

汤臣倍健 (300146)

公司研究/点评报告

2020 年业绩高增，2021 年大单品有望持续发力

——汤臣倍健 (300146) 2020 年报及 2021 一季报预告点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 3 月 8 日

一、事件概述

3 月 5 日，公司发布 2020 年年报及 2021 年一季度业绩预告，2020 年实现营收 60.95 亿元，同比+15.83%；实现归母净利润 15.24 亿元，同比+528.39%；基本 EPS 为 0.96 元。预计 2020Q1 实现归母净利润 7.22~8.29 亿元，同比+35%~+55%。

二、分析与判断

➤ 2020 全年业绩高增，2021Q1 业绩加速释放

收入端，公司 2020 全年实现营收 60.95 亿元，同比+15.83%；合 Q4 单季度实现 10.62 亿元，同比+20.59%。2020Q1 由于新冠疫情爆发，公司生产、市场等活动均受到抑制，对经营活动正常开展造成一定负面影响。Q2 以后随着疫情得到有效控制，公司按计划推进各项工作；Q4 公司加大了以“冬季疫情反击战”为主题的品牌投入和市场推广工作。利润端，公司 2020 年实现归母净利润 15.24 亿元，同比+528.39%，在不考虑 2019 年计提合并 LSG 产生的商誉及无形资产各项减值情况下，公司扣非归母净利润同比+17.80%；合 Q4 单季度实现归母净利润 0.57 亿元，同比+103.71%。2020 年公司主业利润增速与收入增速基本持平，显示公司主业竞争优势仍然稳固。

2021Q1 公司利润端保持高速增长，主要原因包括：(1) 公司围绕科学营养、全链数字化、超级供应链、用户资产运营四大战略，持续推动各大业务创新；(2) 公司务实推进从裂变走出蜕变，实现业务扩盘经营计划。(3) 2021Q1 公司非经常性损益影响金额为 5000~5500 万元，较去年同期 902 万元水平有较大提高，主要原因是收到政府补助。

➤ 主品牌及核心大单品增速稳健，线上渠道快速增长

分产品看，2020 年汤臣主品牌/健力多/LSG 分别实现营收 35.78/13.13/5.67 亿元，同比分别+11.41%/+10.37%/+23.94%；合 Q4 单季度分别实现营收 5.92/2.29/1.31 亿元，同比分别+22.60%/+2.40%/+24.19%。总体看，汤臣主品牌及大单品健力多仍然保持稳健增长态势，是公司业绩增长的核心动力。境外 LSG 仍然保持 20% 以上的较高增速，境内 Life-space 营收 1.32 亿元，预计 2021 年 Life-space 相关产品将加速导入。

分渠道看，前三季度线下渠道收入约占境内收入的 71.21%，同比+1.44%；线上渠道收入占 28.79%，同比+62.77%。2020Q1 线下渠道受疫情影响较大，全年保持低速增长；线上渠道受益疫情期间居家消费提高，保持高速增长。

➤ 2020 全年毛利率小幅下行，Q4 加大品牌投入和市场推广工作

2020 年，公司销售毛利率为 62.82%，同比-2.93ppt (Q4 为 50.51%，同比-7.59ppt)。主要原因是公司执行新收入准则的影响。

2020 年公司整体期间费用率为 39.47%，同比-2.66ppt (Q4 为 100.15%，同比+30.29ppt)。其中销售费用率为 29.84%，同比-1.53ppt (Q4 为 77.42%，同比+27.66ppt)，原因是受疫情影响，Q1 费用投放收缩明显；后续并表广州麦优及 Q4 加大销售费用投放一定程度对冲了疫情期间销售费用投放的下滑幅度。管理费用率为 7.13%，同比-1.04ppt (Q4 为 13.97%，同比-1.55ppt)，原因是 2019 年计提因合并 LSG 产生无形资产减值，导致 2020 年摊销减少。研发费用率为 2.30%，同比-0.10ppt (Q4 为 6.18%，同比+1.14ppt)。财务费用率为 0.21%，同比持平 (Q4 为 2.59%，同比+3.03ppt)。

推荐

维持评级

当前价格：

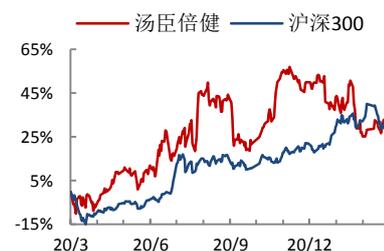
23.40 元

交易数据

2021-3-5

近 12 个月最高/最低	26.52/16.64
总股本 (百万股)	1581.02
流通股本 (百万股)	892.61
流通股比例 (%)	56%
总市值 (亿元)	369.96
流通市值 (亿元)	208.87

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

三、盈利预测与投资建议

根据 2020 年报数据,我们修改盈利预测。预计 21-23 年公司实现营业收入 78.42/87.91/96.88 亿元,同比+28.7%/+12.1%/+10.2%;实现归属上市公司净利润 18.34/20.17/22.60 亿元,同比+20.3%/+10.0%/+12.0%,对应 EPS 为 1.16/1.28/1.43 元,目前股价对应 PE 为 20/18/16 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 2020 年 24 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	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,095	7,842	8,791	9,688
增长率(%)	15.8%	28.7%	12.1%	10.2%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,524	1,834	2,017	2,260
增长率(%)	528.3%	20.3%	10.0%	12.0%
每股收益(元)	0.96	1.16	1.28	1.43
PE(现价)	24.4	20.2	18.3	16.4
PB	5.4	4.4	4.0	3.6

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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,095	7,842	8,791	9,688
营业成本	2,266	2,729	3,033	3,371
营业税金及附加	72	92	104	114
销售费用	1,818	2,290	2,611	2,790
管理费用	434	578	653	710
研发费用	140	184	204	226
EBIT	1,364	1,969	2,186	2,476
财务费用	13	0	0	0
资产减值损失	(10)	14	11	17
投资收益	181	181	181	181
营业利润	1,789	2,154	2,368	2,655
营业外收支	(20)	0	0	0
利润总额	1,769	2,164	2,363	2,657
所得税	225	162	239	234
净利润	1,544	2,002	2,124	2,423
归属于母公司净利润	1,524	1,834	2,017	2,260
EBITDA	1,570	2,171	2,362	2,628
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1826	3193	4225	5308
应收账款及票据	164	190	225	241
预付款项	132	137	164	176
存货	873	1183	1066	1485
其他流动资产	1705	1705	1705	1705
流动资产合计	4756	6469	7417	8961
长期股权投资	212	393	575	756
固定资产	873	981	1057	1149
无形资产	923	516	336	95
非流动资产合计	4791	5519	5479	5385
资产合计	9546	11988	12896	14346
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	350	467	493	563
其他流动负债	72	72	72	72
流动负债合计	2238	2890	2893	3201
长期借款	144	144	144	144
其他长期负债	315	315	315	315
非流动负债合计	460	460	460	460
负债合计	2698	3350	3354	3661
股本	1581	1581	1581	1581
少数股东权益	9	177	284	447
股东权益合计	6848	8638	9542	10685
负债和股东权益合计	9546	11988	12896	14346

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	15.8%	28.7%	12.1%	10.2%
EBIT 增长率	14.0%	44.4%	11.0%	13.2%
净利润增长率	528.3%	20.3%	10.0%	12.0%
盈利能力				
毛利率	62.8%	65.2%	65.5%	65.2%
净利润率	25.0%	23.4%	22.9%	23.3%
总资产收益率 ROA	16.0%	15.3%	15.6%	15.8%
净资产收益率 ROE	22.3%	21.7%	21.8%	22.1%
偿债能力				
流动比率	2.1	2.2	2.6	2.8
速动比率	1.7	1.8	2.2	2.3
现金比率	0.8	1.1	1.5	1.7
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	8.2	8.2	8.2	8.2
存货周转天数	128.3	134.8	131.5	133.2
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.2	1.3	1.4
每股净资产	4.3	5.4	5.9	6.5
每股经营现金流	1.0	1.5	1.4	1.4
每股股利	0.7	0.7	0.8	0.8
估值分析				
PE	24.4	20.2	18.3	16.4
PB	5.4	4.4	4.0	3.6
EV/EBITDA	20.7	14.5	12.9	11.2
股息收益率	3.0%	3.1%	3.3%	3.5%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,544	2,002	2,124	2,423
折旧和摊销	217	216	187	170
营运资金变动	236	294	78	(169)
经营活动现金流	1,525	2,320	2,213	2,240
资本开支	319	(209)	(39)	(124)
投资	(383)	0	0	0
投资活动现金流	(532)	209	39	124
股权募资	2	0	0	0
债务募资	(314)	0	0	0
筹资活动现金流	(950)	(1,162)	(1,220)	(1,281)
现金净流量	44	1,367	1,032	1,083

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。