

2017年09月06日

公司研究

评级：买入（上调）

研究所

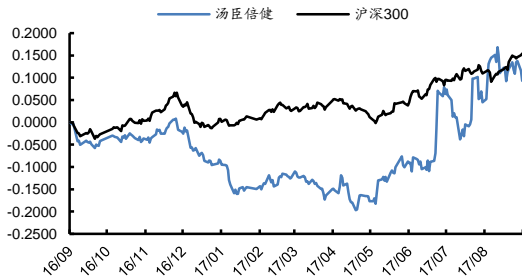
证券分析师：
021-68591576

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

行业潜力静待挖掘，公司业绩增长可期

——汤臣倍健（300146）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
汤臣倍健	4.6	19.8	10.2
沪深300	4.0	10.4	15.4

市场数据

2017-09-05

当前价格（元）	14.08
52周价格区间（元）	10.33 - 15.34
总市值（百万）	20699.32
流通市值（百万）	12279.80
总股本（万股）	147012.19
流通股（万股）	87214.50
日均成交额（百万）	186.04
近一月换手（%）	96.92

相关报告

《汤臣倍健（300146）事件点评：改革元年初见成效，中期业绩恢复高增长》——2017-07-31

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 行业整体初具规模，增长潜力静待挖掘** 从上世纪80年代发展至今，保健食品行业市场规模突破2000亿元，成为全球第二大市场。行业已经初具规模，但从人均消费来看，中国保健食品增长空间仍然巨大。未来行业的增长潜力来自于细分市场的快速发展、非直销领域的集中度提升、线上电商平台的兴起以及备案制的政策利好。
- 研发优势明显，发力单品战略** 公司优势在于研发实力，并通过大单品战略打造品牌。2008年至2016年，公司研发费用从486万元增长至1亿元，稳定占总营收比例的3.5%。通过研发稳定而持续的投入，公司具备了毋庸置疑的研发优势。同时，如果新品拥有较好的目标人群基础且产品本身质量过硬，公司将通过大单品战略，集中资源推广单个品牌，从而打造高销量的单品，来带动整体营收的增加。
- 商超持续渗透，电商业务兴起** 经过十年深耕药店渠道，公司已经入驻百强药店的96家，空白的商超渠道和兴起的电商平台给公司带来新的机遇。从国外发展来看，随着消费者健康意识的增强，保健食品的消费逐渐从可选转为必选，消费场景也从药店延伸到商超。公司目前开拓了50家左右的百强商超，未来进一步渗透的空间较大。同时，电商的兴起也为公司带来新的机遇，依靠线上专供QS产品以及跨境购，公司开始积极开拓电商业务。
- 严控产品品质，广告打响品牌** 保健食品同质化现象严重，品牌才是真正的护城河。公司通过品质把控和广告投入，逐渐打造出属于汤臣倍健的品牌护城河。公司坚持三步走战略，逐步实现了上游原材料的把控，保障了产品的高品质。在广告投入方面，公司坚持每年稳定投入广告费用，占总营收比例达10%。经过品质的把控和品牌的宣传，汤臣倍健保健食品的品牌形象已经深入人心。
- 积极股权投资，稳健探寻并购** 公司通过股权投资进入大健康领域，并稳健的寻找合适的并购标的。近三年，公司使用自有资金九亿元投资十六家公司，涵盖互联网金融、大健康领域等方面，公司的愿景是成为健康干预的综合解决方案提供商。另一方面，公司账面拥有26亿元现金，且无借款，优良的资产负债表给公司并购提供了空间。虽然公司决策层在并购方面较为稳健乃至保守，但未来的外延并购仍然值得期待。

- **盈利预测和投资评级：上调买入评级** 从细分市场发展、集中度程度、电商平台以及备案制政策等来看，保健食品行业未来发展空间广阔。公司在产品、渠道、品牌和外延发展方面皆有看点，作为保健食品非直销龙头未来增长值得期待。综上所述，我们预计公司2017/18/19年EPS分别为0.49、0.58、0.60元，对应2017/18/19年PE为28.45、24.09、23.59倍，上调公司“买入”评级。
- **风险提示：** 食品安全事故；跨境购业务不及预期；电商业务增速不及预期；保健食品行业增长不及预期；大单品战略不及预期；商超渠道渗透不及预期；公司未来外延并购的不确定性。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	2309	2862	3420	3989
增长率(%)	2%	24%	20%	17%
净利润（百万元）	535	728	859	878
增长率(%)	-16%	36%	18%	2%
摊薄每股收益（元）	0.36	0.49	0.58	0.60
ROE(%)	11.38%	14.69%	16.38%	15.83%

资料来源：Wind，国海证券研究所

内容目录

1、 行业整体初具规模，增长潜力静待挖掘	6
1.1、 保健食品产业链概览	6
1.2、 从起步到加速发展，成为全球第二市场	6
1.3、 行业存结构性机会，未来增长潜力可期	10
2、 二十年默默耕耘市场，非直销龙头地位稳固	15
2.1、 从历史沿革看公司成长	15
2.2、 积极布局产业链上下游	15
2.3、 各品牌实行差异化定位	17
2.4、 激励制度实现利益互绑	19
3、 把握行业发展机遇，公司业绩增长可期	19
3.1、 产品方面：研发优势明显，发力单品战略	19
3.2、 渠道开拓：商超持续渗透，电商业务兴起	21
3.3、 品牌打造：严控产品品质，广告打响品牌	23
3.4、 外延发展：积极股权投资，稳健探寻并购	24
4、 盈利预测与评级	26
5、 风险提示	27

图表目录

图 1: 保健食品产业链概览	6
图 2: 保健食品发展历史	7
图 3: 2009 年至 2015 年中国保健食品市场规模	8
图 4: 2015 年主要国家保健食品人均消费 (美元)	8
图 5: 2015 年主要国家保健食品市场四大品类分别占比	9
图 6: 2014 年中国保健食品各细分领域规模 (亿元)	9
图 7: 2015 年中国运动营养 CR5 高达 85%	10
图 8: 2015 年中国体重管理市场一家独大	10
图 9: 2015 年各国家/地区膳食营养补充剂行业集中度	10
图 10: 2015 年至 2020 年中国运动营养市场规模及预测	11
图 11: 2015 年至 2020 年中国体重管理市场规模及预测	11
图 12: 2015 年维生素及膳食补充剂细分品类份额	11
图 13: 维生素膳食补充剂细分品类近五年增速	11
图 14: 2015 年各国/地区膳食营养剂销售额渠道占比	12
图 15: 中国保健食品各渠道销售额占比	13
图 16: 中国维生素/膳食补充剂药店渠道规模及预测	13
图 17: 中国维生素/膳食补充剂商超渠道规模及预测	14
图 18: 中国维生素/膳食补充剂线上渠道规模及预测	14
图 19: 汤臣倍健发展历程	15
图 20: 主要保健食品公司获得批准证书数量 (截至 2016 年)	20
图 21: 佰嘉药业 2012 年至 2016 年营收及净利润	21
图 22: 2015 年汤臣倍健各渠道销售占比	21
图 23: 中美对比各渠道保健食品销售占比	21
图 24: 合资公司健之宝 (香港) 有限公司收入及盈利预测	23
图 25: 汤臣倍健三步走战略	23
表 1: 保健食品法律法规	7
表 2: 保健食品按功效和市场分类	9
表 3: 2015 年中国保健食品行业直销公司市场占比和收入规模	12
表 4: 2015 年中国保健食品行业非直销公司市场占比和收入规模	12
表 5: 跨境购模式优势	13
表 6: 2016 年 7 月 1 日实施的《保健食品注册与备案管理办法》的主要内容	14
表 7: 汤臣倍健上游原材料以国外进口为主	16
表 8: 汤臣倍健目前产能 (未考虑四期工厂投产)	16
表 9: 公司线下主要销售渠道	16
表 10: 汤臣倍健主要品牌、品类、功能及渠道	18
表 11: 汤臣倍健超级合伙人计划和股权激励计划	19
表 12: 汤臣倍健研发投入情况	20
表 13: 2017 年汤臣倍健淘宝天猫保健食品排名	22
表 14: 汤臣倍健广告费用及占营收比例	24
表 15: 汤成倍健股权投资情况	25

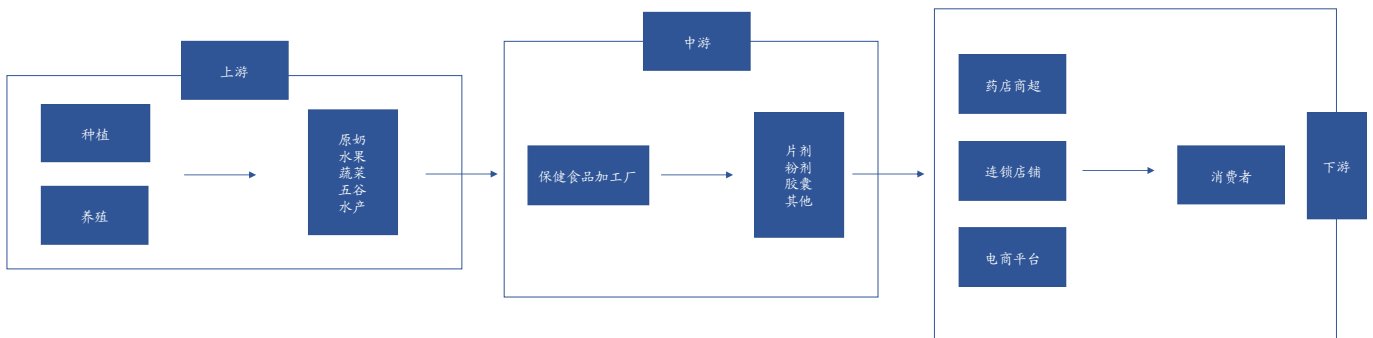
表 16: 2010 年至 2017 年 H1 汤臣倍健现金、短期借款和长期借款.....	25
表 17: 汤臣倍健各品牌营收预测 (百万元)	26

1、行业整体初具规模，增长潜力静待挖掘

1.1、保健食品产业链概览

保健食品行业产业链的上游是各种原材料，中游是保健食品加工厂，下游是覆盖线上线下的销售渠道。从上游来看，经过种植和养殖，生产出保健食品所需的主要原料包括原奶、水果、蔬菜、五谷和水产等。从中游来看，上游原材料通过加工厂的提取精炼，比如从原奶中得到乳清蛋白、从蔬菜水果中得到维生素等，最终生产出以片剂、粉剂、胶囊等为主的保健食品。从下游来看，主要销售渠道包括药店商超、连锁店铺和电商平台，通过这些渠道，保健食品最终到达消费者手中。

图 1：保健食品产业链概览



资料来源：国海证券研究所

1.2、从起步到加速发展，成为全球第二市场

1.2.1、保健食品发展历史

中国保健食品行业从起步阶段走向快速发展阶段，成为全球第二大市场。20 世纪 80 年代初，保健食品行业处在起步阶段，主要产品以传统滋补品、补药和营养补剂为主。20 世纪 90 年代初开始，保健食品市场上出现口服液和胶囊剂等新型产品。20 世纪末，卫生部批准第一个保健食品，之后获批的主要以传统中草药产品为主。从此，行业正式进入竞争发展阶段，广告的投入和直销模式的兴起进一步带动行业快速发展，行业产值在 2000 年达 500 亿元。21 世纪初，由于虚假宣传，行业陷入信任危机。这个阶段保健食品仍以传统中草药为主，但现代生物产品和营养素补充剂逐渐增多。2003 年至 2005 年，国外保健食品巨头开始进入中国市场，《保健食品注册管理办法》也开始正式实施，保健食品行业迎来新一轮发展机遇。2005 年至今，中国经济持续高速增长和人民对于健康意识的增强进一步带动了保健食品行业的快速发展，2015 年行业市场规模突破 2000 亿元，成为全球第二大市场。同期，《新食品安全法》正式实施，备案制的即将到来意味着符合标准的保健食品将快速的进入市场。如今，保健食品市场上形成

了以运动营养、体重管理、维生素/膳食补充和传统中草药为主的四大品类，未来随着新规的制定以及经济的增长，行业有望继续保持高速增长。

图 2：保健食品发展历史



资料来源：保健蓝皮书，国海证券研究所

表 1：保健食品法律法规

时间	法规	内容
1995年	《中华人民共和国食品卫生法》	将保健食品生产经营纳入法制化管理
1996年	《保健食品管理办法》	对保健食品的定义、申报、审批、生产、标签、说明书、广告等做了严格规定
1997-98年	若干“技术规范与标准”	保健食品开始有自己的技术规范和标准体系
2000年	《关于调整保健品食品功能受理和审批范围的通知》	界定保健品的22种功能
2001年	《关于开展中药保健品整顿工作的通知》	撤销“中药健字”文号，统一纳入药品管理。结束了“保健药品”和“保健食品”共存的历史
2001年	《关于进一步规范保健品食品原来管理的通知》	分别对88种、114种、59种物品作为保健食品生产原料的使用规范做了界定，区分药品和食品
2003年	新组建国家食品药品监督管理局	国家食药监局开始行使原卫生部对保健食品的申报审批职能
2005年	《保健食品注册管理办法》	规范、统一营养补充剂等申报与审评行为
2009年	《食品安全法》	将保健食品纳入调整范围，对声称具有保健功能的食品严格监管
2015年	《新食品安全法》	保健食品入市前产品管理增加了备案制，变为注册制和备案制并行
2015年	《食品安全法实施条例》	保健食品的名称不得标注明示或者暗示产品功能的相关文字
2016年	《跨境电子商务经营主体和商品备案工作规范》	跨境电子商务经营主体开展跨境电子商务业务的，应当向检验检疫机构提供经营主体备案信息
2016年	《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》以及《跨境电子商务零售进口商品清单》	只有正面清单上的商品按照跨境电商零售进口的新税制来进口，清单之外商品仍执行一般贸易税收政策或行邮税政策；清单上仅包含维生素、鱼油等部分保健品，且备注依法不属于普通食品或依法需要注册备案管理的特殊食品除外
2016年	《保健食品注册与备案管理办法》	将单一注册制变更为注册备案相结合；对使用保健食品原料目录以外原料的保健食品和首次进口的保健食品实行注册管理；对使用的原料已经列入保健食品原料目录的和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实行备案管理

资料来源：保健蓝皮书，国海证券研究所

1.2.2、保健食品行业现状

中国保健食品市场初具规模，但人均保健食品消费依然偏低。近几年，中国保健食品行业市场规模增长突飞猛进，规模从2009年的不足400亿元，到目前超过2000亿元，7年的时间翻了5倍，成为全球仅次于美国的保健食品第二大市场。虽然中国保健食品市场已经初具规模，但人均保健食品消费仅为24美元，相比之下，仅是日本、澳大利亚和美国人均消费的1/5、1/7和1/8。因此，虽然中国保健食品整体规模不小，但从人均消费量来看，还有相当大的提升空间。

图 3：2009 年至 2015 年中国保健食品市场规模

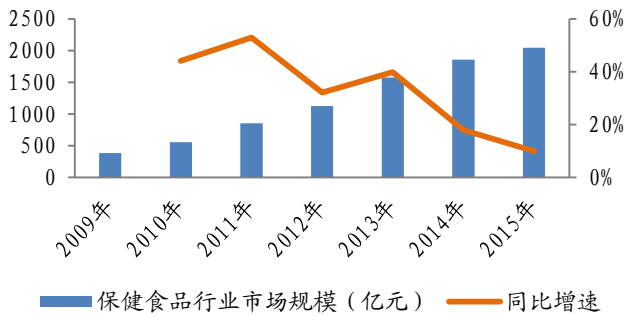
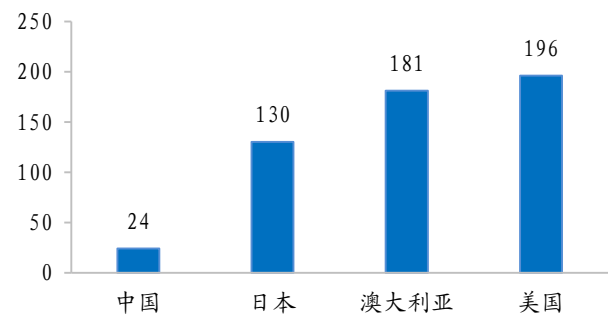


图 4：2015 年主要国家保健食品人均消费（美元）



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

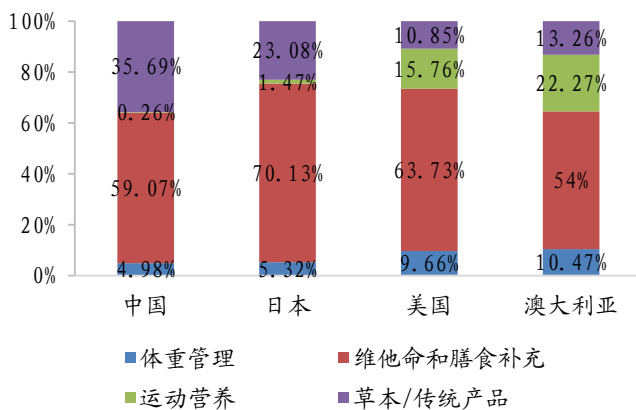
中国保健食品细分市场中维他命/膳食补充和传统中草药市场份额占比 95%，新兴的运动营养和体重管理占比只有 5%。中国目前主要消费的保健食品是草本/传统产品和维他命/膳食补充产品，2014 年市场规模分别是 597 亿元和 992 亿元，占比 35.6%和 59.22%，而新兴的运动营养产品和体重管理产品市场规模分别是 4 亿元和 82 亿元，占比仅 0.2%和 4.9%。从日本、美国和澳大利亚的保健食品细分市场占比情况可以看出，体重管理和运动营养两个市场还有不小的发展空间。特别是运动营养相关的产品，随着健身人群的增多和健康意识的增加，将进入快速发展时期。另一方面，虽然目前中国体重管理产品市占率程度已经接近日本，但是中国肥胖人群绝对数量为世界第一，可以预期体重管理产品还有一定的增长空间。

表 2: 保健食品按功效和市场分类

按功效		按市场	
功效	举例	细分市场	举例
多醣类	膳食纤维、香菇多醣	维生素与膳食补充市场	膳食补充剂、维生素含片
功能性甜味料	单糖、低聚糖、多元醇糖		
功能性油脂类	多不饱和脂肪酸、磷脂、胆碱	草本/传统产品市场	传统中药
自由基清除剂类	超氧化物歧化酶(SOD)、谷胱甘酞过氧化酶		
维生素类	维生素 A、维生素 C、维生素 E	运动营养市场	蛋白粉、蛋白棒
肽与蛋白质类	谷光甘肽、免疫球蛋白		
活性菌类	聚乳酸菌、双歧杆菌	体重管理产品市场	康宝莱、安利
微量元素类	硒、锌		
其他类	二十八醇、植物甾醇、皂甙(苷)		

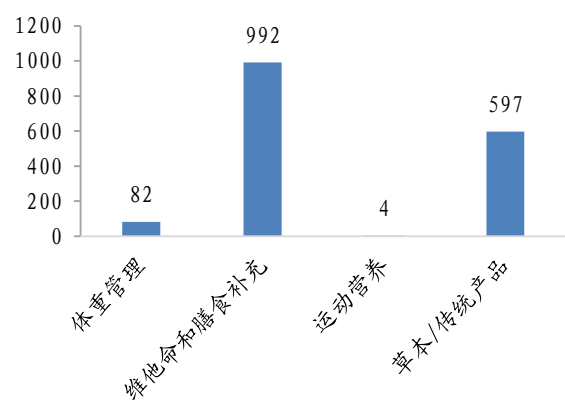
资料来源：百度百科，国海证券研究所

图 5: 2015 年主要国家保健食品市场四大品类分别占比



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

图 6: 2014 年中国保健食品各细分领域规模(亿元)

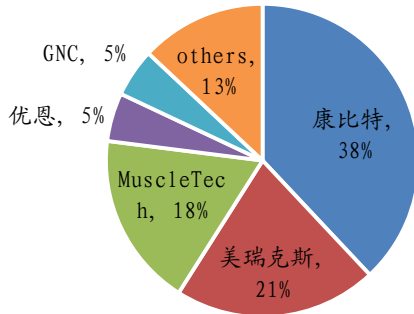


资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

在中国，较为成熟的维生素/膳食补充剂市场 CR5 集中度接近 35%，新兴的运动营养和体重管理市场集中度十分高。根据 Euromonitor 数据，中国膳食营养补充剂 CR5 为 34.9%，集中度低于澳大利亚和韩国，高于美国和日本。相反，新兴的运动营养和体重管理的市场却十分集中。2015 年，中国运动营养 CR5 高达 85%，主要品牌包括康比特、美瑞克斯、肌肉科技、优恩和 GNC。中国体重管

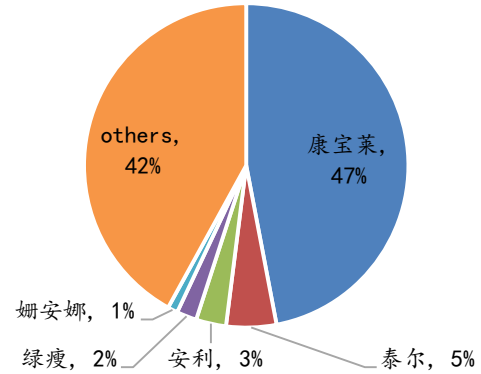
理市场集中度体现为一家独大的局面，康宝莱占据了 47% 的市场份额。运动营养和体重管理在中国发展时间较短，竞争格局简单，整个市场呈现高度集中。

图 7：2015 年中国运动营养 CR5 高达 85%



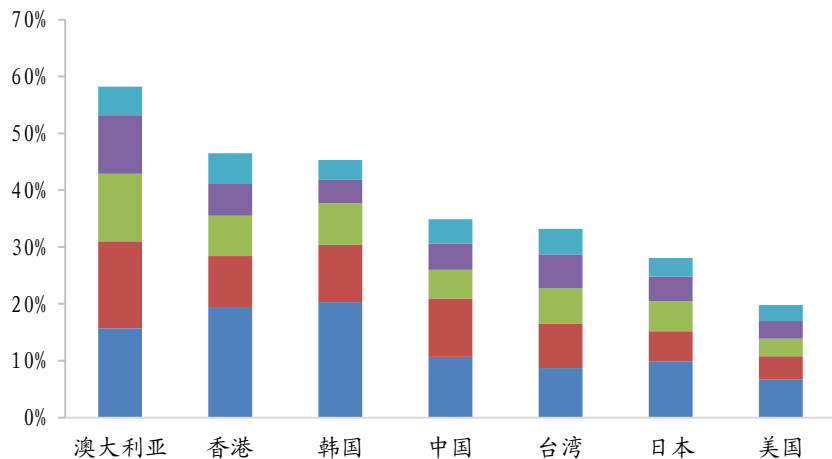
资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

图 8：2015 年中国体重管理市场一家独大



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

图 9：2015 年各国家/地区膳食营养补充剂行业集中度



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

1.3、行业存结构性机会，未来增长潜力可期

1.3.1、差异化定位，细分市场有机遇

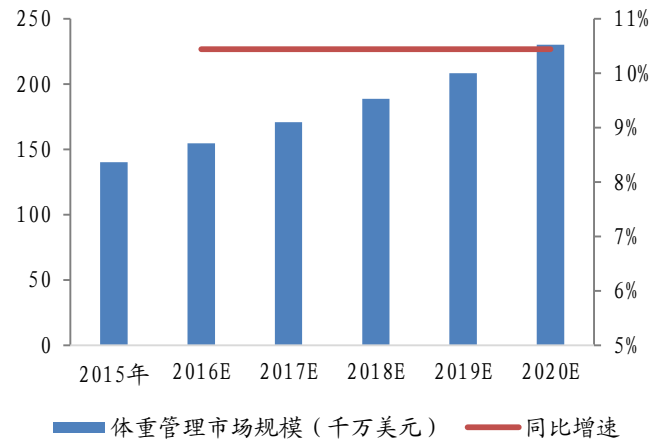
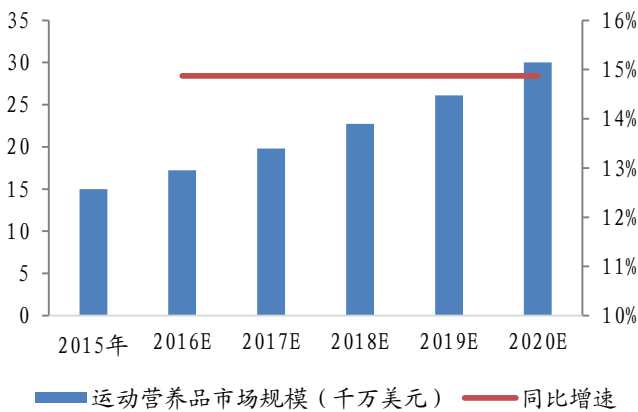
随着消费者对保健食品的需求偏好逐渐增多和细分，新兴市场如运动营养和体重管理等迎来发展机遇。消费者除了对增强免疫力、缓解疲劳、改善睡眠等传统功能的需求以外，增加了对增强肌肉、减少脂肪等细分功能的需求。随着健康意识的提高以及对形态美的追求，人们开始增加锻炼的频率，并衍生出对补充能量的运动营养品和帮助减少脂肪的体重管理品的需求。根据 Roland Berger 的数据，从 2015 年到 2020 年，中国运动营养市场规模将从 1.5 亿美元增长到 3 亿美元，年复合增长率 15%。中国体重管理市场规模将从 14 亿美元增长到 23 亿美元，

年复合增长率 10%。因此，运动营养和体重管理两个新兴的市场有望成为下一片蓝海。

除了新兴市场的快速发展，维生素/膳食补充剂中部分差异化定位的细分产品也呈现了高速增长的态势。根据 Euromonitor 的数据，维生素/膳食补充剂市场中，前三大产品为免疫类、骨骼类和综合类，市场份额分别占比为 23%、22%和 14%。其余的产品市场份额虽然占比较小，但近年来却呈现了快速增长的态势，如女性健康、能量、情绪舒缓、消化等产品，近五年的年均复合增长率均达到了两位数。随着消费者对保健食品细分功能的需求增加，一些传统保健食品市场中的细分产品有望保持快速增长。

图 10: 2015 年至 2020 年中国运动营养市场规模及预测

图 11: 2015 年至 2020 年中国体重管理市场规模及预测

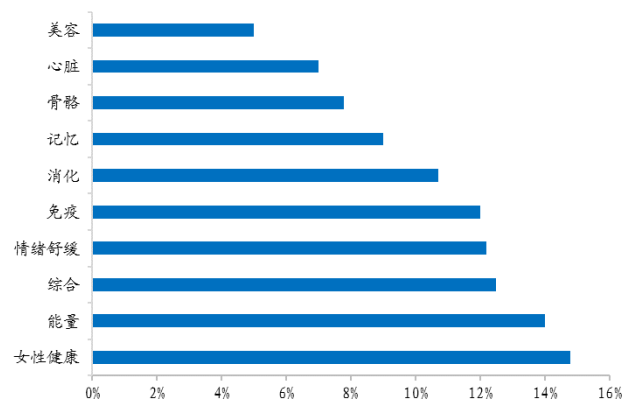
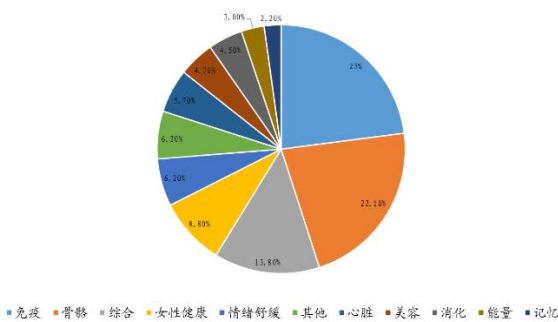


资料来源: Roland Berger, 国海证券研究所

资料来源: Roland Berger, 国海证券研究所

图 12: 2015 年维生素及膳食补充剂细分品类份额

图 13: 维生素膳食补充剂细分品类近五年增速



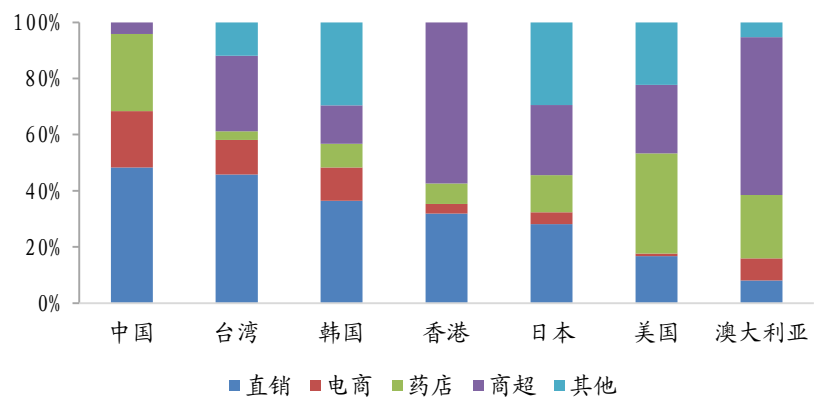
资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

1.3.2、集中度提升，非直销龙头将受益

随着消费者健康意识的逐渐培养，保健食品中的非直销模式占比有望上升。现阶段，中国保健食品行业以直销为主，直销市场份额占比接近 50%。但是对比主要国家如澳大利亚、美国、日本、韩国等，其直销占比皆低于非直销占比。原因是欧美国家消费者已经经历过直销领域的保健品消费意识的培养，再加上自我健康意识的不断提升，开始选择主动通过非直销的渠道如药店、商超、电商等购买保健食品。未来随着不断的培养保健食品消费意识，中国消费者将有可能逐渐转向非直销渠道购买保健食品。另一方面，中国非直销龙头汤臣倍健市占率仅 3%，非直销领域的集中度明显偏低。未来随着行业集中度提升以及居民健康意识的增强，非直销龙头将直接受益。

图 14：2015 年各国/地区膳食营养剂销售额渠道占比



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

表 3：2015 年中国保健食品行业直销公司市场占比和收入规模

排名	公司	占直销市场份额	收入规模 (亿元)
1	安利	21%	120.19
2	无极限	19%	112.18
3	康宝莱	10%	56.09
4	天狮	10%	56.09
5	完美	9%	50.08

资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

表 4：2015 年中国保健食品行业非直销公司市场占比和收入规模

排名	公司	占非直销市场份额	收入规模 (亿元)
1	汤臣倍健	3%	46.07
2	东阿阿胶	3%	40.06
3	惠氏制药	2%	34.05
4	华润三九	2%	32.05
5	杨森制药	2%	26.04

资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

1.3.3、电商新渠道，线上将迎来新发展

近年来电商渠道兴起，保健食品线上销售成为新的增长点。保健食品传统销售渠道以直销、药店、商超等为主，根据 Euromonitor 的数据可知，药店渠道已经逐渐接近饱和且增速放缓，相反，新兴的电商开始迅猛发展。从 2010 年至 2015 年，保健食品电商渠道销售份额占比从约等于零增长到 20%，电商由此成为保健食品新的主要销售渠道。另一方面，随着电商崛起，跨境购模式逐渐成为了可能，外国保健品牌可以通过跨境购的方式将自身品牌快速打入中国市场，这将有望促进整个行业的再次发展。

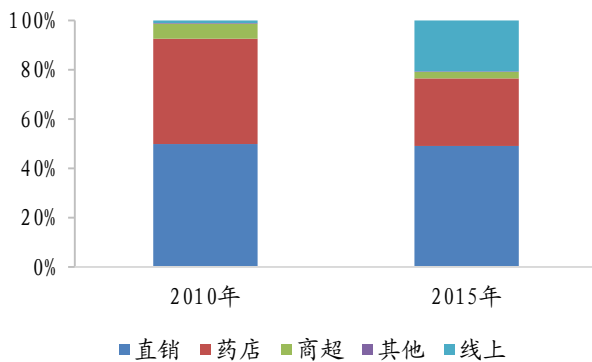
表 5: 跨境购模式优势 (跨境购新政策)

模式	税率	优点
跨境购	11.90%	品种多、税率低、需注册备案批文
海外行邮	15%	品种多、税率低、不需要审批
一般贸易	28.7% (到岸价+关税 10%+消费税 0%)* 增值税	品种少、税率高、需注册备案批文

根据《跨境电子商务零售进口商品清单》和《跨境电子商务零售进口商品清单 (第二批)》，清单之内的包括蜂王浆、鱼油、蛋白质、矿物质、油脂油酸、维生素、海豹油等只需备案即可，清单外的需要进行注册。商务部将跨境购新政策延期到 2017 年底执行，目前跨境购还是按照新政前的政策执行。

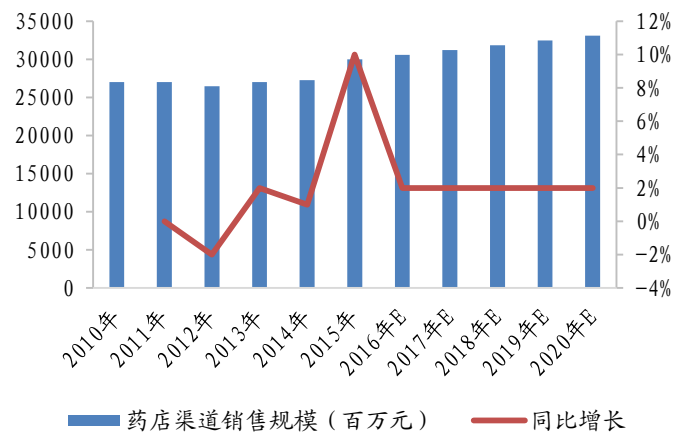
资料来源：海关总局，国海证券研究所

图 15: 中国保健食品各渠道销售额占比



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

图 16: 中国维生素/膳食补充剂药店渠道规模及预测



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

图 17: 中国维生素/膳食补充剂商超渠道规模及预测

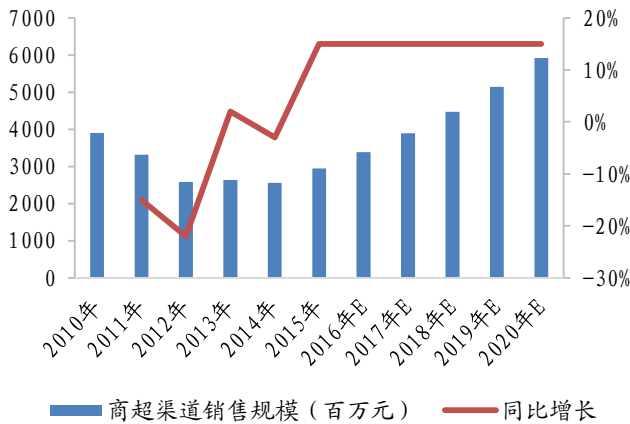
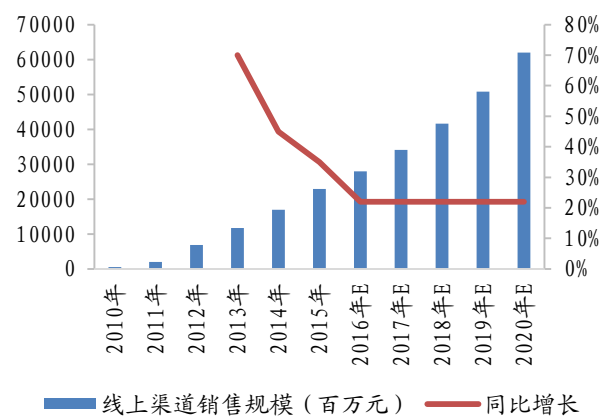


图 18: 中国维生素/膳食补充剂线上渠道规模及预测



资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

1.3.4、备案制到来，新品有望加速上市

2016年备案制开始施行，这将加快保健食品产品的迭代更新，产品数量有望增加，行业将迎来快速发展。2016年7月1日，《保健食品注册与备案管理办法》正式实施，其中提到保健食品注册和备案并行的方案，且明确提到对使用的原料已经列入保健食品原料目录的和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实行备案管理。实行备案制将大大缩短保健食品上市的时间，因为传统的注册制一般审批长达三年，而备案制只需要三个月。对标美国保健食品行业的发展，随着1994年通过《膳食补充剂健康教育法案》，美国将保健食品审批制改为备案制。随后的十年，美国保健食品市场迎来井喷式发展，上万种保健食品相继上市，行业迎来快速发展，市场规模。因此，我们认为随着备案制的正式实施，受益于相关条例的保健品有望快速上市，中国保健食品行业将向着更加健康的方向发展。

表 6: 2016年7月1日实施的《保健食品注册与备案管理办法》的主要内容

主要内容
对单一注册制变更为注册备案相结合
对使用保健食品原料目录以外原料的保健食品和首次进口的保健食品实行注册管理
对使用的原料已经列入保健食品原料目录的和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实行备案管理
规定同一企业不得使用同一配方，注册或者备案不同名称的保健食品，不得使用同一名称注册或备案不同配方的保健食品
备案主体只能为生产性厂商
进口保健食品的备案人，应当是上市保健食品境外生产厂商
备案的产品配方、原辅料名称及用量、功效、生产工艺等应当符合法律、法规、规章、强制性标准以及保健食品原料目录技术要求的规定

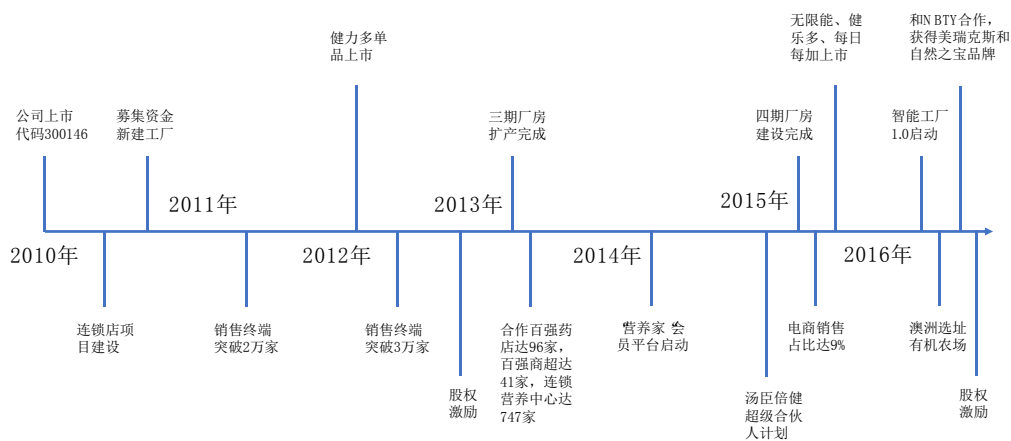
资料来源: 国家食品药品监督管理总局, 国海证券研究所

2、二十年默默耕耘市场，非直销龙头地位稳固

2.1、从历史沿革看公司成长

汤臣倍健创立于1995年，主营业务以保健食品为主，于2010年成功上市，代码300146。上市募集的资金主要用于增加产能和打造连锁营养中心。2011年至2014年，公司销售终端不断增加，不仅入驻了96家百强药店，41家百强商超，还将连锁营养中心增加至747家。同期，公司将三期厂房建设完毕并启动了“营养家”会员平台。2015年，公司正式进入电商平台，并逐渐退出线下连锁营养中心。在产品方面，公司不仅努力打造汤臣倍健主品牌，还通过研发的投入，不断推陈出新。2012年上市健力多产品，2015年上市健乐多、无限能、每日每加产品，2016年和NBTY合资，拥有了美瑞克斯和自然之宝两个品牌。公司二十年默默耕耘保健食品行业，通过产能的有效扩张、渠道的不断深耕以及品牌的积极打造，成为了保健食品非直销领域的龙头企业。

图 19：汤臣倍健发展历程



资料来源：公司年报，国海证券研究所

2.2、积极布局产业链上下游

2.2.1、上游原材料积极把控

公司通过三步走战略，积极布局上游原材料，实现了对产品品质的严格把关。公司认为好的保健食品，必须要用好的原材料，因此一直以来对上游原材料进行严格把关。通过三步走战略，公司从全球原料采购（70%以上进口国外），发展到全球原料专供基地建立（签订多项原材料专供协议），再到如今最后一步全球自有有机农场建立。迄今为止，汤臣倍健原料产地遍及世界各地23个国家，并在巴西、澳大利亚等地建立了五个原料专供基地，2016年也正式开始了澳洲自有有机农场的选址。随着公司一步步布局上游原材料，越来越好的品质把控为公司未来产品的高质量提供了保障。

表 7: 汤臣倍健上游原材料以国外进口为主

原材料来源	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
国内购买占比	49.68%	34.49%	26.65%	23.59%
国外进口占比	50.32%	65.51%	73.35%	76.41%

资料来源: 公司年报, 国海证券研究所

2.2.2、中游生产力有效扩张

随着公司产品销量的逐步攀升, 公司不断进行产能的有效扩张。2010 年上市后, 公司首先进行了新厂房的建立, 来扩大产能。随后, 2013 年公司又扩建完成三期厂房并投产。2015 年, 公司四期厂房也建设完毕, 但设备等还未到位, 因此整体产能并未增加。2016 年, 以四期厂房为基础, 公司开始全力打造智能工厂 1.0。至今, 在四期厂房未投产的情况下, 公司总体产能为片剂 50 亿片、软胶囊 30 亿粒、硬胶囊 5 亿粒、袋包粉剂 2.5 亿袋、罐装粉剂 1500 万罐。未来随着公司四期厂房的投产, 有效的产能扩张将为公司销量的进一步增长提供保障。

表 8: 汤臣倍健目前产能 (未考虑四期工厂投产)

产品类别	产品产能
片剂	50 亿片
软胶囊	30 亿粒
硬胶囊	5 亿粒
袋包粉剂	2.5 亿袋
罐装粉剂	1500 万罐

资料来源: 公司投资者关系活动记录表, 国海证券研究所

2.2.3、下游渠道端加码布局

公司在线下积极布局药店和商超渠道, 在线上努力开拓电商平台。作为非直销保健食品龙头, 公司重视线下渠道的布局, 主要以商超、药店为主。从 2009 年至 2014 年, 公司线下合作的百强药店从 63 家增长至 96 家, 合作的百强商超从 6 家增加至 50 几家, 整体终端超过 3 万家。之前的战略上, 公司曾经积极打造直营为主、加盟为辅的连锁营养中心, 但是在效益甚微的情况下, 2015 年后公司果断的全面退出直营模式, 将连锁营养中心关闭、转让。在线上电商方面, 2015 年公司开始建立子公司全面运营电商业务, 并在 2016 年和 NBTY 合资打造跨境购业务, 电商业务方面的快速成长将成为公司未来的又一看点。

表 9: 公司线下主要销售渠道

线下渠道类型	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
连锁营养中心	128	223	438	583	747	657
合作百强药店	63	83	85	96	96	96
合作百强商超	6	11	13	41	42	50+

资料来源: 公司年报, 公司投资者关系活动记录表, 国海证券研究所

2.3、各品牌实行差异化定位

公司品牌以汤臣倍健主品牌为主，其余品牌包括健力多、健乐多、无限能、美瑞克斯和自然之宝。汤臣倍健主品牌销售额占比 90%以上，产品包含蛋白质、维生素、心脑血管等 16 个分类，涵盖了几乎维生素/膳食补充剂市场的所有产品。其中，主品牌的明星产品包括蛋白粉、液体钙软胶囊、维生素矿物质片等，主要功能以膳食补充、补钙、补充维生素等为主。通过二十余年深耕维生素/膳食补充市场，汤臣倍健主品牌已经成为此市场的龙头公司。

2012 年公司推出健力多品牌，切入骨骼关节细分市场。健力多品牌的主要产品包括氨糖软骨素钙片、钙加维生素 D 片、儿童钙咀嚼片，主要功能以补钙、补软骨为主。作为公司大单品战略的重要一环，健力多既有相应的目标群体（中老年人客户），又有过硬的产品实力（保护骨骼关节），未来公司希望能做到 10 亿的零售额目标。

2015 年，公司相继推出健乐多和无限能品牌。其中，健乐多品牌属于运动营养品，主要功能以增肌为主，定位于轻运动人群。无限能品牌属于贵细药材市场，主要功能以缓解疲劳为主。

2016 年公司通过和 NBTY 合资获得自然之宝和美瑞克斯两个品牌。自然之宝主打纯天然的膳食营养补充剂，虽然和汤臣倍健主品牌的市场重合，但是双方优势产品适用人群和功能并不相同，完全可以形成优势产品的互补。自然之宝品牌主要产品包括辅酶 Q10 软胶囊、番茄红素胶囊、叶黄素软胶、鱼油深海鱼油软胶囊，主要功能以保护心脏、改善前列腺、保护视力、降血脂为主。另一方面，美瑞克斯也属于运动营养品，虽然功能和健乐多品牌重合，但前者定位于专业健身人群，后者定位于轻运动人群。并且，美瑞克斯已经属于国内运动营养品前三，通过和 NBTY 合作，公司成功的拥有了在运动营养市场具有优势的品牌。

表 10: 汤臣倍健主要品牌、品类、功能及渠道

品牌	品类	功能	主要渠道
汤臣倍健 主品牌	蛋白质粉*	膳食补充	线下商超、药店；线上电商平台 (专供 QS 产品)
	液体钙软胶囊*	补钙	
	多种维生素矿物质片*	补充多种维生素	
	维生素 B 族片*	补充 B 族维生素	
	钙铁锌咀嚼片*	补充钙铁锌	
	左旋肉碱茶多酚荷叶片*	减脂	
	大豆磷脂软胶囊	辅助降血脂	
	鱼油软胶囊	辅助降血脂	
	辅酶 Q10 天然维生素 E 软胶囊	增强免疫力、缓解疲劳	
	清好清畅胶囊	改善肠道功能	
	葡萄籽维生素 C 加 E 片	抗氧化	
	角鲨烯软胶囊	提高缺氧耐受力	
	胶原蛋白天然维生素 E 片	增强免疫力	
	褪黑素片	改善睡眠	
大蒜精油软胶囊	增强免疫力		
自然之宝	辅酶 Q10 软胶囊*	保护心脏营养保健护心脑	线上跨境购
	氨糖软骨素钙片*	强健关节	
	番茄红素胶囊*	改善前列腺	
	液体钙 VD 软胶囊*	补钙	
	叶黄素软胶囊*	保护视力	
	鱼油深海鱼油软胶囊*	辅助降血脂	
	天然 β-胡萝卜素软胶囊	改善视力	
	螺旋藻茶多酚胶囊	缓解体力疲劳	
	钙加 D 软胶囊	补充钙、维生素 D	
	褪黑素片	改善睡眠	
	大豆蛋白粉	补充植物蛋白、大豆异黄酮	
	果蔬纤维咀嚼片	补充膳食纤维	
金枪鱼油	改善青少年儿童记忆力		
健力多	氨糖软骨素钙片*	补软骨、保护关节	线下商超、药店；线上电商平台
	钙加维生素 D 片	补钙、维生素 D	
	儿童钙咀嚼片	补钙	
健乐多	左旋肉碱茶多酚荷叶片	加快胆固醇代谢，减少体脂含量	线下健身房；线上电商平台
	乳清蛋白营养强化粉*	增肌	
	支链氨基酸粉	增肌	
无限能	灵芝孢子粉胶囊*	增强免疫力	线下药店；线上电商平台
	三七丹参胶囊	缓解疲劳	
	西洋参胶囊	缓解疲劳	
美瑞克斯	增肌粉乳清蛋白粉*	增重增肌	线上跨境购
	健身健肌增肌粉蛋白质粉	健身增肌	

资料来源：公司公告，天猫，国海证券研究所 注：*代表销量靠前的产品

2.4、激励制度实现利益互绑

公司通过合伙人制度以及股权激励计划，实现与管理层利益互绑。从 2015 年至 2016 年，公司向佰悦、佰嘉、佰腾管理层分别转让相应全资子公司 30%、25%、30% 的股权。通过股权转让的方式，公司进一步落实“管理做减法，经营做加法”的原则，建立起多个管理层持股企业。另外，公司实施“超级合伙人”计划，第一期募集资金上限为 9,000 万元，参与人包括公司、子公司汤臣药业、佰嘉以及奈梵斯部分高管。2016 年 10 月，公司向 36 名董事、高管以 6.35 元/股价格授予 1,430 万股限制性股票，占公司总股本的 0.98%。通过以上一系列举措，公司激发了员工的积极性，改善和创新了薪酬激励结构，实现了公司与管理层的利益互绑。

表 11：汤臣倍健超级合伙人计划和股权激励计划

时间	实施主体	对象	内容
2015 年 3 月	佰悦	佰悦高管龙翠耘、黄剑锋	转让全资子公司佰悦 30% 的股权(认缴出资 600 万元)。
2015 年 3 月	佰嘉	佰嘉高管吴晓刚、周霆等	吴刚等高管控制的广州奇正出资 1698.3 万元认缴全资子公司佰嘉新增注册资本 333 万元，占子公司总股本 25%。
2015 年 7 月	汤臣倍健	第一期参加人数为 10 人	筹集资金总额上限为 9,000 万元，资金来源为持股计划持有人自筹资金(不超过 3,000 万元)和控股股东提供借款支持(不超过 6,000 万元)。
2016 年 3 月	佰腾	佰腾的股东吴震瑜、汤晖	将 30% 股权对应的出资份额以零对价转让给广州佰禧。
2016 年 10 月	汤臣倍健	激励对象共 36 人	本激励计划拟授予的限制性股票数量为 1,430 万股，股票的授予价格为 6.35 元/股。

资料来源：公司公告，国海证券研究所

3、把握行业发展机遇，公司业绩增长可期

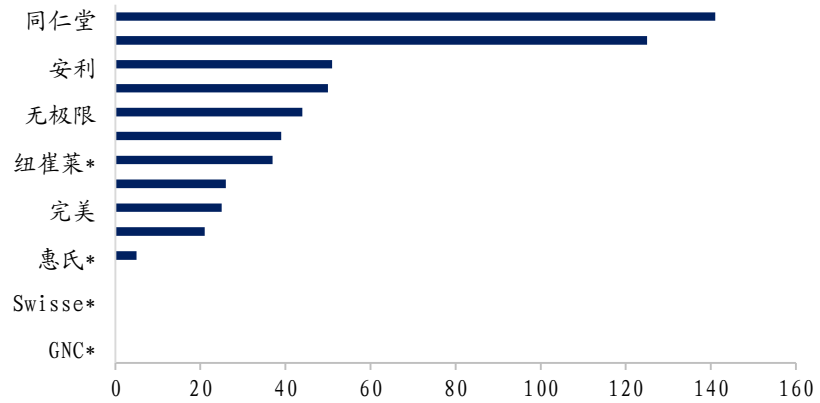
3.1、产品方面：研发优势明显，发力单品战略

3.1.1、稳定的研发投入

公司在研发投入方面稳定而持续，为新品的研发打下了坚实的基础。作为非直销龙头企业，公司在支出各项费用后，依然有足够的资金投入新品研发。从 2008 年至 2016 年，公司研发费用不断增长，从 486 万元增长至 1 亿元，占总营收的比例维持在 3.5% 左右。研发人员也从 129 人增长至 279 人，获得的专利达到 90 项。通过研发方面的积极投入，公司实现了在产品方面不断的推陈出新，比如健力多、每日每加、健乐多、无限能等产品的上市。另一方面，保健食品批准证书的数量也侧面体现出公司在研发端的雄厚实力。截至 2016 年底，公司拥有 126 项批文，仅次于同仁堂。虽然备案制已经开始施行，对公司的原有批准证书的优势形成了一定的冲击。但是，备案制仅限于“对使用的原料已经列入保健食品原料目录的和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”，其余没有列入保健食品目录的产品依然需要平均长达三年的注册。因此，研发端积极稳健的投入是公司一项较强的竞争优势。

除了通过建设研发基地来自主研发以外，公司还通过产学研合作、战略合作等方式与其他组织和公司共同研发新品。从 2013 年开始，公司先后与广东药学院、中国科学院、阿伯丁大学罗维特营养与健康研究所等 16 所学校、公司和研究机构签订协议，展开相关健康与营养的研究合作。通过自主研发方面不断的投入以及对外开展合作研究，公司具有了毋庸置疑的研发优势。

图 20: 主要保健食品公司获得批准证书数量 (截至 2016 年)



资料来源: 国家食品药品监督管理局, 国海证券研究所 注: *指国外品牌

表 12: 汤臣倍健研发投入情况

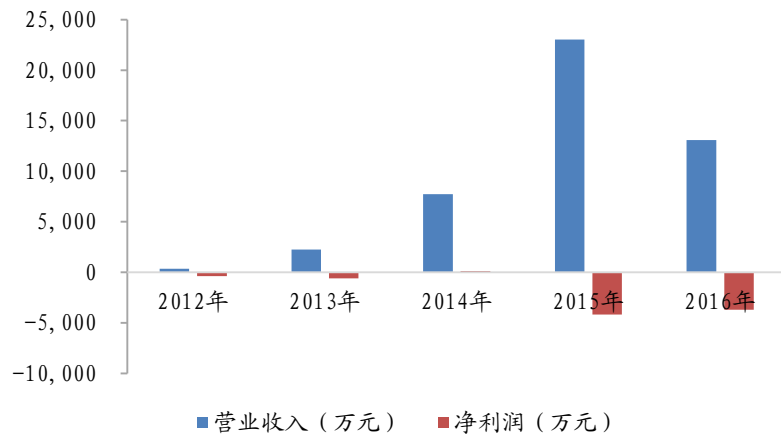
年份	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
研发投入 (万元)	486.44	695.18	1031.72	2317.97	3051.59	5894.11	5996.518	6407.783	10216.48
研发投入占营收比例	3.43%	3.39%	2.98%	3.52%	2.86%	3.98%	3.52%	2.83%	4.42%
研发人员数量					129	179	170	265	279
专利使用权数量					15	25	40	66	90

资料来源: 公司年报, 国海证券研究所

3.1.2、打造大单品战略

公司试图复制蛋白粉单品的成功案例，通过大单品战略打造健力多品牌。公司以往重点打造蛋白粉这一品类，成功的使其销售收入占公司总营收的 10%左右。2012 年开始，公司相继推出健力多和无限能两个品牌，分别主打骨骼关节和贵细药材，并以佰嘉药业来单独运营两个品牌。从佰嘉药业的营收及净利润情况来看，虽然 2015 年健力多和无限能两个品牌营收超过 2 亿，但净利润依旧为负。因此，从 2016 年开始，由汤臣药业统一打造健力多，从直营模式转为经销商模式，从收入导向转为利润导向，试图复制以往成功的单品战略。健力多产品是对骨骼关节的保护，弥补了国内预防骨关节炎市场的空白，适用人群十分广，有足够的市场空间，公司有信心且力争将其做到目标零售额 10 亿。同时，公司也在根据产品本身实力和受众人群基础来挑选新的大单品，目前已知公司正在筹划第二大单品健视佳（越菊叶黄素），未来公司有望利用大单品的不断推出，从而保持总体营收的持续增长。

图 21: 佰嘉药业 2012 年至 2016 年营收及净利润



资料来源: 公司年报, 国海证券研究所

3.2、渠道开拓: 商超持续渗透, 电商业务兴起

3.2.1、商超持续渗透

公司线下药店渠道已经逐渐饱和, 而商超渠道还有待开拓, 未来商超渠道的不断渗透将是公司新的增长点。近八年, 公司不断的开发药店渠道, 合作百强药店数量从 63 家增长至如今的 96 家。从公司已经开发的药店数量和药店渠道销售占比来看, 药店渠道进一步渗透的空间较小。相反, 从合作商超数据来看, 2014 年公司合作的百强商超达 50 几家, 未来可以入驻的商超还有相当的空间。从入驻终端来看, 2015 年公司总计入驻商超终端近 6000 家, 而我国商超总数量超 4 万家, 公司的渗透率仅为 12%。对比全球最大的保健食品市场美国, 其商超渠道销售占比达到 20%左右, 远高于中国商超渠道个位数的销售占比。从美国保健食品发展经验来看, 随着消费者逐渐提高对保健食品的认知, 对保健食品的消费将会从可选消费转为必选消费, 同时消费场景也会更加日常化, 不再局限于传统药店渠道。因此, 随着药店渠道饱和, 商超渠道将成为公司未来渠道开拓和营收增长的重点。

图 22: 2015 年汤臣倍健各渠道销售占比

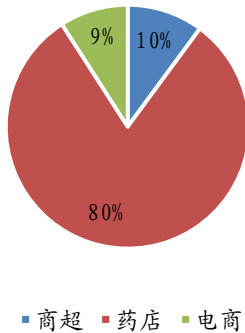
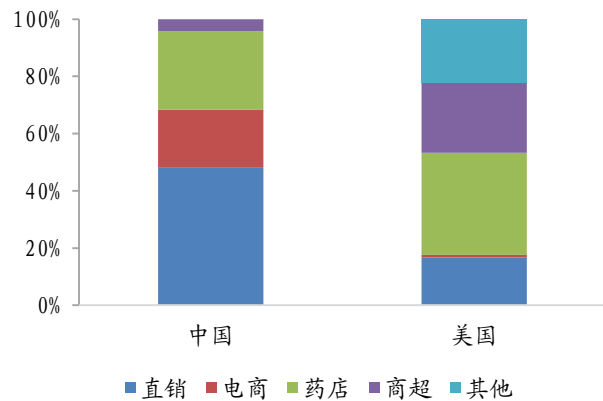


图 23: 中美对比各渠道保健食品销售占比



资料来源: 公司投资者关系活动记录表, 国海证券研究所

资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

3.2.2、电商业务兴起

随着专供 QS 产品的上线，公司在电商渠道开始发力。2013 年，汤臣倍健主品牌进入电商渠道，主要以经销商模式运作。2015 年，公司成立佰悦网络科技有限公司，专门从事电商业务。从 2013 年至 2016 年，公司在电商渠道的销售并不理想，原因是公司线上产品和线下产品高度重合，不利于公司把控产品价格和定位目标消费者。2017 年，公司陆续推出线上专供 QS 产品，线上专供 QS 产品主要定位于年轻人群，和线下定位于中老年人的产品区分开来，线上线下产品重合度由此下降到 80%左右。线上线下产品的重新划分和定位措施效果显著，2017 年上半年汤臣倍健保健食品线上销量一跃成为第一，且总销售额占到公司全部营收的 20%左右。公司未来将会进一步提高专供 QS 产品占比，使得线上线下产品区分开来，其线上业务的快速发展值得期待。

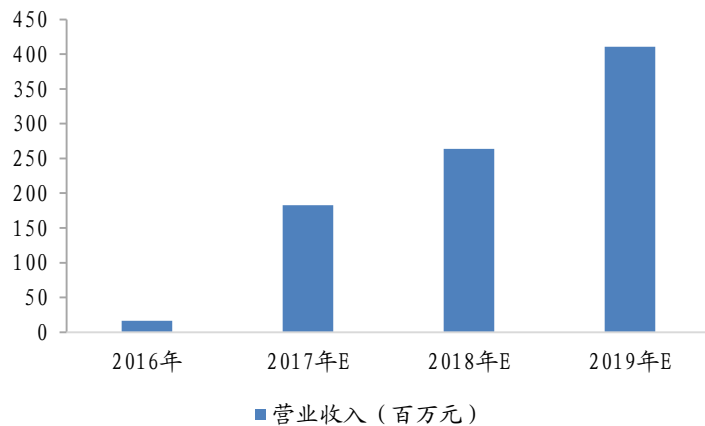
表 13: 2017 年汤臣倍健淘宝天猫保健食品排名

月份	排名	交易指数	同比增幅
1 月	第一	1427557	16.89%
2 月	第一	1527307	12.88%
3 月	第一	1740838	26.48%
4 月	第一	1589068	15.11%
5 月	第一	1697633	12.60%

资料来源：亿邦动力网，国海证券研究所

公司和 NBTY 成立合资公司，获得美瑞克斯和自然之宝两个品牌，试水跨境购业务。2016 年 3 月，汤臣倍健与 NBTY 设立合资公司，股份占比分别为 60%和 40%。汤臣倍健通过和自然之宝的合作，获得了自然之宝在中国地区的核心品牌美瑞克斯和自然之宝（两个品牌占中国区域销售额的 90%）。公司和自然之宝的合作价值体现在品牌扩张、渠道互补和利润增厚三个方面。在品牌上，公司通过轻资产的模式快速获得两个核心品牌，不仅进一步丰富了产品线，又可以形成优势产品的互补。在渠道上，公司可以利用自身批文优势帮助自然之宝本土化并进入线下渠道。在利润上，合资公司承诺未来三年合计净利润不低于 5000 万美元。和自然之宝的合作，使得公司首次进入跨境购业务。根据罗兰贝格消费者调研报告显示，一至三线城市消费者中约有 40%通过跨境海淘购买国际品牌保健品，且绝大部分消费者认为国际品牌代表高品质，愿意为其支付溢价，因此跨境购已经成为国际保健食品重要的销售渠道。目前虽然汤臣倍健和自然之宝的合作处在磨合阶段，但随着双方合作的不断深入，公司可以利用 NBTY 成熟的供应链体系，实现快速反应，以此满足消费者不断变化的需求，未来公司在跨境购业务方面的发展将是亮点。

图 24: 合资公司健之宝（香港）有限公司收入预测



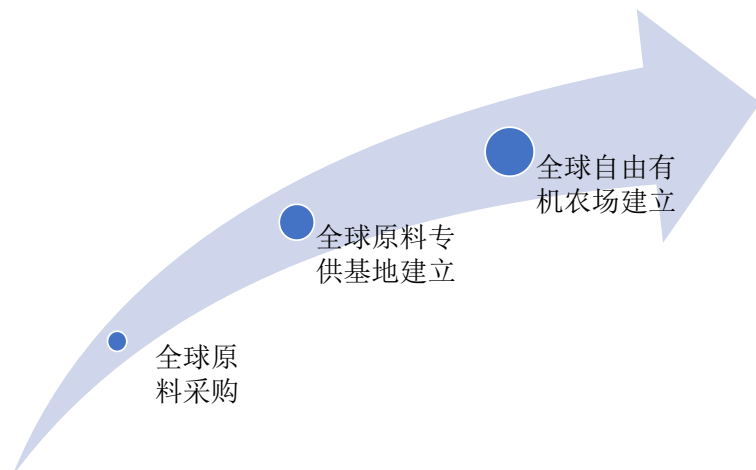
资料来源：公司公告，国海证券研究所

3.3、品牌打造：严控产品品质，广告打响品牌

3.3.1、严控产品品质

公司积极布局上游原材料，将品控放在重要位置。保健食品核心竞争力在于品质和品牌，其中品质体现在产品的质量上。公司一直坚持把控产品品质，通过三步走的战略积极布局上游原材料。公司从全球进口到全球专供基地再到自有有机农场建设，一步步的将上游原材料牢牢把握在自己手中。有了好的品质，公司产品在消费者心中才会有好的口碑，汤臣倍健从一开始就打算做让消费者放心的保健食品。

图 25: 汤臣倍健三步走战略



资料来源：公司官网，国海证券研究所

3.3.2、广告打响品牌

公司通过稳定而持续的广告投入，不断扩大自身品牌效应。由于同质化现象严重，保健食品的核心在于品牌。在保健食品品牌选择方面，消费者的转换成本较低，并且食用保健食品的效用也不会立竿见影，所以消费者并没有高忠诚度。保健食品公司想要让顾客选择自己的产品，品牌效应是十分重要的。为了打造品牌护城河，公司在广告方面持续投入，广告费用从2010年的4000万元增长至2016年的2.22亿元，广告投入占营收的比例维持在10%左右。目前，汤臣倍健的广告以电视广告为主，目标人群定位于中老年人。综上，汤臣倍健在品牌打造上进行了持续且稳定的投入，使得公司建立了品牌护城河，未来将持续受益前期广告投入所带来的品牌效应。

表 14：汤臣倍健广告费用及占营收比例

年份	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
广告费用（元）	39,488,527	84,324,632	121,537,352	139,718,977	148,512,869	225,328,687	222,433,224
占营收比例	11.41%	12.82%	11.39%	9.43%	8.71%	9.94%	9.63%

资料来源：公司年报，国海证券研究所

3.4、外延发展：积极股权投资，稳健探寻并购

3.4.1、积极股权投资

公司通过不断的股权投资，积极的探索和布局大健康业务。近三年时间，公司总计使用九亿元投资十六家公司，投资的公司涵盖互联网金融、健康管理、互联网医疗、跨境购、基因测序、股权基金、生物工程、保险业务等。同时，公司出于战略方面的考量，也在近期出售了深圳倍泰、凡迪生物和有棵树的股权，并获得了一定的投资收益。虽然公司的战略是从单一产品的提供商逐步升级至健康干预的综合解决方案提供商，但目前来看，公司投资的业务繁杂、涵盖面广，可能公司自身还处在积极的探索阶段。未来随着公司对大健康领域的进一步认知探索，有望形成切实有效的投资方向，从而逐步向健康领域的综合解决方案提供商迈进。

表 15: 汤成倍健股权投资情况

公司名称	投资金额	股权占比	出售股权	转让价格	投资目的
安徽携泰健康产业股份有限公司	880,616	4.98%			与经销商结成更紧密的战略合作关系
深圳市鹏鼎创盈金融信息服务股份有限公司	20,000,000	3.79%			互联网金融平台
广发信德健康产业投资基金	60,000,000	20%			聚焦于健康管理领域
北京桃谷科技有限公司	15,000,000	15%			从事互联网医疗相关业务的合资公司
上海臻鼎电脑科技有限公司	24,000,000	20%			打造移动健康管理平台
深圳市有棵树科技有限公司	160,000,000	10%	10%	294,092,207	跨境购业务
北京极简时代软件科技有限公司	40,000,000	10%			在数据挖掘、健康管理和渠道等开展合作
KangSeed Technology Ltd.	10,000,000	4.52%			从事大姨妈 APP 的开发、宣传和销售业务
珠海市蓝海之略医疗有限公司	26,000,000	1.64%			在互联网医疗、健康管理等方面开展合作
上海凡迪生物科技有限公司	87,600,000	19.04%	7.62%	51,417,450	双方将整合资源并不断投入基因测序
广发信德国际生命科学股权投资基金	180,000,000				股权基金
深圳市达晨创坤股权投资企业	100,000,000				受托管理创业投资企业创业资本
东台市赐百年生物工程有限公司	30,000,000	16.67%			生物工程相关
深圳市倍泰健康测量分析技术有限公司	100,000,000	22.25%	22.25%	191,250,000	健康测量分析技术
万象科云人工智能产业发展合伙企业	166,000,000	33.20%			发展安防、医疗、机器人、无人驾驶等
信美人寿相互保险	50,000,000				保险业务

资料来源：公司公告，国海证券研究所

3.4.2、稳健探寻并购

公司现金充裕且资本结构良好，正在积极探寻可以并购的优质标的。公司资本结构十分健康，没有短期和长期借款。同时，公司账面现金充裕，2017 年上半年仅货币现金就达 26 亿元，足可以支持公司未来可能的并购重组。近年来，公司也在积极探寻可以并购的优质标的，但由于公司十分稳健保守，且想要找到价格合适并优势互补的标的，所以进展缓慢。我们认为公司在并购重组上稳健乃至保守是十分正确的选择，公司没有选择盲目的扩张，而是稳扎稳打，未来公司进一步外延并购的发展值得期待。

表 16: 2010 年至 2017 年 H1 汤臣倍健现金、短期借款和长期借款

类别	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 H1
货币资金 (亿元)	15.04	13.51	12.46	15.30	15.37	14.44	20.16	26.61
短期借款 (亿元)	0.70	0	0	0	0	0	0	0
长期借款 (亿元)	0	0	0	0	0	0	0	0

资料来源：公司年报，国海证券研究所

4、盈利预测与评级

汤臣倍健主品牌内的产品涵盖了市场上大多数维生素/膳食补充剂产品，预计主品牌的营收增长约等于维生素/膳食补充剂市场 10%左右的增速。另一方面，随着汤臣倍健专供 QS 产品在线上发力，预计线上业务 2017 年同比增长 50%，占总营收比 20%，线上业务有望带动主品牌营收超越行业增速。因此，预计全年汤臣倍健主品牌营收增速 15%。

健力多和无限能两个品牌之前由佰嘉运营，2016 年营收 1.3 亿元，净利润亏损 3700 万元。如今由汤臣药业统一运营管理，在共享品牌、市场推广及其他资源的作用下，预计 2017 年同比增长 50%，全年有望实现盈亏平衡。

健乐多主要由伯悦负责线上经营及推广，由于此品牌表现平平，且不是公司重点打造项目，因此预计其营收稳健增长至 7000 万元左右。

健之宝主要经营自然之宝和美瑞克斯两个美国品牌在中国地区的线下及跨境电商业务，结合合资公司的业绩承诺及参考其他海外保健品牌在跨境电商上的销量表现，预计健之宝 2017 年可贡献收入大幅增长至 1.8 亿元左右。

从细分市场发展、集中度程度、电商平台以及备案制政策等来看，保健食品行业未来发展空间广阔。公司在产品、渠道、品牌和外延发展方面皆有看点，作为保健食品非直销龙头未来增长值得期待。综上所述，我们预计公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.49、0.58、0.60 元，对应 2017/18/19 年 PE 为 28.45、24.09、23.59 倍，上调公司“买入”评级。

表 17：汤臣倍健各品牌营收预测（百万元）

品牌	2014 年 A	2015 年 A	2016 年 A	2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E
汤臣倍健主品牌	1,627.73	2,013.91	2,096.95	2,411.50	2,773.22	3,050.55
同比增长		23.73%	4.12%	15.00%	15.00%	10.00%
健力多+无限能	77.25	230.19	130.72	196.08	294.12	441.19
同比增长			-43.21%	50.00%	50.00%	50.00%
健乐多	0.00	21.94	64.83	71.32	78.45	86.30
同比增长			195.53%	10.00%	10.00%	10.00%
自然之宝+美瑞克斯	0.00	0.00	16.60	182.61	273.92	410.87
同比增长				1000.00%	50.00%	50.00%

资料来源：Wind，国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 食品安全事故;
- 2) 跨境购业务不及预期;
- 3) 电商业务增速不及预期;
- 4) 保健食品行业增长不及预期;
- 5) 大单品战略不及预期;
- 6) 商超渠道渗透不及预期;
- 7) 公司未来外延并购的不确定性;

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2309	2862	3420	3989
增长率(%)	2%	24%	20%	17%
净利润(百万元)	535	728	859	878
增长率(%)	-16%	36%	18%	2%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.49	0.58	0.60
ROE(%)	11.38%	14.69%	16.38%	15.83%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 18: 汤臣倍健盈利预测表

证券代码:	300146.sz				股票价格:	14.08	投资评级:	增持		日期:	2017/9/5
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	11%	15%	16%	16%	EPS	0.36	0.49	0.58	0.60		
毛利率	64%	66%	65%	65%	BVPS	3.18	3.33	3.51	3.69		
期间费率	38%	36%	36%	36%	估值						
销售净利率	23%	25%	25%	22%	P/E	38.68	28.45	24.09	23.59		
成长能力					P/B	4.42	4.23	4.02	3.82		
收入增长率	2%	24%	20%	17%	P/S	8.97	7.23	6.05	5.19		
利润增长率	-16%	36%	18%	2%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.43	0.52	0.58	0.63	营业收入	2309	2862	3420	3989		
应收账款周转率	25.39	25.87	27.02	26.08	营业成本	822	986	1183	1391		
存货周转率	2.42	2.47	2.46	2.45	营业税金及附加	38	47	56	66		
偿债能力					销售费用	639	756	894	1035		
资产负债率	12%	10%	11%	12%	管理费用	244	276	326	378		
流动比	5.33	6.33	6.21	5.87	财务费用	(43)	(45)	(46)	(48)		
速动比	4.77	5.57	5.40	5.05	其他费用/(-收入)	27	109	125	(11)		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	636	951	1132	1156		
现金及现金等价物	2016	2012	2065	2153	营业外净收支	18	25	21	21		
应收款项	91	111	127	153	利润总额	654	976	1152	1177		
存货净额	339	418	505	595	所得税费用	146	218	258	263		
其他流动资产	784	971	1161	1354	净利润	508	758	895	914		
流动资产合计	3230	3511	3857	4254	少数股东损益	(28)	30	36	37		
固定资产	602	628	661	686	归属于母公司净利润	535	728	859	878		
在建工程	120	120	120	120							
无形资产及其他	190	190	171	152	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
长期股权投资	220	110	110	110	经营活动现金流	685	531	787	828		
资产总计	5328	5526	5886	6289	净利润	508	758	895	914		
短期借款	0	0	0	0	少数股东权益	(28)	30	36	37		
应付款项	190	155	200	264	折旧摊销	81	79	82	83		
预收帐款	117	101	122	161	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	299	299	299	299	营运资金变动	124	(234)	(359)	(413)		
流动负债合计	606	555	621	724	投资活动现金流	236	84	(33)	(25)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(25)	(26)	(33)	(25)		
其他长期负债	18	18	18	18	长期投资	8	111	0	0		
长期负债合计	18	18	18	18	其他	253	0	0	0		
负债合计	625	573	640	743	筹资活动现金流	(925)	(509)	(601)	(614)		
股本	1470	1470	1470	1470	债务融资	0	0	0	0		
股东权益	4704	4952	5246	5546	权益融资	97	0	0	0		
负债和股东权益总计	5328	5526	5886	6289	其它	(1022)	(509)	(601)	(614)		
					现金净增加额	(4)	106	152	188		

资料来源: Wind, 国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。
陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。