

汤臣倍健 (300146.SZ)

平台建设及品牌推广费用增加，盈利能力短期下降

买入

核心观点

收入同比平稳，二季度销售费用增加导致利润下滑。公司 2022H1 实现收入 42.21 亿元 (+0.55%)，扣非归母净利润 10.69 亿元 (-14.19%)。受高基数及销售费用增加等影响，单 Q2 收入与扣非归母净利润均呈现下滑态势，分别实现 19.41 亿元 (-1.72%) 与 3.85 亿元 (-30.63%)。

毛利率同比提升，销售费率提高压制盈利水平。得益于直接材料价格下降(同比下降 5.17%)以及生产效率提升带来的制造费用节省(同比下降 18.70%)，公司 2022H1 毛利率稳中有升至 69.35% (+2.42pcts)。公司电商平台建设与品牌推广力度加大，H1 销售费用率升至 31.97% (Q1 为 20.48%)，同比增加 8.76pcts；管理费用为 5.09% (+1.09pcts)，研发费用率为 1.54% (+0.34pcts)，四项费率合计占比提升至 38.31% (+10.25pcts)。净利率受销售费率提高影响有所下滑，2022H1 实现净利率 25.05% (-5.79pcts)。

分市场渠道看，境内线下业务承压，线上及境外业务稳健增长。①境内业务收入略有下滑，其中：主品牌“汤臣倍健”实现收入 23.61 亿元 (-7.91%)；关节护理品牌“健力多”实现收入 7.33 亿元 (-13.83%)；“Life-Space”国内产品实现收入 1.77 亿元 (+49.69%)；分渠道看，受经营环境受限、消费习惯变化等因素影响线下业务承压，境内线下渠道收入下降 (-6.97%)，而线上渠道收入稳定 (+1.48%)。②境外 LSG 澳洲业务实现快速增长，报告期内实现营收 0.81 亿澳元 (+32.69%) 或 3.77 亿人民币 (+23.79%)。

公司注重内功修炼，长远看核心竞争力有望得到进一步夯实。公司全面推进经营质量的提升，在管理、研发、生产、品牌、服务和业务六个方面进行提“质”，持续打造并提升公司的渠道力、产品力、品牌力与服务力等核心竞争力，巩固行业龙头地位。

风险提示：线下经营环境持续受到管控措施影响；原材料价格上涨。

投资建议：略微下调盈利预测，维持“买入”评级。

我们对 22 年业绩下调约 10%，预计 2022-2024 年归母净利润 18.6/23.1/28.6 亿元，同比增速 6.1%/24.1%/23.9%；EPS=1.10/1.36/1.68 元，当前股价对应 PE=16.7/13.4/10.8x。长期看公司注重内功修炼，持续夯实核心竞争力；短期看公司毛利率企稳回升，平台建设与品牌推广投放增加致盈利能力承受短期压力，所带来的收益料将在未来逐步释放，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,431	8,371	9,954	11,799	14,749
(+/-%)	21.9%	12.6%	18.9%	18.5%	25.0%
净利润(百万元)	1754	1862	2311	2863	4145
(+/-%)	15.1%	6.1%	24.1%	23.9%	44.8%
每股收益(元)	1.03	1.10	1.36	1.68	2.44
EBIT Margin	26.5%	25.6%	26.2%	27.2%	31.0%
净资产收益率 (ROE)	16.7%	15.1%	15.8%	16.3%	19.1%
市盈率 (PE)	17.7	16.7	13.4	10.8	7.5
EV/EBITDA	15.3	14.4	12.0	9.9	7.1
市净率 (PB)	2.96	2.51	2.12	1.77	1.43

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

公司研究·财报点评

食品饮料·食品加工

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

证券分析师：廖望州

0755-22940911

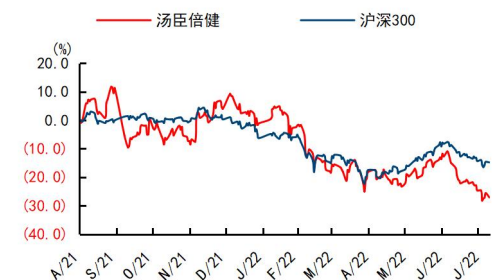
liaowangzhou@guosen.com.cn

S0980521010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.89 元
总市值/流通市值	30413/18176 百万元
52 周最高价/最低价	31.27/17.24 元
近 3 个月日均成交额	190.03 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

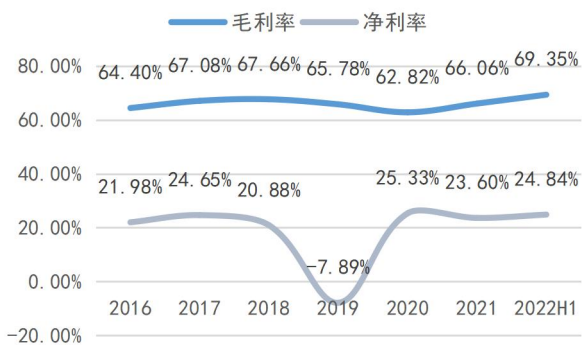
- 《汤臣倍健-300146-2021 年三季报点评：线下收入增速放缓，费投节奏变化造成单季利润承压》——2021-10-26
- 《汤臣倍健-300146-2021 年中报点评：主品牌延续高增，募资落地加码产能后继有力》——2021-08-06
- 《汤臣倍健-300146-2021 年一季报点评：一季度业绩亮眼，线上渠道发力有望持续推动业绩增长》——2021-04-29
- 《汤臣倍健-300146-2020 年一季报点评：线下受短期冲击，电商及境外销售回暖》——2020-04-28
- 《汤臣倍健-300146-2019 年年报点评：减值拖累业绩，风浪后重振启航》——2020-03-16

图1：汤臣倍健营业收入及增速（单位：百万元、%）

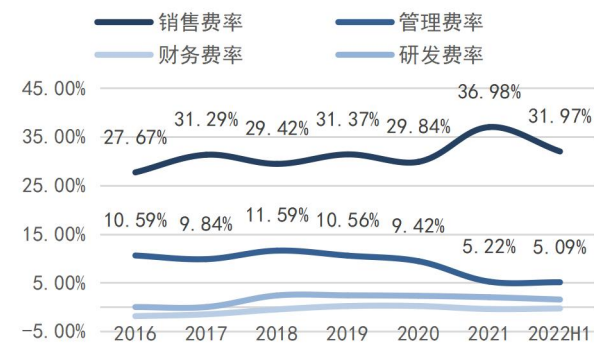

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：汤臣倍健营业扣非归母净利润及增速（单位：百万元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率同比呈现增长


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司销售费率较 21 年上半年增长较快


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

股票代码	简称	PE (TTM) 总市值(亿元)		EPS			PE			PB
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E			
300791.SZ	仙乐健康	27.6	52.3	1.29	1.45	1.78	32.41	19.96	16.29	3.11
300146.SZ	汤臣倍健	27.3	310.5	1.03	1.10	1.36	17.70	16.68	13.43	2.99

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2902	7538	10102	13231	7431	8371	9954	11799
应收款项	313	367	409	453	2522	2679	3185	3776
存货净额	833	110	131	155	74	84	100	118
其他流动资产	3051	84	100	118	2478	2888	3384	3894
流动资产合计	7339	8338	10981	14197	388	576	679	799
固定资产	1106	1207	1300	1285	(31)	(130)	(220)	(292)
无形资产及其他	806	774	741	709	120	1	1	1
投资性房地产	3435	3435	3435	3435	88	0	0	0
长期股权投资	281	281	281	281	(180)	0	0	0
资产总计	12966	14035	16738	19907	2027	2275	2827	3505
短期借款及交易性金融 负债	33	0	0	0	151	11	11	11
应付款项	408	351	418	497	2178	2286	2838	3516
其他流动负债	1631	915	1226	1435	412	411	511	633
流动负债合计	2071	1267	1644	1932	12	13	16	20
长期借款及应付债券	0	0	0	0	1754	1862	2311	2863
其他长期负债	358	358	358	358				
长期负债合计	358	358	358	358	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2429	1625	2002	2290	1754	1862	2311	2863
少数股东权益	43	54	69	88	9	7	2	0
股东权益	10494	12356	14667	17530	215	124	137	147
负债和股东权益总计	12966	14035	16738	19907	(88)	0	0	0
					(31)	(130)	(220)	(292)
关键财务与估值指标	2021	2022E	2023E	2024E	(2022)	2871	301	201
每股收益	1.03	1.10	1.36	1.68	(5)	5	13	18
每股红利	0.71	0.00	0.00	0.00	(136)	4868	2764	3230
每股净资产	6.17	7.27	8.63	10.31	(332)	(200)	(200)	(100)
ROIC	20%	24%	48%	62%	(199)	0	0	0
ROE	17%	15%	16%	16%	(600)	(200)	(200)	(100)
毛利率	66%	68%	68%	68%	3094	0	0	0
EBIT Margin	26%	26%	26%	27%	(144)	0	0	0
EBITDA Margin	29%	27%	28%	28%	(1211)	0	0	0
收入增长	22%	13%	19%	19%	1427	(33)	0	0
净利润增长率	472%	6%	24%	24%	1812	(33)	0	0
资产负债率	19%	12%	12%	12%	1076	4636	2564	3130
息率	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%	1826	2902	7538	10102
P/E	17.7	16.7	13.4	10.8	2902	7538	10102	13231
P/B	3.0	2.5	2.1	1.8	(542)	4553	2374	2883
EV/EBITDA	15.3	14.4	12.0	9.9	742	4627	2555	3122

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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