

汤臣倍健 (300146)

公司研究/点评报告

主品牌增速强劲，大单品稳健增长

——汤臣倍健 (300146) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 8 月 6 日

一、事件概述

8 月 5 日，公司发布 2021 年半年报，报告期内实现营收 41.98 亿元，同比+34.32%；实现归母净利润 13.71 亿元，同比+42.55%；基本 EPS 为 0.81 元。

二、分析与判断

➤ 21H1 业绩高速增长，主品牌增速强劲，大单品稳健增长

2021H1 公司实现营收/归母净利润 41.98/13.71 亿元，同比分别+34.32%/+42.55%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 19.75/5.55 亿元，同比分别+21.18%/+29.86%。收入端，随着疫情逐步缓解，公司市场及销售活动逐步正常开展。在后疫情时代，公司务实推进各项经营计划。上半年，公司旗下各主要品牌的销售实现较快增长。利润端，公司各项推广费用有所增加，导致毛销差同比略有收窄，但非经常性损益及广州麦优并表带来的正向贡献保证利润端增速小幅高于收入端。

分产品看，2021H1 汤臣主品牌/健力多/LSG 分别实现营收 25.63/8.50/3.04 亿元，同比分别+40.69%/+29.25%/+0.21%；合 Q2 单季度分别实现营收 11.82/3.62/1.70 亿元，同比分别+31.61%/+5.78%/+8.26%。总体看，汤臣主品牌收入增速强劲，是上半年业绩增长的主要驱动力；大单品健力多增速较为平稳；LSG 澳洲本地业务受去年疫情期间免疫类产品需求大基数较高，以及因澳洲疫情封境致使代购和游客采购下降的双重影响，导致 21H1 澳洲本地销售较去年同期有所下降。Life-space 国内业务 21H1 实现营收 1.18 亿元，同比+34.53%；合 Q2 实现收入 0.52 亿元，同比+9.00%。Life-space 国内业务处于加速导入期，结合益生菌整体品类扩张，未来有望实现高速增长。

分渠道看，2021H1 线下渠道收入约占境内收入的 71.71%，同比+24.18%；线上渠道收入占 28.29%，同比+79.72%。公司线上渠道收入增速大幅高于线下，线上收入占比持续提高，线下线上共同发力保证主业高速增长。

➤ 21H1 毛利率小幅上行，麦优并表及推广费用增加导致销售费用率上行

2021H1，公司销售毛利率为 66.93%，同比+1.45ppt (Q2 为 66.99%，同比+3.24ppt)。主要原因是 (1) 麦优并表带来的影响；(2) 收入高速增长强化规模效应，有效摊低各项成本，从而提升毛利率水平。

2021H1 公司整体期间费用率为 28.06%，同比+3.93ppt (Q2 为 35.46%，同比+7.44ppt)。其中销售费用率为 23.21%，同比+6.16ppt (Q2 为 28.92%，同比+7.73ppt)，原因是 (1) 广州麦优并表；(2) 平台费用及品牌推广费增加。管理费用率为 4.00%，同比-1.80ppt (Q2 为 5.18%，同比-0.70ppt)。研发费用率为 1.20%，同比-0.33ppt (Q2 为 1.75%，同比-0.08ppt)。财务费用率为-0.35%，同比-0.10ppt (Q2 为-0.40%，同比+0.49ppt)，原因是利息收入增加，21H1 归还借款导致利息支出减少。

➤ 四大战略形成新核心优势，疫情后经营环境改善明显

2021 年为公司 2021-2023 新三年规划的开局之年，将围绕科学营养、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和攻坚项目，构建并形成新的核心竞争优势。2021H2，公司将继续务实推进 2021 年既定的各项经营计划。7 月开始，公司正式启动线下销售变革和线上线下一体化经营相关变革，以支持公司更健康和可持续的发展战略。该变革预计将持续至 2022 年上半年，短期会对公司及相关方带来一定的压力和挑战，长期将有助于公司和行业的长远发展。

推荐

维持评级

当前价格：

28.61 元

交易数据

2021-8-5

近 12 个月最高/最低	37.65/19.95
总股本 (百万股)	1700.31
流通股本 (百万股)	892.74
流通股比例 (%)	53%
总市值 (亿元)	486.46
流通市值 (亿元)	255.41

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

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 年报及 2021 一季报预告点评：2020 年业绩高增，2021 年大单品有望持续发力
2. 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

三、盈利预测与投资建议

根据 2021H1 的经营情况，我们上调盈利预测。预计 2021-2023 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 19.58/21.98/24.46 亿元，同比+28.5%/+12.3%/+11.3%，对应 EPS 为 1.15/1.29/1.44 元，目前股价对应 PE 为 25/22/20 倍。公司主品牌及大单品的长期成长性均较为乐观。公司目前估值略高于其他食品板块 2021 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	1,958	2,198	2,446
增长率 (%)	528.3%	28.5%	12.3%	11.3%
每股收益 (元)	0.96	1.15	1.29	1.44
PE (现价)	29.8	24.8	22.1	19.9
PB	6.6	5.7	5.2	4.7

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	2,626	2,935	3,176
营业税金及附加	72	92	104	114
销售费用	1,818	2,274	2,514	2,790
管理费用	434	551	636	691
研发费用	140	184	204	226
EBIT	1,364	2,115	2,399	2,691
财务费用	13	0	0	0
资产减值损失	(10)	13	12	13
投资收益	181	181	181	181
营业利润	1,789	2,301	2,580	2,874
营业外收支	(20)	0	0	0
利润总额	1,769	2,311	2,575	2,876
所得税	225	173	260	253
净利润	1,544	2,138	2,315	2,623
归属于母公司净利润	1,524	1,958	2,198	2,446
EBITDA	1,570	2,317	2,575	2,843
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1826	3281	4321	5642
应收账款及票据	164	190	225	241
预付款项	132	132	159	166
存货	873	1105	1072	1331
其他流动资产	1705	1705	1705	1705
流动资产合计	4756	6474	7513	9135
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	11993	12992	14519
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	350	449	477	530
其他流动负债	72	72	72	72
流动负债合计	2238	2846	2843	3125
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	3306	3303	3585
股本	1581	1700	1700	1700
少数股东权益	9	188	305	482
股东权益合计	6848	8686	9689	10934
负债和股东权益合计	9546	11993	12992	14519

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%	55.0%	13.5%	12.2%
净利润增长率	528.3%	28.5%	12.3%	11.3%
盈利能力				
毛利率	62.8%	66.5%	66.6%	67.2%
净利润率	25.0%	25.0%	25.0%	25.2%
总资产收益率 ROA	16.0%	16.3%	16.9%	16.8%
净资产收益率 ROE	22.3%	23.0%	23.4%	23.4%
偿债能力				
流动比率	2.1	2.3	2.6	2.9
速动比率	1.7	1.9	2.3	2.5
现金比率	0.8	1.2	1.5	1.8
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.2
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	5.0	5.5	6.1
每股经营现金流	1.0	1.5	1.4	1.5
每股股利	0.7	0.7	0.8	0.8
估值分析				
PE	29.8	24.8	22.1	19.9
PB	6.6	5.7	5.2	4.7
EV/EBITDA	27.5	18.2	16.0	14.1
股息收益率	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,544	2,138	2,315	2,623
折旧和摊销	217	215	188	166
营运资金变动	236	334	(13)	(30)
经营活动现金流	1,525	2,495	2,313	2,575
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)	(1,250)	(1,312)	(1,378)
现金净流量	44	1,455	1,040	1,321

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。