



VDS 行业预期恢复上行，龙头优势有望迎来估值修复 ——汤臣倍健（300146·SZ）投资价值分析报告

核心观点

◎细分市场增量空间广阔，行业预期恢复上行

我国膳食营养补充剂行业发展历史尚短，目前在渗透率、消费粘性、人均消费金额等方面与发达国家差距较大，随着人均收入不断提升、老龄化人口增加、以及疫情对国人健康观的影响，行业近两年保持 7% 左右增速，今年受疫情等因素影响增速有所下滑，预计随疫情防控更加科学精准，线下动销及物流的恢复，行业增速预期将恢复到 6.82% 水平。未来，在消费者产品需求多元化以及渗透率提升等因素推动下，细分市场增量空间广阔；同时消费者对产品质量安全的关注，有利于具有品牌优势的企业提升渗透率及消费粘性。

◎产品品牌渠道多年深耕，企业领先优势有望逐步扩大

面对消费者多元化需求，公司针对高潜细分市场全面布局，不断丰富产品矩阵，形成大单品、形象产品和明星产品多引擎推动业务增长；面对行业激烈竞争，公司通过研发提“质”、品牌提“质”等多种手段，支持企业高质量、可持续发展，不断加固公司护城河；公司线下渠道先发优势明显，线上渠道仍有较大提升空间。近两年，公司市场占有率保持在 10.3%，稳居第一，相比上一年公司领先优势有所扩大，未来在消费者更加关注产品质量安全及需求多样化等趋势下，公司凭借在产品品牌渠道的多年深耕，有望进一步提升渗透率及消费粘性。

◎新增产能陆续投产，业绩预期逐步修复

三季报数据显示，益生菌品类增长强劲，带动业绩逐步修复，每股收益逐步改善，2022Q1、Q2、Q3 每股收益相较于上年增速分别为-24.48%、-30.56%、48.64%。产品产销率及产能利用率始终保持高位，未来随公司生产基地升级改造及新建项目自 2023 年将陆续投入使用，以及各地线下动销及物流逐步恢复，线上渠道收入占比逐步提升，公司业绩预期逐步修复。

◎公司盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年每股收益（EPS）分别为 1.00 元、1.20 元、1.43 元，对应 EPS 增长率分别为 20.32%、18.42%。PE 估值模型下：2022 年行业平均 PE 为 22 倍，考虑公司的竞争优势和未来成长空间，同时考虑近期食品加工板块的估值水平，给予公司 2022 年 19-22 倍 PE，对应每股合理估值区间在 19-22 元之间，PEG 模型下：得出公司的 PEG<1，目前股价被低估的结论。DCF 估值模型下，每股合理内在价值为 30.56 元。

◎投资风险提示

疫情反复的风险、政策风险、行业竞争加剧的风险、新业务与新项目的风险、商誉减值风险。

财务摘要

| (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入 | 7431.28 | 8189.01 | 9411.66 | 10912.97 |
| (+/-) (%) | 21.9% | 10.2% | 14.9% | 16.0% |
| 归母净利润 | 1753.98 | 1702.77 | 2048.75 | 2426.17 |
| (+/-) (%) | 15.07% | -2.92% | 20.32% | 18.42% |
| 每股收益 (元) | 1.03 | 1.00 | 1.20 | 1.43 |
| P/E | 17.53 | 18.05 | 15.01 | 12.67 |

数据来源：华通证券研究部

公司投资评级

推荐（首次）

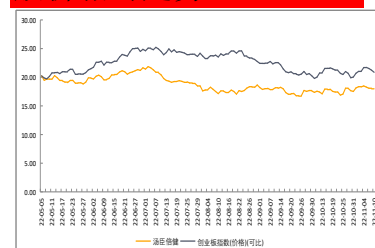
A 股研究报告

华通证券国际有限公司研究部
食品饮料行业组
SFC:AAK004
Email:yjb@huatongzq.com

主要数据 2022.11.11

| | |
|-----------|-------------|
| 收盘价 (元) | 18.20 |
| 一年中最低/最高 | 16.41/28.80 |
| 总市值 (亿元) | 309.5 |
| 总股本 (亿股) | 17.00 |
| 流通股本 (亿元) | 11.29 |
| ROE (加权) | 14.16% |
| PE (TTM) | 19.67 |

股价相对走势



数据来源：东财 Choice



正文目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 一、公司所属行业情况分析..... | 2 |
| 1. 行业基本情况与现状..... | 4 |
| 1.1 行业基本信息..... | 4 |
| 1.2 行业国内竞争格局..... | 5 |
| 2. 行业发展趋势..... | 6 |
| 2.1 行业未来成长空间及速度..... | 6 |
| 2.2 行业发展趋势..... | 7 |
| 二、产品矩阵不断完善，品牌及渠道优势下公司龙头地位不断稳固..... | 8 |
| 1. 产品矩阵不断完善，大单品+形象产品+明星产品多引擎推动业务增长.. | 8 |
| 2. 品牌地位不断稳固，市场占有率逐步提升..... | 11 |
| 3. 线下渠道先发优势明显，线上渠道收入占比仍有较大提升空间..... | 12 |
| 4. 成本费用率基本保持稳定..... | 13 |
| 5. 毛利率及净利率基本稳定，盈利能力显著优于同类公司..... | 14 |
| 6. 批文储备带来先发优势，研发投入培养长期竞争力..... | 14 |
| 7. 未来三年产能逐步扩充，顺应行业增长趋势..... | 15 |
| 三、业绩预测..... | 16 |
| 四、估值分析..... | 17 |
| 1. 相对估值..... | 17 |
| 2. 绝对估值..... | 19 |
| 五、股价催化剂..... | 19 |
| 六、风险提示..... | 20 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 1 人均可支配收入逐步上升..... | 4 |
| 图 2 老龄化人口比重逐步上升..... | 4 |
| 图 3 人均医疗保健支出占消费支出比重上升..... | 5 |
| 图 4 人均医疗保健支出增长快于消费支出..... | 5 |
| 图 5 2017 年维生素和膳食营养补充剂 CR5..... | 5 |
| 图 6 2021 年维生素和膳食营养补充剂 CR5..... | 5 |
| 图 7 膳食营养补充剂行业渠道结构性变化..... | 6 |
| 图 8 膳食营养补充剂行业市场规模及增速预测..... | 6 |
| 图 9 公司主要产品（按保健需求区分）..... | 9 |
| 图 10 汤臣倍健营收变化情况..... | 10 |
| 图 11 分品牌营业收入变化情况..... | 10 |
| 图 12 公司各品类营收增长（按产品形态分）..... | 10 |
| 图 13 公司利润构成（按产品形态分）..... | 10 |
| 图 14 营收增速走势（按产品形态分）..... | 11 |
| 图 15 毛利率走势（按产品形态分）..... | 11 |
| 图 16 维生素和膳食补充剂 CR5 市占率变化..... | 12 |
| 图 17 汤臣倍健在细分领域的市占率变化..... | 12 |
| 图 18 分渠道营收变化情况（亿元）..... | 13 |
| 图 19 分渠道毛利率变化情况..... | 13 |
| 图 20 公司主营业务成本构成..... | 13 |
| 图 21 成本费用占营业收入比重..... | 13 |
| 图 22 汤臣倍健近几年毛利率及净利率走势..... | 14 |



| | |
|------------------------------------------------|----|
| 图 23 可比公司及行业均值盈利能力对比..... | 14 |
| 图 24 可比公司及行业运营效率对比..... | 14 |
| 图 25 2021 年同类公司研发支出情况..... | 15 |
| 图 26 产销率情况..... | 16 |
| 图 27 产能利用率情况..... | 16 |
| 图 28 PE 估值百分位..... | 18 |
| 图 29 可比 2022 年 PE 估值（截至 11 月 8 日）..... | 18 |
| 表 1 中资企业营养健康行业跨境并购..... | 8 |
| 表 2 截至 2022 年上半年同类公司拥有行业保健食品注册和备案数量及专利权统计..... | 15 |
| 表 3 三个生产基地建设及回报情况..... | 16 |
| 表 4 2022-2024 年公司收入预测..... | 17 |
| 表 5 可比公司估值表（截止 2022 年 11 月 8 日）..... | 18 |
| 表 6 DCF 估值模型..... | 19 |
| 表附录：财务报表预测与比率分析..... | 22 |

一、公司所属行业情况分析

1. 行业基本情况与现状

1.1 膳食营养补充剂行业主要驱动因素

膳食营养补充剂(VDS)是以维生素、矿物质及动植物提取物等为主要原料,通过补充人体必需的营养素和生物活性物质,达到提高机体健康水平和降低疾病风险的目的,并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品。该行业发展与居民收入以及消费观念有关,随着居民收入水平和生活质量的提高,以及老龄化人口数量不断提升,消费者对健康品质生活的诉求愈发凸显。2020年突如其来的新冠疫情,更是深刻地改变着国人的健康观,带来后疫情时代营养健康相关产品市场需求的增长提速。目前我国膳食营养补充剂行业发展历史尚短,居民的消费意识和习惯尚未完全建立,产品在渗透率、消费粘性、人均消费金额等方面与美国、日本等发达国家相比存在较大差距,2021年中国膳食营养补充剂人均消费20美元,增长6.3%,略高于全球平均水平,约为美国的20%,未来随着居民消费习惯的转变市场上升空间巨大。

图 1 人均可支配收入逐步上升

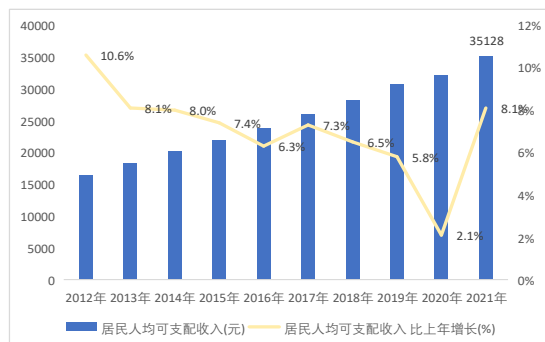
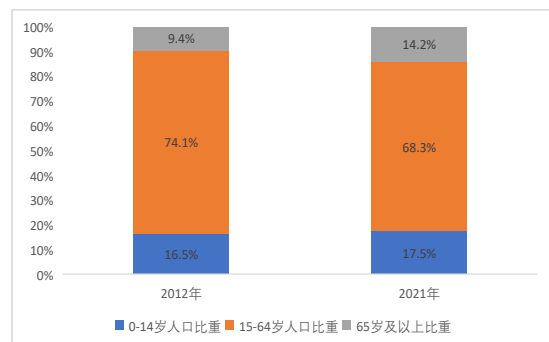


图 2 老龄化人口比重逐步上升



数据来源：国家统计局，华通证券研究部

2021年我国人均医疗保健消费支出2,115元,较上年增长14.76%,增速高于全国居民人均消费支出1.2个百分点;2022年第三季度人均医疗保健支出占消费支出比重为8.93%,相较于2012年的6.95%,人均医疗保健支出占消费支出比重提升1.98个百分点,由此看出居民对医疗保健的重视以及消费意愿的提升。一方面,老龄人口数量的持续攀升为营养保健食品的需求提供持续动力;另一方面,年轻消费群体开始重视借助科技创新力量延长健康年龄、延缓衰老、增强活力,市场需要更具科学性、创新性的产品,上述因素都驱动着营养保健食品行业的快速以及多元化的发展。

图 3 人均医疗保健支出占消费支出比重上升

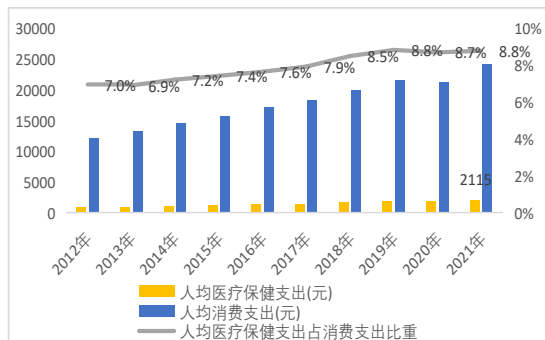
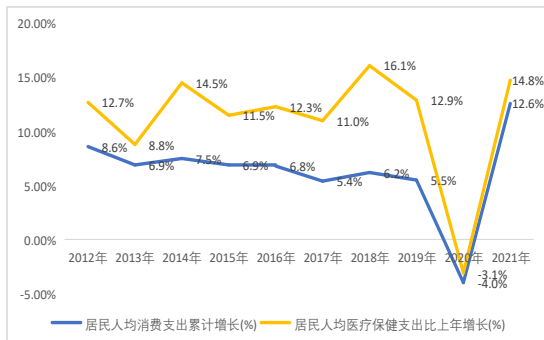


图 4 人均医疗保健支出增长快于消费支出



数据来源：国家统计局，华通证券研究部

1.2 国内竞争激烈市场分散，线上渠道增长迅速

近年来膳食营养补充剂行业竞争持续加剧，一是行业内国际领先企业进入中国市场，包括大型药企和食品企业介入等；二是海外品牌借助跨境电商等方式与国内品牌在线上渠道竞争充分；三是新时代下，新媒体、新渠道、新技术应用等为新品类、新品牌快速发展提供了机会。根据欧睿数据显示，2021年中国维生素和膳食补充剂细分行业 CR5 为 25.90%，前五大品牌市占率均不到 10%。2017年汤臣倍健在该领域市占率 6%，位列第三，2021年汤臣倍健在该领域市占率 9.9%，位列第一，汤臣倍健近几年领先优势逐步扩大。

图 5 2017 年维生素和膳食营养补充剂 CR5

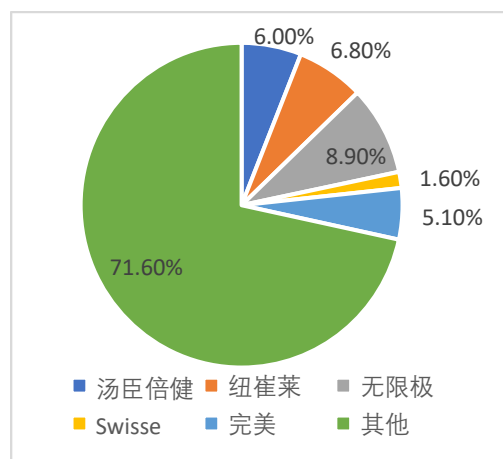
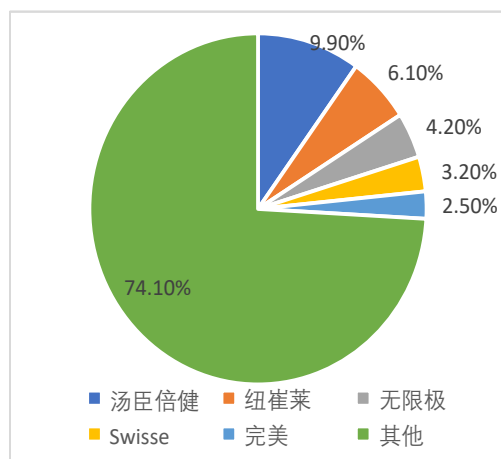


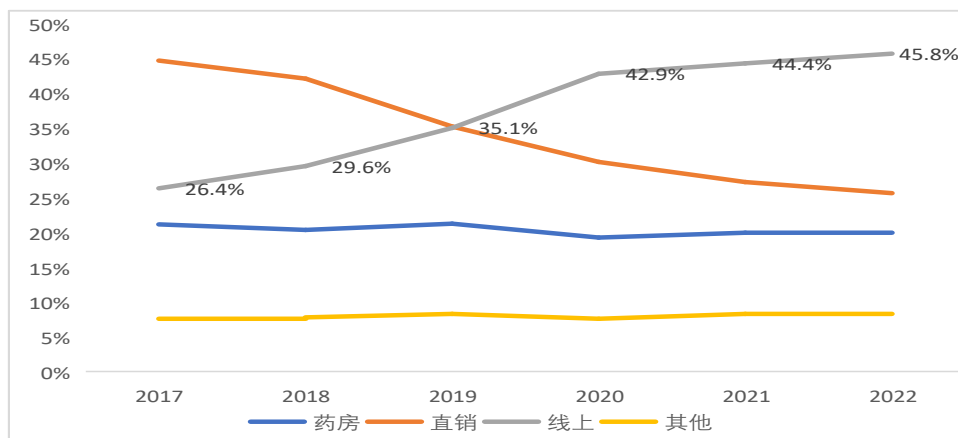
图 6 2021 年维生素和膳食营养补充剂 CR5



数据来源：欧睿，华通证券研究部

疫情加剧了中国膳食营养补充剂 (VDS) 行业的渠道结构性变化。线上渠道占比继 2019 年以 35.1% 超越直销渠道排名第一后，2022 年占比预计为 45.8%，领先优势大幅提升；直销渠道则由 2018 年的 42% 下降到 2019 年的 35%，2022 年继续下降到 25.7%。药店基本稳定在 20% 左右。其他渠道过去五年基本维持在 7-9% 的一个较稳定区间。

图 7 膳食营养补充剂行业渠道结构性变化



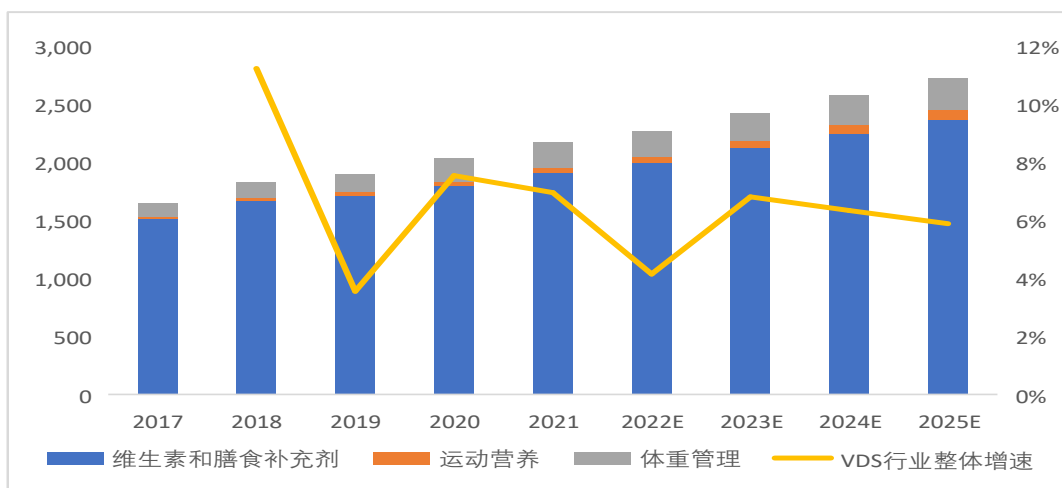
数据来源：欧睿，华通证券研究部

2. 行业发展趋势

2.1 行业未来成长空间及速度

根据欧睿的统计口径，广义的膳食营养补充剂包括维生素和膳食补充剂、运动营养、体重管理共三个细分市场，其中维生素和膳食补充剂占比长期保持在约90%左右，2019年行业受到国家相关部门联合对“保健”行业乱象和违法违规行为开展的整治及药品零售行业不断的改革和规范，行业整体增速出现短暂下滑，但从长期来看，膳食营养补充剂行业未来的外部经营环境将更加有序、健康，有助于行业的可持续发展。2021年，整体膳食营养补充剂行业规模为2183亿元，增速为6.97%，2022年受疫情等因素影响，整体行业增速有所下滑为4.16%，据欧睿预测，随着未来疫情防控更加科学精准，线下动销及物流逐步恢复，2023-2025年整体膳食营养补充剂行业规模将分别为2428.92/2583.17/2735.46亿元，增速分别为6.82%/6.35%/5.90%，其中2025年维生素和膳食补充剂、运动营养、体重管理三个细分市场规模分别为2372.57/87.45/275.44亿元，增速分别为5.42%/13.85%/7.67%。

图 8 膳食营养补充剂行业市场规模及增速预测



数据来源：欧睿，华通证券研究部



2.2 行业发展趋势

(1) 消费者对安全性和品质的关注将利好优势企业

膳食营养补充剂行业发展初期呈现粗放式增长，但随着市场的逐步发展，其品质标准不断提高。随着国家对膳食营养补充剂行业的监管日趋严格，行业整顿将进一步加速，一批研发能力弱、产品质量低下的膳食营养补充剂厂商将被逐步淘汰。同时，随着消费者健康意识的提升和对膳食营养补充剂认知的不断深入，在安全性和品质上有保障的产品也将更受青睐，未来品牌声誉较好的优势企业有望获得更高的渗透率及消费粘性。

(2) 产品精细化、多元化带来细分市场增量空间

由于消费者健康需求提升以及不同人群对健康需求不同，膳食营养补充剂市场逐渐呈现出细分化趋势，从而衍生了更为细分和全面的功能需求。罗兰贝格分析认为，目前胶囊和片剂依然为主流产品类型，但颗粒、粉剂和口服液等类型的产品也逐渐呈现较高的消费热度。相较于国外企业，我国本土企业产品设计仍较为粗放，往往欠缺具有生命力的明星产品以及针对不同人群的细分产品，但随着行业日趋成熟和需求的细分，企业产品结构将由大众化向有针对性、定制化方向演变，而多元化的产品形态也有助于提升消费者服用体验，更受新生代消费者的青睐。虽然膳食营养补充剂在产品开发难度上低于药品，但若要推出适合中国不同人群的产品线，仍需要对细分市场消费者需求有深入了解，持续投入产品研发，并培育消费习惯，产品多元化需求将带来细分市场增量空间。

(3) 电商渠道迅猛发展要求企业加大线上渠道投入

电商渠道的高速发展为消费者提供类型更为丰富、功能更为多样的产品，高度契合了消费者的长尾需求，同时也拓宽了膳食营养补充剂的销售渠道，未来膳食营养补充剂在电商渠道的销售有望延续高增长。从跨境电商渠道看，**Swisse**、**Muscletech** 等外资品牌通过跨境电商进入国内市场，凭借强大的品牌力和细分产品优势，迅速普及发展，并带动电商渠道市场规模高速增长。从本土电商看，汤臣倍健、康恩贝、善存等企业相继加大线上渠道投入，膳食营养补充剂产品借助天猫、京东等主流电商平台发展迅速。

(4) 行业并购整合加剧，企业借此激活国内外市场

近年来国内企业通过海外收购扩大业务版图，行业整合加剧，并购海外企业一方面可以延伸业务品类，拓宽消费者群体；另一方面可以在发挥协同效应的基础上，激活国内空白市场与渠道。近年来中资企业并购金额较大的跨境并购案例如下所示：



表 1 中资企业营养健康行业跨境并购

| 日期 | 收购方 | 目标公司/品牌 |
|-------------|--------------|-----------------|
| 2018 年 1 月 | 汤臣倍健 | 澳大利亚 Life-Space |
| 2016 年 12 月 | 健合集团（原合生元集团） | 澳大利亚 Swisse |
| 2016 年 12 月 | 上海医药/春华资本 | 新西兰 Vitaco |
| 2016 年 12 月 | 西王食品/春华资本 | 加拿大 Kerr |

数据来源：中国医药保健品进出口商会，华通证券研究部

中国企业与海外企业的合作，双方优势资源互补，通过业务模式、品牌定位、渠道布局、组织架构以及人力管理等方面发挥协同作用，中国膳食营养补充剂行业将进一步整合。

二、公司产品矩阵不断完善，品牌及渠道优势下公司龙头地位不断稳固

1. 公司产品矩阵不断完善，大单品+形象产品+明星产品多引擎推动业务增长

汤臣倍健股份有限公司创立于 1995 年，2002 年，公司系统地将 VDS 引入中国非直销领域，依托现代营养科学建立了全面的膳食营养补充剂科学体系，2010 年 12 月 15 日，汤臣倍健在深圳交易所创业板挂牌上市，并迅速成长为中国膳食营养补充剂领导品牌和标杆企业。在以膳食营养补充剂为中心，向上延伸至非处方药，向下延伸至功能食品的消费者健康业务内，公司持续构建和丰富不同业务板块的品牌矩阵，各品牌在品牌定位、面向的消费人群及其需求上形成良好的互补性，不断夯实品牌力，为消费者健康创造价值。公司大众化知名品牌“汤臣倍健”定位全系列的膳食营养补充剂，旨在满足全家人一站式营养需求，产品包括：蛋白质、维生素、矿物质、天然动植物提取物及其他功能性膳食营养补充剂，涵盖片剂、粉剂、胶囊等形态。同时，公司积极拓展 VDS 细分领域，陆续推出关节护理品牌“健力多”、眼部健康营养专业品牌“健视佳”等众多细分领域专业品牌，并通过收购获得专业益生菌品牌“Life-Space”和澳大利亚专注于儿童健康超 50 年的专业膳食营养补充剂知名品牌“Pentavite”等海外品牌。

针对高潜细分市场全面布局，通过加大对大单品、形象产品和明星产品的业务渗透，多引擎推动业务增长。（1）大单品矩阵不断完善，规模效应凸显。“健力多”通过消费人群和消费场景扩充、渠道渗透等巩固品类领导地位；“健视佳”由区域推广扩充到全国推广；“健安适”重点打造核心样板市场；推出新一代植物科技辅助降血脂产品“舒百宁”，并在线下渠道启动种子计划试点。（2）形象产品“多种维生素”系列产品借助精准营销，提升品牌声量，巩固市场地位。（3）加码明星产品“牛初乳加钙咀嚼片”并丰富儿童全产品矩阵，带动儿童系列增长；明星产品“褪黑素”通过精准定位市场需求，带动细分市场业务增长。

图 9 公司主要产品（按保健需求区分）



资料来源：汤臣倍健官网，华通证券研究部

2022年1-9月，公司实现营业收入61.60亿元，同比增长2.18%；归属于上市公司股东的净利润14.82亿元，同比下降10.88%。公司主营业务收入中，（1）境内业务方面：①主品牌“汤臣倍健”实现收入34.60亿元，同比下降5.04%；关节护理品牌“健力多”实现收入10.15亿元，同比下降12.15%；“Life-Space”国内产品实现收入2.53亿元，同比增长53.33%。②分渠道来看，线下渠道收入约占境内收入的67.55%，同比下降3.86%；线上渠道收入同比增长3.95%。（2）境外业务方面：LSG实现营业收入5.77亿元，同比增长16.20%（按澳元口径：LSG营业收入为1.24亿澳元，同比增长21.71%）。公司近期营收承压，主要受今年疫情反复，各地防控力度较大，对公司线下门店动销和物流均产生一定影响，未来随着疫情防控更加科学精准，线下动销及物流恢复有望带动营收改善。

2017年，公司启动大单品之战，健力多作为该战略下的第一个品种，公司集中和调动市场优势资源加大投入，健力多单品在2017年实现超160%的增长，根据第三方数据，“健力多”在重点城市药店渠道的市场份额超40%，其零售额增速超过渠道关节护理品类总体水平，保持品类领先地位。除“Life-Space”品牌快速增长以外，“健视佳”品牌前三季度实现了近90%的收入增长。“健安适”、“舒百宁”还在重点区域探索动销模式、做消费者种子计划，随着大单品矩阵不断完善，大单品领跑带动公司全品类产品不断成长的拉动效应开始逐步凸显，为线上线下渠道增长打开新的空间，主品牌营收占比由2018年的68.54%下降到2022年Q3的56.17%，“Life-Space”及其他品牌营收占比逐步提升，公司多品牌同步发力，多引擎推动业务增长，营收结构更加稳定。

图 10 汤臣倍健营收变化情况

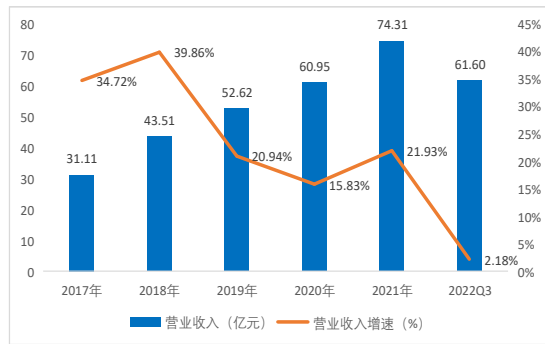
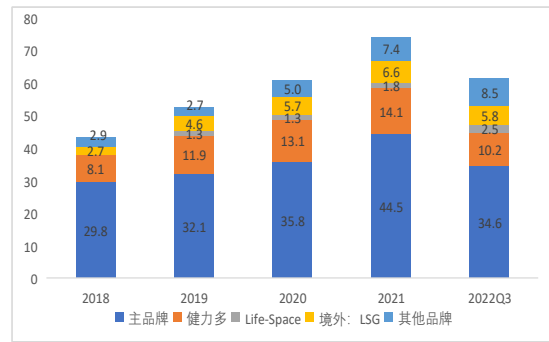


图 11 分品牌营业收入变化情况



数据来源：东财Choice，公司年报，华通证券研究部

按产品形态划分，公司产品可分为粉剂、胶囊、片剂和其他（礼盒装产品及液体饮料、软糖等新剂型产品）共四类。2022年上半年分别实现营业收入5.52/9.54/14.12/13.04亿元，以2017年营业收入为基准，近5年CAGR分别为17.29%/19.33%/17.61%/60.16%，各品类均实现较快增长。从利润构成来看，2017年上述产品利润占比分别为18.94%/22.67%/51.32%/7.07%，2022年上半年，上述产品利润构成为13.63%/21.91%/37.42%/27.04%，其他类产品的较快成长，带来公司利润结构不断优化。同时各产品毛利率较高，2022年上半年各产品毛利率均实现60%以上。

图 12 公司各品类营收增长（按产品形态分）

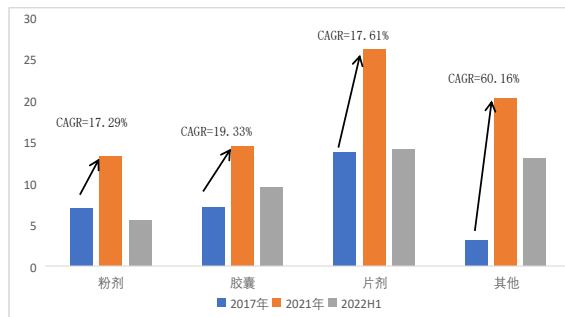
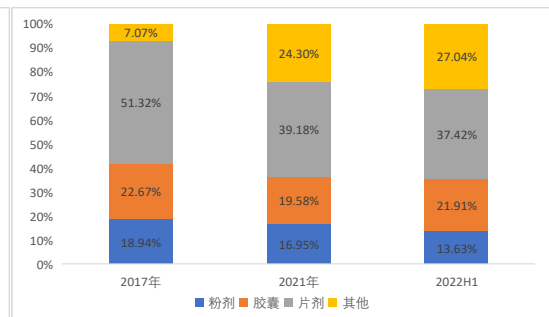


图 13 公司利润构成（按产品形态分）



数据来源：东财Choice，华通证券研究部

对比各产品营收增速，片剂及胶囊营收增速与营业总收入增速基本保持一致，其他类（礼盒装产品及液体饮料、软糖等新剂型产品）产品营收增速由于新产品导入期基数较低，近几年始终保持较快速增长，2022年上半年各产品营收受疫情影响导致营收增速下滑较大。从毛利率走势来看，公司在品牌形象上的持续投入，产品受消费者认可度高，能够享受较高的品牌溢价，各产品毛利率基本近几年保持上升趋势。

图 14 营收增速走势 (按产品形态分)

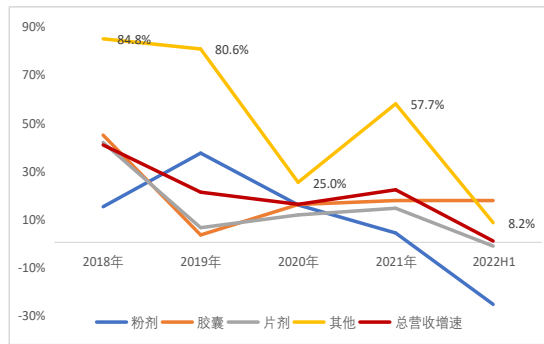
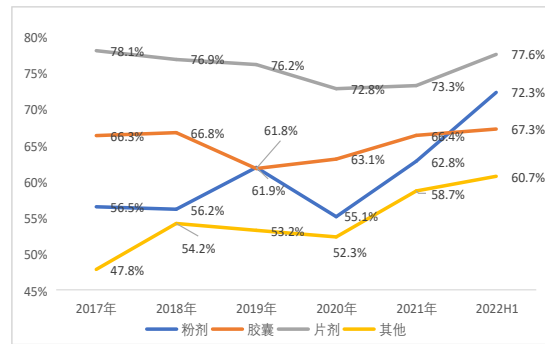


图 15 毛利率走势 (按产品形态分)



资料来源: 公司年报, 华通证券研究部

2. 品牌地位不断稳固, 市场占有率逐步提升

公司高度重视对品牌资产的投入, 每年将销售收入的一定比例用于品牌推广, 逐步实现从产品营销到价值营销的品牌力进阶。自上市以来, 公司以全球原料为核心, 持续提升品牌形象及品牌认知, 奠定了公司的行业领导品牌地位。根据尼尔森数据, 2017年以来“汤臣倍健”品牌的品牌资产指数逐步提升, 在行业内保持领导品牌的地位。在全新的“汤臣倍健 科学营养”品牌口号的指引下, 公司持续创建以科学为核心的品牌竞争力, 传递极致科学营养精神, 以科研力提升品类信赖度和品牌溢价力。此外, 公司通过外延并购海外品牌, 与内部孵化品牌形成丰富的品牌矩阵, 各品牌在品牌定位、面向的消费人群及其需求上形成良好的互补性, 高效提升品牌价值。

近几年, 公司进行品牌提“质”管理活动, 作为中国国家队 TEAM CHINA 运动食品和营养品供应商, 公司陆续与中国国家女子排球队、中国国家网球队等多支国家队达成合作, 持续为国家队运动员提供科学营养支持, 深化科学营养品牌认知; “健力多”成为杭州亚运会官方骨健康营养产品供应商, 世界冠军马龙出任健力多 HIGHFLEX 品牌健康大使; 参与协办首届“518 中国营养节”, 以“科学营养, 营养中国”为主题, 倡导科学营养观, 通过多种活动, 不断提升消费者品牌认知。

根据公司年报数据, 2020年汤臣倍健在膳食营养补充剂行业市场份额为10.3%, 稳居第一位, 排名第二和第三的市场份额分别为6.4%和5.8%; 对比2021年, 汤臣倍健市场份额为10.3%, 稳居第一位, 排名第二和第三的市场份额有所下降, 分别为6.0%与5.0%, 整体来看, 汤臣倍健的领先优势有所扩大。根据欧睿数据, 在三个细分领域中, 维生素和膳食补充剂占行业整体市场份额约90%左右, 汤臣倍健在该领域市场占有率逐年上升, 自2019年超越无限极后始终维持该细分领域市占第一位, 在运动营养领域近几年维持在10%左右市占率, 排名第二。

图 16 维生素和膳食补充剂CR5市占率变化

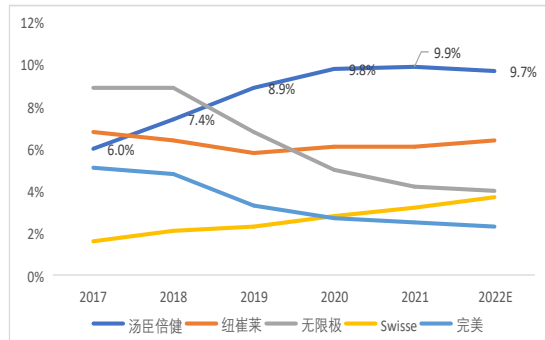
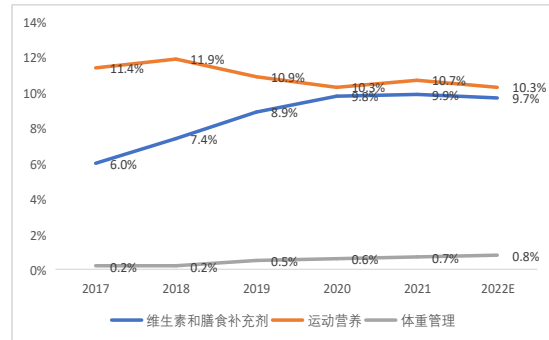


图 17 汤臣倍健在细分领域的市占率变化



数据来源：欧睿，华通证券研究部

3. 线下渠道先发优势明显，线上渠道收入占比仍有较大提升空间

线下渠道方面，公司拥有优质的经销商和零售终端资源，在同行业非直销领域的零售终端规模处于领先地位。公司通过实施主品牌提升策略、大单品战略、经销商裂变等，稳步扩大在线下渠道的竞争优势，加速渠道下沉和渗透，巩固市场领导地位，进一步做大行业市场蛋糕。同时，公司联动经销商、药店打造了成熟的动销模式和终端服务体系，并于 2021 年 7 月启动组建“千人营养天团”动销服务团队，带动以“增量利益”为核心的创新动销和服务，提升销售转化、会员复购率等，也是长期增量的来源，目前受疫情影响营养天团活动执行进度滞后，随着疫情防控更加科学精准，线下动销有望恢复。公司认为药店渠道仍有较好的发展前景，对比海外，国内行业药店渠道占比偏低，未来有较大提升空间，同时药店渠道向低线城市甚至县级市及以下地区渗透，公司产品将进一步覆盖相对空白的下沉市场。药店具有便利性和专业性，相比其他渠道有优势，不太能够被替代，同时处方外流为零售药店带来客流增量。

线上渠道方面，受益于电商品牌化战略，“汤臣倍健”品牌在阿里系（含天猫、淘宝）、京东等主流电商平台销售额保持领先。同时公司不断加码商超、母婴渠道等，构建并不断夯实全渠道销售体系。2022 年国内 618 大促期间，从大促预售期 5 月 24 日至活动结束（6 月 20 日 24 点），中国膳食营养补充剂领导品牌汤臣倍健旗下全品牌全网销售额破 6 亿元。其中，自 5 月 31 日晚 20 点开门红起至活动结束，汤臣倍健旗下全品牌全网销售额破 5 亿，同比增长超 30%，并斩获多个品类品牌销量排行榜第一，连续 3 年获得天猫、京东 618“双冠军”。阿里数据显示，618 期间，“汤臣倍健”旗下全品牌总销售额位居天猫膳食营养补充剂品类榜首，汤臣倍健官方旗舰店位列天猫保健食品/膳食营养补充食品 TOP1，并斩获阿里平台蛋白粉品类 TOP1、胶原蛋白品类 TOP1。另据京东商智数据，“汤臣倍健”品牌夺得京东健康营养保健品牌销售额 TOP1，汤臣倍健京东自营旗舰店位列营养保健自营店铺销售额 TOP1。

分渠道来看，线下渠道的准入门槛相对较高，龙头企业的先发优势比较明显，汤臣倍健线下渠道收入占比始终约 70%左右；近几年由于疫情、消费人群购物习惯、触媒习惯等因素影响，线上渠道占比逐步提升，根据欧睿数据，预计 2022 年 VDS 行业线上渠道占比将达到 45.8%，汤臣倍健近几年加大线上渠道投入，但由于线上渠道的准入门槛低且电商平台多元，公司线上渠道收入占比近几年维持在 20%左右，目前公司多品牌布局发力线上渠道，近两年来看“Life-Space”、“BYHEALTH”等品牌在线上渠道实现快速增长，在阿里平台的市场份额不断提升，未来线上渠道收入占比仍有较大提升空间。

图 18 分渠道营收变化情况（亿元）

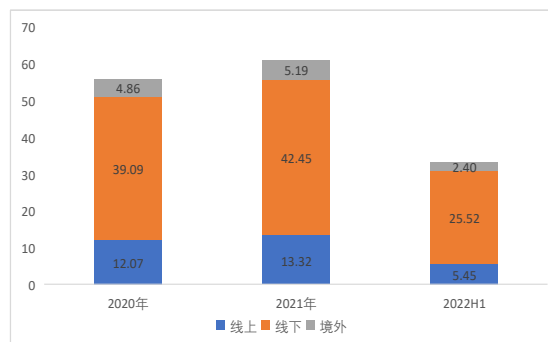
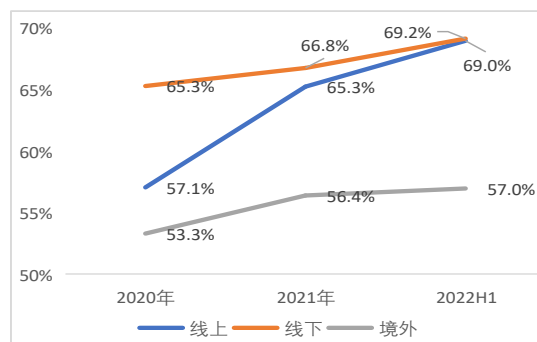


图 19 分渠道毛利率变化情况



数据来源：公司年报，华通证券研究部

4. 成本费用率基本保持稳定

根据公司 2022 年半年报，直接材料占营业成本比重为 75.21%，营业总成本占营业收入比重为 69.9%，近几年营业总成本占营收比重有所下降，其中，销售费用、管理费用、财务费用占营业收入比重分别为 32%、5.1%、-0.3%，近几年成本费用率保持基本稳定。根据公司公告，公司通过远期锁价、供应商谈判、新供应商引入等采购策略，使得原料成本波动处于可控范围。销售费用率水平与公司所处行业赛道、行业发展阶段等有一定关系，作为行业龙头企业，由于公司主动承担起对膳食营养补充剂市场的教育和培育职责，引领中国 VDS 长期、健康发展，同时面对国际大品牌及新势力的竞争，公司销售费用率保持在较高水平。

图 20 公司主营业务成本构成

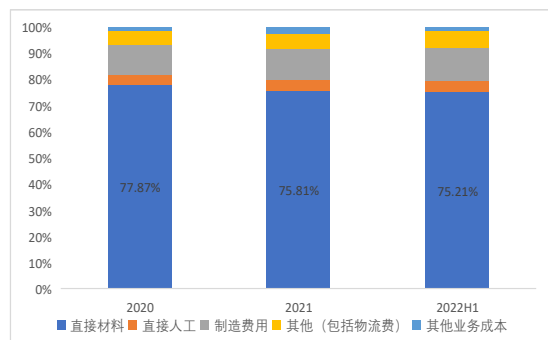
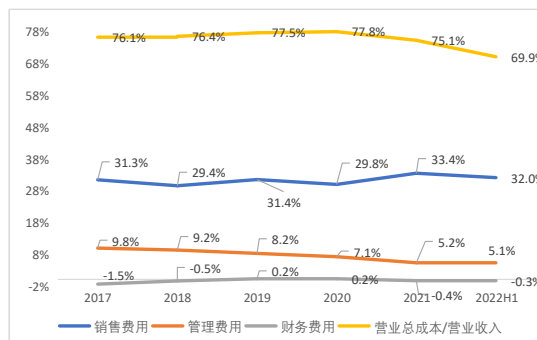


图 21 成本费用占营业收入比重



数据来源：公司年报，华通证券研究部

5. 毛利率及净利率基本稳定，盈利能力显著优于同类公司

A 股保健品领域共 6 家上市公司，其中百合股份、交大昂立、青海春天主业中同时包含生津白酒、医养业务，与汤臣倍健主业差距较大，对比性较小，同时考虑到公司规模，此处主要选取仙乐健康及金达威进行对比。

对比同类公司，由于三家公司商业模式有所不同，汤臣倍健作为膳食营养补充剂的生产商及品牌商，虽然销售费用较高，但拥有品牌溢价，公司毛利率近几年基本可维持在 65% 以上，净利率维持在 20% 以上，金达威及仙乐健康主要面对品牌商提供代工业务因此毛利率及净利率相较于汤臣倍健较低，从运营效率来看，汤臣倍健应收账款周转率及存货周转率由于申万三级-保健品行业板块均值。

图 22 汤臣倍健近几年毛利率及净利率走势

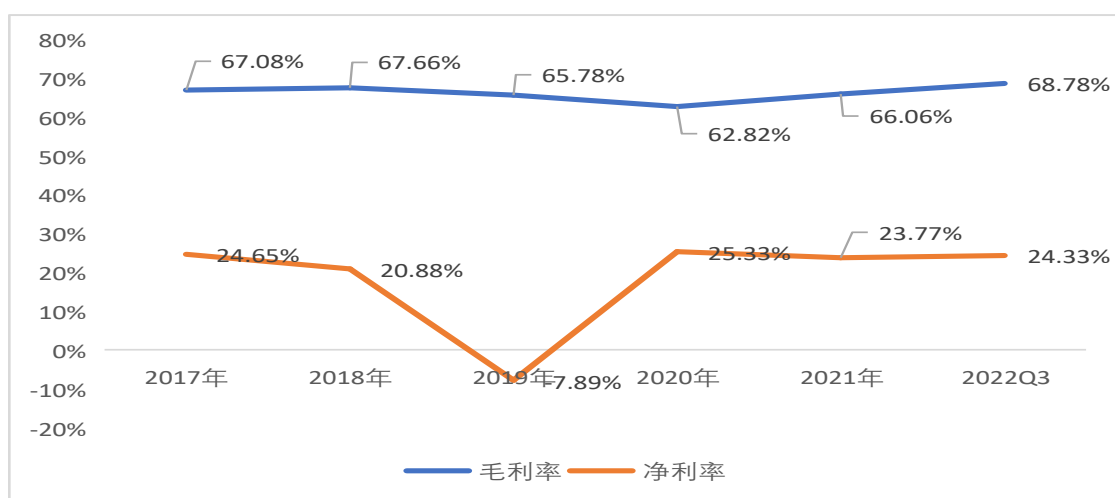


图 23 可比公司及行业均值盈利能力对比

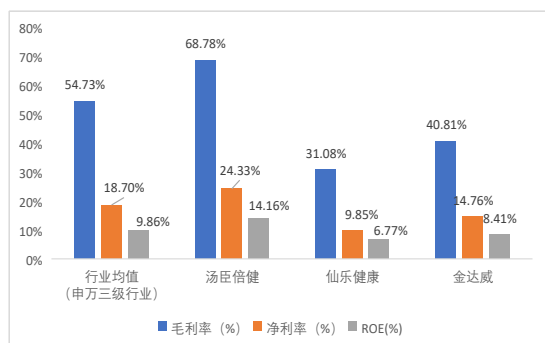
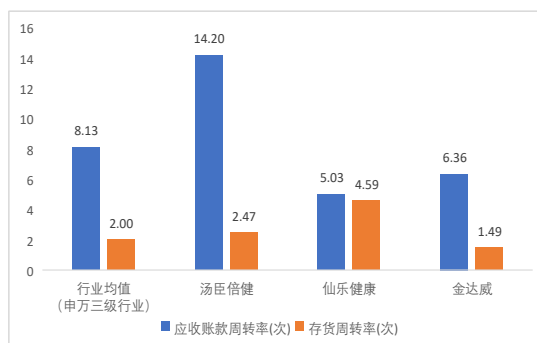


图 24 可比公司及行业运营效率对比



数据来源：东财Choice，华通证券研究部

6. 批文储备带来先发优势，研发投入培养长期竞争力

保健食品注册证书在时间和资金上均需消耗大量投入，是彰显保健品企业研发与综合实力差异性的重要体现。注册批文门槛难度呈现上升趋势，对于产品开发与文献研究深度均具有更严格要求。截至 2022 年上半年，汤臣倍健共拥有 131 个保健食品注册批准证书及 143 个保健食品备案凭证，领先同类上市公司仙乐

健康及金达威，批文储备带来的先发优势，能够赋能到快速更新迭代的功能性食品生产环节，未来将有利于提升公司的综合实力与竞争差异。

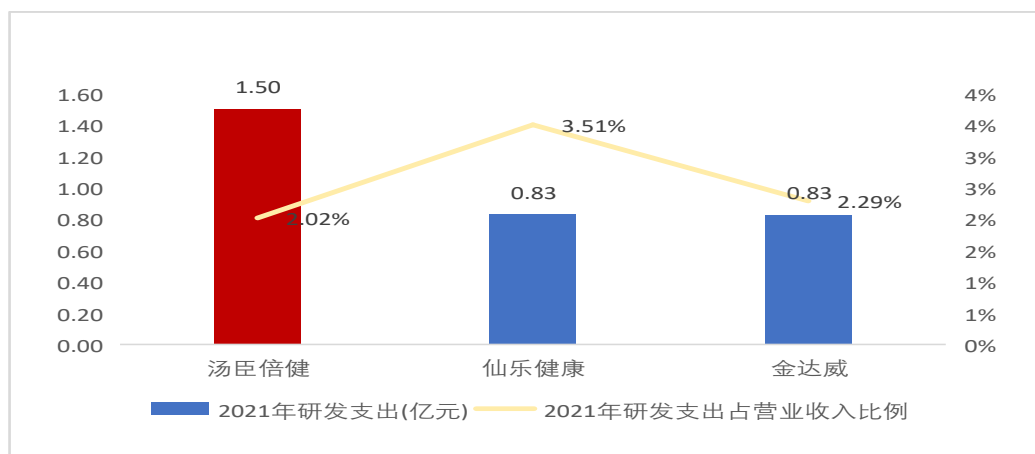
表 2 截至 2022 年上半年同类公司拥有行业保健食品注册和备案数量及专利权统计

| 公司名称 | 保健食品注册批准证书 | 保健食品备案凭证 | 专利权 |
|------|------------|----------|-----------------------|
| 汤臣倍健 | 131 | 143 | 境内 324, 境外 2 |
| 仙乐健康 | 92 | 138 | 59 |
| 金达威 | 1 | 5 | 授权专利 150 (其中美国专利 4 件) |

资料来源：各公司半年报，华通证券研究部

2022 年，在“科学营养”战略下，公司强化研发布局并整合资源成立营养健康研究院，增设上海研究中心以及 AI 研究中心，加速赋能创新驱动与核心技术竞争力的打造。通过自有发明专利原料及配方研发，在同质化竞争中形成差异化的优势；开展新功能、重功能产品研发及注册，将核心技术落实到产品力；布局抗衰老和精准营养为代表的前瞻性基础研究及产业转化，深化心血管健康、代谢健康、运动健康、脑功能健康、肠道健康等诸多重点领域的基础研究，同时落实科研成果产出，促进产业转化。对比各公司研发支出，2021 年汤臣倍健研发支出 1.50 亿元，远超仙乐健康及金达威，公司注重长期竞争力培养，在研发支出领域投入较大。

图 25 2021 年同类公司研发支出情况



数据来源：东财Choice，华通证券研究部

7. 产能逐步扩充，顺应行业增长趋势

对比近年产品产销率及产能利用率，公司片剂、粉剂、胶囊及其他类产品 2022 年上半年产销率分别为 101.83%、148.44%、87.65%、197.21%，产品产销两旺，各产品景气度较高。2022 年片剂、粉剂、胶囊及粉剂条包产能利用率分别为 86.03%、90.91%、89.98%、86.25%，产能利用率处于高位。

图 26 产销率情况

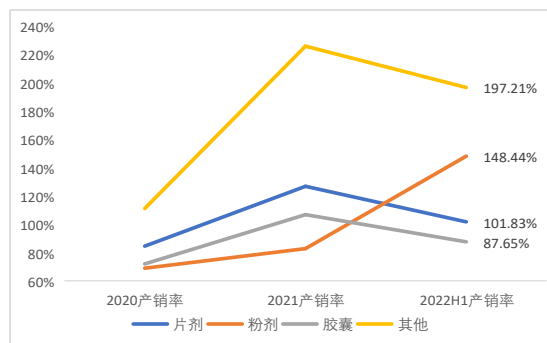
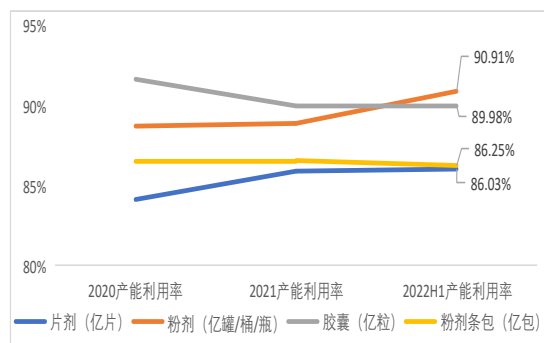


图 27 产能利用率情况



数据来源：公司年报，华通证券研究部

2020 年公司向特定对象发行 A 股募资用于生产基地及数字化信息系统建设，生产基地将在 2023-2025 年陆续达到预定可使用状态，预计内部收益率在 20%-30% 之间，项目投产后将带来对应产品设计产能大幅增加，其中预计将新增片剂年产能 64 亿片，新增软胶囊年产能 27 亿粒，公司生产基地建设，未来将有利于（1）扩大公司产能，顺应行业增长趋势；（2）优化产品结构，满足消费者个性化需求，提高市场响应速度；（3）健全原料端的生产能力，源头上把控品质。同时信息化信息系统建设包括电商数字化平台、营销数字化平台、ERP 系统升级优化、5G 信息化改造，未来将有利于提高客户服务能力，提高经销商管理效率及公司运营效率，从而对公司经营业绩产生积极影响。

表 3 三个生产基地建设及回报情况

| 投资项目 | 调整后投资总额 (万元) | 项目达到预定可使用状态日期 | 测算内部收益率 | 回收期 |
|----------------|--------------|------------------|---------|--------|
| 珠海生产基地四期扩产升级项目 | 43,752.03 | 2023 年 6 月 30 日 | 29.92% | 6.15 年 |
| 珠海生产基地五期建设项目 | 151,974.29 | 2025 年 12 月 31 日 | 27.42% | 7.2 年 |
| 澳洲生产基地建设项目 | 37,456.41 | 2024 年 6 月 30 日 | 20.35% | 7.66 年 |

资料来源：公司公告，华通证券研究部

三、业绩预测

关键假设：

1. 随着疫情防控更加科学精准，线下动销及物流逐步恢复，公司受益于膳食营养补充剂行业增长，同时随着新增产能逐步释放，能够满足公司销量增长；

2. 结合以往年份、2022 年中报及三季报数据，将片剂、粉剂、胶囊及其他类产品的 2022 年收入增长预测设为 3%、2%、17%、20%；考虑片剂产品基本



成熟,其他类产品增速较快,将 2023 及 2024 年上述产品的收入增长设定为 5%、5%、17%、30%。

3.由于以往年份各产品毛利率基本稳定,因此结合往年数据,将上述各产品毛利率设定为 73%、65%、67%、60%。

表 4 2022-2024 年公司收入预测

| | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----|---------|--------|--------|--------|--------|
| 片剂 | 收入 (亿元) | 26.25 | 27.04 | 28.39 | 29.81 |
| | YOY | 14.23% | 3.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 成本 (亿元) | 7.02 | 7.30 | 7.67 | 8.05 |
| | 毛利率 | 73.26% | 73.00% | 73.00% | 73.00% |
| 粉剂 | 收入 (亿元) | 13.25 | 13.52 | 14.19 | 14.90 |
| | YOY | 3.92% | 2.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 成本 (亿元) | 4.93 | 4.73 | 4.97 | 5.22 |
| | 毛利率 | 62.79% | 65.00% | 65.00% | 65.00% |
| 胶囊 | 收入 (亿元) | 14.48 | 16.94 | 19.82 | 23.19 |
| | YOY | 17.44% | 17.00% | 17.00% | 17.00% |
| | 成本 (亿元) | 4.87 | 5.59 | 6.54 | 7.65 |
| | 毛利率 | 66.37% | 67.00% | 67.00% | 67.00% |
| 其他 | 收入 (亿元) | 20.33 | 24.40 | 31.71 | 41.23 |
| | YOY | 57.72% | 20.00% | 30.00% | 30.00% |
| | 成本 (亿元) | 8.40 | 9.76 | 12.69 | 16.49 |
| | 毛利率 | 58.68% | 60.00% | 60.00% | 60.00% |
| 总计 | 收入 (亿元) | 74.31 | 81.89 | 94.12 | 109.13 |
| | YOY | 21.92% | 10.20% | 14.93% | 15.95% |
| | 成本 (亿元) | 25.22 | 27.38 | 31.86 | 37.41 |
| | 毛利率 | 66.06% | 66.57% | 66.15% | 65.72% |

我们预计公司作为膳食营养补充剂行业龙头企业,将受益于行业整体增长趋势。公司完善的产品矩阵,能够满足消费者的多元化需求;“科学营养”的品牌形象,能够满足消费者对膳食营养补充剂产品的安全性及品质需求;强大的线下渠道以及持续增长的线上渠道,预计将随着疫情逐步好转,线下动销和物流的逐步恢复,也将为公司业绩带来良好支撑。我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 81.89、94.12、109.13 亿元,同比增长 10.20%、14.93%、15.95%,净利润分别为 18.00、21.00、24.98 亿元,对应 EPS 分别为每股 1.00、1.20、1.43 元,当前股价对应 PE 分别为 18.05、15.01、12.67 倍。

四、估值分析

1. 相对估值

对比 PE (TTM) 估值百分位, 11 月 8 日公司 PE(TTM)为 19.54, PE 百分位为 36.09%, 目前 PE 在过去三年里比 63.91%的时候都要低。

对比申万二级行业均值, 以及膳食营养补充生产与销售业务相关可比公司, 同时综合考虑公司规模等因素, 选取金达威、仙乐健康作为可比公司, 以 2022 年 11 月 8 日数据为基准, 可看出汤臣倍健公司在食品加工领域 PE 水平处于较低水平。

图 28 PE 估值百分位

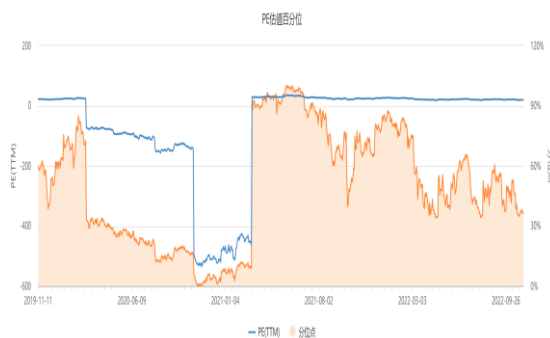
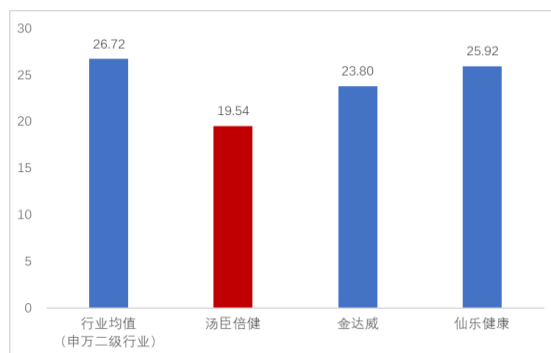


图 29 可比 2022 年 PE 估值(截至 11 月 8 日)



数据资料: 东财Choice, 华通证券研究部

目前可比公司金达威、仙乐健康 2022 年 PE 分别为 12.47、22.63 倍, 申万二级行业食品加工板块 2022 年东财 Choice 一致预期估值水平为 21.98 倍, 高于公司估值水平, 申万二级板块内公司主业差异性较大, 板块估值能够反映市场对此类公司的平均估值水平, 考虑到汤臣倍健在膳食营养补充剂行业的品牌优势、中长期成长确定性, 未来公司估值水平接近板块整体估值水平较为合理, 因此参考申万二级行业食品加工板块 2022 年行业平均 PE 估值水平, 给予公司 2022 年 PE 估值 19-22, 对应目标价 19.00-22.00, 对应当前股价 5.09%-21.68% 的上涨空间。

表 5 可比公司估值表 (截止 2022 年 11 月 8 日)

| 证券代码 | 证券简称 | 最新收盘价 (元) | EPS (元/股) | | | | PE (倍) | | | | PB (MRQ) | PS (TTM) |
|---------------|------|-----------|-----------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|----------|----------|
| | | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | | |
| | | | A | E | E | E | A | E | E | E | | |
| 行业均值 (申万二级板块) | | | 0.65 | 0.85 | 1.05 | 1.25 | 35.06 | 21.98 | 17.77 | 14.98 | 3.09 | 4.39 |
| 002626.SZ | 金达威 | 18.23 | 1.29 | 1.46 | 1.66 | 1.80 | 24.48 | 12.47 | 10.96 | 10.12 | 2.70 | 3.49 |
| 300791.SZ | 仙乐健康 | 29.82 | 1.29 | 1.32 | 1.65 | 2.00 | 32.41 | 22.63 | 18.14 | 14.96 | 2.18 | 2.23 |



数据来源：东财Choice，华通证券研究部

我们预计公司 2022-2024 年对应的 PE 分别为 21.98、17.77、14.98，EPS 分别为每股 1.00、1.20、1.43，对应 2022-2024 年 PEG 分别为 0.76、0.96、0.93，公司股价存在低估。

2. 绝对估值

我们以预测的 2022-2024 年 EPS 分别为 1.00、1.20、1.43 元为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 30.56 元。

表 6 DCF 估值模型

| 模型 | 折现率 | 永续增长率 | 预测期现值 | 永续期现值 | 总现值 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 组合一 | 8.00% | 3.00% | 3.34 | 23.33 | 26.67 |
| 组合二 | 8.00% | 4.00% | 3.34 | 29.45 | 32.79 |
| 组合三 | 8.00% | 5.00% | 3.34 | 39.64 | 42.99 |
| 组合四 | 9.00% | 3.00% | 3.38 | 18.91 | 22.30 |
| 组合五 | 9.00% | 4.00% | 3.38 | 22.92 | 26.30 |
| 组合六 | 9.00% | 5.00% | 3.38 | 28.92 | 32.30 |
| 平均 | | | | | 30.56 |

数据来源：东财Choice，华通证券研究部

- 估值说明：
- (1) 永续增长率采用略低于GDP增长率；
 - (2) DCF模型中以EPS代替自由现金流量进行测算；
 - (3) 预测期间为2022-2024年，永续期自2025年开始；
 - (4) 考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

五、股价催化剂

美国劳工统计局 11 月 10 日发布的数据显示，美国 10 月 CPI 同比增长 7.7%，低于市场预期，前值为 8.2%；美国 10 月核心 CPI 同比增长 6.3%，前值为 6.6%。去年的高基数和二手车、住房价格等商品价格的下滑是 CPI 回落的核心原因，未来 CPI 预计仍将呈现回落状态。对市场来看，CPI 的有效控制将使得美联储加息预期出现一定的降温，短期有利于市场整体估值修复。

2022 年受疫情等因素影响，膳食营养补充剂行业增速下滑至 4.16%，随着后续疫情好转以及渗透率提升等有利因素，行业增速在 2023 年将恢复到 6.82%。汤臣倍健作为国内膳食营养补充剂龙头企业，市占率近几年始终维持在 10.3% 左右，并且相较于上一年领先优势有所扩大，公司在产品、品牌及渠道的多年深耕，有利于公司在面对消费者需求多样化以及行业激励竞争中保持优势地位。公司产品产销率及产能利用率始终保持高位，未来珠海生产基地四期项目、澳洲生产基地及珠海生产基地五期项目预计在 2023、2024 及 2025 年陆续投入使用，



有望助推公司业绩进一步增长。从估值来看，受 22 年业绩下滑以及市场情绪等因素影响，11 月 8 日公司 PE 估值百分位为 36.09%，PE(TTM)为 19.54 低于同类公司仙乐健康以及申万二级行业食品加工板块估值均值，2022 年公司 PEG 为 0.76，估值吸引力较高。

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 21，对应 2022 年预期 PE 为 21，以 11 月 8 日收盘价为基准，当前股价较六个月内的目标价折价 13.86%。

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给与公司“推荐（首次）”的投资评级。

| 华通证券股票投资评级 | |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上 |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15% |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上 |
| 基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。 | |

六、风险提示

1. 疫情反复的风险

国内疫情点状反复，海外疫情仍在持续，对公司生产经营、线下动销以及物流运输可能产生一定影响。

2. 政策风险

随着国家相关政策、行业法规、标准建设等逐步出台与落地，膳食营养补充剂行业监管日趋严格，行业规范化程度和准入门槛进一步提高，将对行业的长期发展和竞争格局产生重大影响，同时企业面临的压力和挑战增大。未来行业政策调整和从严监管将成为常态化态势。

3. 行业竞争加剧的风险

近年来行业竞争持续加剧，一是行业内国际领先企业进入中国市场，大型药企和食品企业介入等；二是海外品牌借助跨境电商等方式与国内品牌在线上渠道竞争充分；三是新时代下，新媒体、新渠道、新技术应用等为新品类、新品牌快速发展提供了机会，公司面临竞争压力较大，影响公司营收，同时公司销售费用始终保持较高水平。



4. 新业务与新项目的风险

公司在消费者健康领域不断推出新品牌，尝试开展新业务。新品牌、新业务的商业模式与盈利模式均存在较大不确定性

5. 商誉减值风险

2018 年公司因收购 LSG 形成一定金额的商誉。截至报告期末，公司合并报表商誉账面价值 111,819.03 万元。若未来 LSG 在澳洲市场的经营状况或“Life-Space”品牌在中国市场业务推广不达预期等，仍面临商誉减值风险，可能对公司当期损益造成一定影响。

表附录：财务报表预测与比率分析

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 7431.28 | 8189.01 | 9411.66 | 10912.97 |
| 营业成本 | 2521.83 | 2737.95 | 3185.90 | 3740.83 |
| 营业税金及附加 | 74.22 | 89.97 | 102.79 | 116.02 |
| 营业费用 | 2478.44 | 2743.32 | 3152.91 | 3492.15 |
| 管理费用 | 387.90 | 427.45 | 491.27 | 569.63 |
| 财务费用 | -30.61 | -27.13 | -84.34 | -105.38 |
| 研发费用 | 150.30 | 183.27 | 205.70 | 234.49 |
| 资产减值损失 | 18.73 | 18.73 | 18.73 | 18.73 |
| 公允价值变动损益 | 69.03 | 107.93 | 145.56 | 107.50 |
| 其他经营损益 | -6.71 | -2.49 | -2.68 | -3.96 |
| 营业利润 | 2012.54 | 2120.89 | 2481.59 | 2950.03 |
| 其他非经营损益 | 165.46 | 73.75 | 74.62 | 104.61 |
| 利润总额 | 2178.00 | 2194.63 | 2556.20 | 3054.64 |
| 所得税 | 411.70 | 394.44 | 455.67 | 557.09 |
| 净利润 | 1766.30 | 1800.19 | 2100.53 | 2497.56 |
| 少数股东损益 | 12.32 | 97.43 | 51.78 | 71.39 |
| 归属母公司股东净利润 | 1753.98 | 1702.77 | 2048.75 | 2426.17 |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 2541.29 | 5837.82 | 4523.40 | 7301.36 |
| 应收和预付款项 | 448.87 | 292.47 | 554.69 | 475.10 |
| 存货 | 832.75 | 1143.94 | 1096.00 | 1522.36 |
| 其他流动资产 | 3154.81 | 3154.81 | 3154.81 | 3154.81 |
| 长期股权投资 | 280.73 | 280.73 | 280.73 | 280.73 |
| 投资性房地产 | 161.72 | 161.72 | 161.72 | 161.72 |
| 固定资产和在建工程 | 1105.86 | 1186.76 | 2239.99 | 2779.20 |
| 无形资产和开发支出 | 1943.26 | 643.89 | 464.54 | 285.18 |
| 其他非流动资产 | 1893.30 | 1816.81 | 1815.24 | 1815.24 |
| 资产总计 | 12362.59 | 14518.95 | 14291.12 | 17775.70 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 808.11 | 2238.60 | 1127.95 | 3570.82 |
| 长期借款 | 1.28 | 1.28 | 1.28 | 1.28 |
| 其他负债 | 1016.69 | 975.29 | 975.29 | 975.29 |
| 负债合计 | 1826.07 | 3215.16 | 2104.51 | 4547.39 |
| 股本 | 1700.31 | 1700.31 | 1700.31 | 1700.31 |
| 资本公积 | 6174.18 | 6249.18 | 6324.18 | 6399.18 |
| 留存收益 | 2619.46 | 3247.83 | 4003.87 | 4899.19 |
| 归属母公司股东权益 | 10493.95 | 11197.31 | 12028.36 | 12998.68 |
| 少数股东权益 | 42.57 | 139.99 | 191.77 | 263.15 |
| 股东权益合计 | 10536.52 | 11337.31 | 12220.13 | 13261.84 |
| 负债和股东权益合计 | 12362.59 | 14552.47 | 14324.64 | 17809.22 |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 税后经营利润 | 1578.62 | 1632.45 | 1894.46 | 2305.22 |
| 折旧摊销 | 216.22 | 237.05 | 237.05 | 235.48 |
| 净营运资金增加 | -26.69 | 1275.70 | -1324.93 | 2096.11 |
| 经营活动产生现金流量净额 | 1781.96 | 3127.59 | 731.05 | 4538.98 |
| 投资活动产生现金流量净额 | -2353.92 | 1206.99 | -847.02 | -346.73 |
| 融资活动产生现金流量净额 | 1643.47 | -1038.05 | -1198.44 | -1414.29 |

| 估值和财务指标汇总 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| EBIT | 2140.74 | 2158.28 | 2461.94 | 2938.08 |
| EBITDA | 2356.96 | 2395.34 | 2698.99 | 3173.56 |
| NOPLAT | 1448.82 | 1623.38 | 1845.53 | 2231.01 |
| 税前经营利润 | 1823.77 | 2012.95 | 2336.03 | 2842.53 |
| EPS | 1.03 | 1.00 | 1.20 | 1.43 |
| BPS | 6.17 | 6.59 | 7.07 | 7.64 |
| PE | 17.53 | 18.05 | 15.01 | 12.67 |
| PB | 2.93 | 2.75 | 2.56 | 2.36 |
| PS | 4.14 | 3.75 | 3.27 | 2.82 |
| PCF | 17.25 | 9.83 | 42.05 | 6.77 |
| EV/EBIT | 12.79 | 11.21 | 10.39 | 7.79 |
| EV/EBITDA | 11.62 | 10.10 | 9.47 | 7.21 |
| EV/NOPLAT | 18.90 | 14.90 | 13.86 | 10.26 |
| EV/IC | 3.84 | 5.20 | 3.73 | 4.45 |
| 股息率% | 3.60 | 3.49 | 4.21 | 4.98 |

| 财务分析指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|---------|--------|---------|
| 收益率 | | | | |
| 毛利率 | 66.06% | 66.57% | 66.15% | 65.72% |
| 三费/营业收入 | 38.16% | 38.39% | 37.82% | 36.25% |
| EBIT/营业收入 | 28.81% | 26.36% | 26.16% | 26.92% |
| EBITDA/营业收入 | 31.72% | 29.25% | 28.68% | 29.08% |
| 销售净利率 | 23.77% | 21.98% | 22.32% | 22.89% |
| 资产获利率 | | | | |
| ROE | 16.71% | 16.21% | 16.03% | 16.06% |
| ROA | 17.32% | 15.87% | 15.23% | 15.53% |
| ROIC | 30.39% | 22.75% | 29.70% | 28.53% |
| 增长率 | | | | |
| 销售收入增长率 | 21.93% | 10.20% | 14.93% | 15.95% |
| EBIT 增长率 | 20.65% | 0.82% | 14.07% | 19.34% |
| EBITDA 增长率 | 19.02% | 1.63% | 12.68% | 17.58% |
| 净利润增长率 | 14.39% | 1.92% | 16.68% | 18.90% |
| 总资产增长率 | 37.05% | 17.44% | -1.57% | 24.38% |
| 股东权益增长率 | 51.35% | 6.70% | 7.42% | 8.07% |
| 经营营运资本增长率 | 136.97% | -46.49% | 91.60% | -74.41% |
| 资本结构 | | | | |
| 资产负债率 | 14.77% | 22.14% | 14.73% | 25.58% |
| 投资资本/总资产 | 57.73% | 32.02% | 47.99% | 28.90% |
| 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 3.91 | 3.25 | 4.44 | 2.74 |
| 速动比率 | 3.45 | 2.89 | 3.92 | 2.40 |
| 股利支付率 | 63.10% | 63.10% | 63.10% | 63.10% |
| 收益留存率 | 36.90% | 36.90% | 36.90% | 36.90% |
| 资产管理效率 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.70 | 0.61 | 0.65 | 0.68 |
| 固定资产周转率 | 8.73 | 8.81 | 9.47 | 11.88 |
| 应收账款周转率 | 32.69 | 35.22 | 37.27 | 35.06 |
| 存货周转率 | 2.96 | 2.77 | 2.84 | 2.86 |

数据来源：华通证券研究部



法律声明及风险提示

本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。

本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。

本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。