

短期净利率承压，益生菌类高景气度延续

➤ **事件：**公司发布 23 年三季报，23Q1-Q3 公司营收 77.82 亿元 (yoY+26.34%)，归母净利润 19.01 亿元 (yoY+28.29%)，扣非归母净利润 17.98 亿元 (yoY+27.21%)。其中，23Q3 公司营收 21.86 亿元 (yoY+12.75%)，归母净利润 3.56 亿元 (yoY-17.97%)，扣非归母净利润 3.44 亿元 (yoY-0.02%)。

➤ **自主品牌稳健增长，益生菌类高景气度延续。**23Q3 公司营收 21.86 亿元 (yoY+12.75%)，23Q3 收入端整体仍保持韧性增长。**分品牌**，(i) “汤臣倍健” 主品牌 23Q3 营收 12.27 亿元 (yoY+11.65%)，疫情后免疫类产品销售稳健增长。公司对形象产品蛋白粉聚焦资源投放，夯实其品类领导地位，并带动自主品牌其他产品线的增长；(ii) “健力多” 品牌 23Q3 营收 2.86 亿元 (yoY+1.42%)，单季度收入同比回正，主要系线下消费场景逐步修复；(iii) “Life-Space” 品牌国内 23Q3 营收 1.05 亿元 (yoY+38.16%)，境外营收 2.38 亿元 (yoY+19.00%)，LS 延续高增态势，主要系益生菌品类仍保持高景气度。针对益生菌品类，公司已加强全渠道推广，我们预计 24 年益生菌品类仍有较好增速表现。**分渠道**，23Q1-Q3 公司线下渠道营收 yoY+16.39%，占境内收入的 63.20%；线上渠道营收 yoY+41.09%，占境内收入的 36.80% (yoY+4.35pct)，线上渠道占比持续提升。

➤ **毛利率同比略提升，销售费用投放高位，净利率短期承压。**23Q3 毛利率为 67.95% (yoY+0.40pct)。23Q3 期间费用率 49.43% (yoY+4.08pct)，其中销售 / 管理 / 财务 / 研发费用率分别为 41.18%/6.60%/-0.30%/1.96% (yoY+3.20/+0.68/+0.25/-0.05pct)。销售费用同比提升，主要系市场推广费、平台费用及广告费增加。23Q3 归母净利率为 16.27% (yoY-6.09pct)，盈利同比承压，主要系销售费用短期波动，以及投资净收入减少（去年同期处置联营企业股权取得收益）。

➤ **投资建议：稳健成长性突出，中期维度费用率有望持续下行。**收入端，公司深耕基础营养赛道基本盘，同时持续培育大单品来破局潜力赛道，双轮驱动下公司稳健增长性突出。费用端，基于公司多品牌策略，公司销售费用投放短期仍处于高位，但随收入规模提升&费投效果后期显现，中期维度公司销售费用率有望持续收缩。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 95.54/109.81/127.11 亿元，同比增长 21.5%/14.9%/15.7%，归母净利润分别为 18.02/22.31/26.51 亿元，同比增长 30.0%/23.8%/18.9%，当前市值对应 PE 分别为 17/13/11X，公司作为国内 VDS 龙头，品牌&研发优势显著，维持“**推荐**”评级。

➤ **风险提示：**消费复苏不及预期，费用投放效率不及预期、宏观经济及政策风险，食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7861	9554	10981	12711
增长率 (%)	5.8	21.5	14.9	15.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1386	1802	2231	2651
增长率 (%)	-21.0	30.0	23.8	18.9
每股收益 (元)	0.81	1.06	1.31	1.56
PE	22	17	13	11
PB	2.8	2.5	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
17.55 元

分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 杜山

执业证书：S0100523100003

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

1. 汤臣倍健 (300146) 2021 年年报点评：主业平稳增长，线上渠道收入高速增长-2022/03/07

2. 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-2022/01/11

3. 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-2021/10/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7861	9554	10981	12711
营业成本	2493	3005	3426	3937
营业税金及附加	77	96	110	127
销售费用	3169	3822	4283	4894
管理费用	391	459	527	610
研发费用	158	172	198	229
EBIT	1571	2011	2449	2927
财务费用	-36	-35	-36	-59
资产减值损失	-19	-74	0	0
投资收益	191	143	165	191
营业利润	1609	2113	2648	3174
营业外收支	95	137	137	137
利润总额	1705	2250	2785	3311
所得税	294	421	521	619
净利润	1411	1830	2264	2692
归属于母公司净利润	1386	1802	2231	2651
EBITDA	1816	2281	2798	3362

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2961	3135	5031	7257
应收账款及票据	330	344	396	458
预付款项	229	204	233	268
存货	899	1078	1229	1412
其他流动资产	2885	3403	3420	3442
流动资产合计	7304	8164	10308	12836
长期股权投资	445	588	753	943
固定资产	904	1201	2112	2025
无形资产	748	758	762	765
非流动资产合计	5853	6949	7036	7139
资产合计	13158	15113	17344	19975
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	367	464	529	608
其他流动负债	1755	2113	2391	2745
流动负债合计	2122	2577	2920	3353
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	279	299	319	319
非流动负债合计	279	299	319	319
负债合计	2401	2876	3240	3673
股本	1700	1701	1701	1701
少数股东权益	63	90	124	165
股东权益合计	10756	12237	14104	16303
负债和股东权益合计	13158	15113	17344	19975

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.79	21.54	14.93	15.75
EBIT 增长率	-13.08	28.01	21.79	19.49
净利润增长率	-20.99	30.04	23.77	18.86
盈利能力 (%)				
毛利率	68.28	68.55	68.80	69.02
净利润率	17.63	18.86	20.31	20.86
总资产收益率 ROA	10.53	11.92	12.86	13.27
净资产收益率 ROE	12.96	14.84	15.96	16.43
偿债能力				
流动比率	3.44	3.17	3.53	3.83
速动比率	2.46	1.54	2.03	2.46
现金比率	1.40	1.22	1.72	2.16
资产负债率 (%)	18.25	19.03	18.68	18.39
经营效率				
应收账款周转天数	15.34	13.15	13.15	13.15
存货周转天数	131.59	130.89	130.89	130.89
总资产周转率	0.60	0.68	0.68	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	1.06	1.31	1.56
每股净资产	6.29	7.14	8.22	9.49
每股经营现金流	0.81	1.26	1.42	1.72
每股股利	0.18	0.23	0.29	0.34
估值分析				
PE	22	17	13	11
PB	2.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	15.20	12.10	9.86	8.21
股息收益率 (%)	1.03	1.33	1.65	1.96
现金流量表 (百万元)				
净利润	1411	1830	2264	2692
折旧和摊销	245	270	349	436
营运资金变动	-232	265	105	130
经营活动现金流	1379	2141	2420	2933
资本开支	-243	-1145	-115	-214
投资	-24	1460	0	0
投资活动现金流	-131	-1583	-112	-214
股权募资	2	5	0	0
债务募资	0	-8	-11	0
筹资活动现金流	-1227	-384	-410	-494
现金净流量	58	174	1897	2225

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受到任何形式的补偿。

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
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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026