

公司研究

疫情扰动压力仍在，持续跟踪线下恢复情况

——汤臣倍健（300146.SZ）2022年半年度业绩点评

要点

事件：公司发布2022年半年度业绩公告，22H1实现营业收入42.21亿元，同比+0.55%；归母净利润10.48亿元，同比-23.55%。其中，22Q2实现营业收入19.41亿元，同比-1.76%；归母净利润3.85亿元，同比-30.56%。

疫情反复下，22H1收入增长承压。（1）分品牌看：22H1①主品牌“汤臣倍健”实现收入23.6亿元，yoy-7.9%。②关节护理品牌“健力多”实现收入7.3亿元，yoy-13.8%。③“Life-Space”国内实现收入1.8亿元，yoy+49.7%；境外LSG实现营业收入3.8亿元，yoy+23.8%（按澳元口径为0.8亿澳元，同比+32.7%）。

（2）分渠道看：22H1①线下渠道收入约占境内收入的82%，收入yoy-7.0%。受疫情反复影响，线下门店客流量下滑，导致国内线下业务收入下降。尽管近几年药店行业增长略显乏力，汤臣倍健在药店渠道的份额仍稳中有升，公司在线下药店渠道的竞争优势依然稳固，静待疫情修复带动线下业务好转。②线上渠道收入yoy-17.8%。公司近几年重点发展线上渠道，在传统电商流量遇到瓶颈的背景下，公司积极提升线上直营占比，提高线上费用投放效率。除此之外，在线上渠道，产品端公司加大非保健食品的发展；渠道端拓展抖音等新电商渠道。境内外经销商2022年上半年减少130家至1041家，其中境内经销商减少123家至947家；境外经销商减少7家至94家。

费用投放大幅增加致净利率下滑。（1）2022年上半年/2022Q2公司毛利率分别为69.35%/69.04%，同比+2.42/+2.05pcts，主要系线下渠道及境外毛利率改善。（2）2022年上半年/2022Q2公司销售费用率分别为31.97%/39.13%，同比+8.75/+10.21pcts，销售费用率的大幅提升主要来自平台费用及品牌推广费用的增加；营养天团推广费用及线上渠道数字媒体投放增加导致22H1市场推广费用同比增加147.5%；电商新平台投入增加以及线上直营收入增加导致22H1平台费用同比增加88.3%。（3）2022年上半年/2022Q2公司管理费用率分别为5.09%/5.66%，同比+1.09/+0.48pct。（4）综合来看，2022年上半年/2022Q2公司销售净利率分别25.05%/20.23%，同比-8.02/-8.30pcts。

盈利预测、估值与评级：考虑到疫情形势仍有不确定性，公司今年起加大费用投放，费用投放效果仍需进一步跟踪，我们下调公司2022-2024年归母净利润预测分别为17.01/19.76/23.20亿元（分别较前次下调16.7%/18.2%/18.4%），折合2022-2024年EPS分别为1.00/1.16/1.36元，对应2022-2024年PE分别为18x/16x/13x，维持“增持”评级。

风险提示：经济增速放缓压力加大、行业竞争加剧、食品安全问题。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,095	7,431	8,278	9,530	10,938
营业收入增长率	15.83%	21.93%	11.39%	15.13%	14.77%
净利润（百万元）	1,524	1,754	1,701	1,976	2,320
净利润增长率	528.29%	15.07%	-3.02%	16.19%	17.38%
EPS（元）	0.96	1.03	1.00	1.16	1.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.98%	16.71%	15.46%	16.43%	17.49%
P/E	19	18	18	16	13
P/B	4.2	3.0	2.8	2.6	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-05（注：2020-2021年股本数分别为15.81/17.00亿股）

增持（维持）

当前价：18.26元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001
021-52523795

yangz@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	17.00
总市值(亿元)	310.48
一年最低/最高(元)	17.24/30.23
近3月换手率	35.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.53	-16.08	-23.87
绝对	-13.87	-9.10	-38.61

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，疫情扰动致收入承压——汤臣倍健（300146.SZ）2022年一季报点评（2022-04-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,095	7,431	8,278	9,530	10,938
营业成本	2,266	2,522	2,676	3,139	3,611
折旧和摊销	205	215	197	218	241
税金及附加	72	74	83	95	109
销售费用	1,818	2,478	3,075	3,445	3,845
管理费用	434	388	452	507	581
研发费用	140	150	163	183	210
财务费用	13	-31	-26	-28	-29
投资收益	181	120	100	100	100
营业利润	1,789	2,027	2,066	2,406	2,831
利润总额	1,769	2,178	2,097	2,437	2,861
所得税	225	412	396	461	541
净利润	1,544	1,766	1,701	1,976	2,320
少数股东损益	20	12	0	0	0
归属母公司净利润	1,524	1,754	1,701	1,976	2,320
EPS(元)	0.96	1.03	1.00	1.16	1.36

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,566	1,819	1,613	1,725	2,028
净利润	1,524	1,754	1,701	1,976	2,320
折旧摊销	205	215	197	218	241
净营运资金增加	1,305	1,711	508	617	725
其他	-1,468	-1,861	-793	-1,087	-1,258
投资活动产生现金流	-532	-2,354	77	-345	-350
净资本支出	-319	-259	-303	-370	-400
长期投资变化	212	281	0	0	0
其他资产变化	-424	-2,376	380	25	50
融资活动现金流	-950	1,643	-1,097	-925	-1,058
股本变化	-1	119	0	0	0
债务净变化	-314	-214	67	0	0
无息负债变化	613	-55	99	138	105
净现金流	81	1,074	593	455	621

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	62.8%	66.1%	67.7%	67.1%	67.0%
EBITDA 率	26.0%	27.9%	24.7%	25.2%	26.0%
EBIT 率	22.6%	24.9%	22.3%	22.9%	23.8%
税前净利润率	29.0%	29.3%	25.3%	25.6%	26.2%
归母净利润率	25.0%	23.6%	20.5%	20.7%	21.2%
ROA	16.0%	13.6%	12.5%	13.3%	14.4%
ROE (摊薄)	22.0%	16.7%	15.5%	16.4%	17.5%
经营性 ROIC	20.7%	18.1%	17.1%	18.4%	20.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	28%	19%	19%	18%	18%
流动比率	2.17	3.54	3.60	3.78	4.07
速动比率	1.78	3.14	3.20	3.34	3.59
归母权益/有息债务	28.12	322.02	110.05	120.29	132.62
有形资产/有息债务	29.41	330.71	116.97	128.89	142.54

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	9,640	12,966	13,643	14,805	16,143
货币资金	1,826	2,902	3,496	3,951	4,572
交易性金融资产	41	240	0	100	200
应收账款	164	290	406	468	537
应收票据	0	0	50	57	66
其他应收款 (合计)	14	23	65	69	73
存货	873	833	885	1,042	1,202
其他流动资产	1,799	2,915	2,999	3,125	3,265
流动资产合计	4,850	7,339	8,045	8,980	10,109
其他权益工具	248	262	262	262	262
长期股权投资	212	281	279	279	279
固定资产	873	829	987	1,155	1,318
在建工程	110	277	248	234	228
无形资产	923	806	773	743	716
商誉	1,216	1,120	1,120	1,120	1,120
其他非流动资产	90	958	968	968	968
非流动资产合计	4,791	5,627	5,598	5,825	6,035
总负债	2,698	2,429	2,596	2,734	2,839
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	350	408	433	508	584
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	72	72	72	72	72
流动负债合计	2,238	2,071	2,237	2,376	2,481
长期借款	144	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	99	137	137	137	137
非流动负债合计	460	358	358	358	358
股东权益	6,942	10,537	11,047	12,071	13,304
股本	1,581	1,700	1,700	1,700	1,700
公积金	3,777	6,940	7,024	7,024	7,024
未分配利润	1,540	2,037	2,464	3,488	4,720
归属母公司权益	6,934	10,494	11,005	12,029	13,262
少数股东权益	9	43	43	43	43

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	29.84%	33.35%	37.15%	36.15%	35.15%
管理费用率	7.13%	5.22%	5.46%	5.32%	5.31%
财务费用率	0.21%	-0.41%	-0.31%	-0.29%	-0.27%
研发费用率	2.30%	2.02%	1.97%	1.92%	1.92%
所得税率	13%	19%	19%	19%	19%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.70	0.70	0.56	0.64	0.68
每股经营现金流	0.99	1.07	0.95	1.01	1.19
每股净资产	4.39	6.17	6.47	7.07	7.80
每股销售收入	3.86	4.37	4.87	5.61	6.43

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	19	18	18	16	13
PB	4.2	3.0	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	18.1	14.4	14.6	12.3	10.3
股息率	3.8%	3.8%	3.1%	3.5%	3.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE