和股东权益合计	8286	10470	11849	13322

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%	15.9%	14.6%	9.6%
EBIT 增长率	9.1%	41.3%	9.8%	10.1%
净利润增长率	-135.5%	528.3%	7.2%	11.2%
盈利能力				
毛利率	65.8%	66.8%	66.8%	67.3%
净利率	-6.8%	25.0%	23.4%	23.7%
总资产收益率 ROA	-4.3%	14.6%	13.8%	13.6%
净资产收益率 ROE	-6.0%	19.5%	18.5%	18.2%
偿债能力				
流动比率	2.1	2.1	2.7	3.0
速动比率	1.7	1.7	2.3	2.6
现金比率	1.4	1.3	2.0	2.3
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)	1.0	1.0	1.1
每股净资产	3.8	4.9	5.6	6.3
每股经营现金流	1.0	1.1	1.4	1.4
每股股利	0.4	0.4	0.4	0.4
估值分析				
PE	(100.6)	25.0	23.4	21.0
PB	6.4	4.9	4.3	3.8
EV/EBITDA	23.5	17.7	15.4	13.7
股息收益率	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(415)	1,559	1,790	1,924
折旧和摊销	1,941	253	264	249
营运资金变动	240	(25)	158	41
经营活动现金流	1,533	1,745	2,167	2,172
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	196	1,804	1,169

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，食品饮料行业分析师。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。