

公司研究

线上渠道增速亮眼，新三年规划未来可期

——汤臣倍健（300146.SH）2020年年度报告点评

要点

事件：2021年3月6日，汤臣倍健发布2020年年度报告，报告期内公司实现营业收入60.95亿元，同比+15.83%；营业利润17.89亿元，同比+484.32%；实现归母净利润15.24亿元，同比+528.29%。同时公司发布2021年Q1业绩预告，预计实现归母净利润7.22~8.29亿元，同比增长35%~55%。

全年业绩稳定增长，线上渠道提速明显：1) 分产品看，公司的片剂/粉剂/胶囊/其他业务收入分别为22.98/12.75/12.33/12.89亿元，分别同比增长11.41%/15.57%/15.74%/25.06%。主品牌汤臣倍健/健力多分别收入35.78/13.13亿元，同比增长11.41%/10.37%。“Life-Space”国内产品实现收入1.32亿元。2) 分地区看，公司境内/境外分别收入55.09/5.86亿元，分别同比增长13.91%/37.67%。境外LSG实现收入5.67亿元，同比增长23.94%。3) 分渠道看，公司境内线上/线下渠道分别收入12.07/39.09亿元，分别同比增长36.63%/1.44%。2020年公司在天猫VDS类目中市场份额6.98%，在京东“医药保健目录”下市场份额15.5%，均排第一。

持续提升公司运营能力，成本费用下降：公司2020年归母净利同比增长较快，主要系2019年计提商誉及无形资产减值影响。相比2019年剔除因合并LSG形成的商誉及无形资产减值影响的归母净利10.46亿元，2020年归母净利润同比增长45.71%。2020年公司毛利率为62.82%，同比-2.96pct；销售/管理费用率分别为29.84%/7.13%，分别变动-1.53/-1.04pct。公司通过全链数字化战略降本增效，且线上渠道增长较快，因此费用支出有所收窄。

下半年加速追赶，看好未来业务扩盘：2020年Q2以来随疫情得到有效控制，公司业绩得到恢复。同时，公司在第四季度加大了以“冬季疫情反击战”为主题的品牌投入和市场推广力度。2020年Q4实现营收10.62亿元，实现归母净利0.57亿元，同比+103.71%。Q1-Q4单季收入同比增速分别为-4.84%/16.55%/35.17%/20.59%，Q4收入增速略下降系公司对生产线改造导致供货紧张所致。2020年是公司2018-2020年“新一轮增长周期”三年规划的收官之年，公司通过加大渠道裂变，扩充产品矩阵夯实增长基础。与此同时，公司制定了《2021-2023年经营规划纲要》，定位从裂变到蜕变，未来三年业务扩盘和持续较快增长值得期待。

盈利预测、估值与评级：考虑公司优化收入结构，上调2021/22年EPS为1.11/1.34元，引入23年EPS预测1.63元。当前股价对应2021/22/23年PE为25/21/17X，维持“增持”评级

风险提示：经济增速放缓压力加大、行业竞争加剧、食品安全问题。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,262	6,095	7,651	9,260	11,207
营业收入增长率	20.94%	15.83%	25.53%	21.03%	21.03%
净利润（百万元）	-356	1,524	1,749	2,117	2,570
净利润增长率	-135.51%	528.29%	14.74%	21.03%	21.39%
EPS（元）	-0.22	0.96	1.11	1.34	1.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	-5.94%	21.98%	23.11%	23.11%	23.16%
P/E	-125	29	25	21	17

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-08

增持（维持）

当前价：28.08元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

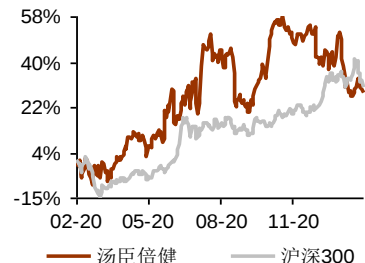
021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.81
总市值(亿元)	443.95
一年最低/最高(元)	15.38/28.08
近3月换手率	71.56%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	37.22	9.37	45.61
绝对	28.51	10.77	72.71

资料来源：Wind

相关研报

线下业务加速恢复，业绩超预期——汤臣倍健（300146.SZ）2020年三季报点评（2020-10-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,262	6,095	7,651	9,260	11,207
营业成本	1,801	2,266	2,845	3,443	4,167
折旧和摊销	249	205	204	213	226
税金及附加	59	72	90	109	132
销售费用	1,650	1,818	2,066	2,500	3,026
管理费用	430	434	536	648	784
研发费用	126	140	153	185	224
财务费用	11	13	-1	-13	-31
投资收益	18	181	50	50	50
营业利润	-465	1,789	2,023	2,445	2,963
利润总额	-425	1,769	2,003	2,425	2,943
所得税	-10	225	254	308	374
净利润	-415	1,544	1,749	2,117	2,570
少数股东损益	-59	20	0	0	0
归属母公司净利润	-356	1,524	1,749	2,117	2,570
EPS(按最新股本计)	-0.22	0.96	1.11	1.34	1.63

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,537	1,566	1,183	2,135	2,524
净利润	-356	1,524	1,749	2,117	2,570
折旧摊销	249	205	204	213	226
净营运资金增加	-724	1,305	1,132	611	773
其他	2,367	-1,468	-1,902	-805	-1,045
投资活动产生现金流	-249	-532	430	-395	-400
净资本支出	-332	-319	-295	-370	-400
长期投资变化	171	212	0	0	0
其他资产变化	-89	-424	724	-25	0
融资活动现金流	-1,265	-950	-1,115	-512	-604
股本变化	114	-1	-1	0	0
债务净变化	-490	-314	-3	0	0
无息负债变化	-13	613	-68	416	470
净现金流	24	81	497	1,228	1,520

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	65.8%	62.8%	62.8%	62.8%	62.8%
EBITDA 率	60.3%	26.0%	28.4%	28.0%	27.7%
EBIT 率	55.5%	22.6%	25.8%	25.7%	25.7%
税前净利润率	-8.1%	29.0%	26.2%	26.2%	26.3%
归母净利润率	-6.8%	25.0%	22.9%	22.9%	22.9%
ROA	-5.0%	16.0%	17.1%	17.3%	17.6%
ROE (摊薄)	-5.9%	22.0%	23.1%	23.1%	23.2%
经营性 ROIC	66.7%	20.7%	24.0%	26.0%	28.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	29%	28%	26%	25%	24%
流动比率	2.17	2.17	2.57	2.82	3.08
速动比率	1.74	1.78	2.04	2.27	2.51
归母权益/有息债务	10.69	28.12	31.06	37.59	45.53
有形资产/有息债务	10.84	29.41	33.03	41.42	51.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	8,331	9,640	10,205	12,213	14,617
货币资金	1,822	1,826	2,323	3,551	5,071
交易性金融资产	690	41	0	0	0
应收帐款	114	164	383	463	560
应收票据	0	0	46	56	67
其他应收款 (合计)	8	14	63	68	74
存货	742	873	1,260	1,529	1,855
其他流动资产	356	1,799	1,955	2,116	2,311
流动资产合计	3,808	4,850	6,121	7,893	10,071
其他权益工具	317	248	248	248	248
长期股权投资	171	212	210	210	210
固定资产	828	873	894	952	1,033
在建工程	121	110	225	336	436
无形资产	868	923	878	838	802
商誉	1,184	1,216	1,216	1,216	1,216
其他非流动资产	36	90	109	109	109
非流动资产合计	4,523	4,791	4,084	4,320	4,546
总负债	2,399	2,698	2,627	3,043	3,513
短期借款	44	0	0	0	0
应付账款	339	350	711	861	1,042
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	515	0	459	556	672
其他流动负债	0	72	72	72	72
流动负债合计	1,757	2,238	2,385	2,801	3,271
长期借款	308	144	144	144	144
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	111	99	99	99	99
非流动负债合计	642	460	242	242	242
股东权益	5,931	6,942	7,577	9,169	11,104
股本	1,582	1,581	1,580	1,580	1,580
公积金	3,680	3,777	3,946	3,981	3,981
未分配利润	692	1,540	2,007	3,564	5,499
归属母公司权益	5,992	6,934	7,569	9,161	11,095
少数股东权益	-61	9	9	9	9

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	31.37%	29.84%	27.00%	27.00%	27.00%
管理费用率	8.17%	7.13%	7.00%	7.00%	7.00%
财务费用率	0.20%	0.21%	-0.02%	-0.14%	-0.27%
研发费用率	2.40%	2.30%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	2%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.36	0.70	0.33	0.40	0.49
每股经营现金流	0.97	0.99	0.75	1.35	1.60
每股净资产	3.79	4.39	4.79	5.80	7.02
每股销售收入	3.33	3.86	4.84	5.86	7.10

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	-125	29	25	21	17
PB	7.4	6.4	5.9	4.8	4.0
EV/EBITDA	13.8	27.9	20.3	16.7	13.7
股息率	1.3%	2.5%	1.2%	1.4%	1.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------