

汤臣倍健 (300146.SZ)

全年计划业绩过半，产品未来潜力可期

事件：公司2021H1实现营收41.98亿元，同增34.32%，实现归母净利润13.71亿元，同增42.55%；单Q2实现营收19.75亿元，同增21.18%，实现归母净利润5.55亿元，同增29.86%。2021H1归母净利润、扣非归母净利润落在预告区间的中上沿。

投资要点：

➤ **全年目标完成过半，毛利率、净利率整体提升。**2021H1营收/归母净利润完成过半计划(全年计划同比+30%)。2021H1/2021Q1毛利率分别为66.93%/66.99%，同比+1.45/3.24pcts；销售费用率为23.20%/28.90%，同比+6.16/7.73pcts，销售费用同比+82.84%/64.45%，销售费用大幅提升及销售费用率提升主要是受麦优并表影响，而且去年疫情影响下的销售费用投入本身较低，今年推广费、广告费投放增加；管理费用率分别为5.20%/6.93%，同比-2.18/0.78pcts，管理费用率随规模扩大而降低。2021H1/2021Q2净利率分别为33.06%/28.53%，同比+2.22/2.14pcts。2021H1/2021Q2扣非归母净利润分别为12.46/4.83亿元，同比+24.72%/2.11%，Q2扣非归母净利润主要受收到政府补助、金融资产公允价值变动损益及投资收益等非经常性收益的影响，共0.72亿（20Q2为-0.46亿元）。

➤ **公司主品牌仍然发挥形象作用，线上渠道表现亮眼。**按境内业务品牌分，2021H1汤臣倍健/健力多/Lifesapce分别实现收入25.63亿元/8.50亿元/1.18亿元，同比+40.69%/29.25%/34.53%。汤臣倍健主品牌作为公司形象品牌增长速度超预期，2021Q2维持+31.65%的增速，Lifespac在批文拿到、渠道布局好后如期增长，健力多增长相对一般。按渠道分，境内线下/线上渠道分别实现同比+24.18%/79.72%，线上增速连续加快，保持领先地位，主要系麦优并表贡献部分线上收入。

➤ **公司强功能性保健食品与弱功能性食品双赛道发力，计划开拓OTC，产品未来潜力值得关注。**“健力多”通过消费人群和消费场景扩充、渠道渗透等巩固品类领导地位；“健视佳”由区域推广扩充到全国推广；“健安适”重点打造核心样板市场；通过对大数据下的科学营养研究，推出新一代植物科技辅助降血脂产品“舒百宁”并采用类药化营销新模式，7月正式发布；每日每加“推出γ-氨基丁酸胶原蛋白肽饮品等单品。

➤ **盈利预测：**我们预计公司2021-2023年收入分别7,842/9,782/11,945百万元，同增28.67%/24.74%/22.10%；归母净利润分别1,922/2,383/2,907百万元，同增26.09%/24.01%/21.98%；对应PE为25.55/20.60/16.89倍。

➤ **风险提示：**食品安全事件；行业政策风险；Life-space商誉减值。

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,262	6,095	7,842	9,782	11,945
增长率(%)	20.94	15.83	28.67	24.74	22.10
归母净利(百万元)	-356	1,524	1,922	2,383	2,907
增长率(%)	-135.51	528.29	26.09	24.01	21.98
EPS(元/股)	-0.24	0.96	1.13	1.40	1.71
市盈率(P/E)	-69.17	24.42	25.55	20.60	16.89
市净率(P/B)	4.11	5.37	4.53	4.15	3.78

数据来源：公司公告、华福证券研究所

强烈推荐(维持评级)

当前价格：29.08元

目标价格：44.00元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,700/893
流通A股市值(百万元)	25,961
每股净资产(元)	5.99
资产负债率(%)	13.96
一年内最高/最低(元)	37.90/20.18

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 赖靖瑜

执业证书编号：S0210520080004

电话：021-20655283

邮箱：lly2652@hfzq.com.cn

相关报告

1、《汤臣倍健(300146.SZ)：具备深护城河的保健食品龙头被低估，大单品、电商发展、渠道裂变助力业绩持续增长》— 2021.05.26

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,826	4,973	5,100	5,352	营业收入	6,095	7,842	9,782	11,945
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,266	2,862	3,551	4,312
应收账款	164	202	252	307	税金及附加	72	92	115	141
预付账款	132	167	207	251	销售费用	1,818	2,117	2,641	3,225
存货	873	1,073	1,331	1,616	管理费用	434	510	636	776
合同资产	0	0	0	0	研发费用	140	157	196	239
其他流动资产	1,855	2,373	2,951	3,596	财务费用	13	13	17	18
流动资产合计	4,850	8,788	9,841	11,122	信用减值损失	1	0	0	0
其他长期投资	167	167	167	167	资产减值损失	-10	0	0	0
长期股权投资	212	212	212	212	公允价值变动收益	260	0	0	0
固定资产	873	1,013	1,135	1,291	投资收益	181	120	120	120
在建工程	110	160	210	210	其他收益	5	5	5	5
无形资产	923	831	748	673	营业利润	1,789	2,215	2,750	3,358
商誉	1,216	1,216	1,216	1,216	营业外收入	43	46	46	46
其他非流动资产	2,505	2,505	2,505	2,505	营业外支出	63	30	30	30
非流动资产合计	4,790	4,888	4,977	5,058	利润总额	1,769	2,231	2,766	3,374
资产合计	9,640	13,676	14,818	16,180	所得税	225	284	352	429
短期借款	0	0	0	0	净利润	1,544	1,947	2,414	2,945
应付票据	0	0	0	0	少数股东损益	20	25	31	38
应付账款	350	442	548	665	归属母公司净利润	1,524	1,922	2,383	2,907
预收款项	0	0	0	0	NOPLAT	1,553	1,958	2,430	2,960
合同负债	867	1,116	1,392	1,700	EPS (摊薄)	0.96	1.13	1.40	1.71
其他应付款	541	541	541	541					
一年内到期的非流动负债	103	103	103	103					
其他流动负债	376	7	-425	-870					
流动负债合计	2,237	2,209	2,159	2,139					
长期借款	144	144	144	144					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	316	316	316	316					
非流动负债合计	460	460	460	460					
负债合计	2,697	2,669	2,619	2,599					
归属母公司所有者权益	6,934	10,838	11,819	12,991					
少数股东权益	9	169	380	590					
所有者权益合计	6,943	11,007	12,199	13,581					
负债和股东权益	9,640	13,676	14,818	16,180					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,566	1,349	1,755	2,212
现金收益	1,760	2,163	2,643	3,181
存货影响	-130	-200	-258	-285
经营性应收影响	-97	-72	-90	-100
经营性应付影响	-382	92	106	117
其他影响	415	-634	-646	-702
投资活动现金流	-532	-300	-300	-300
资本支出	-201	-300	-300	-300
股权投资	-41	0	0	0
其他长期资产变化	-290	0	0	0
融资活动现金流	-950	2,098	-1,328	-1,660
借款增加	-314	0	0	0
股利及利息支付	-664	-1,445	-1,785	-2,174
股东融资	2	2	2	2
现金净增加额	81	3,147	127	252

主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	15.8%	28.7%	24.7%	22.1%
EBIT增长率	13.6%	26.1%	24.1%	21.8%
归母净利润增长率	528.3%	26.1%	24.0%	22.0%
获利能力				
毛利率	62.8%	63.5%	63.7%	63.9%
净利率	25.3%	24.8%	24.7%	24.7%
ROE	21.9%	17.5%	19.5%	21.4%
ROIC	22.6%	21.8%	24.6%	27.1%
偿债能力				
资产负债率	28.0%	22.7%	24.1%	25.4%
债务权益比	8.1%	5.1%	4.6%	4.1%
流动比率	216.8%	397.8%	455.8%	520.0%
速动比率	177.8%	349.3%	394.2%	444.4%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	8	8	8	8
应付账款周转天数	55	50	50	51
存货周转天数	128	122	122	123
每股指标 (元)				
每股收益	0.96	1.13	1.40	1.71
每股经营现金流	0.99	0.79	1.03	1.30
每股净资产	4.39	6.37	6.95	7.64
估值比率				
P/E	24	26	21	17
P/B	5	5	4	4
EV/EBITDA	35	28	23	19

数据来源: 华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn