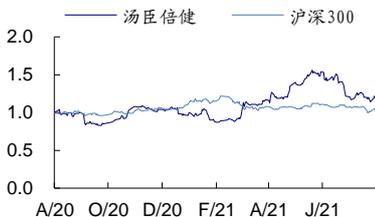


**证券研究报告—动态报告**
**食品饮料**
**食品**
**汤臣倍健(300146)**
**买入**
**2021 年中报点评**

(维持评级)

2021 年 08 月 06 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 1,700/893     |
| 总市值/流通(百万元)   | 48,646/25,541 |
| 上证综指/深圳成指     | 3,467/14,872  |
| 12 个月最高/最低(元) | 37.90/20.18   |

**相关研究报告:**

《汤臣倍健-300146-2021 年一季报点评: 一季度业绩亮眼, 线上渠道发力有望持续推动业绩增长》——2021-04-29

《汤臣倍健-300146-2020 年一季报点评: 线下受短期冲击, 电商及境外销售回暖》——2020-04-28

《汤臣倍健-300146-2019 年年报点评: 减值拖累业绩, 风浪后重振启航》——2020-03-16

《汤臣倍健-300146-2019 年三季报点评: 行业整治增速承压, 坚定策略期待复苏》——2019-10-25

《汤臣倍健-300146-2019 年半年报点评: 业绩符合预期, 线下增长稳健》——2019-07-31

**证券分析师: 陈青青**

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

**证券分析师: 廖望州**

电话: 0755-22940911

E-MAIL: liaowangzhou@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**

# 主品牌延续高增, 募资落地加码 产能后继有力

**● 业绩处于预告上半区间符合预期, 营销投放逐步恢复**

公司 2021H1 业绩符合预期, 实现营收 41.98 亿元 (+34.32%), 剔除政府补助与投资收益等非经常性损益, 扣非归母净利润 12.46 亿元 (+24.71%); 受高基数, 麦优并表及销售费用增加等影响, Q2 收入与扣非归母净利润分别为 19.75 亿元 (+21.18%) 与 4.83 亿元 (+1.97%)。公司逐步恢复平台建设与品牌推广力度, H1 营销费用率升至 23.21% (Q1 为 18.14%), 同比增加 6.16pcts, 受管理费用率下降 3.33pcts 影响, 四项费率合计占比 28.06%, 同比增加 2.40pcts。

**● 主品牌高增拉动增长, 线上渠道延续高增速提振盈利水平**

境内业务高增拉动公司收入增长, 主品牌“汤臣倍健”实现收入 25.63 亿元(+40.69%); 关节护理品牌“健力多”实现收入 8.50 亿元(+29.25%); “Life-Space” 国内产品实现收入 1.18 亿元 (+34.53%); 渠道方面线下渠道增速稳定 (+24.18%), 线上渠道维持高增速 (+79.72%), 且毛利率较去年同期上升 15.03pcts 带动公司整体毛利率 H1 上升 1.45pcts。②境外 LSG 澳洲业务受高基数与疫情影响, 实现营收 0.27 亿澳元 (-6.99%) 或 3.04 亿人民币 (+0.21%)。

**● 直接融资落地改善资本结构, 31 亿募得资金服务长远战略布局**

公司于 21 年 4 月向 13 名特定对象发行 1.19 亿股, 发行价格为 26.20 元/股 (较 04.29 收盘价折价约 15%), 实际募得资金 30.91 亿元将用于公司珠海生产基地的新一期建设与现有产能的扩产升级, 澳洲生产基地建设, 数字化信息系统的搭建以及补充流动资金。新增产能最早将于 23 年 6 月开始陆续投产, 为公司未来增长提供充裕的产能保障。

**● 风险提示: 宏观政策风险, 行业竞争加剧风险, 食品安全风险**
**● 投资建议: 维持“买入”评级**

公司品牌优势明显, 主品牌产品增长稳健, 渠道优势稳固, 随着营销费用投放力度的加大以及未来产能规划的落地, 预计公司短、中期增长后继有力。我们维持盈利预测不变, 预计公司 21-23 年净利润为 17.8/21.8/27.2 亿元, 对应当前 PE 为 27/22/18x, 维持买入评级。

**盈利预测和财务指标**

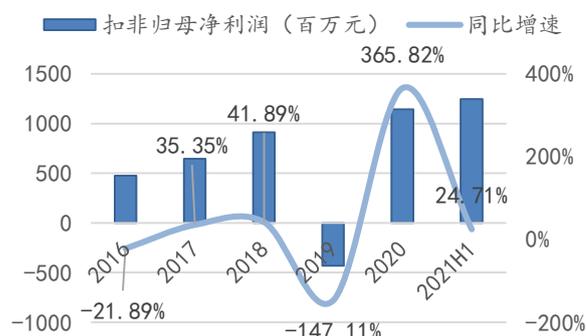
|             | 2020    | 2021E | 2022E | 2023E  |
|-------------|---------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 6,095   | 7,568 | 9,133 | 10,830 |
| (+/-%)      | 15.8%   | 24.2% | 20.7% | 18.6%  |
| 净利润(百万元)    | 1524    | 1778  | 2178  | 2720   |
| (+/-%)      | -528.3% | 16.6% | 22.5% | 24.9%  |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.96    | 1.05  | 1.28  | 1.60   |
| EBIT Margin | 24.7%   | 27.2% | 27.0% | 28.2%  |
| 净资产收益率(ROE) | 22.0%   | 20.4% | 20.0% | 20.0%  |
| 市盈率(PE)     | 29.7    | 27.4  | 22.3  | 17.9   |
| EV/EBITDA   | 28.0    | 22.9  | 19.4  | 15.8   |
| 市净率(PB)     | 6.52    | 5.58  | 4.47  | 3.57   |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**图 1：公司 2021 年 H1 收入增速达 34.32%**

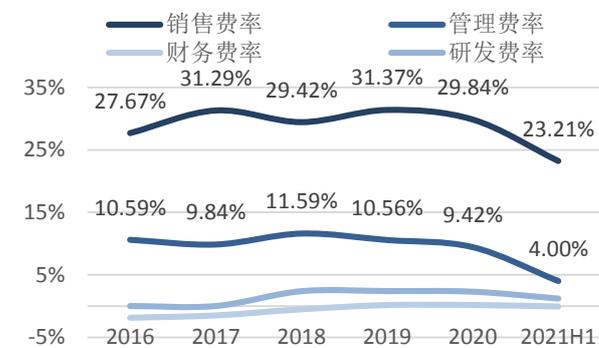

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图 2：公司 2021 年 H1 扣非归母净利润增速达 24.71%**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图 3：公司 2021 年 H1 毛利率回升至 66.94%**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图 4：公司 2021 年 H1 销售费率恢复至 23.21%**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**表 1：可比公司估值表（截至 2021 年 4 月 28 日）**

| 股票代码      | 简称       | PE (TTM) | 总市值 (亿元) | EPS  |       |       | PE   |       |       | PB   |
|-----------|----------|----------|----------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|
|           |          |          |          | 2020 | 2021E | 2022E | 2020 | 2021E | 2022E |      |
| 01112.HK  | H&H 国际控股 | 13.3     | 176      | 1.76 | 2.07  | 2.39  | 13.7 | 11.0  | 9.5   | 2.39 |
| 300791.SZ | 仙乐健康     | 43.2     | 114      | 2.14 | 1.79  | 2.35  | 42.9 | 35.4  | 27.1  | 5.27 |
|           | 平均       | 28.25    | 145      | 1.95 | 1.93  | 2.37  | 28.3 | 23.2  | 18.3  | 3.83 |
| 300146.SZ | 汤臣倍健     | 27.4     | 486      | 0.96 | 1.05  | 1.28  | 29.7 | 27.4  | 22.3  | 5.58 |

资料来源：Wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师预测

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |             |              |              |              | 利润表 (百万元)        |               |              |              |              |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2020        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |                  | 2020          | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| 现金及现金等价物         | 1826        | 4947         | 7394         | 10379        | 营业收入             | 6095          | 7568         | 9133         | 10830        |
| 应收款项             | 178         | 332          | 375          | 415          | 营业成本             | 2266          | 2725         | 3311         | 3806         |
| 存货净额             | 873         | 111          | 135          | 155          | 营业税金及附加          | 72            | 61           | 73           | 87           |
| 其他流动资产           | 1931        | 76           | 91           | 108          | 销售费用             | 1818          | 2270         | 2740         | 3249         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4850</b> | <b>5506</b>  | <b>8036</b>  | <b>11098</b> | 管理费用             | 434           | 453          | 539          | 633          |
| 固定资产             | 984         | 1087         | 1178         | 1159         | 财务费用             | 13            | (75)         | (147)        | (215)        |
| 无形资产及其他          | 923         | 886          | 849          | 812          | 投资收益             | 181           | 1            | 1            | 1            |
| 投资性房地产           | 2672        | 2672         | 2672         | 2672         | 资产减值及公允价值变动      | 269           | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 212         | 212          | 212          | 212          | 其他收入             | (153)         | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>9640</b> | <b>10363</b> | <b>12947</b> | <b>15954</b> | 营业利润             | 1789          | 2134         | 2617         | 3271         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 103         | 0            | 0            | 0            | 营业外净收支           | (20)          | 11           | 11           | 11           |
| 应付款项             | 350         | 354          | 431          | 496          | <b>利润总额</b>      | <b>1769</b>   | <b>2145</b>  | <b>2628</b>  | <b>3282</b>  |
| 其他流动负债           | 1785        | 807          | 1108         | 1295         | 所得税费用            | 225           | 343          | 421          | 525          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2238</b> | <b>1161</b>  | <b>1539</b>  | <b>1792</b>  | 少数股东损益           | 20            | 24           | 29           | 37           |
| 长期借款及应付债券        | 144         | 144          | 144          | 144          | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1524</b>   | <b>1778</b>  | <b>2178</b>  | <b>2720</b>  |
| 其他长期负债           | 316         | 316          | 316          | 316          |                  |               |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>460</b>  | <b>460</b>   | <b>460</b>   | <b>460</b>   | 现金流量表 (百万元)      |               |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>2698</b> | <b>1621</b>  | <b>1999</b>  | <b>2252</b>  | 净利润              | 1524          | 1778         | 2178         | 2720         |
| 少数股东权益           | 9           | 31           | 58           | 92           | 资产减值准备           | (1684)        | 2            | 1            | 0            |
| 股东权益             | 6934        | 8712         | 10890        | 13610        | 折旧摊销             | 205           | 132          | 145          | 155          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>9640</b> | <b>10363</b> | <b>12947</b> | <b>15954</b> | 公允价值变动损失         | (269)         | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |              |              |              | 财务费用             | 13            | (75)         | (147)        | (215)        |
| 关键财务与估值指标        |             |              |              |              | 营运资本变动           | (2895)        | 1492         | 296          | 175          |
|                  | 2020        | 2021E        | 2022E        | 2023E        | 其它               | 1695          | 20           | 26           | 34           |
| 每股收益             | 0.96        | 1.12         | 1.38         | 1.72         | <b>经营活动现金流</b>   | <b>(1424)</b> | <b>3424</b>  | <b>2647</b>  | <b>3085</b>  |
| 每股红利             | 0.42        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 资本开支             | 1272          | (200)        | (200)        | (100)        |
| 每股净资产            | 4.39        | 5.51         | 6.89         | 8.61         | 其它投资现金流          | 649           | 0            | 0            | 0            |
| ROIC             | 22%         | 32%          | 54%          | 72%          | <b>投资活动现金流</b>   | <b>1880</b>   | <b>(200)</b> | <b>(200)</b> | <b>(100)</b> |
| ROE              | 22%         | 20%          | 20%          | 20%          | 权益性融资            | 2             | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 63%         | 64%          | 64%          | 65%          | 负债净变化            | (164)         | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 25%         | 27%          | 27%          | 28%          | 支付股利、利息          | (664)         | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 28%         | 29%          | 29%          | 30%          | 其它融资现金流          | 1201          | (103)        | 0            | 0            |
| 收入增长             | 16%         | 24%          | 21%          | 19%          | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(452)</b>  | <b>(103)</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 净利润增长率           | -528%       | 17%          | 23%          | 25%          | <b>现金净变动</b>     | <b>4</b>      | <b>3121</b>  | <b>2447</b>  | <b>2985</b>  |
| 资产负债率            | 28%         | 16%          | 16%          | 15%          | 货币资金的期初余额        | 1822          | 1826         | 4947         | 7394         |
| 息率               | 1.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 货币资金的期末余额        | 1826          | 4947         | 7394         | 10379        |
| P/E              | 44.1        | 37.8         | 30.8         | 24.7         | 企业自由现金流          | (105)         | 3153         | 2316         | 2797         |
| P/B              | 9.7         | 7.7          | 6.2          | 4.9          | 权益自由现金流          | 933           | 3113         | 2439         | 2978         |
| EV/EBITDA        | 40.9        | 31.4         | 26.5         | 21.6         |                  |               |              |              |              |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032