

公司研究

22 年收入预计同比增长，需求有望逐步恢复

——汤臣倍健（300146.SZ）2022 年年度业绩预告点评

要点

事件：公司预计 2022 年全年实现归母净利润 12.28-15.79 亿元，同比下降 10%-30%；预计实现扣非归母净利润 11.78-15.39 亿元，同比下降 0.11%-23.53%。

收入同比略有增长，费用增加致利润承压。根据预告，1) 收入端来看：22 年境内线下业务受疫情反复影响，门店动销活动减少，收入有所承压；境内线上业务收入继续保持一定幅度增长，双 11 期间公司全品牌全网实现 GMV 超过 7 亿元，同比增长超过 20%，其中抖音平台双十一 GMV 同比增长超过 130%；22 年境外 LSG 收入实现较快。综合来看，公司预计 22 年全年收入较 21 年略有增长。

2) 利润端来看：由于加大品牌推广力度、增加电商平台投入，导致 22 年公司利润同比下滑。22Q4 公司预计实现归母净利润-2.54-0.97 亿元，中间值为-0.79 亿元，对应 21Q4 归母净利润 0.91 亿元有所下滑。公司 22 年非经常损益金额预计为 4000-5000 万元，较 21 年的 2.1 亿元有所下降。22 年公司销售费用率预计处于较高水平，主要系 22 年收入不及预期，以及线上直营收入增加的同时费用投放增加，另外 22 年下半年公司启动主品牌钙和多种维生素两大基础营养品类冲冠战略，加大了对核心产品蛋白粉战略投入。展望 23 年，随着疫情形势好转，线下经营活动逐步恢复正常，收入增长带动下销售费用率有望降低。

疫后线下客流有望逐步恢复，线上渠道持续巩固。随着防疫政策的逐步放开，线下消费场景边际修复，公司在全国药店渠道具备领先优势，有望受益于线下需求的逐步回暖。根据第三方数据，公司在全国药店渠道的市场份额同比稳步提升，与零售药店保持紧密合作，21 年 7 月启动的“营养天团”服务团队也有望在疫后逐步释放效能。针对线上渠道，公司将持续布局线上多元化平台，优化投放策略和效率，在保障线上渠道收入增加的同时进一步提高线上利润率。

产品端来看，健力多短期内受到疫情反复和批文进度慢的影响，后续影响有望逐步缓解，公司 22 年 5 月推出的健力多氨糖软骨素葛根片表现良好，正处于快速铺市阶段。22 年益生菌品类在成为阿里平台行业第二大品类，行业景气度较高，近两年“Life-Space”、“BYHEALTH”等品牌在线上渠道实现快速增长。健视佳、健安适、舒百宁也具备成为大单品的潜质。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司线上直营收入占比持续提升，费用投放力度加大，下调公司 2022-24 年归母净利润分别至 14.05/18.94/21.67 亿元（分别下调 17%/4%/7%），折合 2022-24 年 EPS 分别为 0.83/1.11/1.27 元，当前股价对应 PE 分别为 28x/20x/18x，维持“增持”评级。

风险提示：经济增速放缓压力加大、商誉减值风险、食品安全问题。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,095	7,431	7,591	8,707	9,758
营业收入增长率	15.83%	21.93%	2.15%	14.71%	12.07%
净利润（百万元）	1,524	1,754	1,405	1,894	2,167
净利润增长率	528.29%	15.07%	-19.88%	34.79%	14.38%
EPS（元）	0.96	1.03	0.83	1.11	1.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.98%	16.71%	13.12%	16.04%	16.76%
P/E	24	22	28	20	18
P/B	5.2	3.7	3.6	3.3	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-30（注：2020-2021 年股本数分别为 15.81/17.00 亿股）

增持（维持）

当前价：22.82 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	17.00
总市值(亿元)	388.01
一年最低/最高(元)	16.41/27.84
近 3 月换手率	51.16%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.91	27.40	3.57
绝对	9.92	31.45	-14.86

资料来源：Wind

相关研报

Q3 收入企稳，利润快速回升 ——汤臣倍健（300146.SZ）2022 年三季报点评（2022-10-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,095	7,431	7,591	8,707	9,758
营业成本	2,266	2,522	2,468	2,783	3,129
折旧和摊销	205	215	197	218	241
税金及附加	72	74	76	87	97
销售费用	1,818	2,478	2,896	3,165	3,450
管理费用	434	388	430	481	537
研发费用	140	150	154	172	192
财务费用	13	-31	-26	-30	-34
投资收益	181	120	100	120	120
营业利润	1,789	2,027	1,695	2,282	2,620
利润总额	1,769	2,178	1,745	2,352	2,690
所得税	225	412	330	445	509
净利润	1,544	1,766	1,415	1,907	2,182
少数股东损益	20	12	10	13	15
归属母公司净利润	1,524	1,754	1,405	1,894	2,167
EPS(元)	0.96	1.03	0.83	1.11	1.27

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,566	1,819	1,582	1,678	1,940
净利润	1,524	1,754	1,405	1,894	2,167
折旧摊销	205	215	197	218	241
净营运资金增加	1,305	1,711	147	532	544
其他	-1,468	-1,861	-167	-966	-1,011
投资活动产生现金流	-532	-2,354	-14	-325	-330
净资本支出	-319	-259	-303	-370	-400
长期投资变化	212	281	0	0	0
其他资产变化	-424	-2,376	288	45	70
融资活动现金流	-950	1,643	-1,096	-762	-1,015
股本变化	-1	119	0	0	0
债务净变化	-314	-214	67	0	0
无息负债变化	613	-55	41	100	70
净现金流	81	1,074	471	591	595

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	62.8%	66.1%	67.5%	68.0%	67.9%
EBITDA 率	26.0%	27.9%	23.4%	25.9%	26.8%
EBIT 率	22.6%	24.9%	20.8%	23.4%	24.3%
税前净利润率	29.0%	29.3%	23.0%	27.0%	27.6%
归母净利润率	25.0%	23.6%	18.5%	21.8%	22.2%
ROA	16.0%	13.6%	10.6%	13.1%	13.9%
ROE (摊薄)	22.0%	16.7%	13.1%	16.0%	16.8%
经营性 ROIC	20.7%	18.1%	15.3%	18.1%	19.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	28%	19%	19%	18%	17%
流动比率	2.17	3.54	3.54	3.82	4.12
速动比率	1.78	3.14	3.16	3.41	3.68
归母权益/有息债务	28.12	322.02	107.09	118.11	129.28
有形资产/有息债务	29.41	330.71	113.53	125.98	138.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	9,640	12,966	13,299	14,514	15,717
货币资金	1,826	2,902	3,373	3,964	4,559
交易性金融资产	41	240	0	100	200
应收账款	164	290	350	401	449
应收票据	0	0	46	52	59
其他应收款 (合计)	14	23	63	66	69
存货	873	833	814	921	1,039
其他流动资产	1,799	2,915	2,931	3,042	3,147
流动资产合计	4,850	7,339	7,709	8,697	9,691
其他权益工具	248	262	262	262	262
长期股权投资	212	281	279	279	279
固定资产	873	829	987	1,155	1,318
在建工程	110	277	248	234	228
无形资产	923	806	773	743	716
商誉	1,216	1,120	1,120	1,120	1,120
其他非流动资产	90	958	959	959	959
非流动资产合计	4,791	5,627	5,590	5,817	6,026
总负债	2,698	2,429	2,537	2,638	2,708
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	350	408	399	450	506
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	72	72	72	72	72
流动负债合计	2,238	2,071	2,179	2,280	2,350
长期借款	144	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	99	137	137	137	137
非流动负债合计	460	358	358	358	358
股东权益	6,942	10,537	10,762	11,876	13,009
股本	1,581	1,700	1,700	1,700	1,700
公积金	3,777	6,940	7,024	7,024	7,024
未分配利润	1,540	2,037	2,168	3,270	4,387
归属母公司权益	6,934	10,494	10,709	11,811	12,928
少数股东权益	9	43	53	66	81

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	29.84%	33.35%	38.15%	36.35%	35.35%
管理费用率	7.13%	5.22%	5.66%	5.52%	5.51%
财务费用率	0.21%	-0.41%	-0.35%	-0.35%	-0.35%
研发费用率	2.30%	2.02%	2.02%	1.97%	1.97%
所得税率	13%	19%	19%	19%	19%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.70	0.70	0.47	0.62	0.64
每股经营现金流	0.99	1.07	0.93	0.99	1.14
每股净资产	4.39	6.17	6.30	6.95	7.60
每股销售收入	3.86	4.37	4.46	5.12	5.74

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	24	22	28	20	18
PB	5.2	3.7	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	22.7	18.2	21.1	16.5	14.1
股息率	3.1%	3.1%	2.0%	2.7%	2.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE