

公司研究/中报点评

2020年07月30日

食品饮料/食品制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 21.54  
合理价格区间(元): 28.00~28.80

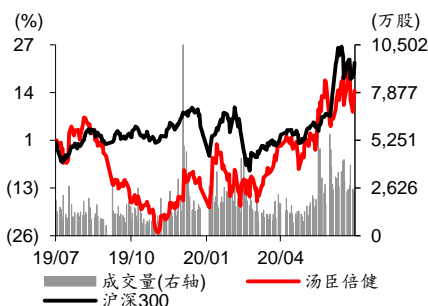
张晋溢 执业证书编号: S0570519030001  
研究员 010-56793951  
zhangjinyi@htsc.com

张墨 联系人 zhangmo@htsc.com

相关研究

- 1 《汤臣倍健(300146 SZ,买入): 积极应对疫情, 海外业务高速增长》2020.04
- 2 《汤臣倍健(300146 SZ,买入): 大单品和渠道裂变助力汤臣再出发》2020.04
- 3 《汤臣倍健(300146 SZ,买入): 多品种全线出击, 大单品保持高增》2020.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 业绩符合前期预告, Q2 环比显著改善

### 汤臣倍健(300146)

#### Q2 净利润增速环比改善明显, 基本面趋势向好

2020H1 公司实现营收 31.25 亿, 同比+5.23%, 实现归母净利 9.6 亿, 同比+11.0% (前次业绩预告同比增长 0~20%), 业绩表现符合前期预告; 单 2 季度, 实现营收 16.3 亿, 同比+16.5%, 实现归母净利 4.27 亿, 同比+15.7%。20H1 受新冠疫情影响, 公司经销商、供应商和零售商皆受到不同程度的影响, 但公司积极应对, Q2 线下终端动销的逐步恢复、新品铺市加速, 线上增长维持强劲, 基本面改善明显。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.80 元、0.99 元和 1.20 元, 维持“买入”评级。

#### “4+2+1”全线出击, 益生菌有望加速铺市

2020H1 公司主品牌“汤臣倍健”实现营收 18.22 亿, 同比-1.8%, 其中 Q2 同比+9.6%; 大单品“健力多”实现营收 6.58 亿, 同比+1.8%, 其中 Q2 同比+16.6%; “Life-Space”国内产品营收 0.88 亿。20 年公司继续坚定实施消费者健康大战略举措和布局, 激活“人”、激活品牌力, 实施“四大单品+两大形象产品+1 个明星产品”的市场策略, 益生菌于今年 1 月取得保健食品注册批文, 目前正在加速在药店、母婴渠道的推广渗透和终端覆盖, 我们认为其有望在国内线下渠道逐步进入放量期。

#### Q2 线下动销逐步恢复, 线上电商加速发展

分渠道看, 20H1 主营业务中线下渠道收入同比-4.35%, 降幅较 20Q1 收窄 7.95pct, 线下渠道收入约占境内收入 78.58%; 20H1 线上渠道收入同比+46.83%, Q2 线上增速提升明显 (20Q1 线上同比+30.2%); 境外业务方面, LSG 实现境外收入 3.04 亿元, 同比增长 12.7%。Q2 随着疫情逐步好转, 线下药店客流、品宣推广逐步恢复, 线下动销逐步恢复。同时公司推出的经销商裂变计划稳步推进, 将有助于推进渠道下沉和层级化管理, 支撑多个大单品运营。同时, 公司着力推进电商品牌化和数字化, “618”期间夺得天猫、京东的营养保健品类销售冠军, 表现亮眼。

#### 费用投放收缩, 净利率提升明显

20H1 公司毛利率为 65.5%, 同比下降 2.5pct。20H1 销售费用率为 17.1%, 同比-8.0pct, 主要系疫情之下, 市场及销售活动开展受到一定影响, 相关费用投放减少所致, 公司对费用的控制也更为严格; 20H1 管理费用率为 5.8%, 同比下降 0.5pct。20H1 整体净利率为 30.8%, 同比提高 1.6pct。

#### 看好大单品放量和渠道扩张带来的业绩弹性, 维持“买入”评级

公司 2020 年加大力度进行大单品推广及渠道变革, 积极应对外部市场压力, 此前 6.25 日公告拟定增募资不超过 25 亿用于产能扩张及数字化建设, 彰显长期发展信心。我们预计公司 20~22 年归母净利 12.66/15.58/18.95 亿, 对应 EPS 为 0.80/0.99/1.20 元 (前次 0.80/0.98/1.20 元)。参考可比公司 20 年平均 PE 估值为 41 倍, 公司 21/22 年业绩增速略低于可比公司, 给予一定估值折价, 给予其 20 年 35~36 倍 PE, 目标价 28.00~28.80 元 (前次目标价 24.01~25.61 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, LSG 益生菌推广不达预期, 食品安全问题。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	1,581
流通 A 股 (百万股)	892.69
52 周内股价区间 (元)	14.40-22.87
总市值 (百万元)	34,055
总资产 (百万元)	8,390
每股净资产 (元)	4.07

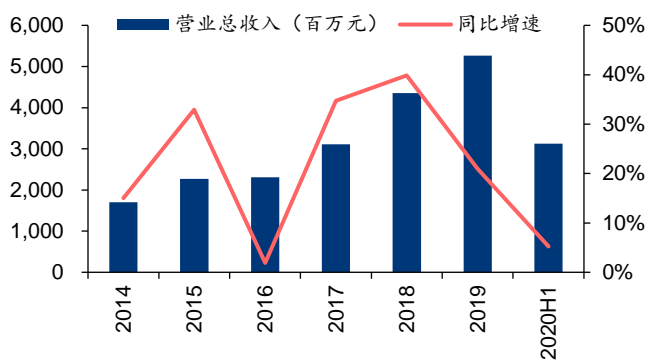
资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,351	5,262	6,318	7,518	8,735
+/-%	39.86	20.94	20.07	18.99	16.19
归属母公司净利润 (百万元)	1,002	(353.96)	1,266	1,558	1,895
+/-%	30.79	(135.51)	(455.80)	23.02	21.63
EPS (元, 最新摊薄)	0.63	(0.23)	0.80	0.99	1.20
PE (倍)	33.98	(95.69)	26.89	21.86	17.97

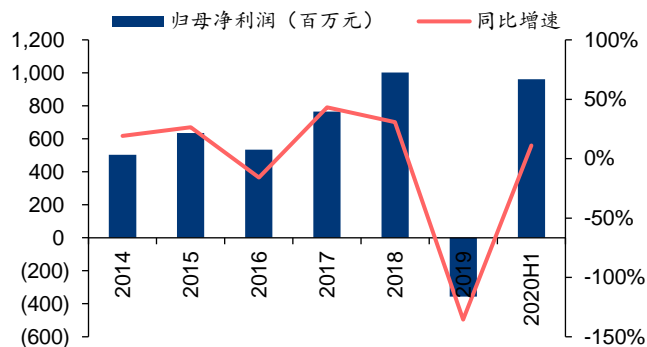
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2012-2020H1 汤臣倍健营业收入及增速 (百万元)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 2012-2020H1 汤臣倍健归母净利润及增速 (百万元)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 可比公司估值表 (股价截至 2020年7月29日收盘价)

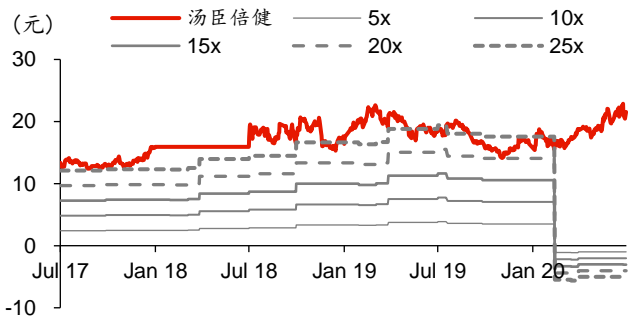
公司简称	股票代码	市值(mn)	评级	目标价 (元)	PE (倍)				EPS (元)				21年净利	22年净利
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	润增速	润增速
云南白药	000538 CH	140,118	增持	100.85-117.65	33	30	29	25	3.28	3.6	3.83	4.40	6%	15%
东阿阿胶	000423 CH	25,206	中性	30.29-34.62	(57)	51	29		(0.68)	0.75	1.32	2.14	75%	63%
同仁堂	600085 CH	36,893	未评级		37	34	32	30	0.72	0.79	0.85	0.91	7%	7%
安琪酵母	600298 CH	55,625	未评级		62	50	43	38	1.09	1.35	1.55	1.78	15%	15%
<b>平均值</b>		<b>64,461</b>			<b>19</b>	<b>41</b>	<b>33</b>	<b>31</b>	<b>1.10</b>	<b>1.62</b>	<b>1.89</b>	<b>2.31</b>	<b>26%</b>	<b>25%</b>
汤臣倍健	300146 CH	34,055	买入		(96)	27	22	18	(0.23)	0.80	0.99	1.20	23%	22%

注: 可比公司云南白药为华泰预测, 其余公司盈利预测均采用 Wind 一致预期; 云南白药、东阿阿胶评级与目标价为华泰最新评级与目标价

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

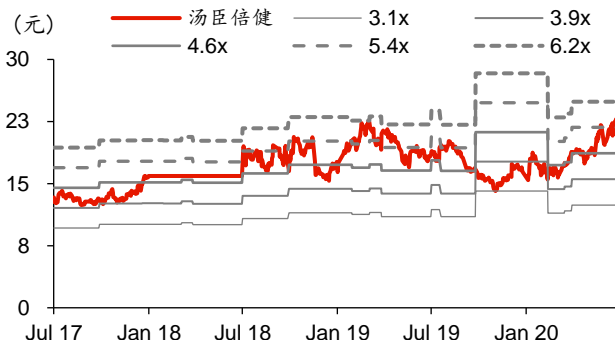
PE/PB - Bands

图表4: 汤臣倍健历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 汤臣倍健历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,096	3,808	3,597	4,545	7,639
现金	1,813	1,822	1,451	2,202	5,096
应收账款	221.47	113.53	136.31	162.20	188.46
其他应收账款	12.54	8.45	10.15	12.08	14.03
预付账款	56.22	76.12	90.56	106.00	121.67
存货	671.49	742.46	862.90	1,017	1,172
其他流动资产	1,321	1,046	1,046	1,046	1,046
非流动资产	5,695	4,523	4,698	4,930	5,183
长期投资	250.40	171.20	171.20	171.20	171.20
固定投资	657.78	828.34	1,288	2,038	2,746
无形资产	1,563	867.62	257.99	(276.52)	(745.16)
其他非流动资产	3,224	2,656	2,981	2,997	3,011
资产总计	9,790	8,331	8,295	9,474	12,821
流动负债	1,491	1,757	(927.69)	(1,268)	(1,916)
短期借款	158.11	43.65	43.65	43.65	43.65
应付账款	339.17	338.55	402.78	471.46	541.16
其他流动负债	993.90	1,375	(1,374)	(1,783)	(2,501)
非流动负债	1,411	642.42	2,642	642.42	334.92
长期借款	892.50	307.50	2,308	307.50	0.00
其他非流动负债	518.81	334.92	334.92	334.92	334.92
负债合计	2,902	2,399	1,715	(625.16)	(1,581)
少数股东权益	1,296	(60.78)	(108.31)	(173.96)	(259.02)
股本	1,469	1,582	1,581	1,581	1,581
资本公积	2,023	3,213	3,213	3,213	3,213
留存公积	2,188	1,158	1,895	5,479	9,868
归属母公司股东权益	5,592	5,992	6,689	10,273	14,662
负债和股东权益	9,790	8,331	8,295	9,474	12,821

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,349	1,537	(1,429)	1,141	1,296
净利润	1,002	(355.89)	1,266	1,558	1,895
折旧摊销	149.18	250.27	197.64	182.96	192.83
财务费用	(21.20)	10.67	53.55	0.00	0.00
投资损失	(47.98)	(18.45)	(47.00)	(51.00)	(51.00)
营运资金变动	232.18	(62.10)	(2,841)	(533.74)	(635.81)
其他经营现金	34.69	1,712	(58.92)	(15.15)	(104.45)
投资活动现金	(4,041)	(249.20)	(326.27)	(363.07)	(395.16)
资本支出	250.69	331.84	373.17	413.97	446.05
长期投资	525.94	(50.69)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	3,264	(31.95)	(46.89)	(50.89)	(50.89)
筹资活动现金	1,744	(1,265)	1,385	(26.55)	1,993
短期借款	158.11	(114.46)	0.00	0.00	0.00
长期借款	892.50	(585.00)	2,000	(2,000)	(307.50)
普通股增加	(0.45)	113.67	(1.47)	0.00	0.00
资本公积增加	(8.82)	1,190	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	702.71	(1,869)	(613.44)	1,973	2,300
现金净增加额	(947.86)	22.26	(370.54)	751.18	2,894

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,351	5,262	6,318	7,518	8,735
营业成本	1,407	1,801	2,142	2,508	2,878
营业税金及附加	63.13	58.84	58.01	69.03	80.21
营业费用	1,280	1,650	1,956	2,320	2,696
管理费用	400.91	429.63	503.21	591.26	686.99
财务费用	(21.20)	10.67	45.22	53.55	(16.34)
资产减值损失	(89.00)	(1,693)	(94.77)	(105.25)	(131.02)
公允价值变动收益	0.00	4.95	4.95	4.95	4.95
投资净收益	47.98	18.45	47.00	51.00	51.00
营业利润	1,103	(463.49)	1,446	1,781	2,167
营业外收入	48.16	46.62	46.62	45.62	45.62
营业外支出	21.77	6.07	6.07	7.07	6.07
利润总额	1,129	(422.94)	1,486	1,820	2,207
所得税	220.56	(9.82)	267.53	327.53	397.25
净利润	908.43	(413.12)	1,219	1,492	1,810
少数股东损益	(93.75)	(59.16)	(47.53)	(65.65)	(85.06)
归属母公司净利润	1,002	(353.96)	1,266	1,558	1,895
EBITDA	1,347	1,571	1,854	2,211	2,585
EPS (元, 基本)	0.63	(0.23)	0.80	0.99	1.20

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	39.86	20.94	20.07	18.99	16.19
营业利润	25.53	(142.21)	(410.63)	23.20	21.69
归属母公司净利润	30.79	(135.51)	(455.80)	23.02	21.63
获利能力 (%)					
毛利率	67.66	65.78	66.09	66.64	67.05
净利率	23.03	(6.76)	20.04	20.72	21.69
ROE	18.75	(6.14)	19.97	18.37	15.20
ROIC	22.76	25.17	23.29	21.64	22.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.65	28.80	20.67	(6.60)	(12.33)
净负债比率 (%)	36.20	23.37	149.34	(89.70)	(2.76)
流动比率	2.75	2.17	(3.88)	(3.59)	(3.99)
速动比率	2.30	1.74	(2.95)	(2.78)	(3.37)
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.58	0.76	0.85	0.78
应收账款周转率	23.15	31.41	50.57	50.37	49.82
应付账款周转率	4.58	5.31	5.78	5.74	5.69
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	(0.23)	0.80	0.99	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.97	(0.90)	0.72	0.82
每股净资产(最新摊薄)	3.54	3.79	4.23	6.50	9.27
估值比率					
PE (倍)	33.98	(95.69)	26.89	21.86	17.97
PB (倍)	6.09	5.68	5.09	3.31	2.32
EV_EBITDA (倍)	23.99	20.56	17.42	14.61	12.50

## 免责声明

### 分析师声明

本人，张晋溢，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师张晋溢本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。



## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司