

**【广发食品饮料&海外】合生元 (1112.HK) 深度报告**
**奶粉行业拐点已现，保健品线上线下布局迎高速增长**
**公司评级**
**买入**

2016年12月29日收盘价

23.55 港元

报告日期

2017-01-03

**分析师:**
**王永锋** S0260515030002


01059136605



wangyongfeng@gf.com.cn

**分析师:**
**王文丹** S0260516110001


01059136617



wangwendan@gf.com.cn

**相关研究:**

贝因美 (002570.SZ): 行业 2016-12-14

拐点已现, 公司业绩弹性大

新西兰地震影响产奶量, 乳品 2016-11-15

供需有望改善

**● 奶粉行业现拐点, 公司有望受益高端产品布局和母婴渠道下沉**

15年婴幼儿奶粉市场规模1129亿元, 目前奶粉行业拐点已现: (1) 需求略有回暖: 受二胎新政和猴宝宝效应, 16年出生人口较15年增加100万, 奶粉需求滞后半年, 预计17年开始奶粉短期销量需求提升, 生育高峰+二胎政策将使未来4年销量CAGR保持5%。原奶进入温和上涨周期, 行业均价有望提高。(2) 奶粉注册制促进行业洗牌, 预计市场将从2000多个品牌压缩至300-500个, 国内外杂牌将退出市场, 让渡15%~20%市场份额, 主要集中在三线及以下母婴渠道(17%左右), 国内一线品牌有望抢占市场。

聚焦高端和母婴渠道下沉是公司奶粉未来增长点。受益消费升级, 高端合生元品牌增长稳定, 16年11月推出有机奶粉, 预计将成为公司高端奶粉新增长点, 并提高公司综合毛利率; 中端素加品牌进口与国产系列渠道差异化, 跌幅有望收窄。公司奶粉采取会员制和会员店模式, 渠道掌控力和执行力强在所有奶粉企业中最强, 同时公司母婴渠道优势明显(市占率第二), 有助于公司抢占母婴市场为主的三线及以下杂牌市场, 预计公司婴幼儿奶粉收入未来3年有望实现9%复合增长, 同时毛利率可不断提升。

**● 保健品行业受益人口老龄化, 布局跨境电商和线下推动 Swisse 高速增长**

16年我国保健品增速10%左右, 受益人均可支配收入提高以及人口老龄化加剧(目前40-50岁人口占比18%, 未来5-10年超过50岁的人口占比有望提升), 保健品行业未来增速有望继续提高。保健品受海淘和电商影响, 国外品牌占比不断提高, 16年实施注册与备案双轨制, 政策有放宽倾向。

Swisse 布局跨境电商并借助合生元线下母婴渠道优势加速拓展中国市场: (1) 合生元建立 Swisse 中国团队, 16年3月在原有代购的基础上新增跨境电商布局, 由以前被动海淘改为主动电商销售(16年费用投入70%在线上), 符合进口保健品渠道发展趋势(11-15年跨境电商CAGR达65%)。

(2) 17年公司利用奶粉线下母婴店资源与跨境电商平台协作, 将保健品全部在线下铺开, 预计将推动公司保健品未来三年持续25%以上增长。

**● 投资建议与估值**

公司奶粉受益高端产品和渠道执行力强(抢占杂牌份额), 未来3年收入可达9%复合增长, 预计婴幼儿板块17年净利率可达6.5%, 净利润2.53亿, 给予20倍估值。Swisse 线上叠加线下渠道加速布局, 17~19年复合增速可达25%, Swisse 并购前净利率高达23.3%, 并购后因渠道布局费用率提升, 预计17年净利率17.5%, 净利润5.64亿, 给予25倍估值。总体来看, 预计公司16/17/18年EPS为1.03/1.30/1.56元, 给予买入评级。12月29日收盘价为23.55港元, 按当天人民币兑港元汇率1.12折算成人民币为21.11元, 对应16-18财年PE分别为20.5、16.3和13.5倍, 给予买入评级。

**● 风险提示**

香港股市与内地股市投资风格存在差异; 港股资金流动风险; 汇率风险; 有机奶销售不及预期; 渠道建设不及预期; 奶粉整合效果低于预期。识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

**盈利预测:**

人民币	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,732	4,819	6,420	7,104	8,204
增长率(%)	3.7%	1.8%	33.2%	10.7%	15.5%
EBITDA(百万元)	1,131	716	1,817	1,910	2,176
净利润(百万元)	807	251	650	816	984
增长率(%)	-1.7%	-68.8%	158.7%	25.5%	20.6%
EPS(元/股)	1.28	0.40	1.03	1.30	1.56
市盈率(P/E)	9.82	33.50	20.45	16.29	13.51
市净率(P/B)	2.71	2.56	3.47	2.86	2.43
EV/EBITDA	6.97	20.55	9.25	8.15	6.52

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

## 目录索引

一、奶粉、保健品双主业驱动公司稳健增长.....	6
二、需求扩张+行业整合，奶粉行业现拐点.....	7
1、婴幼儿奶粉市场规模破千亿，近几年增速放缓.....	7
2、短期需求回暖，生育高峰+二胎需求拉动销量增长，原奶价格上升推动价涨.....	7
(1) 生育高峰+二胎效应推动短期需求回暖.....	7
(2) 原奶价格温和上升推动终端价涨，稳健行业价格体系.....	9
3、注册制促进行业洗牌，国产龙头最受益.....	10
(1) 奶粉现状：国外品牌抢占市场，国内品牌市场集中度低.....	10
(2) 新政将淘汰 15-20%杂牌，让渡三线及以下城市，国内大品牌有望受益.....	12
三、奶粉业务有望受益高端产品布局和母婴渠道下沉.....	14
1、高端化产品有望受益消费升级.....	15
2、母婴渠道优势明显，抢占杂牌份额最受益.....	17
四、受益于人口老龄化和政策放宽空间，保健品行业加速发展.....	19
1、行业规模持续增长，电商崛起带动国外品牌消费增长.....	19
(1) 电商渠道崛起，国外品牌消费增长迅速.....	20
(2) 行业集中度低，企业加速国际布局或导致竞争加剧.....	21
2、受益消费能力提升与人口老龄化加剧，行业增长有望加速.....	23
3、政策存放宽空间，备案制施行将带来加速增长.....	24
五、SWISSE 线上线下同时发力，将迎快速发展时期.....	25
1、SWISSE 澳洲市场份额提升稳定.....	26
2、跨境电商+线下布局，中国市场有望成主要增长点.....	27
(1) 布局跨境电商，顺应保健品渠道发展趋势.....	27
(2) 调整渠道推广形式，保健品新政影响较小.....	28
投资建议.....	29
风险提示.....	30

## 图表索引

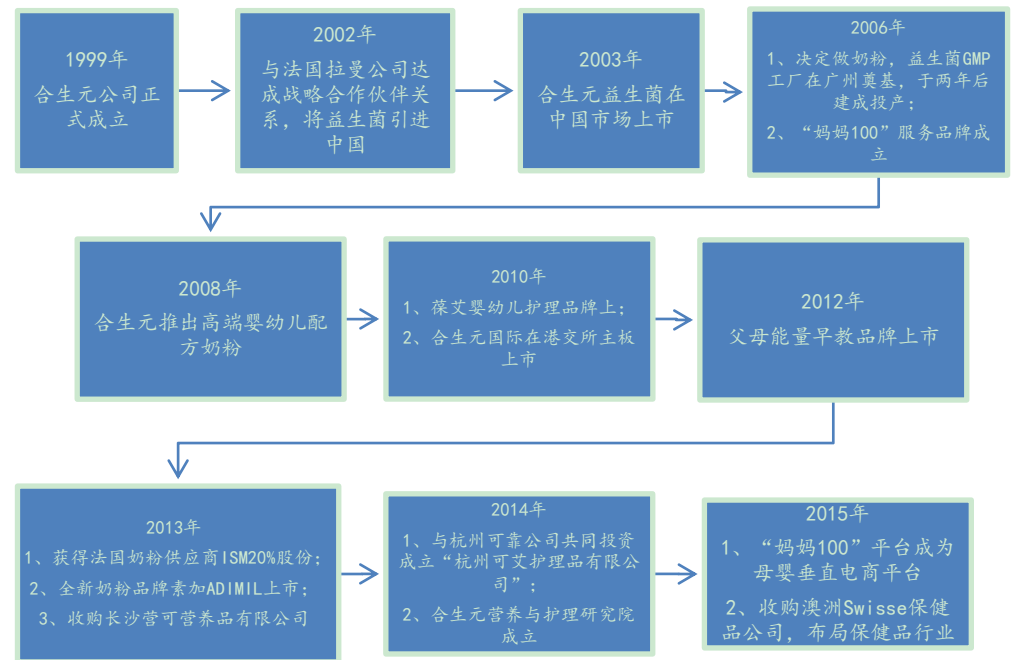
图 1: 合生元发展历史	6
图 2: 保健品推动公司营业收入增长	6
图 3: 保健品占比提升, 双主业发展	6
图 4: 婴幼儿奶粉市场规模持续增长 (亿元)	7
图 5: 婴幼儿奶粉销量增速放缓	7
图 6: 婴幼儿奶粉价格维持 3% 左右增速	7
图 7: 16 年出生人口快速增长, 提升行业短期需求 (万人)	8
图 8: 新生儿数量增长带动婴幼儿奶粉需求	8
图 9: 未来五年总和生育率有望提升至 1.8 左右	8
图 10: 受益 85-90 年生育高峰, 16-20 年有望迎新高峰	8
图 11: GDT 全球乳品价格指数走势强劲	9
图 12: 国际原奶及国际饲料价格走势相关性	9
图 13: 奶粉行业国际化进展	10
图 14: 外资婴幼儿奶粉品牌占比高	10
图 15: 婴幼儿奶粉行业集中度较低	11
图 16: 婴幼儿奶粉市场国外品牌相对集中 (2015 年)	11
图 17: 婴幼儿奶粉市场国内品牌集中度低 (2015 年)	11
图 18: 婴幼儿奶粉企业经营混乱	11
图 19: 卖场商超小城市杂牌占比 20%	12
图 20: 母婴渠道小城市杂牌占比高达 36%	12
图 21: 消费者对国产与进口婴幼儿奶粉需求存地区差异	13
图 22: 婴幼儿奶粉消费人群三线及以下城市占比 30%	13
图 23: 奶粉行业渠道以母婴渠道为主	14
图 24: 婴幼儿奶粉业务近两年增速放缓	15
图 25: 奶粉行业高端产品市场份额逐年增加 (900g)	15
图 26: 农村居民人均可支配收入增速快	15
图 27: 2012-2016 年高端和超高端奶粉占比不断提升	16
图 28: 我国与发达国家相比, 有机奶渗透率低	16
图 29: 公司高端定位奶粉收入占比持续提升	17
图 30: 公司婴幼儿奶粉毛利率逐年上升, 高于竞争对手	17
图 31: 母婴渠道为主, 占比 70% (收入占比)	18
图 32: 合生元线下渠道以母婴渠道为主 (个)	18
图 33: 合生元的母婴渠道占比居行业第二	19
图 34: 2009-2015 年我国保健品行业增长迅速 (单位: 亿元)	19
图 35: 11-16 年维生素和膳食补充剂销售增速 10% 左右 (单位: 亿元)	19
图 36: 直销是主要销售渠道	20
图 37: 我国跨境电商交易规模增长迅速 (单位: 万亿)	20
图 38: 中国境外游人次不断攀升, 带动境外消费	21
图 39: 中国境外旅游消费总额不断增长 (亿美元)	21

图 40: 2015 年中国保健品市场集中度低, 国外品牌占比高 .....	22
图 41: 无限极 2011-2016 年的市场规模持续增长 .....	23
图 42: 中国膳食补充剂人均消费额远低于美日等国家 (美元/人) .....	23
图 43: 中产阶级以上人群将继续增长 .....	23
图 44: 人均可支配收入继续增长 .....	23
图 45: 未来 5-10 年中国人口老龄化将进一步加剧 .....	24
图 46: 中国膳食补充剂市场国外品牌占比较高 .....	25
图 47: Swisse 在澳洲保健品市场份额逐年上升 .....	26
图 48: Swisse2016 年澳洲 VHMS 市占率第一 .....	26
图 49: 收购前 Swisse 中国进口膳食补充剂网购市占率居首 (2015 年 9 月淘宝天猫平台统计) .....	27
图 50: Swisse 电商销售渠道深化 .....	27
图 51: 汤臣倍健同时布局线上线下渠道 .....	28
表 1: 奶粉行业政策回顾 .....	10
表 2: 国产品牌拥有生产许可证现状 .....	13
表 3: 婴幼儿奶粉行业销售主要分为四种渠道 .....	14
表 4: 有机奶粉市场进口品牌为主, 国内企业逐渐布局 .....	17
表 5: 合生元品牌和有机奶粉是婴幼儿奶粉主要增长点 (亿元) .....	19
表 6: 2015 年保健品市场主要品牌销售状况 .....	22
表 7: 《保健食品注册与备案管理办法》注册与备案制度分类 .....	25
表 8: Swisse 和 Blackmores 在多种膳食补充剂中处于品牌领先地位 .....	26
表 9: Swisse 和 Blackmores 在多种复合维生素中处于品牌领先地位 .....	27
表 10: 保健食品注册与备案的主要区别 .....	28
表 11: Swisse 国内畅销品政策性风险小 .....	29
表 12: 合生元业绩预测 (亿元) .....	30
表 13: 可比公司估值 (2016) .....	30

## 一、奶粉、保健品双主业驱动公司稳健增长

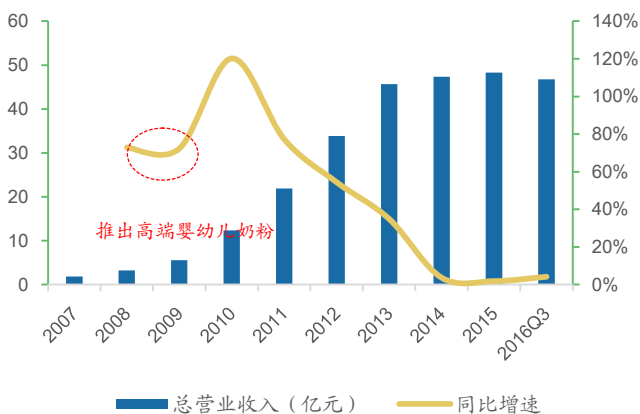
高端奶粉和保健品双主业发展。合生元主要从事高端婴幼儿营养品及保健品的制造和销售，婴幼儿奶粉产品占公司收入的比重从2009年的42.6%提高到2014年的84.1%，2015年收购Swisse布局保健品，截至2016年上半年，婴幼儿配方奶粉占比为48.5%，保健品占比高达42.7%。

图1：合生元发展历史



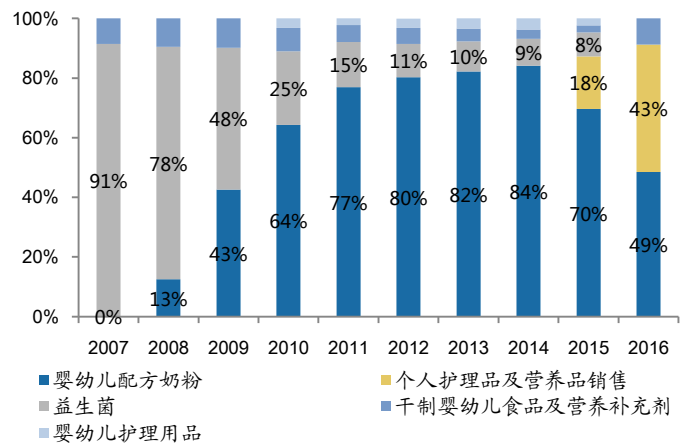
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图2：保健品推动公司营业收入增长



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图3：保健品占比提升，双主业发展



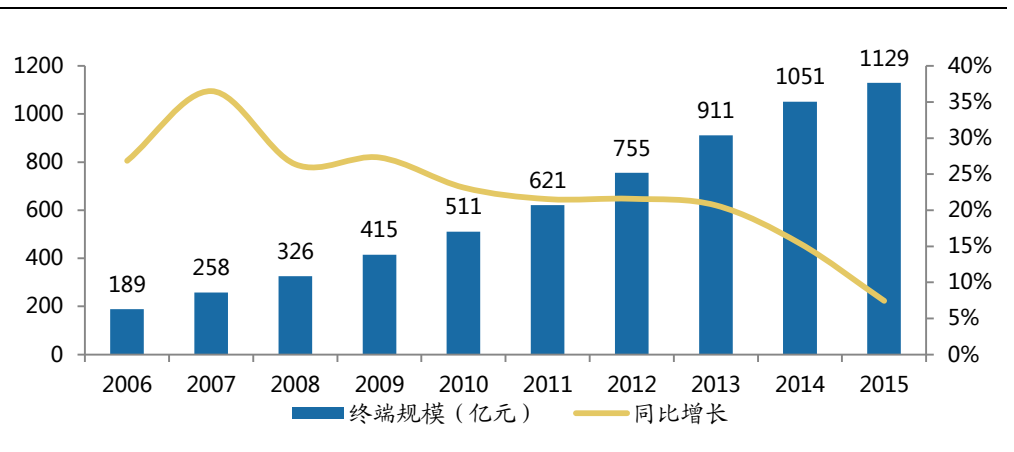
资料来源：wind，广发证券发展研究中心，2016年数据更新至6月，16年公司统计口径变化，整合益生菌等剩余三项业务为其他婴幼儿产品项

## 二、需求扩张+行业整合，奶粉行业现拐点

### 1、婴幼儿奶粉市场规模破千亿，近几年增速放缓

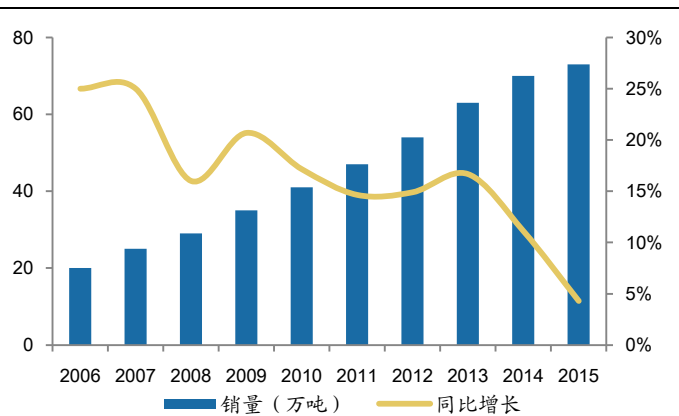
婴幼儿奶粉市场销售规模破千亿，近几年量缓导致增速下降。06年以来我国婴幼儿奶粉行业快速发展，14年突破千亿，15年市场规模达到1129亿元、复合增速高达22%，其中销量复合增速高达15%。量价分解来看，13年之前行业较高的增速主要来源于量价共同推动，近几年行业增速放缓，主要原因是销量增速下滑导致，其增速从2013年的16.67%下滑至2015年的4.29%。

图4：婴幼儿奶粉市场规模持续增长（亿元）



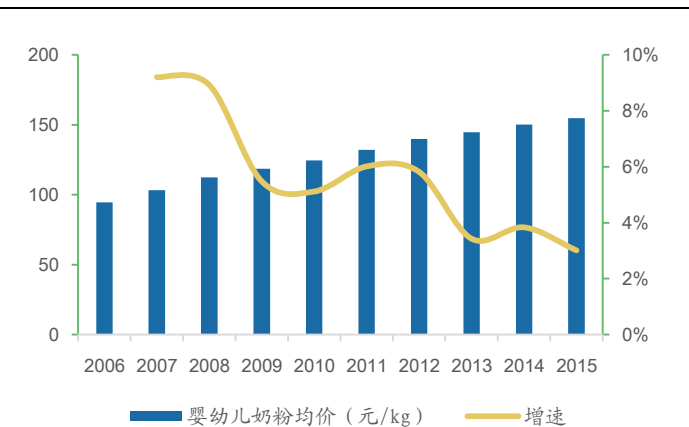
数据来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

图5：婴幼儿奶粉销量增速放缓



资料来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

图6：婴幼儿奶粉价格维持3%左右增速



资料来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

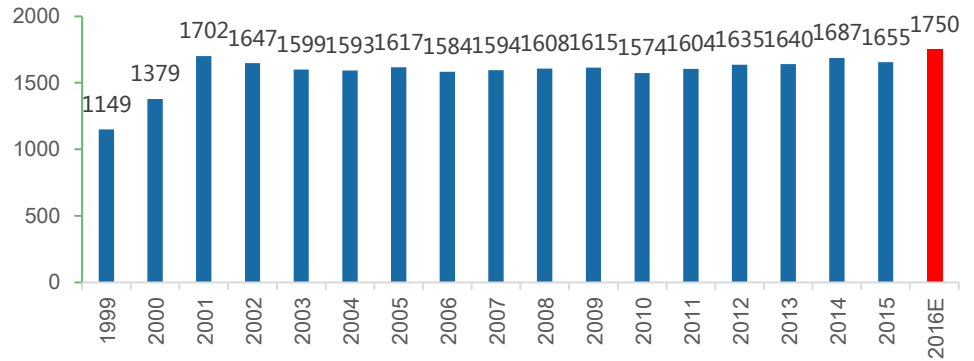
### 2、短期需求回暖，生育高峰+二胎需求拉动销量增长，原奶价格上升推动价涨

#### (1) 生育高峰+二胎效应推动短期需求回暖

被压抑的二胎需求在16年下半年出现集中释放，短期提高17年销量需求。二胎效应叠加猴宝宝偏好导致16年下半年出生婴儿较多，调研数据显示下半年医院建档

数同比增长率高于30%，国家卫计委预计2016年出生人口将超过1750万，较2015年增加100万，由于新生儿对奶粉需求的拉动有6个月左右滞后期，预计在16年四季度以及17年的上半年奶粉需求会出现实质性增长。

图7：16年出生人口快速增长，提升行业短期需求（万人）

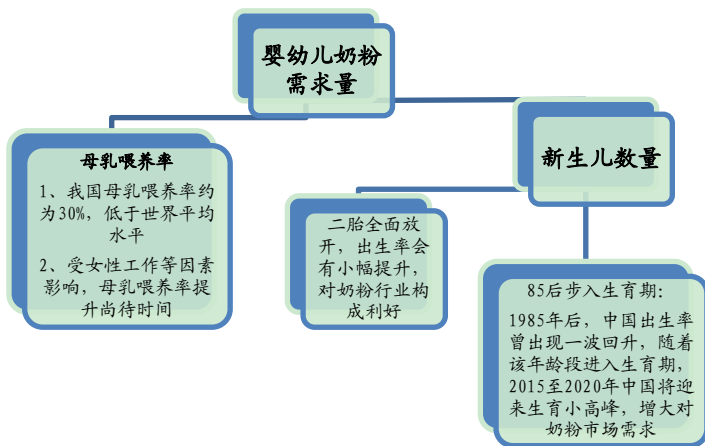


数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

**生育高峰+二胎政策扩大行业发展空间，未来4年销量有望提升10%-20%，复合增速5%。**从长期来看，婴幼儿奶粉的需求主要是受新生人口规模的驱动，我国在1980-1990期间经历过一段人口生育高峰，1987年的生育率达到峰值23.33%，而迫于女性工作压力和晚婚影响，20-24岁妇女生育率明显降低，更多适龄妇女选择在25-34岁之间生育，按照85-90年生育高峰平均30岁生育计算，预计2016-2020年我国将迎来新的生育高峰，即平均育龄妇女人数将保持在较高的水平。

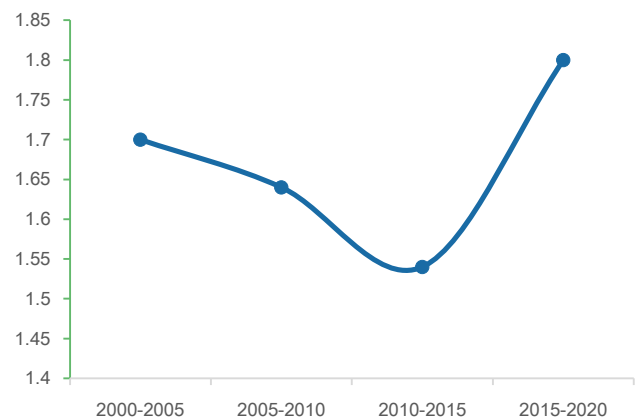
另外一方面，我国2010年以来总和生育率在1.54~1.64间波动，中国青年报社社会调查中心调研显示，育龄妇女已有二孩的占12.0%，打算要二孩的占47.2%，推断全面二孩政策的累积生育势能的释放有望在十三五期间实现，结合国家卫计委研判，预计2015-2020年我国总和生育率可达1.8左右水平，较目前1.54的水平增长17%。综上判断，奶粉行业转好是确定性的预期，新的生育高峰叠加二胎效应有望使婴幼儿奶粉行业销量在未来4年扩容10%-20%水平，复合增速5%左右。

图8：新生儿数量增长带动婴幼儿奶粉需求



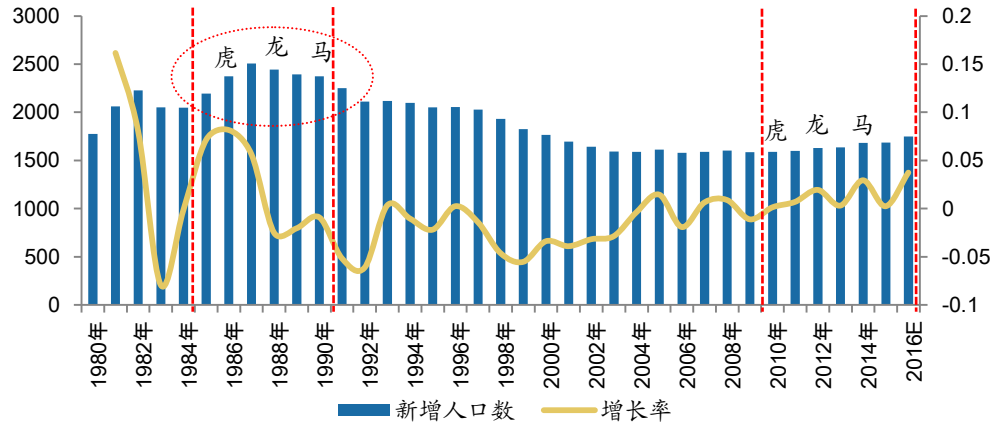
资料来源：易观智库，广发证券发展研究中心

图9：未来五年总和生育率有望提升至1.8左右



资料来源：国家卫计委，广发证券发展研究中心

图10：受益85-90年生育高峰，16-20年有望迎新高峰



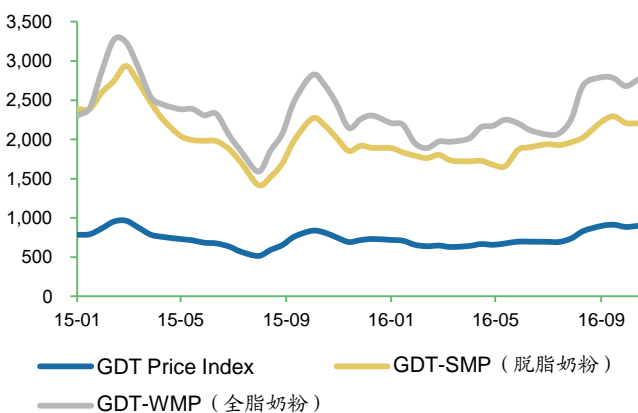
数据来源：中国国家统计局，广发证券发展研究中心

## (2) 原奶价格温和上升推动终端价涨，稳健行业价格体系

原奶成本明年温和上涨，行业均价增长，有利婴幼儿奶粉行业价格体系走稳。原奶作为配方奶粉的原料，其价格下跌会使行业陷入价格竞争，扰乱企业原有的价格体系和渠道利润分配，而奶价上涨过程中，乳制品企业可以顺势提价，让行业均价上涨，将成本价格的上涨传导至下游，从而稳定行业价格体系。

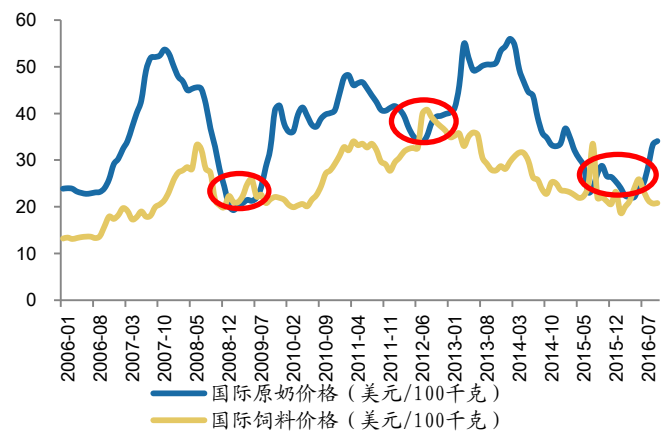
原奶行业一般周期为3-4年，13年原奶价格达到最高点1573之后持续下跌至15年8月4日最低点514，跌幅超过200%，导致奶粉行业14-16年打了三年的价格战。经过长时间的底部调整之后，原奶价格今年出现了大幅增长，最新一期拍卖价格较去年最低点514以及今年最低点628分别上涨了103.5%和66.6%，奶粉行业价格恶性竞争缓和。奶价的上涨除了季节性因素之外，更关键的是行业周期已经触底，另外当原奶价格低于饲料价格时，行业处于亏损状态，当长期处于亏损状态时，牧场及相关企业会进行供给侧改革，减少供给从而提高原奶价格。经过三年的下跌，目前国际原奶价格已经跌至国际饲料价格附近，而前两次出现这种情况时，原奶价格均出现了反弹，因此预计明年原奶价格继续温和上升，有利奶粉行业价格体系稳定。

图11: GDT全球乳品价格指数走势强劲



资料来源：GDT，广发证券发展研究中心

图12: 国际原奶及国际饲料价格走势相关性强



资料来源：IFCN，广发证券发展研究中心

### 3、注册制促进行业洗牌，国产龙头最受益

最严奶粉新政出台，无法申请到注册的小品牌将让渡市场份额。《婴幼儿乳粉产品配方注册管理办法》明确规定每个奶粉生产企业不得超过3个配方系列九种产品配方，标签上不得使用“进口奶粉”“源自国外牧场”等模糊信息，且不允许表明有“益智和增加抵抗力或者免疫力以及保护肠道”等功能，该注册制相较过往政策具备明确的规定、更加严厉，18年1月1日执行，无法申请到注册的小品牌将退出市场，预计将让渡部分市场份额。2018年1月1日是行业竞争改善的关键时间节点：2018年1月1日起，未经注册的进口奶粉是不允许进入中国（来自于财政部对于国外进口产品的要求），预计国内生产或短于这个时间点。

表 1：奶粉行业政策回顾

时间	政策
2013	继发改委价格垄断调查后，食药局出台了一个关于提高行业集中度的指导性文件，希望通过龙头企业的发展壮大，使得 TOP10 公司具备 60%-70% 的市场份额，但无具体举措。
2014	国办转发《婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案》，方案指出，2015 年底，形成十家收入达 20 亿元的婴配粉生产企业，前十家国产品牌行业集中度达到 65%。推动行业优胜劣汰，兼并重组。
2015	2015 年 4 月出台的《食品安全法》，将婴幼儿食品纳入特殊食品监管。
2015	配方注册制第一阶段草稿：国内生产企业 3 个配方，进口奶粉未得到相应规范。
2016	4 月 8 日，跨境电商零售进口商品新税制正式实施。根据最新的规定，从 4 月 8 日起，清单内的商品将要缴纳关税（暂定为 0%）、增值税和消费税（按法定应纳税额的 70% 征收），且将个人跨境进口的单次交易限额规定为 2000 元，个人年度交易上限 2 万元，若超出将按一般贸易全额征税。新政将全面提高跨境奶粉成本，同时，清单制将大幅缩减进口奶粉品牌。
2016	10 月 1 日《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》实施，11 月份细则出台。

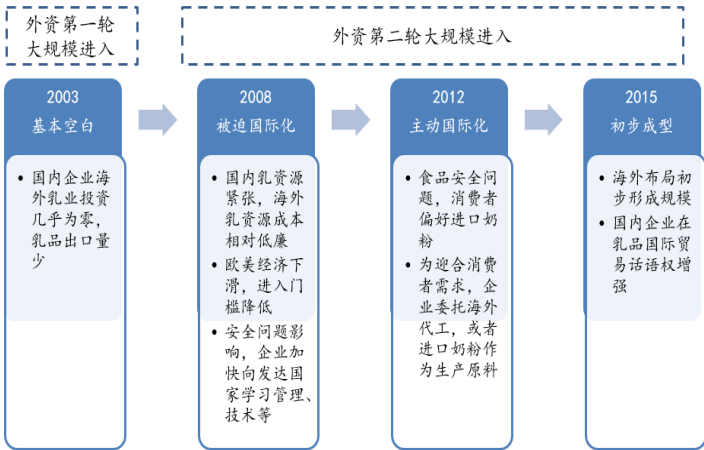
数据来源：中国乳业信息网，广发证券发展研究中心

#### （1）奶粉现状：国外品牌抢占市场，国内品牌市场集中度低

目前婴幼儿奶粉受外资品牌冲击严重，行业内小品牌多、集中度低。2008 年三聚氰胺事件使消费者对国产奶粉信心下降，国外品牌进驻国内市场，随着跨境电商、原装进口奶粉的进一步冲击，国外品牌占比持续上升，其占比最高曾达到 57%，随着之后行业规范逐渐加强，消费者信心逐渐恢复，目前外资市场份额基本维持在 50% 左右。行业内部集中度低，前三大企业份额 37%，行业龙头仅占 15%，国外品牌市场美赞臣、惠氏竞争优势突出，合计占比 50% 以上，国内品牌市场集中度相对较低，前两大生产企业贝因美、合生元合计占国内份额比例为 34%。行业内企业经营混乱——目前我国有 103 家婴幼儿配方奶粉生产企业，对应国内近 2000 个奶粉配方，有的企业甚至拥有 180 个配方，企业实行贴牌但产品内容无差异。

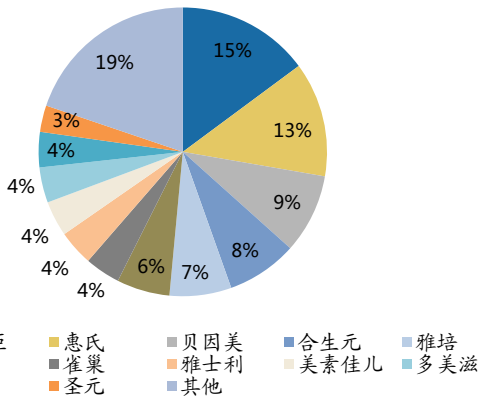
图 13：奶粉行业国际化进展

图 14：外资婴幼儿奶粉品牌占比高



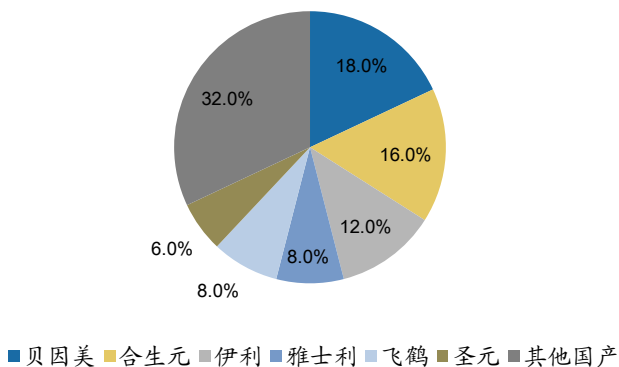
资料来源：母婴行业观察，广发证券发展研究中心

图 15：婴幼儿奶粉行业集中度较低

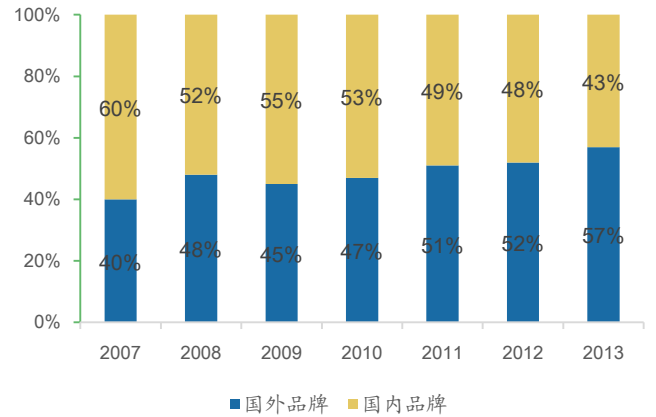


资料来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

图 17：婴幼儿奶粉市场国内品牌集中度低（2015 年）

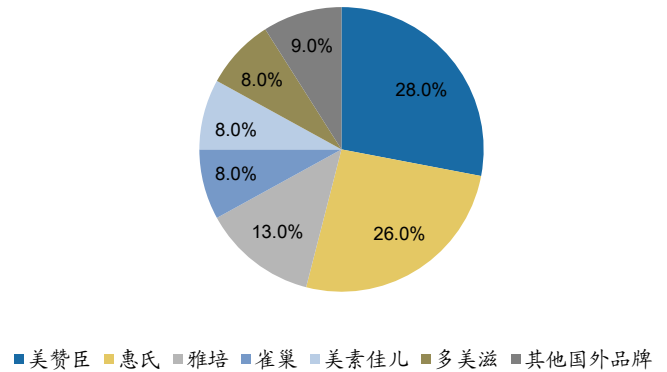


资料来源：尼尔森，广发证券发展研究中心



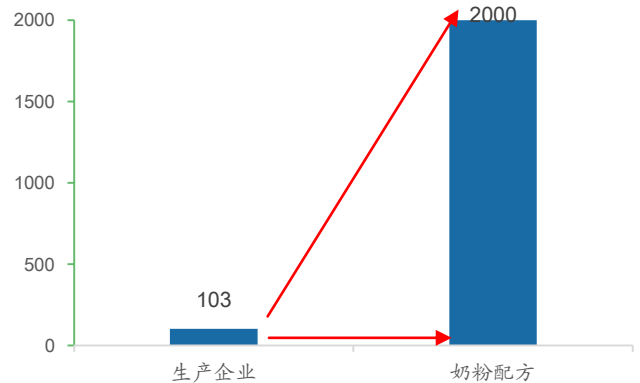
资料来源：智研咨询，广发证券发展研究中心

图 16：婴幼儿奶粉市场国外品牌相对集中（2015 年）



资料来源：尼尔森，广发证券发展研究中心

图 18：婴幼儿奶粉企业经营混乱



资料来源：中国产经，广发证券发展研究中心

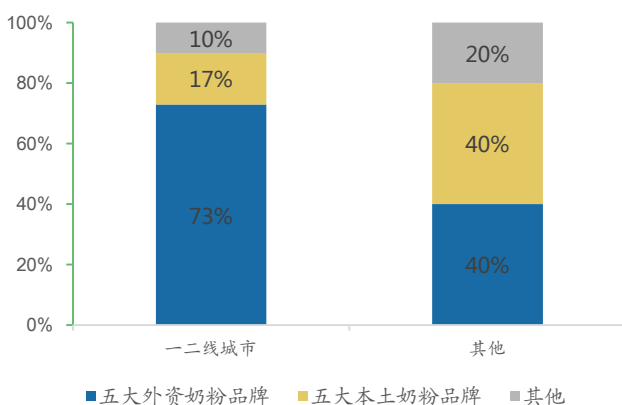
## （2）新政将淘汰 15-20%杂牌，让渡三线及以下城市，国内大品牌有望受益

三线及以下城市婴幼儿奶粉市场发展空间大。由于生活压力和生活成本较低，三线以下城市育龄妇女生二胎的意愿更强烈，2015年央视市场研究（CTR）报告显示，68.76%的二孩妈妈分布在三线城市及以下，因此，三线以下城市婴幼儿奶粉市场空间更广阔，结合根据乳业产品网研判，预计一线城市、二线城市以及三/四线城市婴幼儿奶粉未来5年的需求复合增速分别为1.2%、2.7%以及5.1%。且《2015 CBME中国孕婴童产业调查报告》显示，有46%的品牌商、48%的代理商以及50%的零售商都认为，三至五线城市将是行业今后的发展重点。

受注册制影响，杂牌让渡15-20%市场份额，主要集中在三线及以下城市母婴渠道。一二线城市居民消费能力更强，对奶粉的品牌要求较高，而三线及以下城市的居民奶粉消费能力主要集中在150-250元，主要是小品牌的价位段；由前面渠道分析知，母婴渠道主要分布在中小城市，小型母婴店经营的主要是渠道利润较高的杂牌（经销商渠道毛利空间：合生元10个百分点左右，贝因美十几个点，国外品牌3-5个点，小品牌最高），因此，三线及以下城市是杂牌婴幼儿奶粉的主要生存空间，即因注册制的实施杂牌奶粉让渡的市场空间主要分布在三线及以下城市。

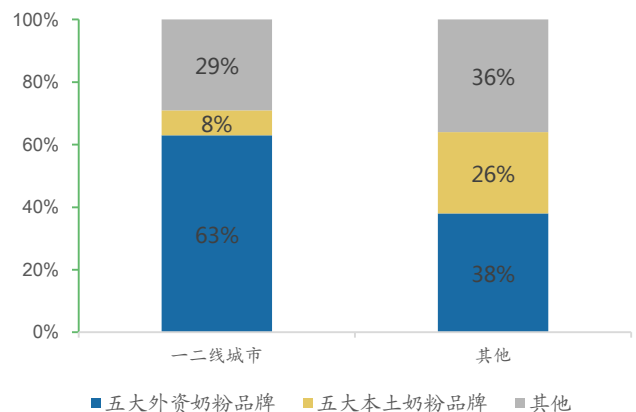
乳业产品网数据显示，三线及以下城市杂牌占比超过60%，其中卖场商超杂牌占比20%，母婴渠道杂牌占比高达36%，而目前行业内商超渠道占比22%，母婴渠道占比48%（70%集中在中小城市），因此粗略估算杂牌退出将让渡15%~20%市场份额（约150~200亿市场空间），其中3%来自商超，17%来自母婴渠道。另外，奶粉消费线上渗透率提高，电商也有望成为进驻让渡市场的渠道之一——伴随互联网渗透率提高带来的消费便捷与产品选择多样化，网上购买奶粉的用户群也将逐渐从一线城市拓展到二三线城市。

图19：卖场商超小城市杂牌占比20%



资料来源：乳业产品网，广发证券发展研究中心

图20：母婴渠道小城市杂牌占比高达36%



资料来源：乳业产品网，广发证券发展研究中心

国内大品牌有望抢占让渡市场。从区域来看，一二线城市婴幼儿奶粉选择倾向性：进口>原装进口>国产；即一线城市主要是国外品牌占据市场，国产品牌奶粉依靠渠道优势打造二线及以下城市作为优势市场。中小城市的消费者普遍更加看重产品促销，对品牌的关心程度以及忠诚度较低，且线上购买较少，因此我们认为受益的主要是通过审批的小品牌和依靠渠道下沉至三线及以下城市的国产大品牌。

我国国产奶粉品牌中，合生元、澳优、飞鹤和圣元主要以婴童渠道以及电商为主，渠道结构与让渡市场空白渠道匹配，有望直接受益；贝因美、伊利以经销商和商超为主，有望通过渠道下沉实现市场抢占；君乐宝以线上为主，有望受益电商渗透率加强，但短期效果不显著。

图21: 消费者对国产与进口婴幼儿奶粉需求存地区差异

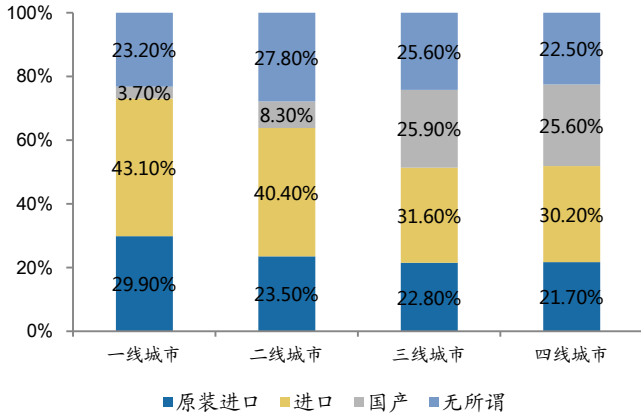
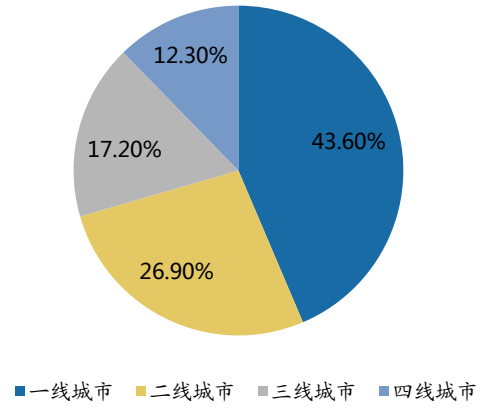


图22: 婴幼儿奶粉消费人群三线及以下城市占比30%



资料来源: 易观智库, 广发证券发展研究中心

资料来源: 易观智库, 广发证券发展研究中心

此次新政标准较高, 预计中国乳企可注册到200-300个品牌, 对国内主流奶粉企业冲击各不相同, 其中贝因美拥有最多的生产企业, 连同控股子公司在内, 集团可以注册14个产品品牌, 由于新政标准高, 预计可注册7-8个, 从现有的11个品牌数量来看, 影响相对较小, 同样情况的还有飞鹤和伊利, 分别拥有四家和三家生产企业。市场上大部分的奶粉企业只拥有一家生产企业, 相对而言, 新政影响较小的有合生元、三元和蒙牛, 可注册品牌数量基本满足公司需求, 如合生元采取精准营销, 主打大单品战略, 受新政限制小。而受冲击较大的企业有雅士利、君乐宝以及圣元, 尤其是圣元旗下拥有50多个品牌184个配方, 超出限制较多, 公司急需调整品牌销售策略。

表2: 国产品牌拥有生产许可证现状

名称	品牌数量	婴幼儿奶粉生产企业	所在地
贝因美	11	黑龙江贝因美乳业有限公司	黑龙江
		北海贝因美营养食品有限公司	广西
		杭州贝因美母婴营养品有限公司	杭州
		宜昌贝因美食品科技有限公司	湖北
伊利	6	杜尔伯特伊利乳业有限责任公司	黑龙江
		天津伊利乳业有限责任公司	天津
		内蒙古金海伊利乳业有限责任公司	内蒙古
飞鹤	4	吉林飞鹤艾倍特乳业有限公司	吉林
		飞鹤(甘南)乳品有限公司	黑龙江
		黑龙江飞鹤乳业有限公司	黑龙江
		飞鹤(龙江)乳品有限公司	黑龙江
合生元	4	长沙素加营养品有限公司	湖南
雅士利	8	雅士利国际集团有限公司	广东
圣元	56	圣元营养食品有限公司	青岛

三元	4	北京三元食品股份有限公司	北京
君乐宝	12	石家庄君乐宝乳业有限公司	石家庄
蒙牛	3	内蒙古欧世蒙牛乳制品有限责任公司	内蒙古

数据来源：乳业产品网，广发证券发展研究中心

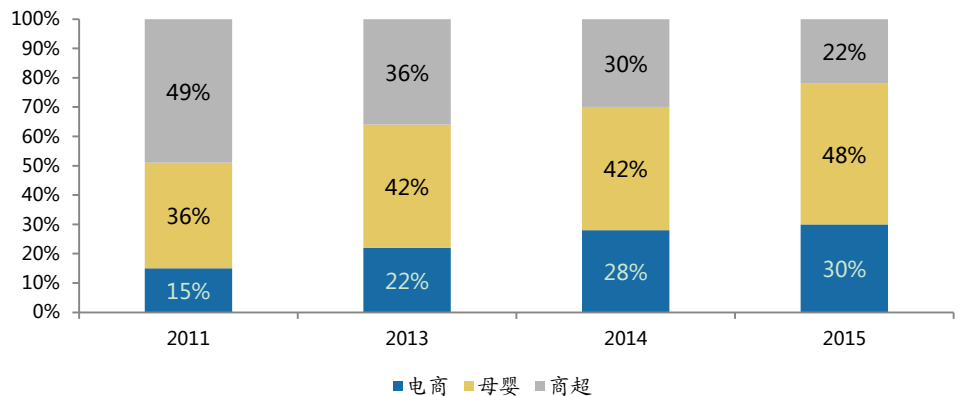
**母婴渠道占比高，主要分布在三线以下城市，分布集中度低。**婴幼儿奶粉行业销售主要分为四种渠道，在08年之前主要以商超为主，2008年之后母婴渠道迅速崛起，2015年我国母婴店占比达到48%，较14年增长6.1个百分点。母婴用品品类齐全、货品质量有保障、有实物展示是消费者选择母婴渠道的主要原因，大部分分布在三线以下城市，其占比在70%左右。

表 3: 婴幼儿奶粉行业销售主要分为四种渠道

渠道		特征
超市		奶粉货架
母婴店	规模较大	大约有 15 种左右，大部分是高端的原装进口品牌，价格约在 300—500 元每听 900 克
	中型	约 12 种左右，合资与国产的种类较多，价位在 220—520 元每听 900 克
	周边小型	奶粉约 8 种左右，大部分是国产奶粉，价格在 200 元左右每听 900 克
电商		摆脱了经销商和零售终端，通过其平台直接与消费者对接。
药店		参照药品管理办法严格管理婴幼儿配方乳粉，试行药店专柜销售。

数据来源：乳业产品网，广发证券发展研究中心

图 23: 奶粉行业渠道以母婴渠道为主



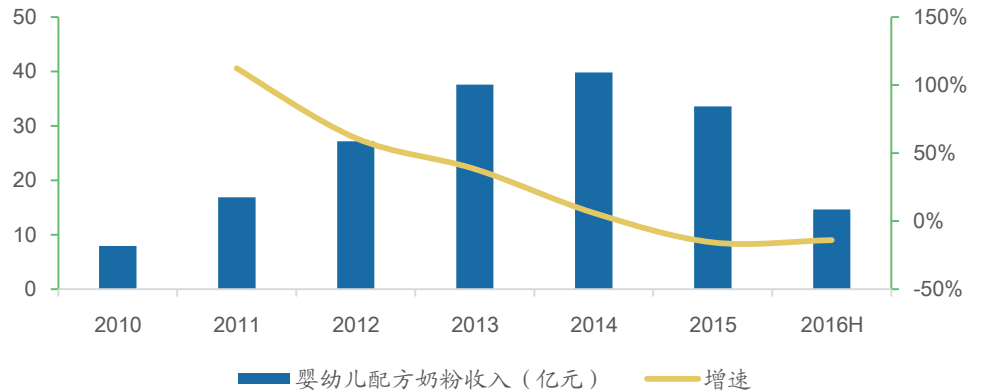
数据来源：AC尼尔森，广发证券发展研究中心

### 三、奶粉业务有望受益高端产品布局 and 母婴渠道下沉

公司奶粉业务聚焦中高端，中端品牌下滑导致业务板块增速放缓。公司08年开始聚焦中高端奶粉业务，以合生元品牌产品为主，价位在250~450元/900g左右，定位高端市场；2013年收购长沙营可，以素加品牌（定位中端市场）面向四到五线城市市场，定价200~350元/900g左右。2016年6月30日，公司婴幼儿配方奶粉同比下降14%，此项减少主要是由于奶粉行业新政加速中小企业整合，行业整体去库存的影响，导致中端婴幼儿配方奶粉竞争加剧，价格恶性竞争，素加品牌产品收入下降65.7%，合生元品牌轻微下降5.4%；16年第三季度同期下降2.5%，其中合生元品牌

已经恢复增长，同比增速8.8%，但素加品牌收入依然下滑，超过70%。公司未来奶粉业务主要布局高端产品，有望受益奶粉消费升级，而公司母婴渠道优势明显，将充分受益奶粉新政带来的杂牌让渡市场。

图24：婴幼儿奶粉业务近两年增速放缓



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

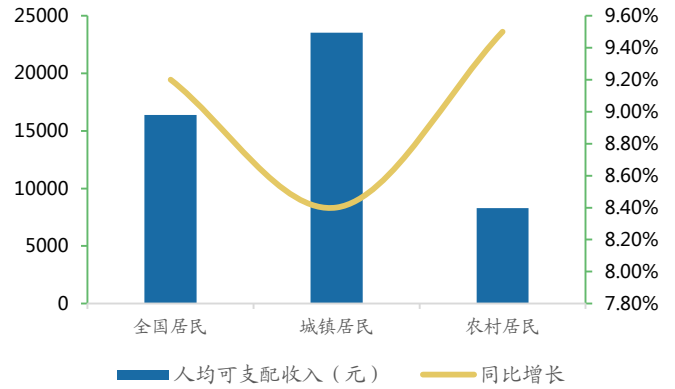
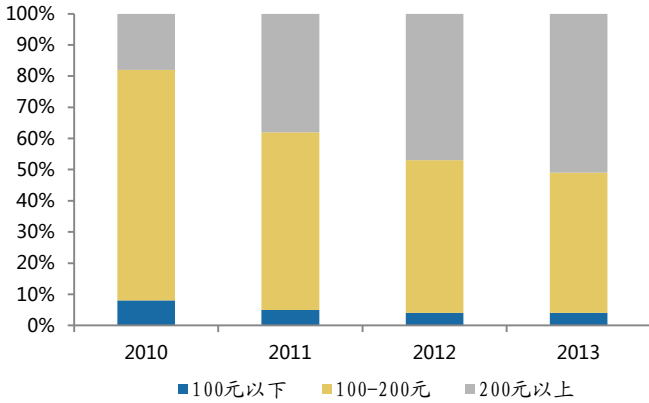
### 1、高端化产品有望受益消费升级

高端化是婴幼儿奶粉市场发展趋势——中高端价格定位有望受益消费升级，有机奶粉受益消费者安全意识的提升和消费升级两大因素，渗透率有望提升。近几年国内婴幼儿奶粉市场消费升级明显，100元以下的市场逐步缩减，200元以上的市场占比逐步扩大，在2013年已达到50%以上。且2015年居民可支配收入水平增速达8.4%，其中农村居民家庭人均可支配收入增速高达9.5%，为消费者追求高品质婴幼儿奶粉带来条件，有助于对婴幼儿奶粉消费能力的释放，中高端市场增长潜力较大。

据我国农业部数据显示，目前全球有机食品市场以20%-30%的速度增长，中国有机食品消费额以每年30%-50%的速度增长，在全球婴幼儿有机食品市场规模不断扩大的牵引之下，中国有机婴幼儿奶粉消费将迎来新一轮的爆发期。另外，新晋父母群体被85年~90年出生的消费群体占据，其高消费意愿和品质升级需求将催生高端及超高端婴幼儿消费市场迎来黄金期。另外，2015年德国有机奶粉的渗透率高达40%，澳大利亚和瑞士分别为22%和19%，与发达国家相比，中国的有机奶粉渗透率仅为2%，提升空间巨大。目前有机奶粉市场容量20-30亿，有望在2020年实现80-100亿容量，占婴幼儿奶粉市场的8%-10%份额。

图25：奶粉行业高端产品市场份额逐年增加（900g）

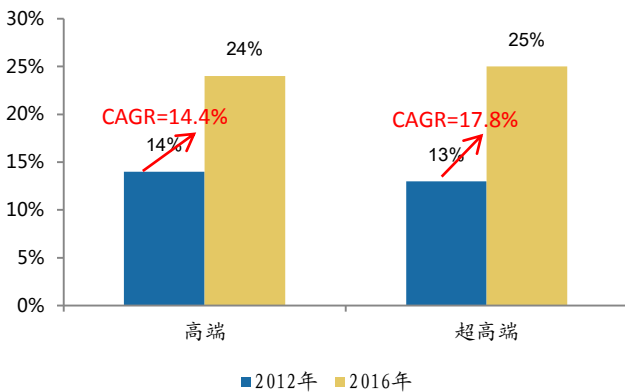
图26：农村居民人均可支配收入增速快



资料来源：智研咨询，广发证券发展研究中心

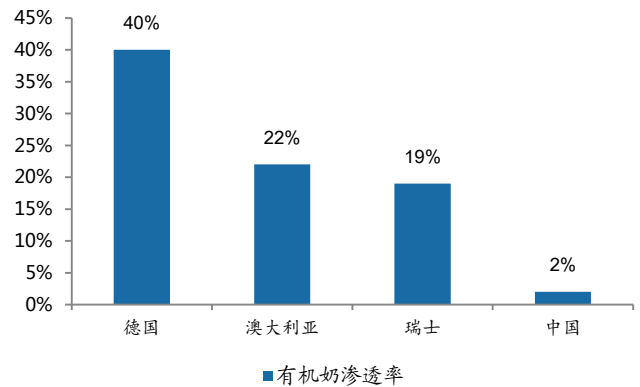
资料来源：易观智库，广发证券发展研究中心

图27：2012-2016年高端和超高端奶粉占比不断提升



资料来源：智研咨询，广发证券发展研究中心

图28：我国与发达国家相比，有机奶渗透率低



资料来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

**布局超高端市场，开发新增长引擎。**2016年11月21日，公司正式向中国市场推出 healthy times 有机婴儿配方奶粉（原为美国的全球有机婴幼儿食品品牌），终端零售价将定在398元，进军有机奶粉蓝海市场，奶粉业务三驾马车拉动增长——素加主打中端市场、合生元占据中高端市场、healthy times 占据高端、超高端市场。近几年公司高端产品占比不断提升，公司的婴幼儿奶粉在超高端市场排名第三，仅次于惠氏和美素佳儿，占据10%以上份额（290~390元/900g定位高端和大于390元/900g定位超高端）。

**差异化竞争——有机奶粉市场受进口冲击较弱，竞争程度较低。**目前有机奶粉品牌总数只有33个，以法国伴宝乐、喜宝、泓乐等进口品牌为主，国产品牌为辅，但进口到中国的有机产品需获得中国有机产品认证，因此有机奶市场相对婴幼儿奶粉整体市场受国外品牌冲击较弱。Healthy Times 相对市场其他竞品，销售历史长，已经得到了国外消费者的认可，品牌力较强，进入内地市场可行性强，另外，公司计划优先透过电商渠道进入市场，实体店销售最迟在17年推出，叠加品牌在境外市场的收入，有望3年左右占集团收入比例可达3%~5%。

推出有机奶粉有望维持公司的价格体系，提高公司赢利点——有机奶粉毛利率比普通奶粉高30%-40%，不仅有利于公司的产品细分和升级，脱离价格成本的竞争，且有利于维护渠道的稳定关系——有机奶粉利润高，可进一步加强渠道与产品的对

接，提高渠道积极性。

图29: 公司高端定位奶粉收入占比持续提升

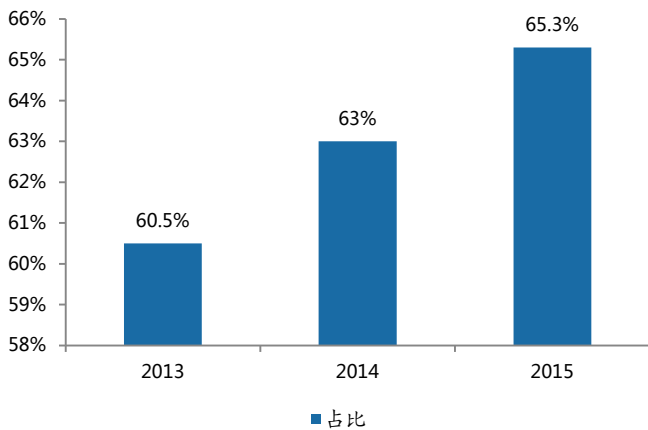
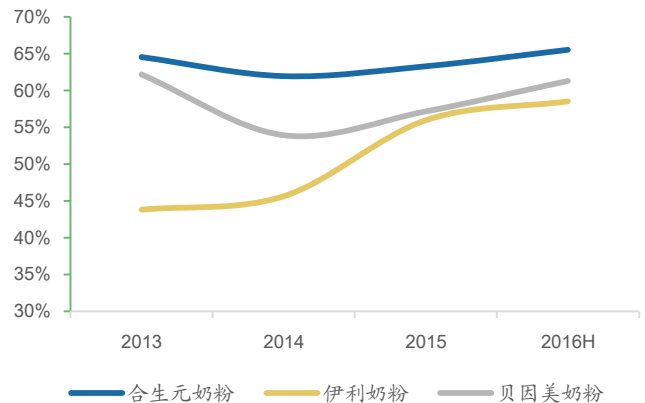


图30: 公司婴幼儿奶粉毛利率逐年上升，高于竞争对手



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

表 4: 有机奶粉市场进口品牌为主，国内企业逐渐布局

品牌	价格	特点	
国外品牌	法国伴宝乐	409	品牌力强：法国奶源，欧洲声誉较强的有机大牌。质量佳：是唯一一款无棕榈油的有机奶粉。配方相比其他有机奶粉，无棕榈油，富含乳双歧杆菌调节肠胃，低敏、诺曼底有机有限奶源。
	澳洲贝拉米	100~300	贝拉米是澳洲真正有售的奶粉品牌。贝拉米有机奶粉低敏，溶解度高。
	德国喜宝	100~400	喜宝的有机名气比伴宝乐大，铺货做得比较好。属于平价品牌，品质安全。
	瑞士泓乐	218	瑞士品牌，在奥地利代加工。泓乐、伴宝乐及喜宝在欧洲的有机奶粉销量最高，占据德国和瑞士本土婴幼儿奶粉盒辅食市场半壁江山，泓乐以其优异的品质，获得越来越多妈妈的认可。
国内品牌	蒙牛瑞哺恩	368	第一款国产有机婴幼儿配方奶粉。阿尔卑斯山奶源，可追溯。
	圣元有机优博	468	法国有机牧场+中法欧三重有机认证+全程有机可追溯，营销网络现已遍布全国 24 个省市、自治区，覆盖 264 个地级市及其下辖的 1320 多个县级市，在国内婴幼儿配方奶粉市场占有率长年稳居前 10。
	贝因美有机爱+	280	贝因美和瑞士百年工厂 HOCHDORF 集团强强合作的产品，瑞士中国双重有机认证，可追溯，2015 年 2 月上市。
	合生元 Healthy Times	398	欧盟和中国的双重有机认证检验。超过 36 年历史，源自美国的全球知名有机婴幼儿食品品牌。在美国，Healthy Times 的销售遍及 Whole Foods、Mothers、Sprouts 等连锁超市及 2 万多家健康食品店，目前该品牌销售区域覆盖美国、加拿大、新加坡、韩国、墨西哥、中国香港等地。
	伊利-中国圣牧		圣牧是中国唯一一家符合欧盟有机标准有机乳品公司，也是中国唯一一家提供 100%由自有认证有机牧场生产的品牌有机乳制品的乳品公司。

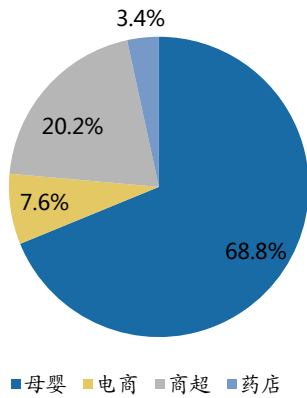
数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心 注：价格单位元/900g

## 2、母婴渠道优势明显，抢占杂牌份额最受益

公司渠道以母婴渠道为主，收入占比高达70%。公司的线下渠道主要有母婴渠道、商超以及药店，其中母婴渠道优势明显，渠道占比高达70%。为了增加产品市场渗透率，公司不断拓展线下渠道，婴童专卖店2010年仅为3687间，2015年增长至

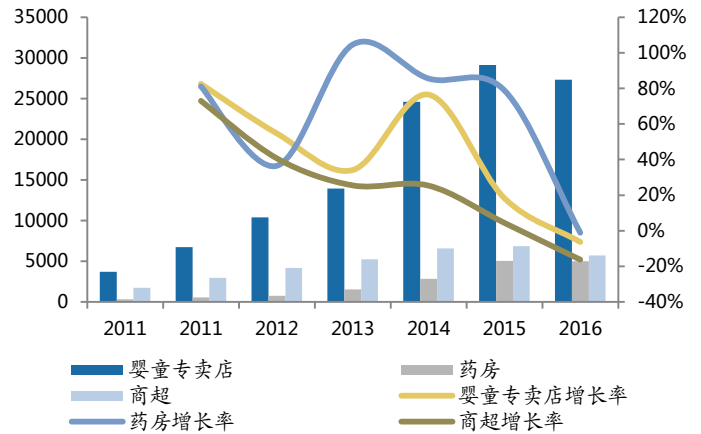
29131间，年复合增长率高达51.2%，商超从2010年的1716间增加至2015年的6844间，年复合增长率高达31.9%，药店从2010年的301间增加至2015年的5052间，年复合增长率高达75.8%。16年公司开始调整终端门店数量，剔除效率低的门店，提升整体运营效率。

图31: 母婴渠道为主，占比70%（收入占比）



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图32: 合生元线下渠道以母婴渠道为主（个）



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**分拆素加，战略收缩妈妈100，有望通过大中型母婴连锁店渠道下沉抢占杂牌市场。**素加拥有原装进口和国产进口奶源两个系列，16年初，公司将进口系列逐步过渡为线上品牌，与国外品牌抢占市场，国产系列凭借成本优势继续现有渠道，抢占三线以下市场，且合并合生元、素加、葆艾事业部成一个事业部，避免内部竞争；另外公司将妈妈100定位调整为“集团会员与品牌的服务商”，收缩电商业务。

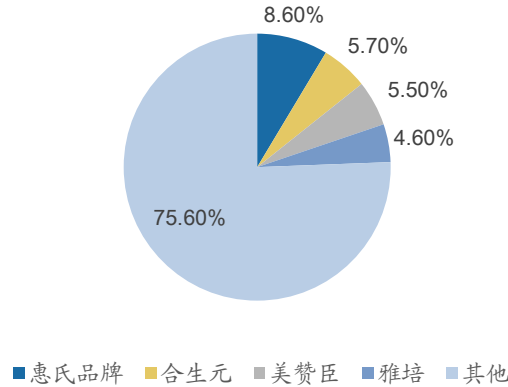
我们认为公司抢占杂牌市场的优势主要来源于母婴渠道本身优势和大中型母婴连锁店渠道下沉。从上述行业分析知，母婴渠道是婴幼儿奶粉行业的主要渠道，且主要分布在三线及以下城市，合生元的母婴渠道占比居行业第二，仅次于惠氏，有利于后续市场抢占。

合生元的母婴渠道主要采用公司直供的模式，集中于大、中型母婴渠道，杂牌主要集中于小型母婴渠道。母婴渠道中线下龙头为孩子王和乐友，线上代表主要是苏宁红孩子和妈妈100。其中，乐友是合生元北区的直供合作伙伴，凭借“连锁店+网上商城+目录订购”三位一体的经营模式助力合生元实现渠道覆盖，另外，2016年12月，Healthy Times与孩子王达成战略合作协议，且15年开始，大中型母婴连锁店开始进驻三线及以下城市，如孩子王进驻湖南株洲、湖北襄阳、四川内江、山东泰安等。我们认为未来几年三线以下城市的母婴渠道将主要以大型母婴连锁店和夫妻店为主，前者在规模、产品等方面有优势，后者经营成本低。合生元有望受益大型母婴连锁店的渠道下沉实现让渡市场的抢占。

综合上述分析，高端产品将受益行业高端化趋势和渠道的拓展，合生元主品牌增速有望超越行业增速，保持10%以上增长；中端品牌素加定位更加明确（进口系列转为线上，线下渠道只销售长沙的3个系列），有望受益杂牌的让渡市场，且随着新政落地，渠道库存见底，下降幅度有望收缩至40%左右；从2016年三季度业绩分析，合生元品牌占比85%、素加品牌占比15%左右，结合上述预测，两个品牌未来

三年合计复合增速将达到6%；又因为3年后有机奶粉占公司收入比例可达至3%至5%，预计占婴幼儿奶粉8%左右，收入可达3.5亿元，即2019年婴幼儿奶粉收入可达40.7亿规模，未来几年复合增速可达9%。

图33: 合生元的母婴渠道占比居行业第二



数据来源: 尼尔森, 广发证券发展研究中心

表5: 合生元品牌和有机奶粉是婴幼儿奶粉主要增长点 (亿元)

婴幼儿奶粉	2016H	2016E	2017E	2018E	2019E
合生元品牌	12.51	26.72	29.39	32.62	36.53
增速	-5.40%		10%	11%	12%
素加	2.10	4.49	2.47	1.48	0.89
增速	-65.70%		-45%	-40%	-40%
有机奶粉	—				3.25
合生元+素加合计	14.61	31.21	31.86	34.10	37.42
板块整体	14.61	31.21			40.68
板块整体	-14%	-7%	复合增速 9%左右		

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 四、受益于人口老龄化和政策放宽空间，保健品行业加速发展

### 1、行业规模持续增长，电商崛起带动国外品牌消费增长

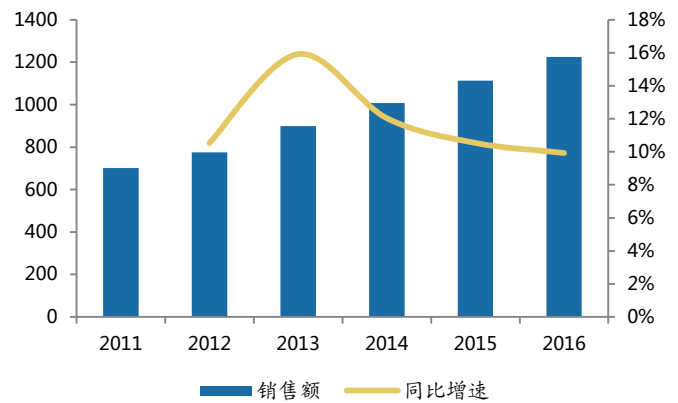
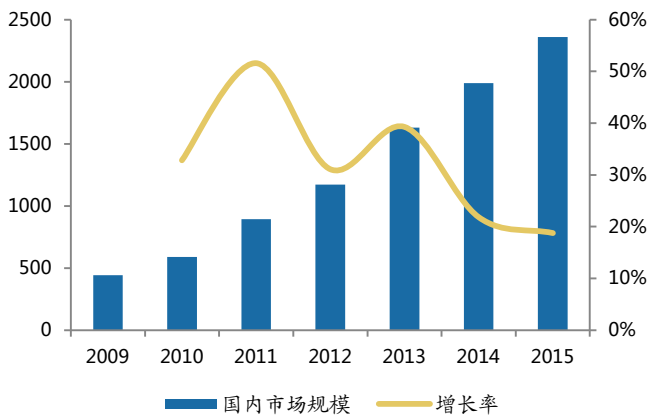
**保健品行业规模增长迅速。**由于人口老龄化、健康消费意识以及国民收入提升的影响，我国保健品市场规模2016年整体呈快速上升趋势，增速近20%，保健品已经逐渐从礼品过渡到个人消费需求。其中，维生素和膳食补充剂2011-2016年CAGR为11.8%，按当前值预测，2016年将较去年同比增加9.9%，增速相比2015年的10.5%略有下滑，主要是受中国宏观经济发展速度放缓影响，子分类中膳食补充剂销售额达到823亿，处于主导地位。

图34: 2009-2015年我国保健品行业增长迅速 (单位: )

图35: 11-16年维生素和膳食补充剂销售增速10%左右

亿元)

(单位: 亿元)



资料来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

资料来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

### (1) 电商渠道崛起, 国外品牌消费增长迅速

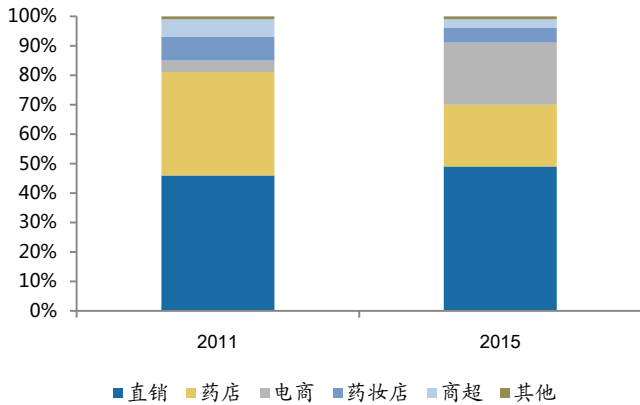
**直销渠道占主导, 电商渠道崛起, 营销模式多元化。**从目前来看, 保健食品销售渠道主要分为直销、药店、电商、商超等。其中, 直销模式仍然是保健品主要的销售模式, 收入占比49%, 电商模式成为增长速度最快的渠道, 从2011年的34亿元增长到2015年的250亿元, CAGR高达65%, 2015年的市场份额已经基本与药店等同。

线下销售方面, 领先的直销企业已经开始布局, 增强消费者体验——安利新推出了“体验战略”, 致力于打造现代化体验店, 截止2015年, 安利在全国开设了28处线下体验馆, 包括上海、深圳、成都三家大型体验馆; 老牌企业同仁堂也布局线下开设了不同类别的体验店, 包括旗舰店、社区数字店、专业店等, 以增强消费者购物体验。

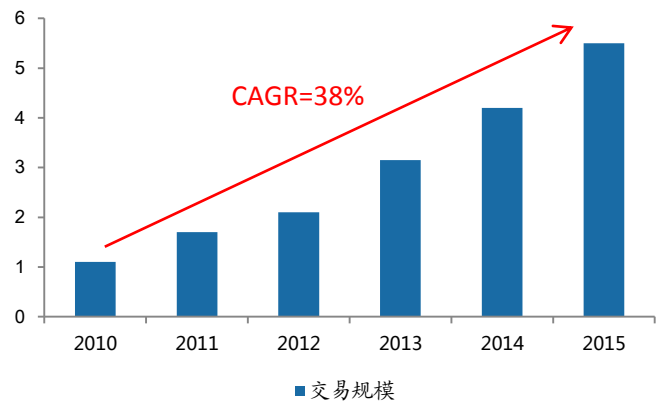
线上销售部分, 伴随电商销售快速增长, 保健品企业加速布局——安利已经建立了一个包括门户网站、微博、微信公众号和APP的综合性平台, 加强与消费者之间的联系; 非直销企业汤臣倍健未来将重点发展电商平台, 成立线上业务板块作为未来三大业务板块之一。且汤臣倍健在产品上引进海外品牌, 规避和减少线上和线下的销售冲突, 线上渠道除了淘宝、天猫、京东等主流电商外还投资入股跨境电商平台深圳有棵树, 增强其在电商渠道的竞争优势。

图36: 直销是主要销售渠道

图37: 我国跨境电商交易规模增长迅速 (单位: 万亿)



资料来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

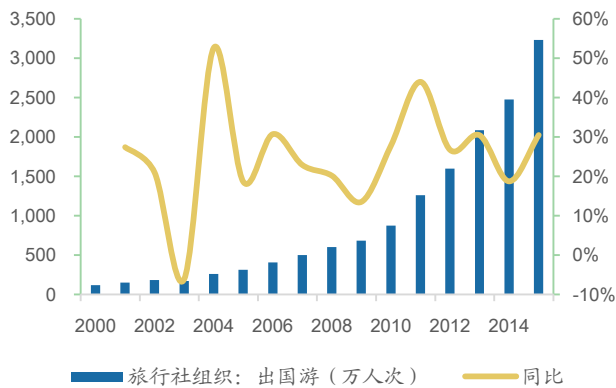


资料来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

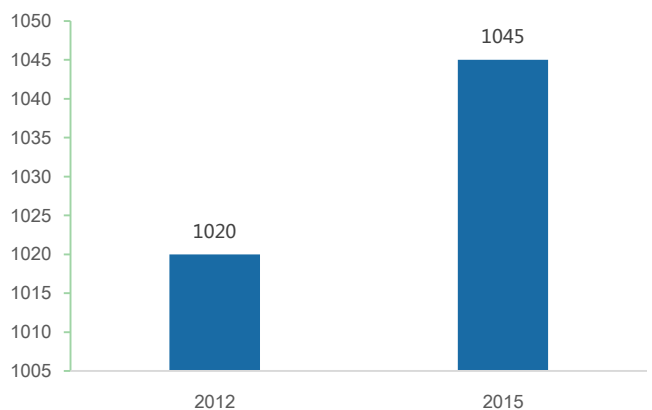
受益跨境电商渠道崛起和境外旅游, 国外保健品品牌消费增长迅速。随着电商渠道的崛起, 跨境电商的交易规模也增长迅速, 10-15年CAGR高达38%, 为国外保健品进入中国市场提供基础。另外随着中国境外游人数的不断上升, 境外旅游消费增长, 带动境外保健品消费。Wind数据显示境外旅游人次从2000年到2015年CAGR高达24.6%。并且根据中国旅游研究院的统计数据显示, 2012年至2015年, 中国境外消费总额从1020亿美元增长到了1045亿美元, 并且人均消费达到了893美元, 境外旅游消费的逐渐上升也带动国外保健品的消费, 同样对国内市场形成冲击。

图38: 中国境外游人次不断攀升, 带动境外消费

图39: 中国境外旅游消费总额不断增长 (亿美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



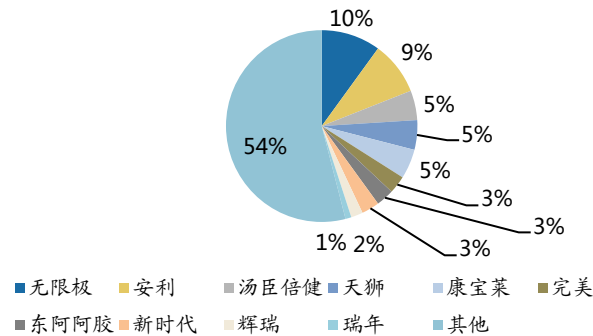
数据来源: 中国旅游研究院, 广发证券发展研究中心

## (2) 行业集中度低, 企业加速国际布局或导致竞争加剧

行业集中度较低, 国外品牌冲击明显。根据中国保健品行业协会数据, 中国保健品市场2012-2016的CAGR达到12.7%, 远超2008-2012的CAGR 7%, 行业成长速度正在加快。保健品市场集中度低, 且国外品牌占比较高, CR4只有31.8%, 市场分布较为分散, 龙头厂商无限极所占份额也仅有11.4%, 而且安利等外资厂商占据直销市场的大部分份额, 在国家对于直销模式管理日趋严格的背景之下, 长期看来, 这类厂商的市占率还将逐步走低。互联网营销的崛起, 给一些市占率较低的厂商提升市场渗透率提供了机会。随着2015年10月新修订的《食品安全法》颁布, 维

生素、矿物质产品上市由注册制改为备案制，责任主体由政府转向企业，准入门槛放宽，预计未来行业集中度还将进一步分散。

图40: 2015年中国保健品市场集中度低，国外品牌占比高



数据来源: 智研数据, 广发证券发展研究中心

表 6: 2015 年保健品市场主要品牌销售状况

公司名称	零售额 (亿元)	企业注册地区	进入中国时间
无限极	118	中国香港	1992
安利	107	美国	1998
汤臣倍健	64	中国	1995
天狮	60	中国	1995
康宝莱	56	美国	2001
完美	42	马来西亚	1994
东阿阿胶	39	中国	1952
新时代	33	中国	1995
辉瑞	23	美国	1990
瑞年	21	中国	1997

数据来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

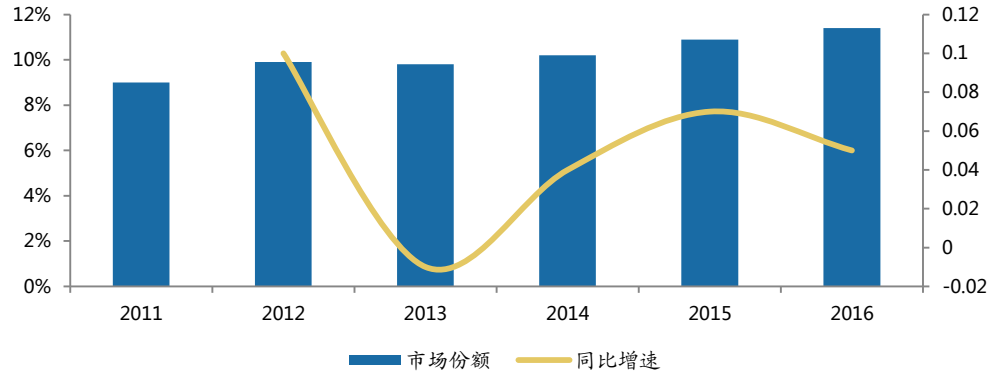
**保健品公司国际布局加速，行业竞争激烈。**我国保健品市场处于高速增长阶段，但是由于缺乏垄断者，吸引了大量外资品牌进入，行业竞争加剧。中国消费者对本土保健品和营养品缺乏信心，出于食品药品安全考虑，消费者更倾向于外国品牌。为了顺应市场的发展，不少企业采取了“中外合资”的模式。例如2014年复星医药与美国自然阳光成立合资企业；2015年合生元收购澳大利亚龙头企业Swisse，跨界布局保健品行业；2016年西王食品收购加拿大的Iovate；汤臣倍健与美国保健食品巨头NBTY成立合资公司，盒子公司将拥有自然之宝和美瑞克斯两大品牌在中国市场的永久经营权和商标使用权，双方利用在品牌、渠道、研发等方面的协同效应，共同发展中国保健品市场。

在2015年第一次超过安利成为市场上占有率最高的保健品企业之后，无限极2016年以在维生素和膳食补充剂的11%的市场份额持续保持领先地位。为迎合不同消费者的需求，公司拓展开发了不同领域的多种保健产品，从销售情况来看，其中有一半的销售额来自于补剂。公司拥有成熟的直销网络，为公司的持续增长提供了保证。然而由于越来越多的品牌开始布局维生素和膳食补充剂，例如汤臣

倍健、Swisse等，以当前状况来看，公司2016年的增速会略低于2015年。

2016年国内厂商的表现要优于跨国制造商，与2015年相似，维生素和膳食补充剂仍然是一个高度分散的市场，前五大厂商只占了整体市场份额的37%。其中无限极为龙头企业，其次是国际品牌安利。国内厂商的优异表现也受益于2016年政府颁布的新政。

图41：无限极2011-2016年的市场规模持续增长

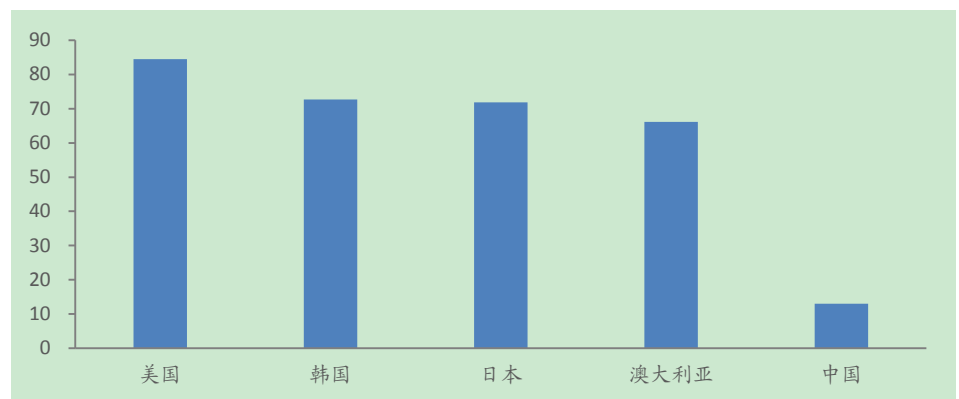


数据来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

## 2、受益消费能力提升与人口老龄化加剧，行业增长有望加速

从消费端来看，中国膳食补充剂市场增长空间大，随着人均可支配收入提高以及人口老龄化加剧，目前10%左右的复合增速有望进一步提升，而供给端的放开将带来保健品市场增速的加速提升。（1）中国膳食补充剂人均消费额仅为13美元，与美日等发达国家相比还有4倍以上空间。（2）我国人均可支配收入持续增加，中高收入人群还在不断增长，未来保健品的消费能力还有进一步增长空间，整体发展潜力巨大。（3）从年龄结构来看，中国目前40-50岁的人口占比较大，达到18%，未来5-10年超过50岁的人口占比会进一步提升，保健品消费人群数量将继续提升。因此，保健品市场目前10%的复合增速有望进一步提升。

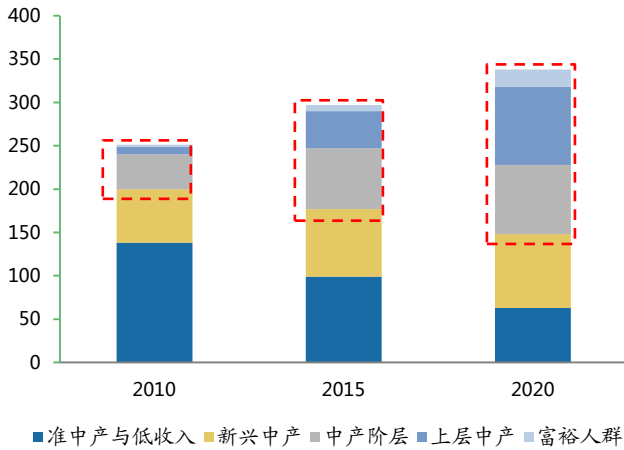
图42：中国膳食补充剂人均消费额远低于美日等国家（美元/人）



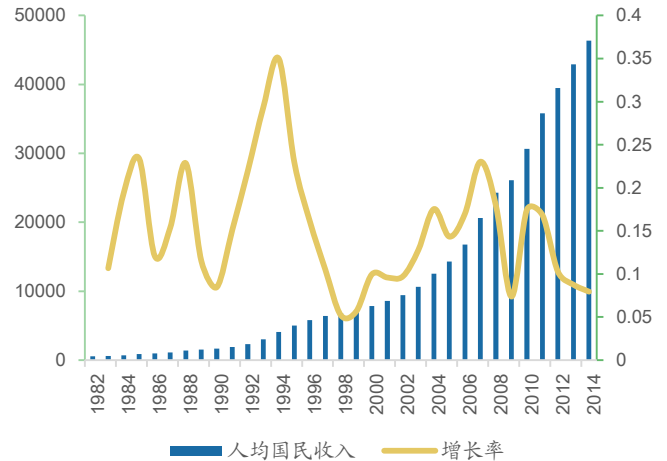
数据来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

图43：中产阶层以上人群将继续增长

图44：人均可支配收入继续增长

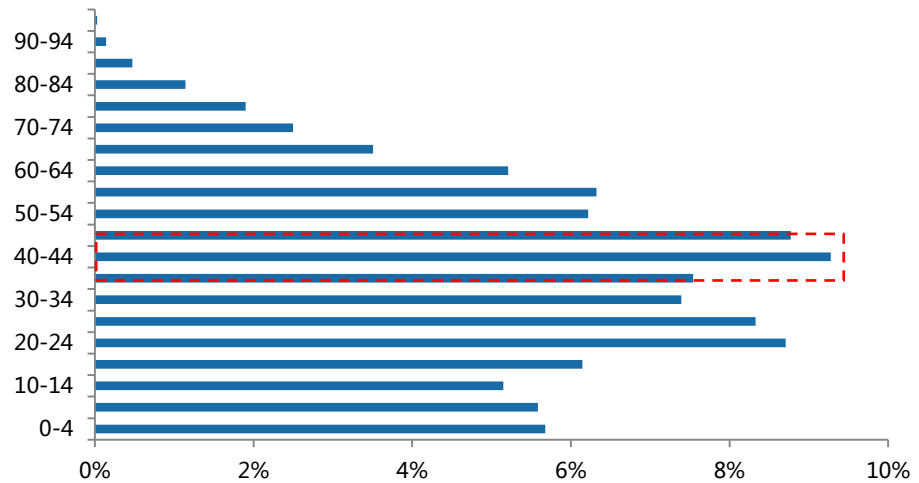


资料来源: 波士顿咨询, 广发证券发展研究中心



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图45: 未来5-10年中国人口老龄化将进一步加剧



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 3、政策存放宽空间，备案制施行将带来加速增长

从保健品政策的角度来看，对比中国与美国等国家，中国的保健品审核制度更严格，对广告的监管有所欠缺。

(1) 从对保健品的定义上来看，澳大利亚对保健品的管制更严格，而中国与美国对保健品的分类更为相似。在澳大利亚，维生素、草本植物等一系列保健品属于药品一类，并受到澳大利亚药物管理局直接监管。在美国，保健品属于膳食补充剂一类，是食物的一种，但必须贴保健品的标签并且由食品安全与应用营养中心监管。而中国保健协会则把保健品作为对日常饮食的补充，因而属于食品。

(2) 从保健品的审核上来看，与美国等国家制度相比，中国的审批程序相对复杂且耗时。在美国与澳大利亚，对于一个已注册过的药品或成分，公司在通过相关安全监测之后可以直接上市。然而，中国则需要经历为期110天的审批与检验。这在一定程度上增加了公司的运营成本以及可能错失上市的良机。

(3) 从保健品的广告监管上来看，美澳等国家政策比中国更为严谨。美国联邦贸易委员会在2001年就出版《行业广告规定》加强了膳食补充剂与药品的广告监管

力度，并要求其符合真实性。澳大利亚TGA有专门为保健品广告做的一系列准则，而中国仅规定保健品的宣传不准声明功效。

中国的保健品政策对于新产品上市的审批更严格，对供给端有一定限制作用，同时也具备进一步放开的空间，备案制全面施行将带来加速增长。中国的政策对新品上市审批更严格也具备放开空间，2016年颁布的《保健食品注册与备案管理办法》实施注册与备案双轨制度，预示着行业政策有逐步放宽的倾向，未来随着行业环境向好，采用备案制全面取代审批制，供给端产品将加速推出，市场规模也将加速扩大，增速有望出现提升，从美国的经验来看，增速有望达到20%以上，带来两倍左右的市场空间增长。

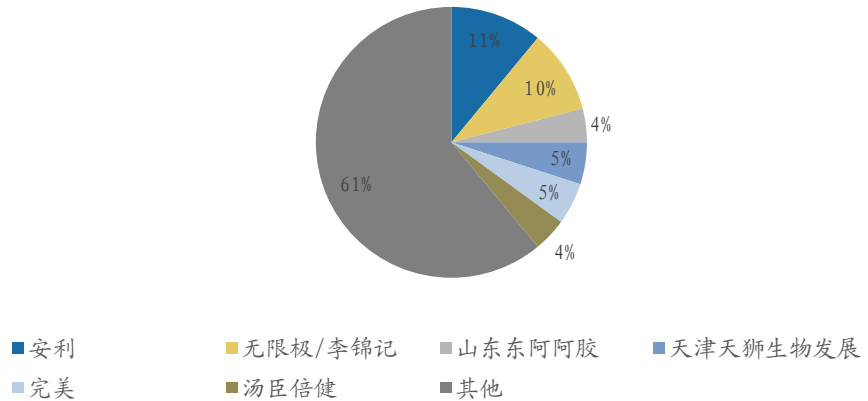
表7: 《保健食品注册与备案管理办法》注册与备案制度分类

监管制度与条例	产品类别
备案制（第四十五条）	（一）保健食品所使用的原料被列入国家食品药品监督管理局的保健食品原料目录的产品 （二）首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品。
注册制（第九条）	（一）保健食品所使用的原料没有被列入国家食品药品监督管理局的保健食品原料目录的产品 （二）首次进口的保健食品（属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品除外）。

资料来源：《保健食品注册与备案管理办法》，广发证券发展研究中心

中国对保健品的监管有待进一步规范，在控制供给端质量的同时，利于增强消费端对国产品牌的信任度。目前中国保健品市场国外品牌占比仍然较高，一方面因为国外品牌产品质量较高，另一方面，消费者对国产品牌信任度较低，包括食品安全问题频发以及广告中含有夸张成分，中国对保健品的监管可以有效控制这些因素的发生，增强消费者对国产品牌的信任度。

图46: 中国膳食补充剂市场国外品牌占比较高



数据来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

## 五、Swisse 线上线下同时发力，将迎快速发展时期

公司于2015年9月收购Swisse的83%的股权，将集团重新定位为全方位的高端家庭营养及护理供应商，16年12月15日，由于看到保健品行业巨大的增长空间，以及Swisse在中国市场所表现出的强劲销售势头，公司决定以3.11亿澳元收购Swisse剩余小股东17%的股权，提前2年完成收购计划，推进Swisse在国内全面落地。

Swisse是澳洲保健品行业的领军企业，目前产品覆盖了男士和女士的复合维生素、膳食补充剂、运动营养等产品，Swisse的收入在2016年上半年达到12.84亿元，同比增长34.9%（第一季度同比增长62%，第二季度增长率17%），增长势头强劲，由于CBEC监管加强，第三季度收入出现下滑，同比下降16%。

### 1、Swisse 澳洲市场份额提升稳定

产品壁垒较高，澳洲市场份额增长稳定。Swisse注重差异化定位，按照消费者需求来设计不同的产品，例如老龄化现状所导致的消费者对预防疾病的需求的相关产品。经销商方面，由于公司产品壁垒较高，同行模仿并不能取得好的效果，所以公司产品销售份额较为稳定，例如2010年Swisse开发的胶原蛋白液，依然保持70%的品类份额、2011年开发的护肝片仍占据了60%的品类市场份额，新推出的钙片、葡萄籽、补铁口服液、清肺片等都保持了良好的增长速度。目前公司80-90%的收入来自于澳洲，销售渠道中药店的占比最大，为79%。Swisse在澳洲保健品市场份额稳步提升，截至15年市占率达到18.5%，16年占比21.2%。

双巨头格局，在多个细分品类中处于领先地位，优势明显。截止2015年，Swisse旗下拥有258个SKU单品，在针对用途的14种膳食补充剂细分品类中，在10种细分品类中排名前三，其中7类排名第一；Blackmores在14个品类中均处于前三地位，其中5类排名第一。在针对人群的6类复合维生素细分品类中，Swisse在5种细分品类中排名前三，其中3类排名第一；Blackmores也在5个品类中均处于前三地位，其中2类排名第一。

图47: Swisse在澳洲保健品市场份额逐年上升

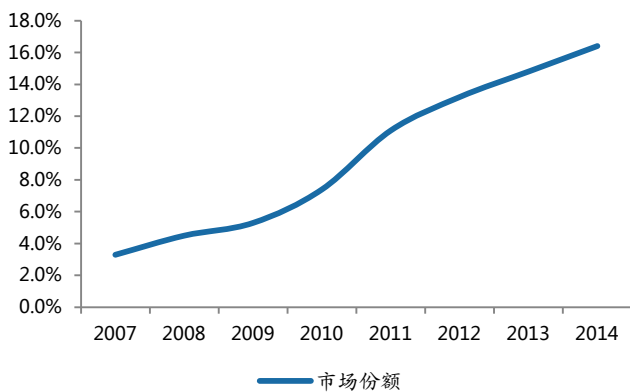
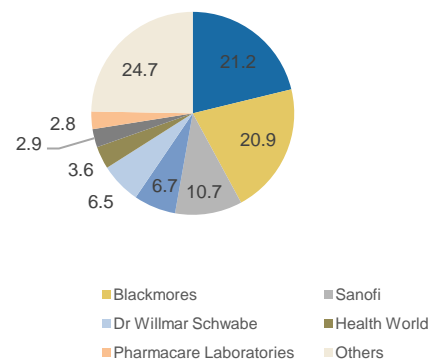


图48: Swisse2016年澳洲VHMS市占率第一



资料来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

资料来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

表8: Swisse和Blackmores在多种膳食补充剂中处于品牌领先地位

膳食补充剂种类	第一名	第二名	第三名	膳食补充剂种类	第一名	第二名	第三名
美容	Swisse	Blackmores	Nature's Own	免疫系统	Swisse	Blackmores	Cenovis
骨	Caltrate	Blackmores	Swisse	关节	Blackmores	Swisse	Nature's Own
消化剂	Blackmores	Inner Health	Nature's Own	肝脏健康	Swisse	Blackmores	Cenovis
能量	Cenovis	Blackmores	Nature's Own	记忆健康	Swisse	Blackmores	Nature's Own
眼睛健康	Blackmores	Swisse	Nature's Own	男性健康	Swisse	Blackmores	Cenovis
总体健康	Swisse	Blackmores	Nature's Own	情绪/放松	Blackmores	Nature's Own	Nature's Way

心脏健康	Blackmores	Nature's Own	Cenovis	女性健康	Swisse	Blackmores	Cenovis
------	------------	--------------	---------	------	--------	------------	---------

数据来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

表9: Swisse和Blackmores在多种复合维生素中处于品牌领先地位

复合维生素种类	第一名	第二名	第三名
青少年	Swisse	Blackmores	Cenovis
女性	Swisse	Blackmores	Cenovis
男性	Swisse	Blackmores	Cenovis
老年人	Cenovis	Nature's Own	Nature's Way
孕妇	Blackmores	Swisse	Nature's Own
其它定位复合维生素	Blackmores	Swisse	Nature's Way

数据来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

## 2、跨境电商+线下布局，中国市场有望成主要增长点

### (1) 布局跨境电商，顺应保健品渠道发展趋势

被动海淘转为主动电商，深化原有电商渠道。目前中国家庭健康营养产品最主要的销售渠道是直销和药店。其中，直销渠道占比50%，跨境电商占比20%左右，但增长趋势明显（11-15年跨境电商复合增速高达65%）。被收购前Swisse在中国并没有进行统一的品牌管理，销售渠道主要是海外代购，在中国进口膳食补充剂的网购市占率仍然居于首位，高达7.4%，即Swisse的品牌和产品较受国内消费者的认可。

实现收购后，合生元建立Swisse中国团队，从2016年3月份开始在中国做Swisse的主动销售，在原有代购的基础上加入跨境电商的布局（2016年的费用投入70%在线上），平台包括天猫，京东，VIP，考拉等，由上述行业分析，该布局符合国内保健品行业的渠道发展趋势，截至第二季度，公司网上的主动销售占Swisse销售额的16.7%，从三月份与公司进行合作之后，京东、考拉等平台的销量翻倍增长，拉动Swisse2016上半年收入同比增长34.9%。

图49: 收购前Swisse中国进口膳食补充剂网购市占率居首（2015年9月淘宝天猫平台统计）

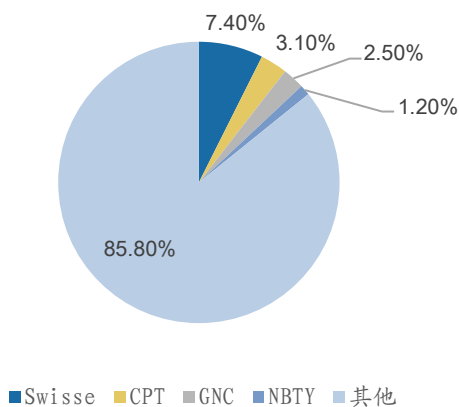
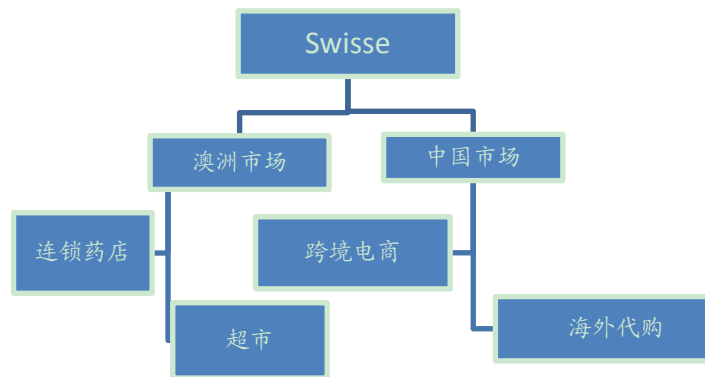


图50: Swisse电商销售渠道深化

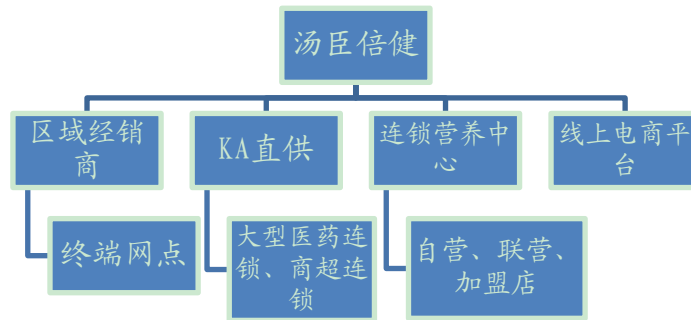


资料来源: 卖家网, 广发证券发展研究中心

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

线上线下协同发展，有望借助合生元差异化渠道优势实现快速增长。直销渠道国内代表性厂商有无限极和安利，而Swisse和汤臣倍健的销售渠道类似，主要为电商和药店。在2016淘宝天猫双11保健食品店铺交易指数排行榜中，Swisse官方海外旗舰店以104万的交易指数排名第二，同时进入排行榜的官方旗舰店还包括：ChemistWarehouse、movefree、Muscletech、GNC健安喜、康因贝、汤臣倍健、普丽普莱、康比物和北京同仁堂。

图51：汤臣倍健同时布局线上线下渠道



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

与汤臣倍健共享电商增长红利，合生元母婴特色渠道优势明显。汤臣倍健的销售渠道类似Swisse，以非直销为主，主要包括经销商、直供终端、连锁店以及电商模式。按营收贡献分类，2015年经销商占比80%，大型医药、商超连锁占比约为10%-12%，营养中心占约3%，而线上电商平台占比约6%。

线上方面，汤臣倍健在2015年6月投资入股深圳有棵树有限公司，共同布局跨境电商平台，与Swisse的跨境电商平台战略类似。从历史数据来看，汤臣倍健和Swisse电商销量稳居前二，有望共享电商快速增长的红利。

线下门店方面，截至15年年底，汤臣倍健终端门店中药店从13年的48500家增加到约55000家，商超数量从1500家增加到约5000家，商超数量提升明显。而合生元在今年12月份完成对Swisse剩余所有股份的一次性收购之后，公司将利用现有的线下母婴店资源，与跨境电商平台协作，共同推进保健食品的销售。截止2015年，合生元拥有会员零售网点约41000家，VIP婴童专卖店约29000家，零售机构约6900家，VIP药房5000家。总体看来，汤臣倍健将商超作为重点发展方向，合生元更加趋向于利用现有资源对婴童店进行布局，竞争挤压程度不强。

## （2）调整渠道推广形式，保健品新政影响较小

过渡期内新政影响较小，17个SKU以普通食品名义进行销售。国家颁布的《保健食品办法》将于2016年7月实施，主要内容可概括为：在国内销售的保健食品（无论是国产还是进口）需要注册和备案，而使用的原料已经列入保健食品原料目录的保健食品和进口的补充维生素、矿物质等营养物质只需要备案即可，其他则需要注册。以Swisse的产品来看，维生素系列的主要产品备案即可，而胶原蛋白（含有二氧化硅）和护肝片（奶蓟含有黄酮）含有非名录上的原料，因此需要注册。

表 10：保健食品注册与备案的主要区别

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

注册制	备案制
食品药品监督管理部门根据注册申请人申请，依照法定程序、条件和要求，对申请注册的保健食品的安全性、保健功能和质量可控性等相关申请材料进行系统评价和审评，并决定是否准予其注册的审批过程。	保健食品生产企业依照法定程序、条件和要求，将表明产品安全性、保健功能和质量可控性的材料提交食品药品监督管理部门进行存档、公开、备查的过程。

资料来源：食药监局，广发证券发展研究中心

在过渡期内，不在跨境电商清单上的保健品，按新政之前的流程进仓，即以“其他食品”备案报关，而Swisse现在畅销的产品为植物类产品，这些适合以普通食品名义进口，比如蔓越莓和胶原蛋白等包含在通过当地相关部门审核的17个SKU里。而即使有一些不能直接进口的产品，公司也会采取相应的措施来应对，例如护肝片这类功能性比较强的产品，公司未来计划以液体的形式进口。同时，一年的过渡期使得公司有足够的时间来采取措施应对新政，因为我们认为中短期内公司所面临的政策性风险较小。

Swisse近两年的销售额年复合增长率约为28%，预计16年底或17年初渠道库存有望恢复至正常水平，第三季度下滑因素消除，叠加跨境电商的布局和17年加大线下渠道带来的增量，预计Swisse业绩在未来3年复合增速可达25%。

表 11: Swisse 国内畅销品政策性风险小

产品名称	政策影响	占淘宝销售总额的比例	主要成分	功效
胶原蛋白	以普通食品	30%	二氧化硅胶体（无水）、维生素 C 等	美颜
蔓越莓精华胶囊	名义销售	23%	蔓越莓提取物	泌尿卵巢保养
奶蓟草护肝片	液体形式	22%	洋蓟提取物、奶蓟果实等	护肝
Swisse 钙片+维生素的 D	备案即可	25%	维生素 D3、柠檬酸钙等	补钙保健
澳洲 Swisse 维生素 C 浓缩片			维生素 C	提高免疫力
Swisse 澳洲西芹籽			西芹提取物	降尿酸缓解风湿
天然有机叶绿素片			有机绿藻粉，二氧化硅及硬脂酸镁	消体排毒

数据来源：卖家网，广发证券发展研究中心

## 投资建议

受益高端产品的增长和渠道执行力强（公司抢占杂牌份额能力强），公司婴幼儿奶粉业务收入未来3年有望实现9%复合增速水平，保健品业务渠道库存影响剔除，叠加线下渠道的加速布局，2017~2019年收入复合增速可达25%。近几年奶粉行业竞争激烈，奶粉业务净利率较低（15年雅士利净利率4.3%，贝因美净利率2.0%），合生元由于有机奶粉的推出和高端合生元品牌的销售强劲，婴幼儿奶粉业务毛利率不断上升，预计其婴幼儿板块（婴幼儿奶粉85%+其他婴幼儿产品15%）17年净利率可达6.5%，净利润可达2.53亿；并购前Swisse净利率高达23.3%，并购后因为渠道布局，费用率提升，预计17年净利率为17.5%，净利润可达5.64亿。

从可比公司估值来看，可给予公司婴幼儿板块17年业绩20倍PE；由于公司保健品增速高于A股可比公司和港股必需消费品增速，可给予保健品板块25倍估值（略高于港股必需消费品20倍估值），预计16/17/18年EPS1.03/1.30/1.56元/股，给予买

入评级。公司12月29日收盘价为23.55港元，按当天人民币兑港元汇率1.12折算成人民币为21.11元，对应16-18财年PE分别为20.5、16.3和13.5倍，给予买入评级。

表 12: 合生元业绩预测 (亿元)

婴幼儿产品板块	2016E	2017E	2018E	2019E
婴幼儿奶粉	31.21	32.68	35.62	40.68
同比增速	-7%	4.7%	9%	14%
其他	6.21	6.21	6.21	6.21
板块收入	37.42	38.89	41.83	46.89
净利率		6.50%	6.70%	7.00%
净利润		2.53	2.80	3.28
净利润增速			10.87%	17.11%
保健品板块	2016E	2017E	2018E	2019E
收入	26.86	32.23	40.29	52.38
同比增速	13%	20%	25%	30%
净利率		17.50%	17.50%	17.50%
净利润		5.64	7.05	9.17
净利润增速			25.00%	30.00%
总收入	64.28	71.12	82.12	99.26
总收入增速	33.17%	10.64%	15.47%	20.88%
总净利润	6.50	8.17	9.85	12.45
总利润增速	158.96%	25.67%	20.63%	26.33%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 注: 标红部分为预测数据

表 13: 可比公司估值 (2016)

婴幼儿板块	PE (TTM)	PE (2017)	PE (2018)
贝因美	-1549.15	112.31	63.79
伊利	18.86	17.02	14.67
雅士利	56.82	—	—
蒙牛	18.7	—	—
保健品板块	PE (TTM)	PE (2017)	PE (2018)
汤臣倍健	31.88	23.87	20.6

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (贝因美16年净利润亏损、雅士利多年亏损, 可参考性不强)

## 风险提示

香港股市与内地股市投资风格存在差异; 港股资金流动风险; 汇率风险; 有机奶销售不及预期; 渠道建设不及预期; 奶粉整合效果低于预期。

	单位: 人民币百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>非流动资产</b>	2,295	9,194	8,963	8,755	8,565
固定资产	478	547	686	804	901
权益性投资	41	40	40	40	40
长期投资	1,389	267	267	267	267
商誉及无形资产	180	7,821	7,451	7,125	6,839
其他非流动资产	208	518	519	519	519
<b>流动资产</b>	4,336	4,638	4,070	5,484	7,171
存货	797	856	1,202	1,282	1,459
应收及预付	150	842	704	779	899
短期投资	942	148	297	310	331
现金及现金等价	2,447	1,115	190	1,436	2,805
其他流动资产	0	1,677	1,677	1,677	1,677
<b>资产总计</b>	6,631	13,832	13,033	14,239	15,737
<b>流动负债</b>	1,268	6,679	4,395	3,439	5,567
短期借款	0	4,740	200	200	200
应付及预收	644	873	885	979	1,130
其他流动负债	623	1,066	3,309	2,260	4,236
<b>流动净资产</b>	3,068	-2,041	-325	2,045	1,605
<b>总资产减流动负债</b>	5,364	7,152	8,638	10,800	10,170
<b>非流动负债</b>	2,446	3,552	4,405	5,743	4,292
长期借款	2,411	2,659	3,459	3,459	3,459
其他非流动负债	36	893	946	2,284	833
<b>负债总计</b>	3,714	10,231	8,799	9,182	9,919
<b>总资产减总负债</b>	2,917	3,601	4,233	5,057	5,878
普通股股本	5	5	10	15	20
储备	2,977	3,251	3,818	4,637	5,453
其他权益	-65	35	0	0	0
归属母公司权益	2,917	3,292	3,828	4,652	5,473
少数股东权益	0	309	405	405	405
<b>股东权益合计</b>	2,917	3,601	4,233	5,057	5,878

	单位: 人民币百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	4,732	4,819	6,420	7,104	8,204
营业成本	1,805	1,834	2,289	2,531	2,921
<b>毛利</b>	2,927	2,985	4,131	4,573	5,283
其他经营收入	4	8	7	7	7
营业开支	1,851	2,363	2,732	3,058	3,483
<b>EBIT</b>	1,081	629	1,406	1,522	1,807
利息净损益	26	-35	-168	-138	-138
非经营性损益	1	-89	25	0	0
非经常项目损益	11	-1	-2	0	0
<b>税前利润</b>	1,118	504	1,265	1,383	1,668
所得税	312	211	519	567	684
少数股东损益	0	42	96	0	0
非持续经营净利	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	807	251	650	816	984
优先股利及其他	0	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利</b>	807	251	650	816	984
<b>综合收益</b>	801	410	746	816	984
<b>EBITDA</b>	1,131	716	1,817	1,910	2,176
<b>EPS(稀释, 元)</b>	1.28	0.40	1.03	1.30	1.56

	单位: 人民币百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	972	366	1,356	1,434	1,565
净利润	807	251	650	816	984
折旧摊销	51	87	411	388	370
营运资本变动	151	5	29	92	73
其他	-36	22	266	138	138
<b>投资活动现金流</b>	-460	-4,164	-162	-55	-63
资本支出	-147	-113	-180	-180	-180
投资活动	-391	1,908	-150	-13	-21
其他	77	-5,959	168	138	138
<b>筹资活动现金流</b>	1,172	2,570	-2,119	-133	-133
债务融资	-3,443	-2,969	819	0	0
股权融资	9	12	5	5	5
股利派发	-493	-196	0	0	0
其他	-9	-1,986	-2,943	-138	-138
<b>现金净增加额</b>	1,682	-1,332	-926	1,246	1,369

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 8年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 4年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 经济学硕士, 2年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。