公司点评

# 汤臣倍健（300146）

食品饮料 | 食品加工

## 大单品稳步推进，经销商裂变赋能

2020 年 11 月 19 日

| 评级 | 推荐 |
|---|---|
| | 评级变动 维持 |
| 合理区间 | 28-30 元 |

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 当前价格（元） | 26.13 |
| 52 周价格区间（元） | 14.17-27.55 |
| 总市值（百万） | 41312.07 |
| 流通市值（百万） | 23325.90 |
| 总股本（万股） | 158102.06 |
| 流通股（万股） | 89268.66 |

**涨跌幅比较**

| % | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 汤臣倍健 | 14.61 | 7.35 | 68.11 |
| 食品加工 | -3.22 | -4.58 | 48.67 |

张昕奕 分析师
执业证书编号：S0530520080001
zhangxy@cfzq.com
0731-84403358

**相关报告**

1 《汤臣倍健：汤臣倍健（300146.SZ）2020 年三季报点评：单品接力恢复成长，电商渠道扩张可期》 2020-10-29

2 《汤臣倍健：汤臣倍健（300146.SZ）公司深度：风险出清整装待发，保健龙头重新起航》 2020-09-09

3 《汤臣倍健：汤臣倍健（300146.SZ）2019 年半年报点评：线下渠道表现不及预期，短期调整不改长期趋势》 2019-08-02

| 预测指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 主营收入（百万元） | 4350.78 | 5261.80 | 5981.39 | 6885.03 | 7727.25 |
| 净利润（百万元） | 1002.18 | -355.89 | 1332.40 | 1586.24 | 1816.24 |
| 每股收益（元） | 0.63 | -0.23 | 0.84 | 1.00 | 1.15 |
| 每股净资产（元） | 3.54 | 3.79 | 4.97 | 5.61 | 6.36 |
| P/E | 41.22 | -116.08 | 31.01 | 26.04 | 22.75 |
| P/B | 7.39 | 6.89 | 5.25 | 4.65 | 4.11 |

*资料来源：贝格数据，财信证券*

**投资要点：**

- **健力多+LSG 益生菌，单品接力布局健康。（1）健力多：**根据 IMS 重点城市抽样数据统计，2019 年“健力多”在药店渠道关节护理领域市场份额为 38%，仍有一定的提升空间。目前健力多仍是公司重点投入资源培育的对象，市场反馈复购率也很高，品牌占位在持续加强，在骨骼健康市场的渗透率有望迎来持续的提升。**（2）life-space：**公司在境内和境外销售的“Life-Space”产品在剂型（粉剂、胶囊等类型）、外包装、可选品类等方面都有区别，境内产品以适合婴幼儿、儿童、成人食用的类型为主，境外的产品类型更加细分，同时二者生产上也是相互独立的。此外，“Life-Space”国内产品主要发力线下药店和母婴渠道，公司于今年 3 月下旬开始在药店渠道铺货，7 月开始全国电视广告、网络视频及信息流广告、分众楼宇广告等多维度广告，并开展终端活动以拉动客流增长。

- **经销裂变激发活力，推进线下扁平精细。**公司裂变计划的新增经销商以原有经销商裂变为主，也会招募分销商与新的经销商，并且以地级市为单位搭建体系。本次裂变长期来看将为新单品的增长释放更多动能，渠道的细化也能进一步加强市场教育，提升渗透率。根据公司最新的交流信息，目前汤臣倍健事业部、佰嘉事业部和海外品牌事业部的经销商裂变公司主体数基本完成，达到公司对其效果的预期预计需要两至三年时间去沉淀。

- **投资建议与盈利预测。**我们看好公司作为保健品龙头的实力，根据最新交流中公司四季度的费用投放计划，以及未来的发展规划，我们调整了公司 2020-2022 年的盈利预测：预计公司 2020-2022 年分别实现营业总收入 59.81/68.85/77.27 亿元（前值为 61.86/71.75/79.94 亿元），实现归母净利润 13.32/15.86/18.16 亿元（前值为 15.26/16.75/19.79 亿元），EPS 为 0.84/1.00/1.15 元（前值为 0.97/1.06/1.25），对应当前股价分别为 31/26/23 倍。给予公司 2021 年 28-30 倍 PE，股价的合理区间为 28-30 元，维持对公司“推荐”的评级。

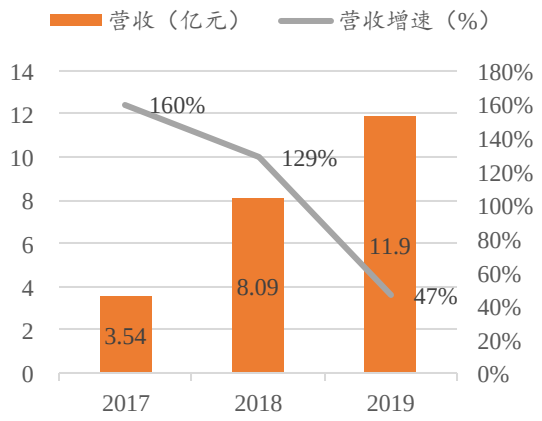
- **风险提示：食品安全风险；单品发展不及预期风险；行业监管趋严风险；渠道下沉不及预期风险；商誉减值风险。**

# 1 健力多+LSG 益生菌，单品接力布局健康

2020 年，在公司首个大单品健力多取得突破之后，公司计划以“四大单品+两大形象产品+1 个明星产品”多品种全线出击，通过单品在不同细分品类的占位和突破，带动全品类销售。其中“4 大单品”即健力多、Life-space、健视佳、健甘适，分别针对骨健康、益生菌、视力健康、肝健康四类细分市场。

**健力多：**2020 年前三季度，关节护理品牌“健力多”实现收入 10.84 亿元，同比增长 12.21%，Q3 同比增长 33.3%。公司对大单品培育成功的划定标准是：单个大单品实现销售额 10 亿元，同时在所属细分领域的市占率达到 60%以上。健力多在去年已经达成了作为首个大单品的销售额目标，但是根据 IMS 重点城市抽样数据统计，2019 年“健力多”在药店渠道关节护理领域市场份额为 38%，仍有一定的提升空间。该产品目前铺货仍以线下药店渠道为主，由于疫情公司的营销活动一时难以开展，上半年健力多的销售受到一定的影响，但三季度的客流量和终端活动都已经基本恢复正常。健力多仍是公司重点投入资源培育的对象，市场反馈复购率也很高，品牌占位在持续加强，在骨骼健康市场的渗透率有望迎来持续的提升。

**图 1：近几年健力多的发展情况**




*资料来源：WIND 数据库，财信证券*

**图 2：汤臣倍健健力多氨糖软骨素**

*资料来源：天猫官方旗舰店，财信证券*

**LSG 益生菌：**2020 年上半年，“Life-Space”国内产品实现收入 1.31 亿元，其中线下渠道收入约占境内收入的 77.09%，同比增长 5.32%。境外业务方面（并表业务），LSG 公司实现收入 4.36 亿元，同比增长 23.90%；分部间抵消后同比增长 28.42%（来自于向子公司的原材料采购）。公司在境内和境外销售的“Life-Space”产品在剂型（粉剂、胶囊等类型）、外包装、可选品类等方面都有区别，境内产品以适合婴幼儿、儿童、成人食用的类型为主，境外的产品类型更加细分，同时二者生产上也是相互独立的。此外，“Life-Space”国内产品主要发力线下药店和母婴渠道，公司于 3 月下旬开始在药店渠道铺货，7 月开始全国电视广告、网络视频及信息流广告、分众楼宇广告等多维度广告投放，并开展终端活动以拉动客流增长。

**图 3：lifespace 天猫旗舰店主要产品**

*资料来源：天猫官方旗舰店，财信证券*

**图 4：lifespace 天猫海外旗舰店主要产品**

*资料来源：天猫官方旗舰店，财信证券*

**健视佳、健甘适：**另外两大储备单品目前仍在市场培育阶段。健视佳的定位是视力保健产品，目前试点区域已经扩大至 10 个，公司也辅以媒体宣传、品牌包装形象升级等方式强化市场教育、提升市场的品牌认知度。而健甘适的定位是肝部保健产品，面向的是长期熬夜、饮酒过量、高脂饮食等人群，今年 3 月份起正式开始在渠道进行铺货，也是具有批文的产品；地区方面也主要是在五大重点省份重点铺货。

**图 5：汤臣倍健健视佳**

*资料来源：天猫官方旗舰店，财信证券*

**图 6：汤臣倍健健甘适**

*资料来源：天猫官方旗舰店，财信证券*

## 2 经销裂变激发活力，推进线下扁平精细

2020 年公司推出了经销商裂变计划，目的是构建适合多个大单品运营的新销售模式，分别建立汤臣倍健主品牌、“健力多”、“Life-space”三个独立的经销商体系。新增经销商以原有经销商裂变为主，也会招募分销商与新的经销商，并且以地级市为单位搭建体系。对于新增的经销经营个体，公司有具体明晰的考核要求，因此对于裂变的老经销商而言会有一定压力，但是长期来看将为新单品的增长释放更多动能，渠道的细化也能进一步

加强市场教育，提升渗透率。根据公司最新的交流信息，目前汤臣倍健事业部、佰嘉事业部和海外品牌事业部的经销商裂变公司主体数基本完成，达到公司对其效果的预期预计需要两至三年时间去沉淀。

## 3 投资建议与盈利预测

今年公司轻装上阵，继续履行大单品战略，做大做活单一保健品来发掘市场潜力，打造汤臣倍健系列的品牌价值。从报表数据来看，今年费用缩减是盈利增厚的主力，公司表示四季度会有比较大规模的销售费用投放计划，一方面是基于疫情不确定性下的相关品牌推广规划，另一方面为明年的布局打基础，2020 年末公司费用端的压力将加大。但长期来看，产品结构升级、单品放量带来的规模效应，以及经销渠道裂变赋能、电商渠道扩张，都将为公司的收入与业绩成长打开更多空间。2020 年是公司 2018-2020“新一轮增长周期”三年规划的收官之年，公司也制定了《2021-2023 年经营规划纲要》，定位为从裂变走出蜕变，实现业务扩盘和持续较快增长的新三年。

我们看好公司作为保健品龙头的品牌、研发与渠道扩张实力，根据最新交流中公司四季度的费用投放计划，以及未来的发展规划，我们调整了公司 2020-2022 年的盈利预测：预计公司 2020-2022 年分别实现营业总收入 59.81/68.85/77.27 亿元（前值为 61.86/71.75/79.94 亿元），实现归母净利润 13.32/15.86/18.16 亿元（前值为 15.26/16.75/19.79 亿元），EPS 为 0.84/1.00/1.15 元（前值为 0.97/1.06/1.25），对应当前股价分别为 31/26/23 倍。给予公司 2021 年 28-30 倍 PE，股价的合理区间为 28-30 元，维持对公司 “推荐”的评级。

## 4 风险提示

食品安全风险；单品发展不及预期风险；行业监管趋严风险；渠道下沉不及预期风险；商誉减值风险。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别 | 投资评级 | 评级说明 |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 推荐 | 投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15% |
| | 中性 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5% |
| | 回避 | 投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上 |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上 |
| | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5% |
| | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上 |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com
地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层
邮编：410005
电话：0731-84403360
传真：0731-84403438