

汤臣倍健 (300146)

基数扰动，费投加大

行业：食品饮料/食品加工
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：15.56 元
 目标价格：22.79 元

事件：

公司发布 2024 年第一季度报告，24Q1 公司实现营收 26.46 亿元，同比-14.87%；归母净利润为 7.27 亿元，同比-29.43%。

➤ 高基数扰动，收入端承压

分品牌来看，24Q1 公司主品牌“汤臣倍健”实现收入 15.45 亿元，同比下降 17.74%；大单品健力多实现收入 3.73 亿元，同比下滑 2.06%；益生菌国内品牌 Life-space 实现营收 1.20 亿元，同比下降 29.48%；海外品牌 LSG 实现营收 2.53 亿元，同比下降 5.08%（按澳元口径为 0.54 亿澳元，同比下滑 4.74%）。分渠道拆分，24Q1 公司线下渠道实现收入 17.22 亿元，同比下滑 7.55%，线上渠道实现收入 9.09 亿元，同比下滑 26.53%。23Q1 消费场景修复、销售活动恢复，保健品终端需求走强，汤臣当季度营收及利润均实现高双位数增长。高基数扰动下，24Q1 数据表现较为疲软，其中免疫相关的主品牌及益生菌下滑幅度更大。撇除高基数影响，公司相较 2022Q1 收入端实现 16.04% 的增长，其中主品牌/健力多/life-space 同比分别 +19.58%/-10.98%/23.71%。

➤ 费投加大，布局未来

24Q1 公司毛利率为 69.90%，同比-0.42pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率为 31.20%/4.75%/1.19%，同比+6.57/1.45/0.28pct，24Q1 公司净利率为 27.17%，同比-6.61pct。我们认为销售费用率走高或系线上渠道费用投放加大以及终端活动增加所致。加大线上渠道投流虽带来费用端短期承压，但为公司战略转型必经之路，后续有望逐步转化为收入。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司为国内 VDS 行业龙头，夯实线下基础，发力线上渠道建设。短期战略转型期难免阵痛，但在中长期老龄化背景下公司有望持续受益。我们预计公司 2024-2026 年收入为 103.21/113.51/124.71 亿元，同比增速分别为 +9.72%/9.98%/9.87%，归母净利润为 19.39/21.67/24.23 亿元，同比增速分别为 10.97%/11.84%/11.81%，EPS 分别为 1.14/1.27/1.42 元/股，给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应目标价 22.79 元，维持“买入”评级。

风险提示：产品质量和食品安全风险、线下渠道竞争优势弱化的风险、市场竞争加剧的风险等。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,700.85/1,129.99
流通 A 股市值(百万元)	17,582.59
每股净资产(元)	7.15
资产负债率(%)	18.91
一年内最高/最低(元)	24.58/14.18

股价相对走势



作者

分析师：刘景瑜
 执业证书编号：S0590524030005
 邮箱：jyl@glsc.com.cn
 分析师：邓洁
 执业证书编号：S0590524040002
 邮箱：dengjie@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7861	9407	10321	11351	12471
增长率(%)	5.79%	19.66%	9.72%	9.98%	9.87%
EBITDA(百万元)	1882	2367	2744	3062	3411
归母净利润(百万元)	1386	1746	1938	2167	2423
增长率(%)	-20.99%	26.01%	10.97%	11.84%	11.81%
EPS(元/股)	0.81	1.03	1.14	1.27	1.42
市盈率(P/E)	19.1	15.2	13.7	12.2	10.9
市净率(P/B)	2.5	2.2	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	18.1	10.5	7.9	6.7	5.7

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 24 日收盘价

相关报告

- 《汤臣倍健 (300146)：营收增长坚韧，费用投放持续》2024.03.20
- 《汤臣倍健 (300146)：收入双位数增长，业绩阶段性承压》2023.10.25

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2961	3327	4028	5144	6392	营业收入	7861	9407	10321	11351	12471
应收账款+票据	402	366	467	514	564	营业成本	2493	2927	3168	3473	3804
预付账款	229	188	232	255	280	营业税金及附加	77	93	102	112	123
存货	899	989	1086	1191	1304	营业费用	3169	3859	4180	4540	4926
其他	2813	3442	3898	4150	4424	管理费用	549	674	717	789	867
流动资产合计	7304	8313	9711	11254	12965	财务费用	-36	-56	-6	-11	-17
长期股权投资	445	418	405	392	379	资产减值损失	-19	-13	-22	-24	-26
固定资产	924	1073	1105	1099	1056	公允价值变动收益	-178	51	0	0	0
在建工程	328	1419	1183	946	710	投资净收益	191	94	135	135	135
无形资产	748	689	576	463	349	其他	7	25	12	12	11
其他非流动资产	3409	3186	3162	3139	3116	营业利润	1609	2069	2284	2569	2887
非流动资产合计	5853	6785	6431	6039	5610	营业外净收益	95	127	125	125	125
资产总计	13158	15098	16142	17293	18575	利润总额	1705	2196	2409	2694	3012
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	294	417	443	495	553
应付账款+票据	367	427	480	526	577	净利润	1411	1779	1966	2199	2459
其他	1755	2037	2239	2458	2696	少数股东损益	25	32	28	32	35
流动负债合计	2122	2463	2719	2985	3272	归属于母公司净利润	1386	1746	1938	2167	2423
长期带息负债	4	161	125	89	53	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	275	231	231	231	231	成长能力					
非流动负债合计	279	393	356	320	284	营业收入	5.79%	19.66%	9.72%	9.98%	9.87%
负债合计	2401	2856	3075	3304	3556	EBIT	-22.29%	28.25%	12.27%	11.67%	11.64%
少数股东权益	63	75	104	135	171	EBITDA	-20.36%	25.74%	15.95%	11.58%	11.39%
股本	1700	1701	1701	1701	1701	归属于母公司净利润	-20.99%	26.01%	10.97%	11.84%	11.81%
资本公积	6113	6121	6121	6121	6121	获利能力					
留存收益	2879	4346	5142	6032	7027	毛利率	68.28%	68.89%	69.30%	69.40%	69.50%
股东权益合计	10756	12242	13067	13988	15019	净利率	17.95%	18.91%	19.05%	19.37%	19.72%
负债和股东权益总计	13158	15098	16142	17293	18575	ROE	12.96%	14.35%	14.95%	15.65%	16.32%
						ROIC	20.25%	26.27%	23.43%	25.74%	29.34%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	18.25%	18.91%	19.05%	19.11%	19.15%
净利润	1411	1779	1966	2199	2459	流动比率	3.4	3.4	3.6	3.8	4.0
折旧摊销	214	227	342	379	416	速动比率	2.5	2.1	2.2	2.4	2.6
财务费用	-36	-56	-6	-11	-17	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-66	-90	-97	-105	-113	应收账款周转率	19.5	25.7	22.1	22.1	22.1
营运资金变动	-198	198	-442	-161	-175	存货周转率	2.8	3.0	2.9	2.9	2.9
其它	23	-29	15	22	30	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
经营活动现金流	1347	2029	1777	2324	2600	每股指标(元)					
资本支出	-287	-1301	0	0	0	每股收益	0.8	1.0	1.1	1.3	1.4
长期投资	-24	-111	0	0	0	每股经营现金流	0.8	1.2	1.0	1.4	1.5
其他	180	85	96	96	96	每股净资产	6.3	7.2	7.6	8.1	8.7
投资活动现金流	-131	-1327	96	96	96	估值比率					
债权融资	-37	158	-37	-36	-36	市盈率	19.1	15.2	13.7	12.2	10.9
股权融资	0	0	0	0	0	市净率	2.5	2.2	2.0	1.9	1.8
其他	-1190	-530	-1136	-1266	-1411	EV/EBITDA	18.1	10.5	7.9	6.7	5.7
筹资活动现金流	-1227	-372	-1173	-1303	-1447	EV/EBIT	20.5	11.6	9.0	7.7	6.5
现金净增加额	27	343	700	1117	1248						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年04月24日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼