



2021年8月6日

### 汤臣倍健 (300146) : 业绩快速增长, 主品牌表现亮眼

食品饮料

推荐(维持) 当前股价: 29.08元

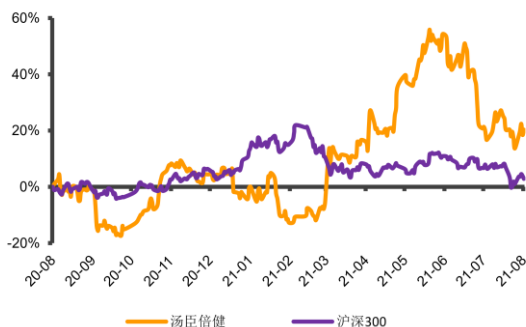
#### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	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	1,971	2,427	2,772
(+/-)	62.2%	10.2%	23.2%	14.2%
归属母公司净利润	1,524	1,738	2,098	2,396
(+/-)	52.1%	14.0%	20.7%	14.2%
EPS (元)	0.96	1.10	1.33	1.52
市盈率	30.2	26.5	21.9	19.2

#### 公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	17.00 / 8.93
流通市值 (亿元)	259.61
每股净资产 (元)	5.99
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](mailto: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 8 月 5 日晚间发布 2021 半年报。报告期内, 公司实现营业收入 41.98 亿元, 同比增长 34.32%; 实现归属于上市公司股东的净利润 13.71 亿元, 同比增长 42.55%; 扣非后净利润 12.46 亿元, 同比增长 24.71%; 每股收益 0.85 元。其中 Q2 单季实现营业收入 19.75 亿元, 同比增长 21.18%; 归母净利润 5.55 亿元, 同比增长 29.86%; 每股收益 0.33 元。

● 业绩快速增长, 主品牌表现亮眼。2021H1 公司旗下各主要品牌的销售实现较快增长, 再加上广州麦优并表带来正向贡献, 公司整体营收同比增长超 30%。(1) 境内业务方面, 主品牌“汤臣倍健”收入增速强劲, 实现营收 25.63 亿元, 同比增长 40.69%; 关节护理品牌“健力多”收入 8.5 亿元, 同比增长 29.25%; “Life-Space”国内产品收入 1.18 亿元, 同比增长 34.53%。分渠道来看, 线下渠道收入约占境内收入的 71.71%, 同比增长 24.18%; 线上渠道收入同比增长 79.72%, 毛利率同比增 15.03pct, 主要得益于疫情以来居家消费提高。(2) 境外业务方面: LSG 折合人民币实现收入 3.04 亿元, 同比增长 0.21% (按澳元口径: 收入 0.61 亿澳元, 同比下降 6.99%), 增速放缓主要是受去年疫情期间免疫类产品需求大、基数高, 以及澳洲疫情封境致使代购和游客采购下降的双重影响, 但跨境电商业务仍保持高速增长。

● 销售费用增加致期间费用率小幅提升。报告期内, 公司期间费用率 29.26%, 同比增加 3.6pct, 其中销售费用率 23.21%, 同比+6.16pct, 主要是去年同期受疫情影响, 销售费用投入较低导致低基数, 今年随着消费场景的逐步恢复, 广告费投入增加以及广州麦优并表所致; 管理费用率 5.2%, 同比-2.13pct; 研发费用率为 1.2%, 同比-0.33pct; 财务费用率为-0.35%, 同比-0.1pct。综合毛利率增长 1.44pct 至 66.93%; 净利率提升 2.23pct 至 33.07%。

● 公司未来看点。(1) 2021 年公司进入新三年规划阶段, 公司将聚焦科学营养、全链数字化、超级供应链、用户资产运营四大战略, 持续构建公司独特核心竞争优势, 有望持续

提升行业壁垒和产品差异化优势；（2）在澳洲市场，公司将稳步推进澳洲生产基地建设项目，加大 Life-space 在国际市场的布局和拓展，提高对国际市场的渗透率；（3）公司针对功能食品业务建立了独立的业务体系及零售网络体系，重点推出“每日每加”品牌并搭建线上线下一体化运营模式，有望打开公司业务成长新空间；（4）公司作为 VDS 行业领导企业，背负引领中国 VDS 长期、健康、创新、增量发展的职责。2021 年 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 and 可持续的发展战略。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 1.10、1.33 和 1.52 元，当前股价对应 PE 分别为 26.5、21.9 和 19.2 倍，维持“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；商誉减值的风险；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
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>6,095</b>	<b>7,535</b>	<b>8,744</b>	<b>9,857</b>
货币资金	1,826	3,260	5,202	7,461	营业成本	2,266	2,583	2,956	3,337
应收款	178	221	256	289	营业税金及附加	72	89	103	116
存货	873	995	1,138	1,285	销售费用	1,818	2,359	2,623	2,937
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	4,517	6,637	9,076	财务费用	13	-12	-20	-57
<b>非流动资产:</b>					费用合计	2,265	2,882	3,215	3,561
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	<b>营业利润</b>	<b>1,789</b>	<b>1,971</b>	<b>2,427</b>	<b>2,772</b>
非流动资产合计	4,791	5,229	5,283	5,323	加: 营业外收入	43	40	-	-
<b>资产总计</b>	<b>9,640</b>	<b>9,746</b>	<b>11,920</b>	<b>14,399</b>	减: 营业外支出	63	-	-	-
<b>流动负债:</b>					<b>利润总额</b>	<b>1,769</b>	<b>2,011</b>	<b>2,427</b>	<b>2,772</b>
短期借款	-	-	-	-	所得税费用	225	255	308	352
应付账款、票据	350	398	456	515	<b>净利润</b>	<b>1,544</b>	<b>1,756</b>	<b>2,119</b>	<b>2,420</b>
其他流动负债	1,888	1,888	1,888	1,888	少数股东损益	20	18	21	24
流动负债合计	2,238	2,287	2,344	2,403	<b>归母净利润</b>	<b>1,524</b>	<b>1,738</b>	<b>2,098</b>	<b>2,396</b>
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	144	-	-	-	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
其他非流动负债	316	316	316	316	<b>成长性</b>				
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	2,603	2,661	2,719	营业利润增长率	62.2%	10.2%	23.2%	14.2%
<b>所有者权益</b>					归母净利润增长率	52.1%	14.0%	20.7%	14.2%
股本	1,581	1,581	1,581	1,581	总资产增长率	-1.5%	1.1%	22.3%	20.8%
资本公积金	3,197	3,197	3,197	3,197	<b>盈利能力</b>				
未分配利润	1,540	3,120	5,027	7,205	毛利率	62.8%	65.7%	66.2%	66.1%
少数股东权益	9	9	9	9	营业利润率	29.3%	26.2%	27.8%	28.1%
所有者权益合计	6,942	8,698	10,817	13,237	三项费用/营收	37.2%	38.2%	36.8%	36.1%
负债和所有者权益	9,640	9,746	11,920	14,399	EBIT/销售收入	22.4%	23.7%	25.6%	25.9%
					净利润率	25.3%	23.3%	24.2%	24.6%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	ROE	22.2%	20.2%	19.6%	18.3%
净利润	1,544	1,756	2,119	2,420	<b>营运能力</b>				
折旧与摊销	205	233	247	260	总资产周转率	63.2%	77.3%	73.4%	68.5%
财务费用	13	-12	-20	-57	<b>资产结构</b>				
存货的减少	-65	-122	-144	-147	资产负债率	28.0%	26.7%	22.3%	18.9%
营运资本变化	302	7	22	26	<b>现金流质量</b>				
其他非现金部分	-444	-	-	-	经营净现金流/净利润	1.01	1.06	1.05	1.03
经营活动现金净流量	1,566	1,867	2,222	2,503	<b>每股数据(元/股)</b>				
投资活动现金净流量	-532	-301	-301	-301	每股收益	0.96	1.10	1.33	1.52
筹资活动现金净流量	-950	-132	20	57	每股净资产	4.39	5.50	6.84	8.37
现金流量净额	81	1,434	1,942	2,259					

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>