

主业平稳增长，线上渠道收入高速增长

2022 年 3 月 7 日

➤ **事件：**3 月 5 日，公司发布 2021 年年报，全年实现营收/归母净利润 74.31/17.54 亿元，同比+21.93%/+15.07%；Q4 实现营收/归母净利润 14.03/0.91 亿元，同比+32.06%/+58.64%。2021 年基本 EPS 为 1.06 元。

➤ **主业平稳增长，麦优并表小幅拉高收入增速。**公司 2021 年收入增速较为平稳，撇除麦优并表因素后收入增速为+15.38%，略低于 21 年初设定目标。归母净利润增速为+15.07%，与撇除麦优并表后的收入增速匹配。

分产品看，2021 年汤臣主品牌/健力多/LSG 分别实现营收 44.45/14.08/6.59 亿元，同比分别+24.36%/+7.46%/+16.20%；合 Q4 实现营收 8.02/2.52/1.63 亿元，同比分别+35.47%/+10.04%/+24.43%。21 年汤臣主品牌收入增速持续强劲；大单品健力多增速平稳；LSG 境外业务随疫情管控放松而恢复增长。Life-space 在 21 全年/21Q4 实现营收 1.84/0.19 亿元，同比+36.33%/+1800.00%。Life-space 国内业务正加速导入，目前在益生菌品类中领先竞争对手，未来有望保持高速增长并成为核心大单品。**分渠道看**，2021H1 线下渠道收入约占境内收入的 64.29%，同比+8.58%；线上收入占 35.71%，同比+45.88%。公司线上收入增长强劲，21 年“双十一”期间获得良好市场反馈。21 年末拥有线下经销商 1171 家，同比-3.94%，其中境内/境外分别拥有 1070/101 家，同比-4.89%/+7.45%，公司线下经销商队伍相对稳定并持续优化。

➤ **受线上直营收入占比提升影响，21 年毛利率改善明显。**公司 21 年销售毛利率为 66.06%，同比+3.25ppt (21Q4 为 62.96%，同比+12.45ppt)。原因是相对高毛利率的线上直营业务收入占比提升至 17.22% (20 年同期为 7.77%)。

2021 年公司销售费用率为 33.35%，同比+3.52ppt (21Q4 为 59.85%，同比-17.57ppt)，原因是 (1) 广州麦优并表影响；(2) 电商平台费用及相关品牌推广费同比增加。管理费用率为 5.22%，同比-1.91ppt (21Q4 为 7.34%，同比-6.63ppt)。研发费用率为 2.02%，同比-0.27ppt (21Q4 为 3.77%，同比-2.41ppt)。财务费用率为-0.41%，同比-0.62ppt (21Q4 为-0.66%，同比-3.25ppt)，原因是利息收入增加，并归还借款导致利息支出减少。

➤ **投资建议：**预计 22-24 年公司实现营收 91.32/109.78/128.80 亿元，实现归母净利润 22.04/26.24/30.62 亿元，折合 EPS 分别为 1.30/1.54/1.80 元，目前股价对应 22-24 年 PE 为 19/16/14 倍。目前公司 2022 年估值与其他食品板块 20 倍整体估值水平相当 (Wind 一致预测，中信行业类)。公司为 VDS 行业龙头企业，规模优势和品牌效应较强，线上业务保持高速增长，未来公司新增片剂、粉剂产能将陆续投放市场，中长期成长性良好。综上，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情冲击超预期，线下扩张不及预期，食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,431	9,132	10,978	12,880
增长率 (%)	21.9	22.9	20.2	17.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,754	2,204	2,624	3,062
增长率 (%)	15.1	25.7	19.1	16.7
每股收益 (元)	1.06	1.30	1.54	1.80
PE	24	19	16	14
PB	4.4	3.7	3.3	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 3 月 4 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

24.96 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 熊航

执业证书：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

- 1、汤臣倍健 (300146) 深度报告：产品矩阵完善，渠道变革助力中长期发展
- 2、汤臣倍健 (300146) 2021 年三季报点评：线下承压及渠道调整压制当期利润，中长期成长性仍乐观

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,431	9,132	10,978	12,880
营业成本	2,522	3,141	3,711	4,341
营业税金及附加	74	99	115	137
销售费用	2,478	2,888	3,547	4,174
管理费用	388	564	625	764
研发费用	150	197	230	274
EBIT	1,807	2,243	2,751	3,189
财务费用	-31	-29	-42	-57
资产减值损失	-19	40	67	56
投资收益	120	210	214	274
营业利润	2,027	2,533	3,092	3,595
营业外收支	151	111	110	110
利润总额	2,178	2,644	3,202	3,705
所得税	412	418	556	614
净利润	1,766	2,226	2,647	3,091
归属于母公司净利润	1,754	2,204	2,624	3,062
EBITDA	2,054	2,467	2,974	3,419

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,902	4,186	5,658	7,633
应收账款及票据	290	301	396	445
预付款项	136	176	204	241
存货	833	1,128	1,281	1,530
其他流动资产	3,177	3,231	3,234	3,269
流动资产合计	7,339	9,022	10,773	13,117
长期股权投资	281	335	397	456
固定资产	829	815	778	746
无形资产	806	775	701	648
非流动资产合计	5,627	5,670	5,676	5,695
资产合计	12,966	14,692	16,449	18,812
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	408	496	593	690
其他流动负债	1,663	2,265	2,528	3,016
流动负债合计	2,071	2,762	3,122	3,706
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	358	358	358	358
非流动负债合计	358	358	358	358
负债合计	2,429	3,120	3,480	4,064
股本	1,700	1,700	1,700	1,700
少数股东权益	43	65	87	115
股东权益合计	10,537	11,572	12,969	14,748
负债和股东权益合计	12,966	14,692	16,449	18,812

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.93	22.89	20.22	17.32
EBIT 增长率	32.75	24.09	22.67	15.94
净利润增长率	15.07	25.66	19.06	16.70
盈利能力 (%)				
毛利率	66.06	65.60	66.20	66.30
净利润率	23.77	24.38	24.11	24.00
总资产收益率 ROA	13.53	15.00	15.95	16.28
净资产收益率 ROE	16.71	19.15	20.37	20.93
偿债能力				
流动比率	3.54	3.27	3.45	3.54
速动比率	3.08	2.80	2.98	3.06
现金比率	1.40	1.52	1.81	2.06
资产负债率 (%)	18.74	21.23	21.16	21.60
经营效率				
应收账款周转天数	14.27	12.05	13.16	12.60
存货周转天数	120.53	130.54	125.54	128.04
总资产周转率	0.57	0.62	0.67	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	1.06	1.30	1.54	1.80
每股净资产	6.17	6.77	7.58	8.61
每股经营现金流	1.07	1.40	1.51	1.82
每股股利	0.70	0.70	0.74	0.77
估值分析				
PE	24	19	16	14
PB	4.4	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	20.94	15.54	12.39	10.20
股息收益率 (%)	2.80	2.80	2.94	3.09

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,766	2,226	2,647	3,091
折旧和摊销	247	224	223	230
营运资金变动	-32	295	86	222
经营活动现金流	1,819	2,385	2,564	3,103
资本开支	-259	-71	-1	-36
投资	-2,145	-50	-57	-53
投资活动现金流	-2,354	89	157	184
股权募资	3,094	0	0	0
债务募资	-246	0	0	0
筹资活动现金流	1,643	-1,190	-1,250	-1,312
现金净流量	1,074	1,284	1,471	1,975

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

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