

汤臣倍健 (300146.SZ)

公司快报

益生菌表现亮眼，改革成效兑现可期

食品饮料 | 其他食品III

投资评级

增持-A(首次)

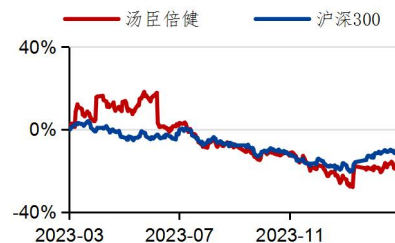
股价(2024-03-27)

16.81元

交易数据

总市值(百万元)	28,591.21
流通市值(百万元)	18,995.07
总股本(百万股)	1,700.85
流通股本(百万股)	1,129.99
12个月价格区间	23.86/15.34

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.05	-4.03	-3.68
绝对收益	0.18	0.96	-16.39

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号: S0910523120001

lixinxin@huajinsec.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.cn

相关报告

投资要点

◆ **事件：汤臣倍健发布 2023 年年报。**根据公告，2023 年公司实现营业收入 94.07 亿元，同比增长 19.66%，实现归母净利润 17.46 亿元，同比增长 26.01%，实现扣非后归母净利润 15.97 亿元，同比增长 16.09%；单季度来看，23Q4 公司实现营业收入 16.25 亿元，同比增长-4.53%，实现归母净利润-1.55 亿元，同比增长-61.06%，实现扣非后归母净利润-2.01 亿元，同比增长-429.14%。公司拟向全体股东每 10 股派发人民币 9.00 元现金（含税），分红率达 87%（22 年为 22%）。据 2023 年年报披露，公司计划 2024 年营业收入同比个位数增长，主要源于考虑到 23 年高基数影响，参照 2 月 20 日公告中公司调整后的股票激励业绩考核目标，2024-2026 年收入目标增速提高为 8.1%/8.0%/8.0%。

◆ **收入分析：主品牌快速增长，益生菌表现亮眼。**得益于国民健康意识提升带来的多品类产品市场需求增长，2023 年公司收入实现较快增长，具体来看，境内业务方面，汤臣倍健/健力多/lifospace 国内产品实现收入 54.00/11.79/4.45 亿元，同比增长 21.48%/-2.52%/46.84%，境外业务 LSG 实现收入 9.89 亿元，同比增长 23.03%，主品牌快速增长，健力多由于其所在的关节护理品类在药店渠道销售额下滑而导致增速下降，益生菌品类高景气度拉动 lifospace/LSG 实现靓丽表现。渠道方面，2023 年境内线上/线下收入同比+27.53%/+12.39%，线上占比约提升 3pct 至 41.9%，预计受益于抖快等兴趣电商拉动。公司持续优化品牌、渠道建设，集团层面先后成立各事业部加强品牌引擎作用，线上强化组织运营和品牌推广，线下搭建完善业务中台团队和区域渠道营销团队、提高终端销售效率。产品方面，2023 年公司蛋白粉、胶原蛋白、益生菌、护肝、辅酶 Q10 等品类表现较好，市占率或有明显提升，公司持续夯实重点品类领导地位，带动其他产品线增长，推动品类扩容和市场份额提升。

◆ **利润分析：强费用投放拖累短期业绩，期待改革成效逐步兑现。**2023A/Q4 公司毛利率为 68.89%/65.22%，同比+0.6pct/-1.26pct，预计主要受产品、渠道结构变化影响。2023Q4 公司销售费用率为 69.58%，同比+5.90pct，主要系品牌推广费用支出较大，管理费用率为 8.89%，同比+5.28pct，预计源于期末员工奖金计提所致。短期高费用投放压制公司盈利释放，2023A/Q4 净利率为 18.91%/-9.28%，同比+0.96pct/-4.14pct。公司持续推进多品牌大单品全品类全渠道单聚焦战略，不断加强品牌建设、推动强科技转型和内部组织架构变革、优化渠道布局和运营等，随着系列调整改革逐步到位，费用投放效率提升，公司盈利能力有望逐步改善。

◆ **行业分析：行业景气格局分散，龙头份额有望提升。**随着经济发展和社会观念进步，国民健康意识快速提升，推动营养健康行业持续增长，根据欧睿数据，2023 年中国维生素与膳食补充剂行业零售总规模为 2253 亿元，同比增长约 11.6%，我国 VDS 人均消费 23.3 美元，同比增长约 11.5%，人均消费略约占美国的 22%，相较于美日等发达国家，我国在 VDS 的渗透率、消费粘性和人均消费金额等方面仍有较大的提升空间。随着人口老龄化程度加深、新生代消费群体崛起以及政策鼓励催化，预计我国 VDS 将持续保持较快增长。较高的景气度吸引了医药、食品、化妆



品等多企业跨界加入，同时也涌现了众多新锐健康消费品牌，市场竞争较为激烈，欧睿数据显示，2023年我国维生素与膳食补充剂行业CR3约为22.7%，其中公司以10.4%的市场份额位列第一。营养健康消费呈现多元化、细分化和科学化的发展趋势，对企业技术创新能力要求较高，同时VDS国内起步较晚，行业规范化程度有待提升，公司作为龙头企业有望受益于自身技术创新实力和行业整合的大环境实现份额持续提升。

- ◆ **未来展望：**2024年，公司将继续夯实强科技强品牌战略转型，聚焦重点品类、巩固渠道优势、优化组织架构。**产品端**聚焦八大核心品类，打造核心品线产品极致升级的同时推动全品类产品升级迭代；**品牌端**持续深化品牌全触点升级及管理，强化品牌建设；**渠道端**通过重点品类聚焦、打造差异化多货盘、发力新零售、加强线下深度分销和渠道下沉等方式，巩固线下渠道竞争壁垒，同时通过成立集团数字营销中心，搭建全网数字媒介中台、会员数字化平台，强化集团电商整体策略，赋能全渠道高质量增长；**组织端**进一步强化品牌事业部全周期管理能力，增强品牌对业务的驱动作用，赋能全渠道业务增长。**中长期来看**，公司有望打造出领先的产品力、品牌力、渠道力和服务力等，推动市场份额持续提升。
- ◆ **投资建议：**后疫情时代全民健康意识提升，有望推动保健需求持续渗透，公司为膳食营养补充剂（VDS）行业龙头，坚定实施强科技强品牌战略转型，持续投入提升产品力、品牌力、渠道力和服务力等核心竞争力，有望引领行业增长、实现份额提升，叠加后续投入兑现盈利提升，预计业绩端将持续实现较好增长。我们预计2024-2026年公司营业收入分别为103.20/113.67/125.31亿元，同比增长9.7%/10.1%/10.2%，归母净利润19.04/21.19/23.35亿元，同比增长9.0%/11.3%/10.2%，对应EPS分别为1.12/1.25/1.37元，首次覆盖，给予“增持-A”评级。
- ◆ **风险提示：**市场需求不及预期，新品表现不及预期，行业竞争加剧，海外销售不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,861	9,407	10,320	11,367	12,531
YoY(%)	5.8	19.7	9.7	10.1	10.2
归母净利润(百万元)	1,386	1,746	1,904	2,119	2,335
YoY(%)	-21.0	26.0	9.0	11.3	10.2
毛利率(%)	68.3	68.9	68.9	69.0	69.1
EPS(摊薄/元)	0.81	1.03	1.12	1.25	1.37
ROE(%)	13.1	14.5	13.6	13.7	13.6
P/E(倍)	20.6	16.4	15.0	13.5	12.2
P/B(倍)	2.7	2.3	2.0	1.8	1.7
净利率(%)	17.6	18.6	18.4	18.6	18.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

2024-2026 年公司收入预计同比增长 **9.71%/10.15%/10.24%**，预计公司产品、渠道结构变化将对毛利率产生正向影响，则 **2024-2026** 年公司毛利率为 **68.9%/69.0%/69.1%**：

- (1) 汤臣倍健：疫后免疫需求增长，公司品牌力强劲叠加多组合产品策略，有望实现优于行业的较好增长，预计 2024-2026 年公司主品牌汤臣倍健增速为 7%/8%/8%。
- (2) 健力多：大单品持续发力，预计 2024-2026 年健力多品牌收入增速为 5%/5%/6%。
- (3) Life-Space（国内）：定位较高景气度的益生菌赛道，叠加营销资源大力投放，有望实现快速增长，预计 2024-2026 年 Life-Space（国内）收入增速为 20%/18%/17%。
- (4) LSG：澳大利亚知名益生菌品牌，强品牌力支撑下有望维持快速增长，预计 2024-2026 年其他地区收入增速为 18%/16%/15%。
- (5) 其他品牌：品牌建设投入期有望保持较快增长，预计 2024-2026 年其他品牌收入同比 15%/15%/15%。

表 1：公司业务拆分

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
境内业务						
汤臣倍健	收入(亿元)	44.45	54	57.78	62.40	67.39
	yoy%	0.00%	21.48%	7.00%	8.00%	8.00%
健力多	收入(亿元)	12.1	11.79	12.38	13.00	13.78
	yoy%	-14.09%	-2.52%	5.00%	5.00%	6.00%
Life-Space	收入(亿元)	3.03	4.45	5.34	6.30	7.37
	yoy%	64.42%	46.84%	20.00%	18.00%	17.00%
境外业务						
LSG	收入(亿元)	8.03	9.89	11.67	13.54	15.57
	yoy%	21.87%	23.03%	18.00%	16.00%	15.00%
其他品牌						
	收入(亿元)	11.00	13.94	16.03	18.43	21.20
	yoy%	49.66%	26.66%	15.00%	15.00%	15.00%
公司整体						
	收入(亿元)	78.61	94.07	103.20	113.67	125.31
	yoy%	5.79%	19.66%	9.71%	10.15%	10.24%
	毛利率%	68.28%	68.89%	68.90%	69.00%	69.10%

资料来源：wind，华金证券研究所（注：部分数据可能存在小数点计算误差）

二、可比公司估值

公司主要从事膳食营养补充剂的研发、生产和销售，为便于对比分析，我们选取业务内容相似的上市公司仙乐健康（全球领先的营养健康食品合同研发商）、嘉必优（为全球营养与健康领域的客户提供高品质的功能性原料与创新的解决方案）作为可比公司，进行估值对比。公司为 VDS 行业龙头，坚定实施强科技强品牌战略转型，持续投入提升产品力、品牌力、渠道力和服

务力等核心竞争力，有望引领行业增长、实现份额提升，叠加后续投入兑现盈利提升，预计业绩端将持续实现较好增长。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E
300791	仙乐健康	66.09	3.82	4.72	17.28	14.00
688089	嘉必优	23.39	1.35	1.78	17.28	13.16
	平均	-	2.59	3.25	17.28	13.58
300146	汤臣倍健	285.91	19.04	21.19	15.02	13.49

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2024 年 3 月 27 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7304	8313	10527	12425	14635	营业收入	7861	9407	10320	11367	12531
现金	2961	3327	5282	7114	9028	营业成本	2493	2927	3209	3524	3872
应收票据及应收账款	330	249	387	314	458	营业税金及附加	77	93	102	112	123
预付账款	229	188	270	234	321	营业费用	3169	3859	4180	4661	5138
存货	899	989	1081	1192	1306	管理费用	391	494	526	568	627
其他流动资产	2885	3559	3508	3571	3521	研发费用	158	179	196	227	251
非流动资产	5853	6785	6640	6475	6292	财务费用	-36	-56	-56	-112	-164
长期投资	445	418	381	342	297	资产减值损失	-22	-14	-23	-28	-28
固定资产	904	906	1197	1411	1562	公允价值变动收益	-178	51	-63	-6	-35
无形资产	764	702	548	392	237	投资净收益	191	94	147	138	142
其他非流动资产	3741	4759	4514	4330	4196	营业利润	1609	2069	2236	2506	2780
资产总计	13158	15098	17167	18901	20927	营业外收入	103	140	112	130	121
流动负债	2122	2463	2601	2857	3052	营业外支出	8	13	24	14	15
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1705	2196	2325	2622	2887
应付票据及应付账款	367	427	444	512	538	所得税	294	417	394	472	514
其他流动负债	1755	2037	2158	2346	2514	税后利润	1411	1779	1931	2150	2373
非流动负债	279	393	393	393	393	少数股东损益	25	32	27	31	38
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1386	1746	1904	2119	2335
其他非流动负债	279	393	393	393	393	EBITDA	1830	2323	2407	2687	2934
负债合计	2401	2856	2994	3250	3445	主要财务比率					
少数股东权益	63	75	102	133	172	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1700	1701	1701	1701	1701	成长能力					
资本公积	6113	6121	6121	6121	6121	营业收入(%)	5.8	19.7	9.7	10.1	10.2
留存收益	2985	4418	5564	7012	8819	营业利润(%)	-20.6	28.5	8.1	12.1	10.9
归属母公司股东权益	10693	12167	14071	15517	17310	归属于母公司净利润(%)	-21.0	26.0	9.0	11.3	10.2
负债和股东权益	13158	15098	17167	18901	20927	获利能力					
						毛利率(%)	68.3	68.9	68.9	69.0	69.1
						净利率(%)	17.6	18.6	18.4	18.6	18.6
						ROE(%)	13.1	14.5	13.6	13.7	13.6
						ROIC(%)	12.4	13.7	12.7	12.7	12.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	18.3	18.9	17.4	17.2	16.5
						流动比率	3.4	3.4	4.0	4.3	4.8
						速动比率	2.4	2.0	2.7	3.1	3.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	25.3	32.5	32.5	32.5	32.5
						应付账款周转率	6.4	7.4	7.4	7.4	7.4
						估值比率					
						P/E	20.6	16.4	15.0	13.5	12.2
						P/B	2.7	2.3	2.0	1.8	1.7
						EV/EBITDA	13.1	10.4	9.3	7.6	6.3

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn