

汤臣倍健 (300146)

公司研究/点评报告

线下承压及渠道调整压制当期利润，中长期成长性仍乐观

——汤臣倍健 (300146) 2021 年三季报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 10 月 26 日

一、事件概述

10 月 25 日，公司发布 2021 年三季报，2021 年前三季度实现营收 60.29 亿元，同比+19.79%；实现归母净利润 16.63 亿元，同比+13.37%；基本 EPS 为 1.01 元。单 Q3 实现营收 18.31 亿元，同比-4.03%；实现归母净利润 2.92 亿元，同比-42.23%。

二、分析与判断

Q3 业绩承压，渠道调整及线下动销不畅是主要原因

21Q3 公司收入小幅下滑，净利润大幅下滑，主要原因包括：(1) 7 月，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，短期内业绩承压明显，其中销售费用投入加大对利润端压力更大。(2) 南京等地爆发疫情，直接影响线下渠道动销及终端客户需求，导致线下渠道经营承压。(3) 20Q3 业绩高增长，客观上造成 21Q3 基数较高。分产品看，21 年前三季度汤臣主品牌/健力多/LSG 实现营收 36.43/11.56/4.96 亿元，同比+22.01%/+6.57%/+13.83%；21Q3 实现营收 10.80/3.06/1.92 亿元，同比-7.22%/-28.17%/+45.45%。21Q3 主品牌和健力多收入均同比下滑，LSG 收入大幅增长，原因是 LSG 供应链影响在 Q3 得到改善；Life-space 国内产品导入顺利。前三季度线下/线上渠道收入增速为+5.50%/+57.79%，线下渠道收入增速较低，线上渠道收入仍然保持高速扩张。

销售费用率大幅上升是拖累利润增速的主要原因

21 年前三季度公司毛利率为 66.79%，同比+1.38pct (Q3 为 66.45%，同比+1.16pct)，主要是麦优并表带来的积极影响。期间费用率同比上升明显，其中前三季度销售费用率为 27.19%，同比+7.39pct (Q3 为 36.30%，同比+12.02pct)，销售费用同比增加，主要系广州麦优并表、品牌推广费及平台费用增加所致。管理费用率为 4.73%，同比-0.96pct (Q3 为 6.39%，同比+0.90pct)。研发费用率为 1.62%，同比+0.14pct (Q3 为 2.58%，同比+1.19pct) 原因是研发投入增加。财务费用率为-0.35%，同比-0.06pct (Q3 为-0.37%，同比持平)，原因是利息收入增加，清偿借款导致利息支出减少。

三、盈利预测与投资建议

根据前三季度经营情况，我们调整盈利预测。预计 21-23 年公司实现营业收入 74.78/91.32/107.96 亿元，同比+22.7%/+22.1%/+18.2%；实现归属上市公司净利润 17.49/22.04/26.24 亿元，同比+14.7%/+26.0%/+19.1%，对应 EPS 为 1.03/1.30/1.54 元，目前股价对应 PE 为 24/19/16 倍。公司目前估值略低于其他食品板块 2021 年 26 倍估值 (Wind 一致预测)。公司主品牌及大单品的长期成长性均较为乐观，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	7,478	9,132	10,796
增长率 (%)	15.8%	22.7%	22.1%	18.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,524	1,749	2,204	2,624
增长率 (%)	528.3%	14.7%	26.0%	19.1%
每股收益 (元)	0.96	1.03	1.30	1.54
PE (现价)	25.9	24.2	19.2	16.1
PB	5.8	5.1	4.6	4.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格：24.89 元

交易数据 2021-10-25

近 12 个月最高/最低	37.65/21.06
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)	423.21
流通市值 (亿元)	222.20

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：王言海

执业证号：S0100521090002
电话：0755-22662016
邮箱：wangyanhai@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) 2021 年半年报点评：主品牌增速强劲，大单品稳健增长
2. 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

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	7,478	9,132	10,796
营业成本	2,266	2,504	3,048	3,539
营业税金及附加	72	88	108	127
销售费用	1,818	2,330	2,703	3,217
管理费用	434	533	660	770
研发费用	140	175	212	252
EBIT	1,364	1,848	2,401	2,891
财务费用	13	(18)	(9)	(8)
资产减值损失	(10)	12	16	12
投资收益	181	181	181	181
营业利润	1,789	2,054	2,586	3,082
营业外收支	(20)	0	0	0
利润总额	1,769	2,064	2,581	3,085
所得税	225	155	261	272
净利润	1,544	1,909	2,321	2,813
归属于母公司净利润	1,524	1,749	2,204	2,624
EBITDA	1,570	2,050	2,577	3,043
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1826	3096	3985	5717
应收账款及票据	164	181	234	269
预付款项	132	126	165	185
存货	873	1013	1250	1428
其他流动资产	1705	1705	1705	1705
流动资产合计	4756	6181	7371	9353
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	11700	12850	14737
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	350	429	496	591
其他流动负债	72	72	72	72
流动负债合计	2238	2782	2923	3375
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	3242	3383	3836
股本	1581	1700	1700	1700
少数股东权益	9	169	286	476
股东权益合计	6848	8458	9466	10902
负债和股东权益合计	9546	11700	12850	14737

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%	22.7%	22.1%	18.2%
EBIT 增长率	14.0%	35.5%	29.9%	20.4%
净利润增长率	528.3%	14.7%	26.0%	19.1%
盈利能力				
毛利率	62.8%	66.5%	66.6%	67.2%
净利率	25.0%	23.4%	24.1%	24.3%
总资产收益率 ROA	16.0%	14.9%	17.2%	17.8%
净资产收益率 ROE	22.3%	21.1%	24.0%	25.2%
偿债能力				
流动比率	2.1	2.2	2.5	2.8
速动比率	1.7	1.9	2.1	2.4
现金比率	0.8	1.1	1.4	1.7
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
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	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.0	1.3	1.5
每股净资产	4.3	4.9	5.4	6.1
每股经营现金流	1.0	1.4	1.3	1.8
每股股利	0.7	0.7	0.8	0.8
估值分析				
PE	25.9	24.2	19.2	16.1
PB	5.8	5.1	4.6	4.1
EV/EBITDA	23.8	17.7	13.8	11.2
股息收益率	2.8%	3.0%	3.1%	3.3%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,544	1,909	2,321	2,813
折旧和摊销	217	214	192	165
营运资金变动	236	379	(173)	192
经营活动现金流	1,525	2,310	2,163	2,986
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	1,270	890	1,732

分析师简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。2021年9月加入民生证券。

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。