

汤臣倍健 (300146.SZ)

经营逐步回暖，发展趋势回稳向上

买入

核心观点

22年线下渠道经营整体受限，收入于四季度重新提速增长。公司2022实现营收78.6亿元（+5.8%），净利润13.9亿元（-21.0%），扣非归母净利润13.8亿元（-10.7%）。今年以来受疫情管控叠加行业竞争加剧影响，公司线下渠道销售受损；同时公司加大销售费用投放，利润水平承压。公司Q4经营逐步回暖，单季度实现收入17.02亿元（+21.3%），净利润0.96亿元（去年同期为0.91亿元），主要系公司在Q4仍维持着较大力度的销售费用投放所致，单Q4扣非后归母净利润实现-0.38亿元（去年同期为-0.27亿元）。

分渠道看线下业务有待恢复，产品中益生菌增速亮眼。拆分境内业务来看，①分渠道，公司2022年线下渠道收入下降3.7%，主要系公司线下的核心渠道药房、母婴渠道经营受疫情管控扰动所影响；但公司渠道竞争优势仍占绝对优势，随着渠道经营逐步复苏，自2023年起有望恢复增长态势；线上渠道收入同增13.0%，增速相对平稳。②分品牌，2022年主品牌“汤臣倍健”销量基本同比持平，核心单品“健力多”收入下降14.1%，增速承压主要系线下营销活动受限；益生菌品牌“Life-Space”国内收入增长64.42%，表现亮眼。境外业务中LSG实现收入8.0亿元，同增21.87%，延续增长态势。

成本上涨压力获有效对冲，费投加大利润承压。公司2022毛利率实现68.3%（+2.2pcts），其中单Q4毛利率同增3.5pcts至66.5%。尽管公司成本压力自三季度起开始在报表端有所体现，但公司受益于线上直营占比提升、销售结构优化等方式有效形成对冲。面对外部经营困境，公司今年来持续加大品牌与平台建设的营销投放，2022年销售费率达40.3%（+7.0pcts），四项费率合计达46.8%（+6.7pcts），致使利润率承压。公司2022年扣非归母净利润实现13.8亿元，同比下降10.7%；扣非归母净利润率下降3.2pcts至17.5%，符合此前业绩预告区间范围。

风险提示：宏观政策风险，行业竞争加剧风险，食品安全风险。

投资建议：维持“买入”评级。2023年起线下渠道开始恢复正常经营，且消费者经疫情教育后健康意识已有显著提升，免疫力产品需求增加，预计公司外部经营环境进入23年有望迎来逐季改善。成本方面，预计乳清蛋白成本仍有一定压力，但随着包材价格下降，结合高毛利产品与销售渠道占比提升料将有效形成对冲。考虑公司计划持续维持费用投放的力度以强化竞争优势，短期销售费率预计将维持在较高水平。我们略微下调利润预测，预计2023-2025年EPS分别为1.03/1.22/1.41元，对应PE为19.5/16.4/14.2x，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	7,861	8,959	10,103	11,419
(+/-%)	21.9%	5.8%	14.0%	12.8%	13.0%
净利润(百万元)	1754	1386	1744	2077	2399
(+/-%)	15.1%	-21.0%	25.8%	19.1%	15.5%
每股收益(元)	1.03	0.82	1.03	1.22	1.41
EBIT Margin	26.5%	22.0%	22.8%	23.7%	23.9%
净资产收益率(ROE)	16.7%	13.0%	14.0%	14.3%	14.2%
市盈率(PE)	19.4	24.5	19.5	16.4	14.2
EV/EBITDA	16.7	18.7	16.4	14.2	12.6
市净率(PB)	3.24	3.18	2.73	2.34	2.01

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	20.00元
总市值/流通市值	34009/22592百万元
52周最高价/最低价	24.96/16.41元
近3个月日均成交额	234.85百万元

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.SZ)-短期经营压力仍大，持续加大营销费用投放布局长远》——2022-10-28

《汤臣倍健(300146.SZ)-平台建设与品牌推广费用增加，盈利能力短期下降》——2022-08-09

《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

图1: 公司营业收入微增中单位数 (单位: 百万元、%)



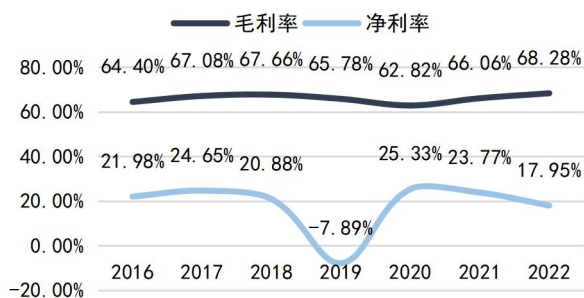
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司扣非归母净利润同比微降 (单位: 百万元、%)



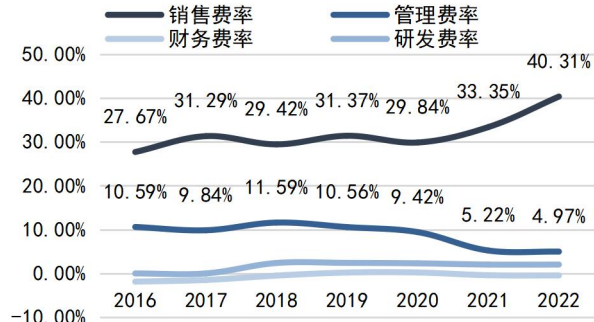
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 高毛利产品、渠道占比提升支撑毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司2023年销售费率明显提升 (单位: 亿元、%)



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
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	
01112.HK	H&H 国际控股	13.81	69.7	1.238	1.41	1.688	9.8	8.6	7.1	1.11	
300791.SZ	仙乐健康	32.25	67	1.31	1.62	1.95	28.4	22.8	19	2.72	
	平均	23.0	68.4	1.3	1.5	1.8	19.1	15.7	13.1	1.9	
300146.SZ	汤臣倍健	24.54	340	0.82	1.03	1.22	24.5	19.5	16.4	3.18	

资料来源: 公司公告、Wind 一致预期、国信证券经济研究所整理、预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	2902	2961	5852	8173	10835	营业收入	7431	7861	8959	10103	11419
应收款项	313	354	393	415	438	营业成本	2522	2493	2853	3185	3635
存货净额	833	899	117	130	149	营业税金及附加	74	77	90	101	114
其他流动资产	3051	1258	90	101	114	销售费用	2478	3169	3494	3890	4339
流动资产合计	7339	7304	8284	10652	13369	管理费用	388	391	478	535	601
固定资产	1106	1232	1326	1411	1389	财务费用	(31)	(36)	(110)	(175)	(238)
无形资产及其他	806	748	718	688	658	投资收益	120	191	1	1	1
投资性房地产	3435	3429	3429	3429	3429	资产减值及公允价值变动	88	(159)	0	0	0
长期股权投资	281	445	445	445	445	其他收入	(180)	(189)	0	0	0
资产总计	12966	13158	14201	16625	19289	营业利润	2027	1609	2155	2569	2968
短期借款及交易性金融负债	33	20	0	0	0	营业外净收支	151	95	11	11	11
应付款项	408	367	374	417	477	利润总额	2178	1705	2166	2580	2979
其他流动负债	1631	1735	1018	1287	1451	所得税费用	412	294	390	464	536
流动负债合计	2071	2122	1392	1704	1928	少数股东损益	12	25	32	38	44
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1754	1386	1744	2077	2399
其他长期负债	358	279	279	279	279						
长期负债合计	358	279	279	279	279	现金流量表（百万元）					
负债合计	2429	2401	1671	1983	2207	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	43	63	93	128	169	净利润	1754	1386	1744	2077	2399
股东权益	10494	10693	12437	14514	16913	资产减值准备	9	0	7	2	0
负债和股东权益总计	12966	13158	14201	16625	19289	折旧摊销	215	212	129	142	152
						公允价值变动损失	(88)	159	0	0	0
						财务费用	(31)	(36)	(110)	(175)	(238)
						营运资本变动	(2022)	1676	1209	267	170
						其它	(5)	3	22	33	41
						经营活动现金流	(136)	3437	3111	2521	2762
						资本开支	0	(76)	(200)	(200)	(100)
						其它投资现金流	(199)	(1593)	0	0	0
						投资活动现金流	(268)	(1833)	(200)	(200)	(100)
						权益性融资	(34)	2	0	0	0
						负债净变化	(144)	0	0	0	0
						支付股利、利息	(1211)	(1196)	0	0	0
						其它融资现金流	4224	846	(20)	0	0
						融资活动现金流	1481	(1545)	(20)	0	0
						现金净变动	1076	59	2891	2321	2662
						货币资金的期初余额	1826	2902	2961	5852	8173
						货币资金的期末余额	2902	2961	5852	8173	10835
						企业自由现金流	0	3245	2814	2171	2461
						权益自由现金流	0	4091	2884	2314	2655

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