



2020年3月8日

汤臣倍健 (300146) : 业绩快速增长, 境内业务表现突出

食品饮料

推荐(上调) 当前股价: 23.40元

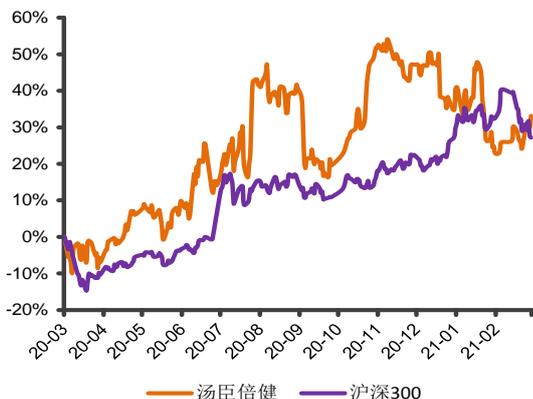
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,095	7,535	8,744	9,857
(+/-)	40.1%	23.6%	16.0%	12.7%
营业利润	1,789	1,934	2,329	2,696
(+/-)	62.2%	8.1%	20.4%	15.8%
归属母公司净利润	1,524	1,706	2,013	2,330
(+/-)	52.1%	11.9%	18.0%	15.8%
EPS (元)	0.96	1.08	1.27	1.47
市盈率	24.3	21.7	18.4	15.9

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	15.81 / 8.93
流通市值 (亿元)	208.87
每股净资产 (元)	4.39
资产负债率 (%)	28.80

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● 公司于 3 月 5 日晚间发布 2020 年报。报告期内, 公司实现营业收入 60.95 亿元, 同比增长 15.83%; 实现归属于上市公司股东的净利润 15.24 亿元, 同比增长 528.29%; 扣非后净利润 11.44 亿元, 同比增长 365.82%; 每股收益 0.96 元。其中 Q4 单季实现营业收入 10.62 亿元, 同比增长 20.59%; 归母净利润 0.57 亿元, 同比增长 103.71%; 每股收益 0.04 元。拟每 10 股派发现金红利 7.00 元 (含税)。

● 业绩快速增长, 境内业务表现突出。2020 全年公司业绩快速增长, 主要系 2019 年计提商誉及无形资产减值影响。若以 2019 年末对因合并 LSG 形成的商誉及无形资产计提减值的情况下归属于上市公司股东的净利润 10.46 亿元为对比基数, 2020 年同比增长 45.71%。其中 Q4 单季实现营业收入 10.62 亿元, 同比增长 20.59%; 归母净利润 0.57 亿元, 同比增长 103.71%, 低于全年增速, 主要系公司加大了以“冬季疫情反击战”为主题的品牌投入和市场推广力度, 导致期间费用尤其是销售费用大幅上升所致; 销售毛利率下降 2.96pct 至 62.82%, 主要是执行新收入准则的影响。分产品来看, 片剂收入 22.98 亿元, 同比增 11.41%, 毛利率 72.83%, 同比减 3.34pct; 粉剂收入 12.75 亿元, 同比增 15.57%, 毛利率 55.12%, 同比减 6.81pct。胶囊收入 12.33 亿元, 同比增 15.74%, 毛利率 63.09%, 同比增 1.31pct。分地区看, 境内业务表现更为突出, 主品牌“汤臣倍健”收入 35.78 亿元, 同比增 11.41%; 关节护理品牌“健力多”收入 13.13 亿元, 同比增 10.37%; “Life-Space”国内产品实现收入 1.32 亿元, 同比增 2.33%; 境外业务方面, LSG 实现收入 5.67 亿元, 同比增长 23.94%。分渠道来看, 线下渠道收入 39.09 亿元, 约占境内收入的 71.21%, 同比增长 1.44%; 线上渠道收入 12.07 亿元, 同比大幅增长 62.77%, 主要得益于疫情以来, 居家消费提高。另外, 由于公司实施经销商裂变计划, 并增资获取广州麦优控制权, 境内经销商大幅增加 585 家至 1125 家, 境外经销商增加 8 家至 94 家。

● **全年期间费用率控制有效，Q4 单季销售费用率大幅上升。**

报告期内，公司期间费用率 37.17%，同比下降 2.56pct，主要是因为 Q1 单季疫情影响减少费用投入所致，其中销售费用率 29.84%，同比下降 1.53pct；管理费用率 7.13%，同比下降 1.03pct；研发费用率和财务费用率基本保持稳定。Q4 单季期间费用率 93.98%，同比增加 29.15pct，环比大幅增加 64.58pct，主要系第四季度公司正式启用“汤臣倍健 科学营养”全新品牌 Slogan，加大了以“冬季疫情反击战”为主题的品牌投入和市场推广力度，再加上广州麦优并表所致。

● **公司未来看点。**

在经历了医保政策改革、行业整治、国际并购和 2020 的新冠疫情后，相较 2019 年，公司的领先优势进一步扩大：（1）2020 年中国维生素与膳食补充剂行业总规模为 1743 亿元人民币，增速约为 4%，而汤臣倍健市场份额为 10.3%，稳居第一位，有望与二、三名进一步拉开差距（目前分别为 6.4%、5.8%）；（2）2020 年中国药店膳食营养补充剂（VDS）增速为-16.9%，而公司国内药店渠道销售收入增速为 2.6%，实现逆势增长；（3）在阿里和京东平台，公司 VDS 类目市场份额分别为 6.98%和 15.5%，排名第一，并将持续推动全链数字化，并且聚焦自建电商仓储和物流系统，在线上渠道继续领跑整个行业；（4）公司积极拓展新领域，2021 年公司将推出新的大单品“舒百宁”，定位高潜功能细分品类；（5）2021 年公司进入新三年规划阶段，以“科学营养”为核心战略，目前已获得 60 多项原料及发明专利，有望持续提升行业壁垒和产品差异化优势；（6）随着全国居民消费升级和人口老龄化，再加上去年的疫情，居民健康意识提升，且国内 VDS 的普及率远低于发达国家的水平，未来的市场上升空间大，营养健康相关产品市场需求提速将增长。

● **盈利预测：**

我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 75.35、87.44 和 98.57 亿元，EPS 分别为 1.08、1.27 和 1.47 元，当前股价对应 PE 分别为 21.7、18.4 和 15.9 倍，估值有一定优势，上调至“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**

新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；原材料价格波动的风险；食品安全问题。

图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	6,095	7,535	8,744	9,857
货币资金	1,826	3,162	5,012	7,209	营业成本	2,266	2,755	3,142	3,509
应收款	178	221	256	289	营业税金及附加	72	89	103	116
存货	873	1,061	1,210	1,351	销售费用	1,818	2,223	2,536	2,839
待摊费用和其他流动资产	183,733	183,733	183,733	183,733	管理费用	434	535	612	680
流动资产合计	4,850	4,485	6,519	8,890	财务费用	13	-12	-20	-55
非流动资产:					费用合计	2,265	2,746	3,128	3,464
可供出售金融资产	-	-	-	-	资产减值损失	-8	12	14	16
固定资产+在建工程	984	992	990	978	公允价值变动	260	-	-	-
无形资产+商誉	213,845	281,676	287,236	292,427	投资收益	181	181	181	181
其他非流动资产	1,042	1,042	1,042	1,042	营业利润	1,789	1,934	2,329	2,696
非流动资产合计	4,791	5,229	5,283	5,323	加: 营业外收入	43	40	-	-
资产总计	9,640	9,714	11,802	14,213	减: 营业外支出	63	-	-	-
流动负债:					利润总额	1,769	1,974	2,329	2,696
短期借款	-	-	-	-	所得税费用	225	251	296	342
应付账款、票据	350	425	485	541	净利润	1,544	1,724	2,033	2,354
其他流动负债	1,888	1,888	1,888	1,888	少数股东损益	20	17	20	24
流动负债合计	2,238	2,313	2,373	2,429	归母净利润	1,524	1,706	2,013	2,330
非流动负债:									
长期借款	144	-	-	-	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
其他非流动负债	316	316	316	316	成长性				
非流动负债合计	460	316	316	316	营业收入增长率	40.1%	23.6%	16.0%	12.7%
负债合计	2,698	2,630	2,689	2,746	营业利润增长率	62.2%	8.1%	20.4%	15.8%
所有者权益					归母净利润增长率	52.1%	11.9%	18.0%	15.8%
股本	1,581	1,581	1,581	1,581	总资产增长率	-1.5%	0.8%	21.5%	20.4%
资本公积金	3,197	3,197	3,197	3,197	盈利能力				
未分配利润	1,540	3,091	4,921	7,039	毛利率	62.8%	63.4%	64.1%	64.4%
少数股东权益	9	9	9	9	营业利润率	29.3%	25.7%	26.6%	27.4%
所有者权益合计	6,942	8,666	10,699	13,053	三项费用/营收	37.2%	36.4%	35.8%	35.1%
负债和所有者权益	9,640	9,714	11,802	14,213	EBIT/销售收入	22.4%	23.3%	24.5%	25.1%
					净利润率	25.3%	22.9%	23.3%	23.9%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE	22.2%	19.9%	19.0%	18.0%
净利润	1,544	1,724	2,033	2,354	营运能力				
折旧与摊销	205	233	247	260	总资产周转率	63.2%	77.6%	74.1%	69.4%
财务费用	13	-12	-20	-55	资产结构				
存货的减少	-65	-188	-149	-142	资产负债率	28.0%	27.1%	22.8%	19.3%
营运资本变化	302	33	24	24	现金流质量				
其他非现金部分	-444	-	-	-	经营净现金流/净利润	1.01	1.03	1.05	1.04
经营活动现金净流量	1,566	1,768	2,131	2,442	每股数据(元/股)				
投资活动现金净流量	-532	-301	-301	-301	每股收益	0.96	1.08	1.27	1.47
筹资活动现金净流量	-950	-132	20	55	每股净资产	4.39	5.48	6.77	8.26
现金流量净额	81	1,336	1,850	2,196					

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

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。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>