

汤臣倍健(300146)

年报收入增长 16%, “Life Space” 重新激活

——汤臣倍健点评报告

点评报告

行业公司研究—食品加工行业—

证券研究报告

✉ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002
☎ : 021-80106029
✉ : denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件

3月6日,公司公告2020年报及2021年一季度业绩预告。2020年公司实现营收60.95亿元(同比+15.83%),归母净利润15.24亿元(同比+528.29%),扣非净利润11.44亿元(同比+365.82%),剔除19年商誉及无形资产计提减值影响,公司归母净利/扣非净利同比分别+45.71%/+17.81%;2021年Q1公司预计实现归母净利7.22亿元~8.29亿元,同比+35%~55%。

□ 2020年收入增长16%,扣非且剔除无形资产减值的净利增长18%

1) 2020年,归母净利增速(+528.29%)/扣非净利增速(+365.82%)高于营收增速(+15.83%);剔除19年商誉及无形资产计提减值影响,归母净利/扣非净利分别+45.71%/+17.81%;公司归母净利增速较营收增速快的主要原因为:a)2020年公司非经常性收益为3.80亿元,同比+409%,主要是EAF基金的公允价值变动及处置部分股权;b)销售费用率/管理费用率分别-1.53pct/-1.04pct(至29.84%/7.13%,分别增利0.81/0.55亿元);分渠道看,境内线下/线上营收分别为39.09/12.07亿元(占比71.21%/28.79%),同比+1.44%/+36.63%,线上业务增速亮眼;分产品看,主品牌汤臣倍健/关节护理品牌健力多实现营收35.78/13.13亿元(同比+11.41%/+10.37%),LSG营收6.99亿元(境内+境外),境外LSG营收5.67亿元(分部间抵消后同比+25.57%)。2020Q4,公司实现营收10.62亿元(同比+20.59%),归母净利润0.57亿元(较上年同期增16.04亿元),扣非净利润-3.43亿元(较上年同期亏损收窄12.23亿元)。

□ VDS产品矩阵持续丰富,电商品牌化+经销商裂变激发渠道活力

1) “4+2+1”战略下VDS产品矩阵持续丰富:公司VDS产品多品种全线出击,已推出健力多(骨关节健康)/健视佳(眼部健康)/健甘适(养肝护肝)/健乐多(运动营养)/天然博士(孕婴童营养)等品牌,其中健力多大单品17-20年营收CAGR达54.85%;公司旗下益生菌大单品Life-Space于20年1月获蓝帽子,有望复制健力多成长轨迹;公司立足VDS领域优势,产品矩阵有望向上延伸至非处方药(OTC),向下延伸至功能食品,向打造大健康产业生态圈进发;2) “电商品牌化”聚焦年轻群体精准沟通:2019年公司实施电商品牌化3.0战略,加码年轻化线上专供产品,拓展社交电商及内容电商渠道,同时聚焦电商数字化系统建设,20年公司在天猫VDS类目/京东医药保健类目市场份额分别为6.98%/15.5%,均为行业第一;3) 渠道裂变支撑大单品运营:公司已为VDS业务建立主业、“Life-Space”、“健力多”三个独立经销商体系,优化经销商对单品的资源配置、保障大单品费用投入与终端服务,助力加速渗透线下城市;20年末公司经销商数量1,219个,同增94.73%,药店渠道VDS销售收入逆势增长2.6%(全行业药店渠道VDS销售同比-16.9%)。

□ 研发实力为产品创新奠基,强服务力+品牌力赋能渠道提效

1) 研发实力强劲,资质资源领先同行:公司持续加码研发投入,已构建膳食营养补充剂、OTC等多业务研发体系,截至20年末研发人员数量占比达9.76%,20年研发费用1.37亿元,18-20年研发费用CAGR达16.91%;截至20年末公司拥有142个保健食品注册批准证书及112款保健食品备案凭证,资质数量远超同行,夯实产品创新根基;2) 强服务能力稳固渠道地位:公司通过多种方式服务于消费者、零售终端销售人员、经销商;20年公司开展营养学院特训营活动逾10,000场,累计服务零售终端店员约40万人;同期公司直播活动累计为约160万消费者提供线上知识教育服务,并自建“YOU营养”小程序通过直播等方式触达消费者,通过全方位、多角度方式提升渠道及终端服务水平、增强客户粘性,目前公司药店渠道市占率超过30%,领先同行竞争;3) 强品牌力赋能渠道提效:公司以明星代言、活动推广、广告投放等方式持续升级品牌形象,以科研实力提升消费者信赖度和品牌溢价能力,并通过外延并购+内部孵化形成丰富品牌矩阵,大单品品牌势能释放有望赋能渠道提效、支撑产品放量。

□ 投资建议

公司是国内保健食品龙头,VDS产品矩阵持续丰富,电商品牌化+经销商裂变计划激发渠道活力;研发实力为产品创新奠基,强服务力+品牌力赋能渠道提效,行业规范化趋势下,公司有望迎来快速发展期。预计2021-2023年归母净利16.69/21.01/25.86亿元,同比分别增长9.51%/25.86%/23.08%,对应3月5日估值为22.16/17.61/14.31倍(市值370亿元)。

□ 风险提示

产品质量和食品安全风险;政策风险;商誉减值风险

评级

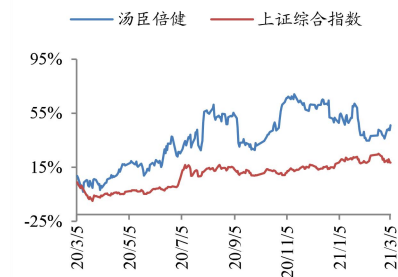
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥23.40

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
4Q/2020	0.04
3Q/2020	0.32
2Q/2020	0.27
1Q/2020	0.34



公司简介

公司是膳食营养补充剂行业龙头,深耕行业25年,充分整合国内外权威营养健康研究机构等资源,资质资源数量行业领先;公司通过自主研发与收购,已形成全面、科学的膳食营养补充产品体系,2020年公司在阿里/京东平台相应类目下市场份额均位列第一。

相关报告

- 1 《Q3 业绩增长 56%,大单品增长全面提速》2020.10.28
- 2 《Q2 扣非业绩增长 32%,线上业务表现靓丽》2020.07.30
- 3 《Q1 业绩增长 7%,大单品战略抵御风浪》2020.04.28
- 4 《政策收紧,业绩稳定》2019.06.30

分析师: 邓晖
联系人: 邓晖、杨骥、赵璐

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	6095	7954	9595	11282
(+/-)	15.83%	30.50%	20.63%	17.59%
净利润	1524	1669	2101	2586
(+/-)	-	9.51%	25.86%	23.08%
每股收益(元)	0.96	1.06	1.33	1.64
P/E	24.27	22.16	17.61	14.31

表：汤臣倍健季度/年度财务数据一览表

单位(百万元)	2020A	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
利润表 摘要									
营业总收入	6,094.90	1,062.18	1,907.55	1,630.13	1,495.05	880.83	1,411.19	1,398.70	1,571.07
YOY	15.83%	20.59%	35.17%	16.55%	-4.84%	-5.22%	12.73%	26.91%	47.17%
毛利率	62.82%	50.51%	65.29%	63.75%	67.38%	58.10%	65.87%	68.89%	67.22%
毛利	3,828.54	536.53	1,245.49	1,039.23	1,007.30	511.78	929.56	963.62	1,056.14
YOY	10.62%	4.83%	33.99%	7.85%	-4.62%	-11.68%	7.71%	23.61%	46.33%
期间费用率	39.47%	100.15%	30.79%	28.01%	19.91%	69.87%	43.18%	42.07%	25.68%
其中：销售费用	1,818.42	822.29	463.17	345.38	187.58	438.24	468.25	443.08	300.84
销售费用率	29.84%	77.42%	24.28%	21.19%	12.55%	49.75%	33.18%	31.68%	19.15%
其中：管理费用	434.40	148.41	104.65	95.85	85.50	136.72	105.98	111.36	75.57
管理费用率	7.13%	13.97%	5.49%	5.88%	5.72%	15.52%	7.51%	7.96%	4.81%
其中：研发费用	139.95	65.60	26.56	29.85	17.95	44.35	30.19	30.38	21.13
研发费用率	2.30%	6.18%	1.39%	1.83%	1.20%	5.03%	2.14%	2.17%	1.34%
其中：财务费用	12.62	27.51	-7.02	-14.46	6.59	-3.90	4.99	3.62	5.96
财务费用率	0.21%	2.59%	-0.37%	-0.89%	0.44%	-0.44%	0.35%	0.26%	0.38%
归母净利润	1,524.25	57.43	504.98	427.25	534.59	-1,546.83	324.09	369.39	497.46
YOY	528.29%	103.71%	55.82%	15.66%	7.46%	-2669.14%	-8.30%	11.09%	33.69%
归母净利率	25.01%	5.41%	26.47%	26.21%	35.76%	-175.61%	22.97%	26.41%	31.66%
扣非归母净利润	1,144.43	-343.25	488.40	473.71	525.57	-1,565.56	286.45	359.61	488.98
YOY	365.82%	78.07%	70.50%	31.73%	7.48%	-1488.70%	-16.34%	19.35%	32.65%
扣非归母净利率	18.78%	-32.32%	25.60%	29.06%	35.15%	-177.74%	20.30%	25.71%	31.12%
资产负债表 摘要									
货币资金	1,826.03	1,826.03	2,753.07	2,343.29	2,355.67	1,821.55	1,972.93	1,957.59	2,492.05
交易性金融资产	40.98	40.98	589.48	530.00	330.00	690.00	300.00	320.27	410.86
应收票据及应收账款	164.18	164.18	485.84	296.70	343.43	113.53	486.47	319.30	416.89
YOY	44.61%	44.61%	-0.13%	-7.08%	-17.62%	-54.32%	-3.73%	50.86%	31.78%
存货	872.72	872.72	666.99	487.37	587.21	742.46	541.88	662.02	657.85
YOY	17.54%	17.54%	23.09%	-26.38%	-10.74%	10.57%	-0.22%	88.55%	70.39%
预付账款	131.91	131.91	131.98	138.07	109.58	76.12	125.61	86.45	126.99
YOY	73.31%	73.31%	5.07%	59.71%	-13.71%	35.40%	64.03%	91.29%	336.79%
应付账款及应付票据	349.64	349.64	386.04	326.34	244.10	338.55	226.29	266.68	397.05
YOY	3.27%	3.27%	70.59%	22.37%	-38.52%	-0.18%	-36.36%	19.20%	83.01%
其它应付款	541.05	541.05	570.74	372.55	369.00	418.94	359.79	333.89	1,006.46
现金流量表 摘要									
经营活动现金净流量	1,566.36	306.45	495.34	718.28	46.30	779.09	277.36	472.82	7.25
筹资活动现金净流量	-949.61	-292.07	-144.32	-325.05	-188.16	-361.41	-283.52	-1,029.18	409.05
投资活动现金净流量	-531.77	-938.36	68.31	-350.65	688.93	-557.60	21.27	20.11	267.02
资本开支	319.24	95.27	45.26	153.40	25.32	79.80	74.73	76.18	100.97
ROE	23.58%	0.83%	7.57%	6.68%	8.66%	-23.13%	4.93%	6.64%	9.09%
YOY(+/-)	29.73%	23.96%	2.64%	0.04%	-0.43%	-22.14%	-1.46%	0.22%	1.71%
资产负债率	27.99%	27.99%	25.14%	24.02%	21.17%	28.80%	24.19%	26.87%	35.98%
YOY(+/-)	-0.82%	-0.82%	0.95%	-2.86%	-14.81%	-0.85%	-2.26%	14.49%	15.67%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4850	6836	9009	11659
现金	1826	4228	6306	8606
交易性金融资产	41	41	41	41
应收账款	164	79	-61	-185
其它应收款	14	12	12	13
预付账款	132	134	168	199
存货	873	1199	1444	1639
其他	1799	1143	1099	1347
非流动资产	4791	4607	4811	4941
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	212	0	128	113
固定资产	873	983	1009	1043
无形资产	923	971	1027	1133
在建工程	110	31	8	8
其他	2672	2622	2639	2644
资产总计	9640	11443	13820	16600
流动负债	2238	2391	2704	2939
短期借款	0	22	11	16
应付款项	350	555	613	681
预收账款	0	461	499	413
其他	1888	1353	1581	1828
非流动负债	460	472	469	468
长期借款	144	144	144	144
其他	316	328	325	324
负债合计	2698	2863	3172	3407
少数股东权益	9	-23	-56	-96
归属母公司股东权	6934	8603	10704	13289
负债和股东权益	9640	11443	13820	16600
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1566	2299	2231	2415
净利润	1544	1637	2068	2546
折旧摊销	206	169	190	183
财务费用	13	(25)	(57)	(90)
投资损失	(181)	(100)	(141)	(120)
营运资金变动	(937)	785	321	(40)
其它	922	(167)	(150)	(63)
投资活动现金流	(532)	55	(234)	(188)
资本支出	(34)	(90)	(71)	(107)
长期投资	(36)	209	(126)	14
其他	(462)	(64)	(37)	(94)
筹资活动现金流	(950)	49	81	72
短期借款	(44)	22	(11)	5
长期借款	(164)	0	0	0
其他	(742)	27	92	67
现金净增加额	85	2402	2078	2300

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6095	7954	9595	11282
营业成本	2266	2856	3427	3872
营业税金及附加	72	94	113	133
营业费用	1818	2402	2859	3328
管理费用	434	573	720	880
研发费用	140	183	220	259
财务费用	13	(25)	(57)	(90)
资产减值损失	8	96	116	137
公允价值变动损益	260	0	0	0
投资净收益	181	100	141	120
其他经营收益	5	20	19	15
营业利润	1789	1897	2356	2898
营业外收支	(20)	8	4	1
利润总额	1769	1905	2360	2900
所得税	225	268	292	354
净利润	1544	1637	2068	2546
少数股东损益	20	(32)	(33)	(40)
归属母公司净利润	1524	1669	2101	2586
EBITDA	1956	2044	2487	2987
EPS (最新摊薄)	0.96	1.06	1.33	1.64
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	15.83%	30.50%	20.63%	17.59%
营业利润	-	6.05%	24.22%	23.01%
归属母公司净利润	-	9.51%	25.86%	23.08%
获利能力				
毛利率	62.82%	64.10%	64.29%	65.68%
净利率	25.33%	20.58%	21.55%	22.57%
ROE	23.68%	21.51%	21.85%	21.69%
ROIC	21.27%	18.16%	18.30%	18.14%
偿债能力				
资产负债率	27.99%	25.02%	22.95%	20.52%
净负债比率	9.14%	9.42%	9.25%	8.08%
流动比率	2.17	2.86	3.33	3.97
速动比率	1.78	2.36	2.80	3.41
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.75	0.76	0.74
应收帐款周转率	43.89	48.12	61.03	73.36
应付帐款周转率	6.59	6.31	5.87	5.98
每股指标(元)				
每股收益	0.96	1.06	1.33	1.64
每股经营现金	0.99	1.45	1.41	1.53
每股净资产	4.39	5.44	6.77	8.41
估值比率				
P/E	24.27	22.16	17.61	14.31
P/B	5.34	4.30	3.46	2.78
EV/EBITDA	18.70	16.13	12.42	9.55

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

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>