



Research and  
Development Center

# 保健品行业洞察及重点公司推荐

2020年1月13日

毕翹楚 食品饮料行业分析师

## 证券研究报告

## 行业研究——投资策略

## 保健品行业

看好	中性	看淡
----	----	----

首次评级：看好

毕翹楚 行业分析师

执业编号：S1500519090001

联系电话：+86 21 61678587

邮箱：biquiaochu@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 保健品行业洞察及重点公司推荐

2020年1月13日

## 本期内容提要

- **我国保健品市场空间广阔，2019年增速受政策影响，未来预计恢复高速增长。**自2008年起，保健品行业复合增速+9%；2019年行业受“百日行动”影响巨大，增速大幅下滑至2.1%，市场规模达到1785亿元，随着规范的实施，行业将有序良性发展；根据欧睿预测，自2020年起恢复增长，且至2023年，行业整体规模将达到2285亿美元。
- **保健品行业极具潜力。**1) **市场渗透率增长空间巨大：**CRN统计的美国保健品渗透率由2008年的64%上升至2017年的76%；而根据艾昆伟咨询(IQVIA)，截止2018年，我国保健品渗透率仅为20%，中国保健品渗透率仅为美国的1/3，增长空间巨大。2) **对比发达国家人均消费有待提升：**从人均保健品消费来看，我国的人均保健品消费额约为14.8美元/人；而发达地区的日本和美国则分别录得81.8美元和123.4美元的人均消费额。3) **老龄化加速中国保健品发展：**中国已迈入老龄化社会，2007年至2017年，我国65岁及以上人口数量持续提高，60岁及以上人口占总人口比例已接近12%。到2027年，国家统计局预计有3.24亿人，约占全国人口的22%将年满60岁。4) **行业特性：高频、高利润、高防御性。**
- **市场营销和流通渠道是价值链核心。**保健品产业链有四大环节：1. 上游原材料；2. 中游生产制造；3. 下游品牌运营；4. 终端流通渠道。上游原材料的供需变动、价格波动及安全生产情况，将直接影响营养保健食品制造商的采购成本和/或产品可靠性。中游生产制造企业以需定产，一般需要重资产投入，加工利润率固定。**盈利点在于其规模效应、大客户粘性和产品质量的稳定性。**下游行业主要是保健品品牌商以及电商、药店等流通领域的各种渠道运营商。**鉴于保健品行业对营销能力的依赖，能够和消费者产生直接互动的市场营销和流通渠道环节是价值链的核心，因此，许多保健品品牌商愿意与终端的流通渠道进行深度合作，甚至自建渠道或采取D2C模式。**
- **行业易受政策影响。**2019年“百日行动”和“回头看”、电商法出台以及医保政策收紧等对行业产生较大影响。总的来说，和海外成熟市场相比，我国的保健品行业一路野蛮生长，好不容易才回到了良性发展的新起点。
- **投资评级：**我们认为当前为保健品行业较好的投资时点，首次评级，给予“看好”评级。
- **风险因素：**因中美消费者差异导致新产品市场推广不及预期的风险；线下渠道发展不健全的风险；SKU增加导致库存积压的风险；食品安全风险。

## 目录

一、中国保健品行业充满潜力	2
(一) 市场渗透率增长空间巨大	4
(二) 对比发达国家人均消费有待提升	4
(三) 老龄化加速中国保健品发展	5
(四) 行业特性：高频、高利润、高防御性	6
二、保健品竞争格局	7
(一) 子版块发展现状	7
(二) 市场营销和流通渠道是价值链核心	9
(三) 行业易受政策影响	15
三、公司分析	19
(一) 澳、新的三大品牌	20
(二) 运动营养及体重管理保健品品牌	27
(三) 上市公司	34
四、保健品行业相对估值	40
行业评级	41
风险因素	41

## 表目录

表 1 国家规定保健品功效	2
表 2 NBTY 集团在美国市场的市占率 (%)	9
表 3 2018 年下半年开始的保健品行业相关政策	15
表 4 一般贸易和跨境电商 (保税备货) 的差异	17
表 5 “百日行动”对直销行业的影响	18
表 6 蓝帽子获批时间	19
表 7 Glanbia 2014 至今收购情况汇总	28
表 8 Herbalife 分部简介及营收占比	31
表 9 汤臣倍健品牌运营架构	37
表 10 金达威 2013 年至今并购案例	39
表 11 行业内上市公司估值对比 (亿元, 倍, %)	41

## 图目录

图 1 中国保健品市场规模及增速 (亿元; %)	3
图 2 2017 年全球保健品市场规模及增速 (亿美元, %)	3
图 3 各国保健品规模占比 (%)	3
图 4 美国保健品渗透率 (%)	4
图 5 中美各年龄段保健品渗透率对比 (%)	4
图 6 2017 年各地区人均保健品消费额 (美元/人)	5
图 7 我国的人均可支配收入与美国和日本的对比 (美元/人)	5
图 8 人均医疗消费支出 (元/人)	5
图 9 2007-2017 年我国 65 岁以上老年人口规模及占比 (%)	6
图 10 不同代际保健品消费人群规模及渗透率 (百万人, %)	6
图 11 保健品市场的规模受覆盖客群和渗透率影响, 仍处在快速发展阶段	7
图 12 2018 年我国保健品子板块规模占比 (%)	8
图 13 2017 年美国保健品子板块规模占比 (%)	8
图 14 中国保健品细分品类发展情况 (百万元, %)	9
图 15 维生素和膳食营养补充剂板块变化	9
图 16 中国保健品牌市场份额 (%)	8
图 17 中国运动品牌市场份额 (%)	8
图 18 美国保健品市场份额 (%)	9
图 19 保健品产业链	10
图 20 2017 年美国保健品各环节的规模、加价率及增速 (亿美元, %)	10
图 21 2017 年美国和中国保健品的渠道占比 (%)	10
图 22 2013-2018 我国保健品各渠道增速 (%)	10
图 23 2018 年我国保健品行业中直销企业占比 (%)	12
图 24 2008-2022E 我国保健品线上渠道规模及增速 (亿美元, %)	13
图 25 截止 1Q2019, 天猫和网易合计占跨境电商比例为 56.1 (%)	13
图 26 2019 年线上产品销售份额	13
图 27 药店渠道全品类增速 (%)	13
图 28 药店渠道保健品销量及增速 (亿元, %)	13
图 29 美国保健品各渠道增速 (%)	13
图 30 2009vs2017vs2020E 美国各渠道占比变迁 (%)	13
图 31 百日行动整顿保健品市场	18
图 32 美国保健品品牌按消费者关注度排序 (%)	19
图 33 Blackmores 旗下品牌	20
图 34 Blackmores 2015-2019 收入情况 (亿澳元, %)	20
图 35 Blackmores 2015-2019 净利润情况 (亿澳元, %)	20
图 36 Blackmores 中国地区收入情况	22
图 37 Blackmores 2019 年各地区收入增速情况 (%)	22
图 38 Blackmores 2015-2019 年中国地区收入占比 (%)	22
图 39 Swisse 2016-2019H1 收入情况 (亿元人民币)	23
图 40 分地区收入变化 (亿元人民币)	23
图 41 Swisse 2016-2019H1 毛利及毛利率 (百万澳元)	24
图 42 Comvita 2019 年双 11 蜂蜜类销量双平台第一	25

图 43 COMVITA2010-2019 收入情况 (百万新币, %)	25
图 44 COMVITA 毛利率下滑 (百万新币, %)	25
图 45 Comvita 2019 年出现亏损 (百万新币)	26
图 46 2018 年 Comvita 分地区收入占比	29
图 47 2019 年 Comvita 分地区收入占比	29
图 48 美国运动营养板块复合增速情况 (%)	26
图 49 2018 美国运动营养品牌市长占有率 (%)	26
图 50 Glanbia 旗下产品	30
图 51 2018 年 Glanbia 分部营收占比	30
图 52 Glanbia2012-2019H1 收入及增速 (百万欧元, %)	31
图 53 Glanbia EBITA 及 EBITA 利润率 (百万欧元, %)	31
图 54 Glanbia 功能性保健品部门收入及增速 (百万欧元, %)	32
图 55 功能性保健品部门 EBITA 及 EBITA 利润率 (百万欧元, %)	32
图 56 Glanbia2019H1 分地区营收占比	30
图 57 Herbalife2009-2019Q3 销售额及增速 (百万美元, %)	30
图 58 Herbalife2009-2019Q3 净利润及增速 (百万美元, %)	30
图 59 Herbalife2009-2019Q3 毛利率变化情况	32
图 60 特许佣金收入占比 (%)	32
图 61 分地区折扣率 (2018)	32
图 62 销售额及销售领导增加 (人, 百万美元)	32
图 63 2012-2017 年留任率 (%)	32
图 64 Herbalife2019 前三季度分地区收入占比	32
图 65 Herbalife2019 前三季度分地区收入同比增速	32
图 66 2012-2017 年中国营养保健品企业数量	34
图 67 上市公司 2013-3Q2019 营业收入及增速 (亿元, %)	35
图 68 上市公司 2013-3Q2019 净利润及增速 (亿元, %)	35
图 69 汤臣倍健 2013-2019Q3 收入、归母净利润及增速情况 (亿元, %)	36
图 70 广东佰嘉收入及增速情况 (万元, %)	36
图 71 广东佰嘉盈利能力明显提升 (万元)	36
图 72 汤臣倍健 2018 年渠道结构	37
图 73 汤臣倍健合并品类 19 年线上份额变化情况	37
图 74 金达威分品类营收占比情况 (%)	38
图 75 金达威毛利构成情况 (万元, %)	38
图 76 保健品产业链	39

## 一、中国保健品行业充满潜力

根据《中华人民共和国食品安全法释义》，保健食品是指声称具有保健功能或者以补充维生素、矿物质等营养物质为目的的食品。即适宜于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品。

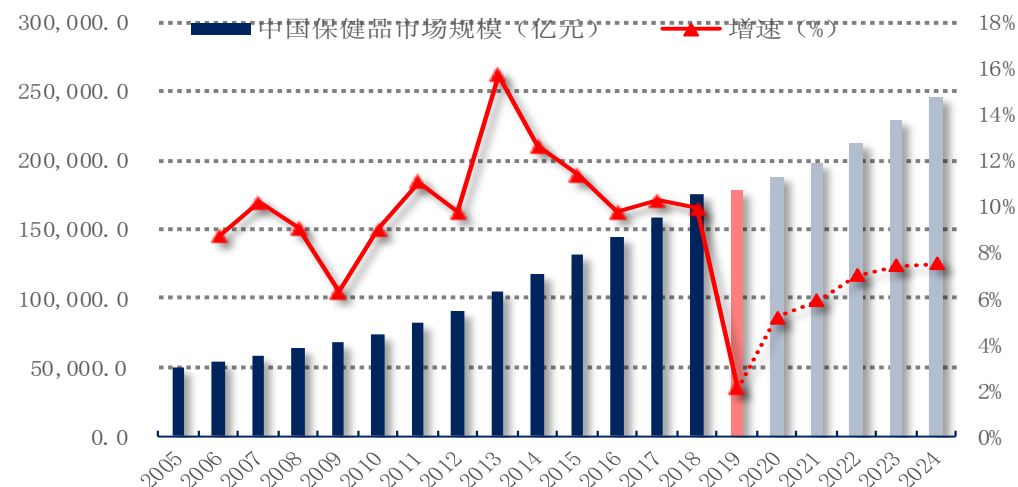
保健食品在宣传时不能使用成功率、有效率等相关字眼。所有符合保健品的国内产品都会有一个蓝帽子的标识，蓝帽产品是由国家食品药品监督管理局批准的保健食品标志，申请了保健食品的产品可以标示出产品的保健功效，保健功效仅限国家到目前为止规定的 27 种范围内。

**表 1 国家规定保健品功效**

序号	功效	序号	功效
1	增强免疫力	15	减肥
2	辅助降血脂	16	改善生长发育
3	辅助降血糖	17	增加骨密度
4	抗氧化	18	改善营养性贫血
5	辅助改善记忆	19	对化学性肝损伤的辅助保护作用
6	缓解视疲劳	20	祛痤疮
7	促进排铅	21	祛黄褐斑
8	清咽	22	改善皮肤水粉
9	辅助降血压	23	改善皮肤油份
10	改善睡眠	24	调节肠道菌群
11	促进泌乳	25	促进消化
12	缓解体力疲劳	26	通便
13	提高缺氧耐受力	27	对胃黏膜损伤有辅助保护功能
14	对辐射危害有辅助保护功能		

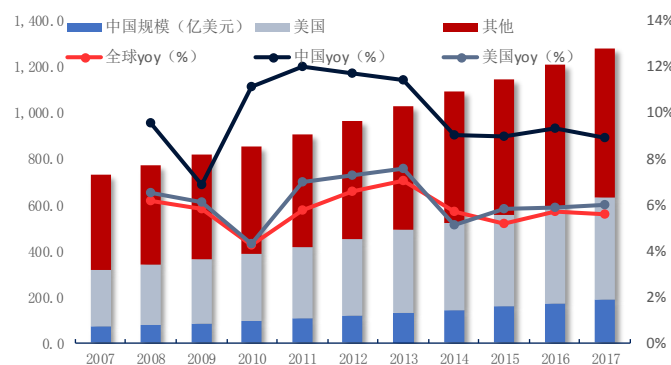
资料来源：《保健食品检验与评价技术规范》，信达证券研发中心

自 2008 年起，保健品行业复合增速+9%；2019 年行业受“百日行动”影响巨大，增速大幅下滑至 2.1%，市场规模达到 1785 亿元，随着规范的实施，行业将有序良性发展；根据欧睿预测，自 2020 年起恢复增长，且至 2023 年，行业整体规模将达到 2285 亿美元。

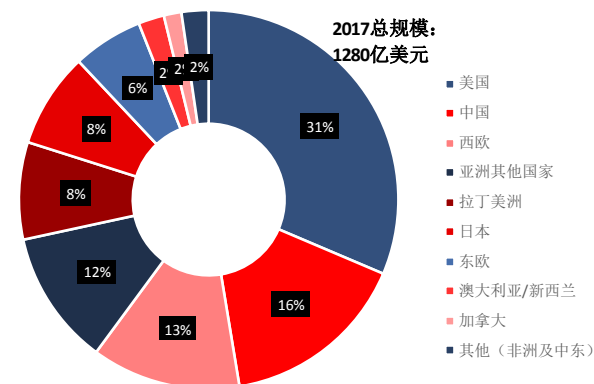
**图 1 中国保健品市场规模及增速（亿元；%）**


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

从全球来看，2017年保健品整体市场规模1280亿美元，其中占比最大的为美国，比例达到31%，其次为中国，比例达到16%。从增速来看，中国保健品行业一直处于快速增长，高行业平均增速4-6个百分点，从而使占比由2007年的10%增加至2017年的16%。尽管我国保健品行业已初具规模，但由于我国消费者、监管者和商家对保健品行业认识不足，导致我国保健品市场大而不强。

**图 2 2017 年全球保健品市场规模及增速（亿美元，%）**


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

**图 3 各国保健品规模占比（%）**


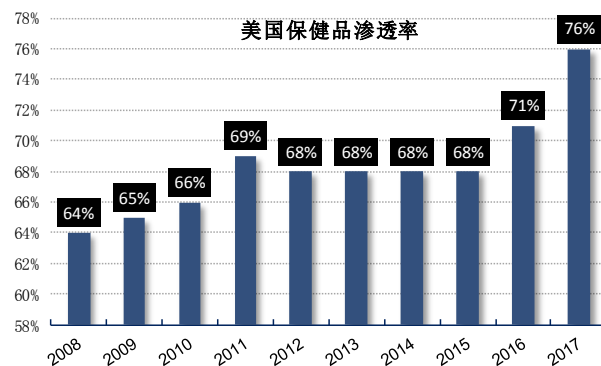
资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

## (一) 市场渗透率增长空间巨大

CRN 统计的美国保健品渗透率由 2008 年的 64% 上升至 2017 年的 76%；而根据艾昆伟咨询 (IQVIA)，截止 2018 年，我国保健品渗透率仅为 20%，且据前瞻产业研究院的调查数据显示，中国消费市场以老年人消费为主，40 岁以下的中青年仅占 23%。

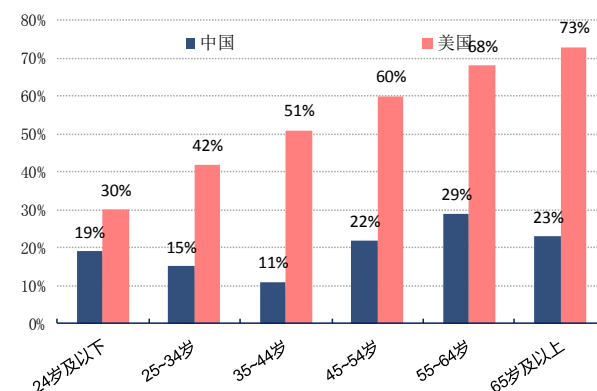
对比中美保健品消费结构可以发现，中国保健品渗透率仅为美国的 1/3，增长空间巨大。

图 4 美国保健品渗透率(%)



资料来源：CRN，信达证券研发中心

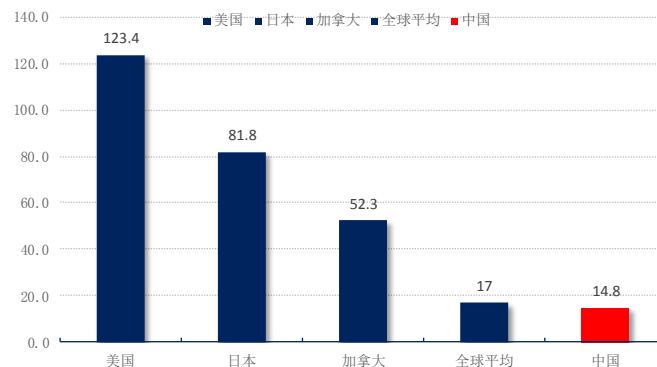
图 5 中美各年龄段保健品渗透率对比 (%)



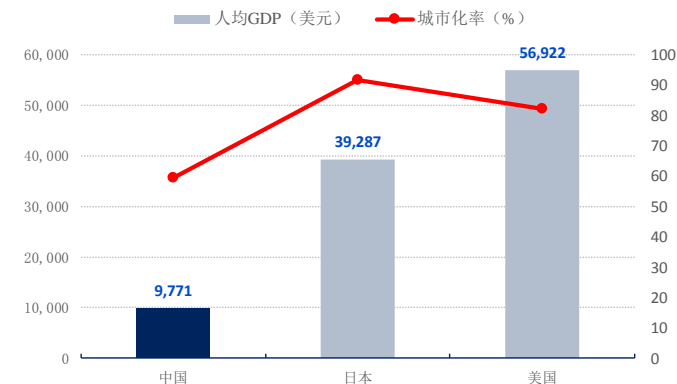
资料来源：IQVIA，信达证券研发中心

## (二) 对比发达国家人均消费有待提升

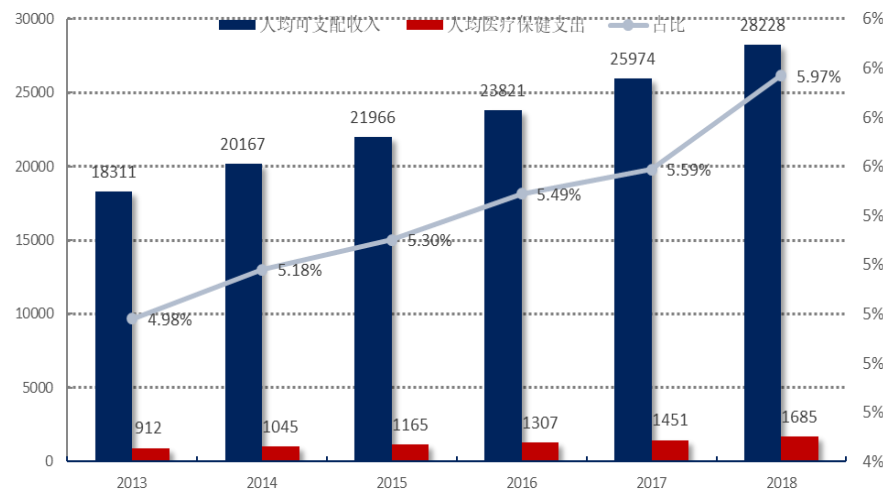
从人均保健品消费来看，我国的人均保健品消费额约为 14.8 美元/人；而发达地区的日本和美国则分别录得 81.8 美元和 123.4 美元的人均消费额；我国的人均收入水平是日本的 1/4、美国的 1/6，对应当前合理的人均消费额应在 20-21 美元区间，尚有 35%-42% 的增长空间。同时，过去 5 年间 (2013-2018 年)，我国折合美元的人均收入水平增速为 6.7%，我们认为随着人均收入的持续增长，我国的保健品市场也将有所发展。

**图 6 2017 年各地区人均保健品消费额 (美元/人)**


资料来源: NBJ, 信达证券研发中心整理

**图 7 我国的人均可支配收入与美国和日本的对比 (美元/人)**


资料来源: NBJ, 世界银行, 信达证券研发中心整理

**图 8 人均医疗消费支出 (元/人)**


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

### (三) 老龄化加速中国保健品发展

中国已迈入老龄化社会, 2007 年至 2017 年, 我国 65 岁及以上人口数量持续提高, 60 岁及以上人口占总人口比例已接近

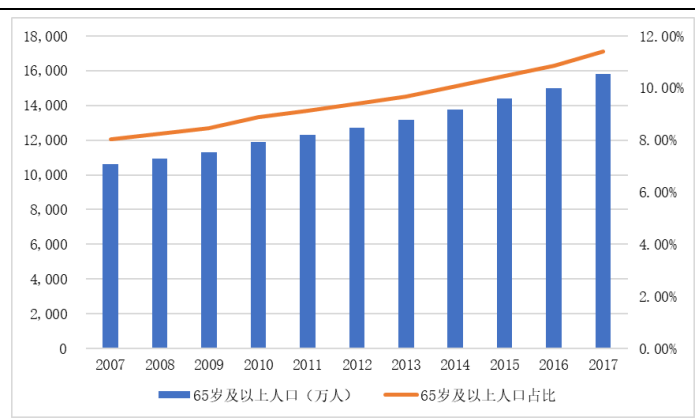


12%。到 2027 年，国家统计局预计有 3.24 亿人，约占全国人口的 22%将年满 60 岁。

在美国，老龄化是保健品行业持续强劲增长的最大驱动力。NBJ 统计指出，保健品渗透率从 45 岁以下的人约 45%增加到 65 岁以上的 70%以上。根据美国人口普查的数据，美国 65 岁以上的人口比例将从 2010 年的 13%增加到 2030 年的 19%以上。这一转变将使额外 3200 万人进入 65 岁+年龄段，并将推动保健品的整体增速。

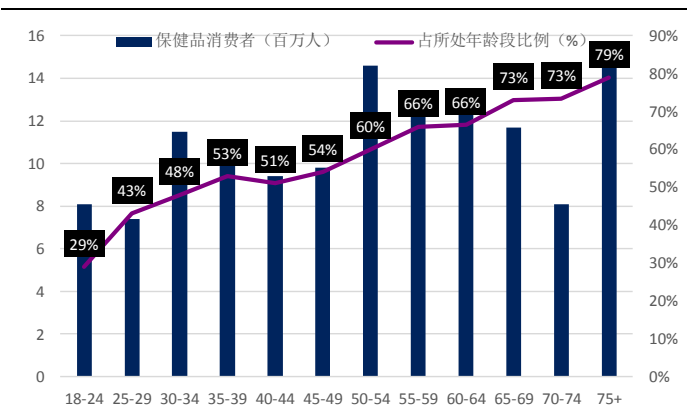
我国的“银发一族”催生了一系列新需求，也将扩大为这一人群量身打造的产品和服务的机会。根据美国劳工局调查和 Simmons 咨询报告，老年消费者将花费更多与健康相关的费用，如膳食补充剂、疾病治疗和老年护理。

图 9 2007-2017 年我国 65 岁以上老年人口规模及占比 (%)



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

图 10 不同代际保健品消费人群规模及渗透率 (百万人, %)



资料来源：NBJ, 信达证券研发中心整理

#### (四) 行业特性：高频、高利润、高防御性

不同于传统快消品，消费者在决定购买保健品时决策流程更复杂，很难冲动消费，但一旦形成使用习惯，其具备很明显的高频消费属性。和化妆品相比，保健品大多需要每日服用，使用频次更快，复购频率更高，需求刚性；和药品相比，保健品的“无害”特性使其有机会找到多个细分受众的共性，并从细分市场走向大众市场。我国人口众多，真正的健康消费意识也刚刚觉醒，保健品渗透率的提升有望带来明显的规模效应。

图 11 保健品市场的规模受覆盖客群和渗透率影响，仍处在快速发展阶段



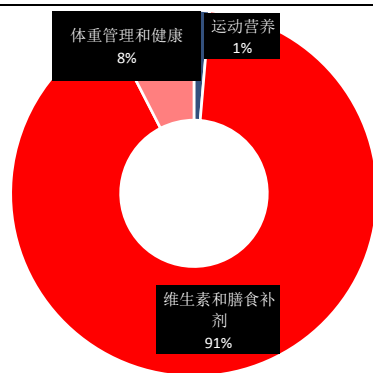
资料来源：信达证券研发中心

## 二、保健品竞争格局

### (一) 子版块发展现状

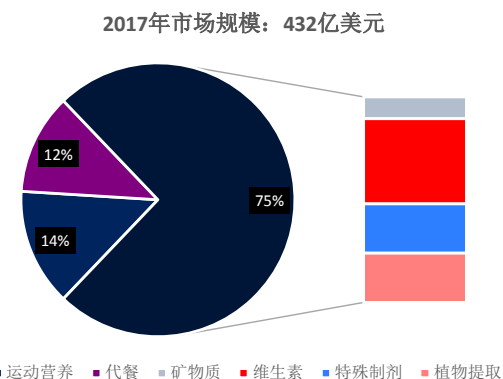
根据欧睿统计口径，保健品行业分为三大类：维生素和膳食营养补充剂（VMS）、运动营养（Sports Nutrition）和体重管理（代餐）（Meals）。在中国，三大子板块占比分别为 91.1%、1.4%和 7.5%。美国的保健品发展规模略均衡，维生素和膳食补充剂占比约为 75%、运动营养为 14%、代餐则为 12%。

图 12 2018 年我国保健品子板块规模占比（%）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心整理

图 13 2017 年美国保健品子板块规模占比（%）

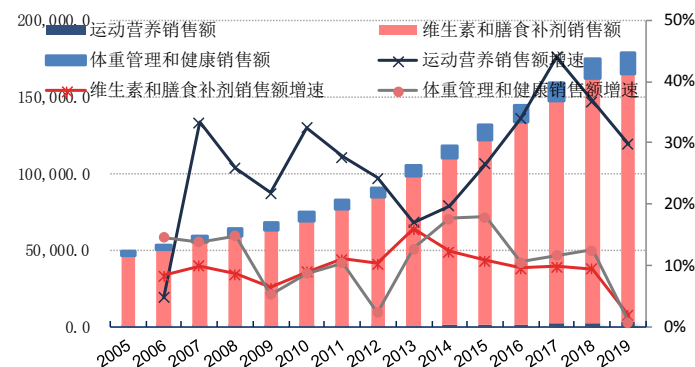


资料来源：NBJ，信达证券研发中心整理

从细分品类来看，运动营养 2019 年虽然只有 30.74 亿，但一直维持高速发展，5 年复合增速 36.1%；体重管理（代餐）规模 132.82 亿元，增速介于运动营养与维生素和膳食营养补充剂之间，5 年复合增速为 8.7%。

维生素和膳食营养补充剂占总比例的 91%，板块内膳食补充剂与儿童维生素和膳食补充剂份额持续提升，滋补药比例 2019 年下降了 2 个百分点，说明人们更注重科学合理的补充营养，整体五年复合增速达到 7.6%，欧睿预计未来仍保持高速增长。

图 14 中国保健品细分品类发展情况（百万元，%）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心整理

我国保健品行业市场较为分散，主要因为在过去较长时期内，行业准入门槛较低，注册审批时间比药品短，临床试验难度比药品低，但行业利用消费者心理进行暴利定价，从而吸引了大量食品厂家进入。同时，由于过往“蓝帽子”资质管理不严格，大量低质保健品企业得以通过“贴牌”进入市场。

图 16 中国保健品品牌市场份额（%）

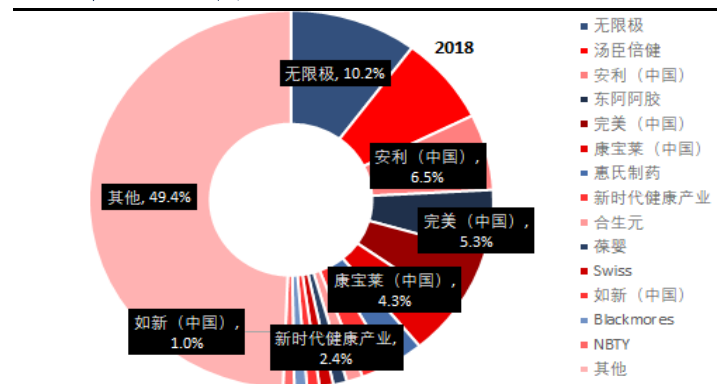
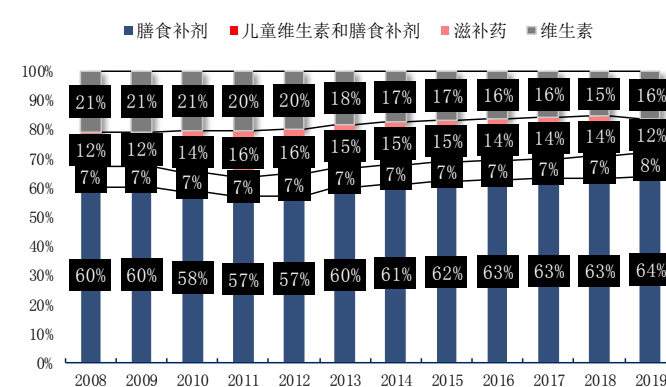
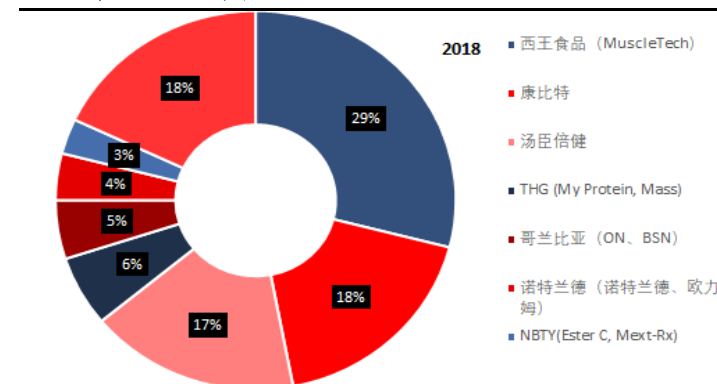


图 15 维生素和膳食营养补充剂板块变化



资料来源：欧睿，信达证券研发中心整理

图 17 中国运动品牌市场份额（%）

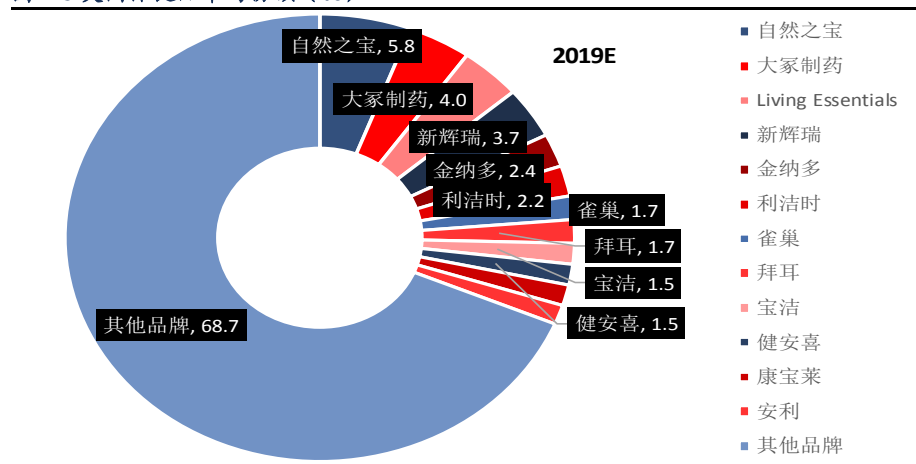


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

资料来源：欧睿，信达证券研发中心

对比来看，美国的保健品市场的品牌集中度在发展了数十年后，也并没有呈现出强者恒强的局面。收入规模最大的 NBTY 仅占整个市场的 5.8%，行业 CR5 不足 20%。保健品消费者对于产品差异化的诉求，是导致市场分散的根本原因。

图 18 美国保健品市场份额 (%)



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

在分散的品牌的背后，是多品牌集团的运筹帷幄。从美国的经验看来，集团化运营是在细分的保健品市场持续获得增长的主要手段之一。以 NBTY 为例，公司的主品牌自然之宝占比约 2.3%。但是其通过并购或自我培育延伸出的副品牌如普丽普莱、Sundown、Solgar、Rt-mex 和 Osteo Bi-Flex 等均在美保健品市场规模居前，从而维持了其整体市占率。

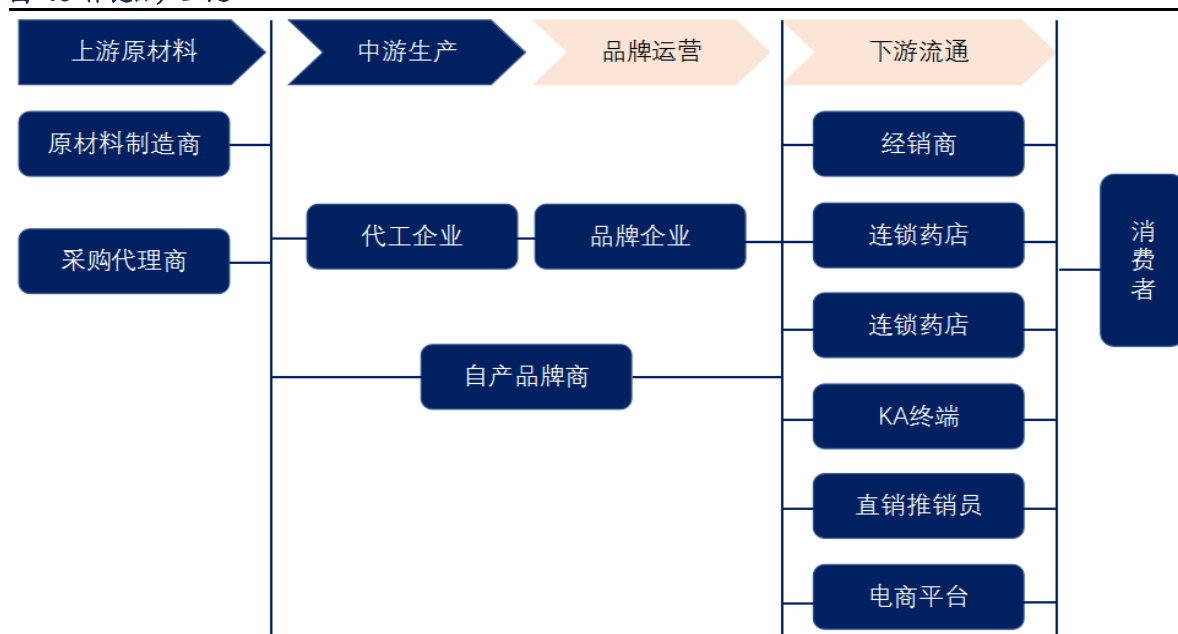
表 2 NBTY 集团在美国市场的市占率 (%)

市占率 (%)	2018	2019E
NBTY Inc.	6.0%	5.8%
主品牌 (自然之宝)	2.4%	2.3%
副品牌 (普丽普莱、Solgar、Sundown 等)	3.6%	3.5%

资料来源：欧睿，信达证券研发中心整理

## (二) 市场营销和流通渠道是价值链核心

保健品产业链有四大环节：1. 上游原材料；2. 中游生产制造；3. 下游品牌运营；4. 终端流通渠道。

**图 19 保健品产业链**


资料来源：前瞻网，信达证券研发中心整理

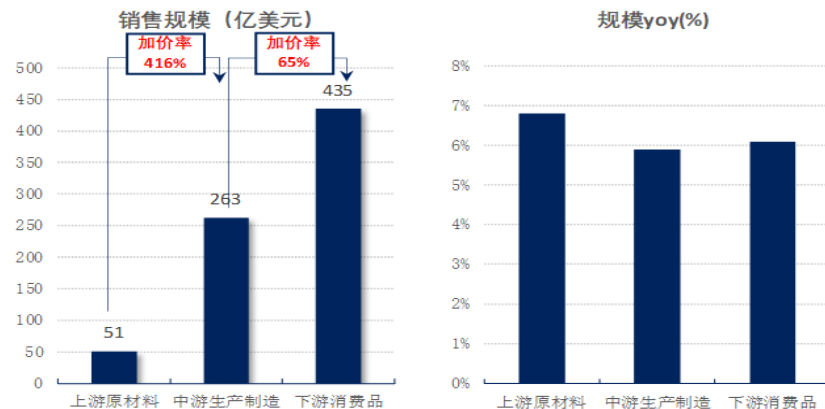
上游原材料的供需变动、价格波动及安全生产情况，将直接影响营养保健食品制造商的采购成本和/或产品可靠性。

中游生产制造企业以需定产，一般需要重资产投入，加工利润率固定。**盈利点在于其规模效应、大客户粘性和产品质量的稳定性**，部分企业在 OEM（生产代工）的基础上衍生出 ODM（设计生产代工）能力，其新配方获得下游客户认可后，往往带来营业收入的较大提振。

下游行业主要是保健品品牌商以及电商、药店等流通领域的各种渠道运营商。

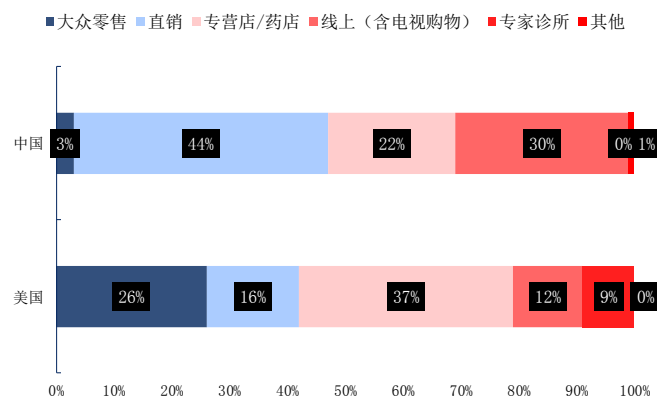
**鉴于保健品行业对营销能力的依赖，能够和消费者产生直接互动的市场营销和流通渠道环节是价值链的核心**，因此，许多保健品品牌商愿意与终端的流通渠道进行深度合作，甚至自建渠道或采取 D2C 模式。

另一方面，部分流通渠道在获得消费者的认可后，积极反向布局自有品牌保健品，如亚马逊的亚马逊精选、好市多的柯克兰等。在前互联网时代，保健品品牌商和渠道商的界限便有所模糊，而随着电子化趋势持续，这两大环节将进一步相辅相成，能够充分利用这一点的保健品企业将在后移动互联网时代获得制胜先机。

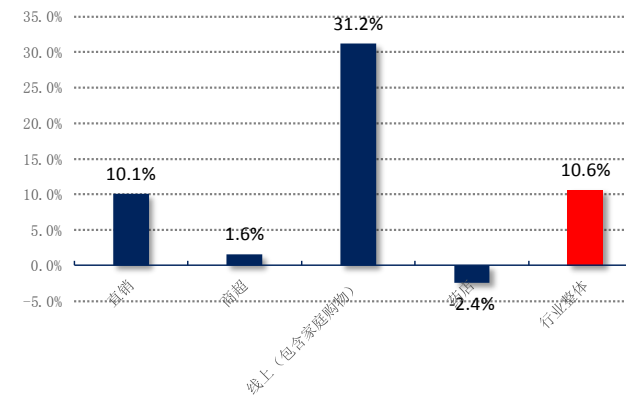
**图 20 2017 年美国保健品各环节的规模、加价率及增速 (亿美元, %)**


资料来源: NBJ, 信达证券研发中心整理

截止 2017 年, 我国的保健品渠道结构如下图所示, 其中占比最大的为直销渠道, 约占总销售额的 44%, 其次为线上和药店渠道, 占比分别为 30%和 22%, 大众商超渠道只占 3%。从渠道增速情况来看, 新兴的线上渠道增速最快, 其次为直销渠道。而美国主要以大众零售和专营药店为主, 占比可达到 63%; 直销仅占到 16%。

**图 21 2017 年美国和中国保健品的渠道占比 (%)**


资料来源: 欧睿, NBJ, 信达证券研发中心整理

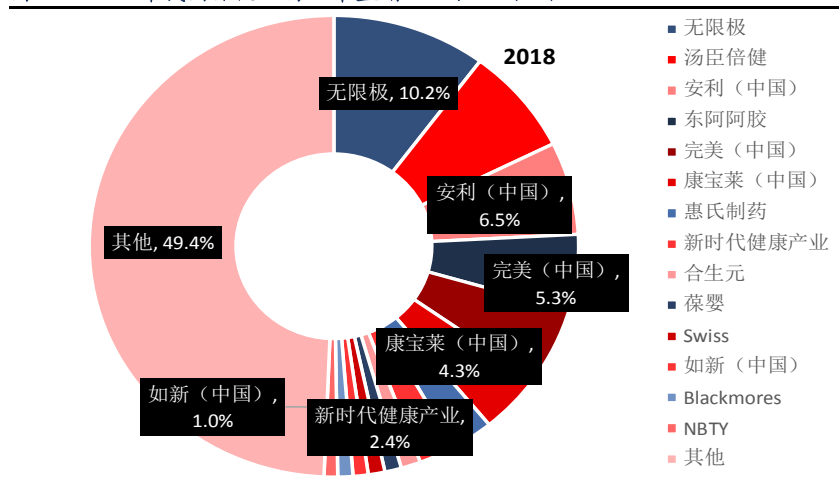
**图 22 2013-2018 我国保健品各渠道增速 (%)**


资料来源: 欧睿, NBJ, 信达证券研发中心整理

### 1. 直销: 我国政府于 2006 年放开直销牌照, 过去十余年是保健品直销企业发展的黄金时期。

截止 2018 年, 在我国相对分散的保健品市场中, 前 10 大品牌中有 5 家是直销企业, 可见直销渠道在我国的深刻影响力。

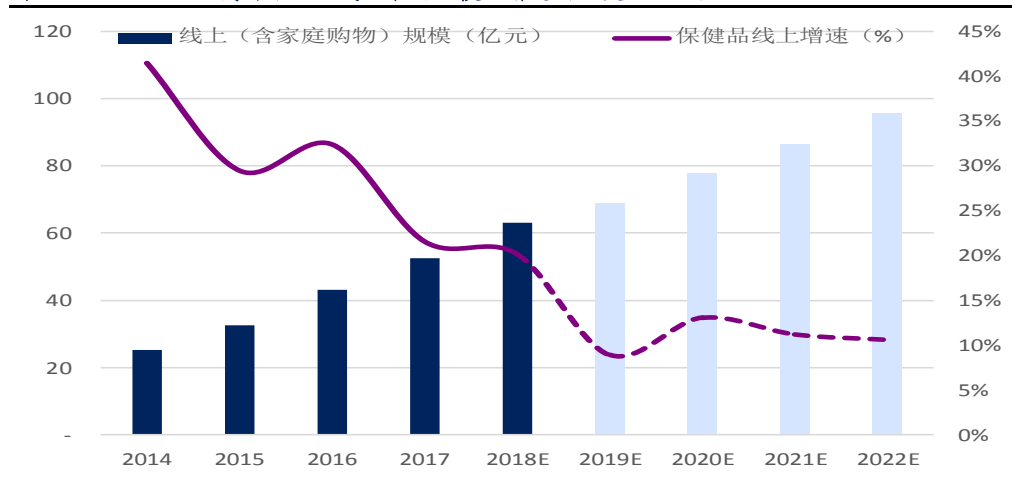
图 23 2018 年我国保健品行业中直销企业占比 (%)



资料来源：欧睿，信达证券研发中心整理

随着 2019 年 1 月开展的“百日行动”以及 9 月实施的“百日行动回头看”，一方面意味着国家对直销渠道的管理趋严，另一方面则意味着短期内新企业希望获得直销牌照无望，渠道进入存量规范化发展时期，对于一度被诟病“野蛮生长”的直销渠道，此次“重启”对于保健品行业健康发展十分重要。

**2. 线上渠道：**近年来，随着移动互联网的普及，线上渠道捕捉了新一轮流量红利，并很好地契合了保健品消费者长尾的需求。线上亦成为仅次于直销的第二大销售渠道，且近五年的复合增速高达 31.2%。跨境电商的兴起与国际保健品牌的进入是关键推动因素。另一方面，以拼多多、贝店、环球捕手、各大社区团购 app 等以互联网为载体的社交电商融合了保健品所需的“熟人网络”和“长尾效应”，成为保健品销售新的关注点。

**图 24 2008-2022E 我国保健品线上渠道规模及增速（亿美元，%）**


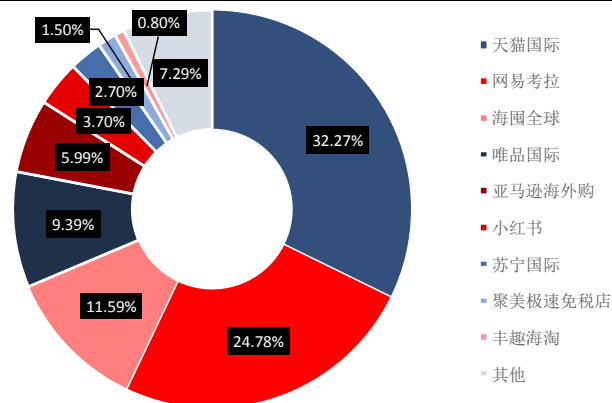
资料来源：欧睿，NBJ，信达证券研发中心整理

尽管 2019 年 1 月新实施的《电商法》规定了所有线上商户（包括代购）均需向市场监管总局注册并向税务局申报纳税，且禁止各大平台销售不含中文标签的产品，对保健品“海淘”市场形成冲击。但整体来看，这一影响是短期的，且主要影响在国内尚未正式开展业务的保健品品牌，无形中增强了已在境内开展业务品牌的护城河。

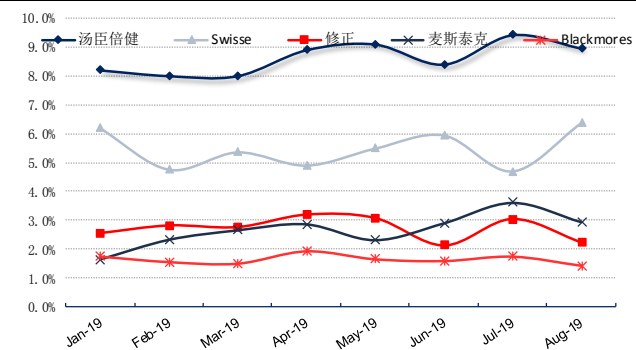
展望未来，阿里系于 2019 年 9 月确认以 20 亿美元收购网易考拉，完成了进口跨境电商并购“第一案”；此举普遍认为是拼多多进入跨境电商进行的狙击策略，也意味着跨境电商平台在各大电商体系内的战略地位凸显。

我们预计，随着跨境电商进入“后流量红利”时代，其将更专注于提升消费体验，也包括为消费者以更低廉的价格买到其心仪品牌的产品，拼多多屡次利用戴森、贵州茅台等进行爆款引流便是佐证。随着我国消费者海淘频次和长尾需求的逐步提升，对于有一定消费者基础的品牌商，其将获得平台方面更好的服务支持，从而享受与平台一同成长的过程。



**图 25 截止 1Q2019, 天猫和网易合计占跨境电商比例为 56.1(%)**


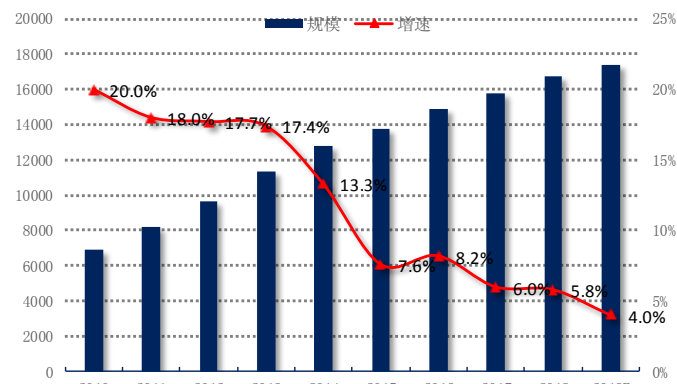
资料来源: 欧睿, NBJ, 信达证券研发中心

**图 26 2019 年线上产品销售份额**


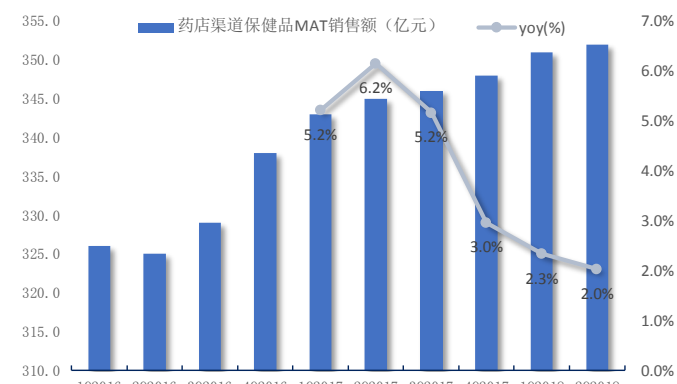
资料来源: 淘数据, 信达证券研发中心

**3. 线下渠道:** 受到线上渠道和直销企业的冲击, 我国线下以药店为主的保健品零售渠道近年来遭遇增速放缓。叠加各地陆续出台更严格的医保控费政策, 以医保卡结算保健品的行为将成为历史。

中康 CMH 预计, 2019 年全国药品终端市场的增速仅为 4%。截止 1Q2019, 药店零售非药品占比进一步下降至 23.7%, 其中保健品销量录得 MAT352 亿元, 增速仅为 2%。

**图 27 药店渠道全品类增速 (%)**


资料来源: 中康 CMH, 信达证券研发中心整理

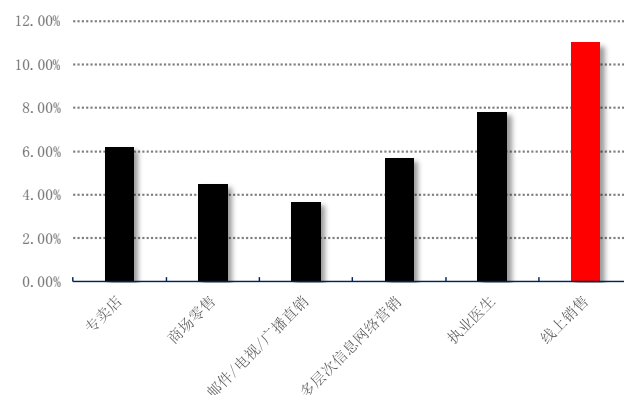
**图 28 药店渠道保健品销量及增速 (亿元, %)**


资料来源: 中康 CMH, 信达证券研发中心整理

药店渠道陷入深度调整期，给予了新进入中国保健品市场的品牌以弯道超车的机会；而传统保健品商为了持续获得新增市场份额，也必须考虑如何拥抱全渠道策略。

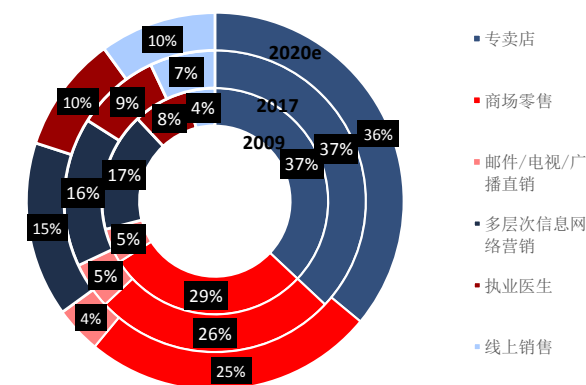
再来看美国市场，由于其发展时间早，渠道较为固定，所以渠道变迁进程相对缓慢。其位居前三的销售渠道分别为线下专门店（37%）、商超（26%）和直销（16%），而增速方面，发展最快的线上渠道增速为 11.0%，其次为药剂师（7.8%）和线下专门店（6.2%）。

图 29 美国保健品各渠道增速 (%)



资料来源：欧睿，NBJ，信达证券研发中心整理

图 30 2009vs2017vs2020E 美国各渠道占比变迁 (%)



资料来源：Euromonitor, NBJ, 信达证券研发中心整理

### (三) 行业易受政策影响

我国逐步推出各类监管措施，但保健品行业直至 2018 年末仍旧因恶性传销而被消费者不信赖，2019 年初的权健事件、电商平台跨境电商限制等使得保健品行业进入新一轮洗牌期。总的来说，和海外成熟市场相比，我国的保健品行业一路野蛮生长，好不容易才回到了良性发展的新起点。

表 3 2018 年下半年开始的保健品行业相关政策

日期	名称	起草单位/执行单位	主要内容
2005/7/1	《保健食品注册管理办法（试行）》	国家食品药品监督管理局	规范保健食品的注册行为，保证保健食品的质量，保障人体食用安全
2014/2/11	《中国食物与营养发展纲要（2014-2020 年）》	国务院	提出了要发展营养强化食品和保健食品，促进居民营养改善。
2016/7/1	《保健食品注册与备案管理办法》	国家食品药品监督管理局	明确规定对特殊食品实行严格监督管理，规范保健食品的注册与备案，即“双轨制”管理，打破了之前全部采用由国家食药监总局受理注册的管理办法。

2017/6/30	《国民营养计划（2017-2030年）》	国务院	提出了要加强发展保健食品、营养强化食品、双蛋白食物新型营养健康食品和保健型保健食品。 (一)未经许可生产食品和保健食品、经营食品和保健食品、进口食品和保健食品行为；(二)食品和保健食品标签虚假标识声称行为；(三)利用网络、会议营销、电视购物、直销、电话营销等方式违法营销宣传、欺诈销售食品和保健食品行为；(四)未经审查发布保健食品广告以及发布虚假违法食品、保健食品广告行为；(五)其他涉及食品、保健食品欺诈和虚假宣传等违法违规行为。
2017/7/13	《食品、保健食品欺诈和虚假宣传整治方案》	国务院食品安全办	分析掌握保健食品、特殊医学用途配方食品和婴幼儿配方乳粉等特殊食品领域安全形势，拟定特殊食品注册、备案和监督管理的制度措施并组织实施。组织查处相关重大违法行为。
2018/7/29	设立特殊食品安全监督管理局	国家市场监督管理总局	利好在于将过渡期内“暂按个人物品监管”的原则固化下来。渠道方面，政策调整明确“已经购买的跨境电商零售进口商品不得进入国内市场再次销售”，更加规范了跨境电商政策适用范围，将会对海淘代购和微商形成一定程度的打击。同时，“原则上不允许网购保税进口商品在海关特殊监管区域外开展‘网购保税+线下自提’模式”，封死了采取该类模式开展业务的线下店的道路。
2018/8/31	《中华人民共和国电子商务法》	全国人大常委会	帮助广大消费者理性识别选购保健品。
2018/9/27	《关于防范保健食品功能声称虚假宣传的消费提示》	国家市场监督管理总局	加大对“保健”市场重点行业、重点领域、重点行为的事中事后监管力度，依法严厉打击虚假宣传、虚假广告、制售假冒伪劣产品等扰乱市场秩序、欺诈消费者等各类违法行为。
2019/1/8	百日行动	市场监管总局、工信部、公安部、卫健委等 13 个部门	实施保健食品行业专项清理整治行动。全面开展严厉打击保健食品欺诈和虚假宣传、虚假广告等违法犯罪行为。加大联合执法力度，大力整治保健食品市场秩序，严厉查处各种非法销售保健食品行为，打击传销。完善保健食品标准和标签标识管理。
2019/5/20	《中共中央国务院关于深化改革加强食品安全工作的意见》	国务院	实施保健食品行业专项清理整治行动。严厉打击保健食品欺诈和虚假宣传、虚假广告、传销等违法犯罪行为。开展以老年人识骗、防骗为主要内容的宣传教育活动。大力整治保健食品市场秩序，严厉查处各种非法销售保健食品行为。
2019/6/14	《2019 年食品安全重点工作安排的通知》	国务院食品安全委员会	针对当前食品安全犯罪的突出问题：1) 突出重点领域。包括重点打击保健食品犯罪及其他高发类别食品犯罪。2) 突出重点部位。紧盯以化工产品名义制售原料药、医药中间体并可能用于向食品、保健食品中非法添加的工厂、企业等，主动深入排查犯罪线索。3) 突出网上侦查。紧盯食品、保健食品、生物制品购销网络社群。
2019/6/27	新组建食品药品犯罪侦查局	公安部	保健食品标签设置警示用语区及警示用语。警示用语区位于最小销售包装包装物(容器)的主要展示版面，所占面积不应小于其所在面的 20%。警示用语区内文字与警示用语区背景有明显色差。警示用语使用黑体字印刷，包括以下内容:保健食品不是药物，不能代替药物治疗疾病。
2019/8/26	《保健食品标注警示用语指南》	市场监管总局	

2019/11/12

《保健食品命名指南（2019年版）》

市场监管总局

食品名不得涉及疾病预防、治疗功能，不得误导、欺骗消费者，通用名不得含有虚假夸大词语，不得包含人体组织、器官、不得含有制定人群。对于同一配方与同一名称申报与审评《指南》要求，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者备案不同配方的保健食品。

资料来源：庶正康讯，信达证券研发中心整理

我国的《保健食品注册与备案管理办法》于2016年7月实施，标志着我国保健食品行业进入“注册制”与“备案制”双轨并行时代。与单一注册制相比，备案制无需技术审批环节，文件要求也有所精简，审批流程由2-3年缩短至几个月，节约了保健食品生产企业的时间成本和资金投入。双轨制的实施一方面增加了保健品行业的准入门槛，另一方面则对企业的研发创新及新产品推出给予了极大的正面作用。

### 1) 跨境电商政策变革

2018年11月，国务院宣布2019年起对跨境电商进出口商品按个人自用进境物品监管，不执行首次进口许可批件注册或备案要求。保健品跨境电商渠道的障碍消除，利好进口品牌。

表4 一般贸易和跨境电商（保税备货）的差异

进口方式	销售对象	税率	税收基数	特征	单笔金额限制（元）	年度限额（元）
一般贸易进口	企业/个人	关税+增值税+消费税	CIF 到岸价	按现行进口规定	无	无
跨境电商（保税备货）	个人	（增值税+消费税）*70%	完税价=（单价+保险费+运费）	"三单"对碰 订单、支付单、运单	≤2000 超出按一般贸易	≤20000 超出按一般贸易

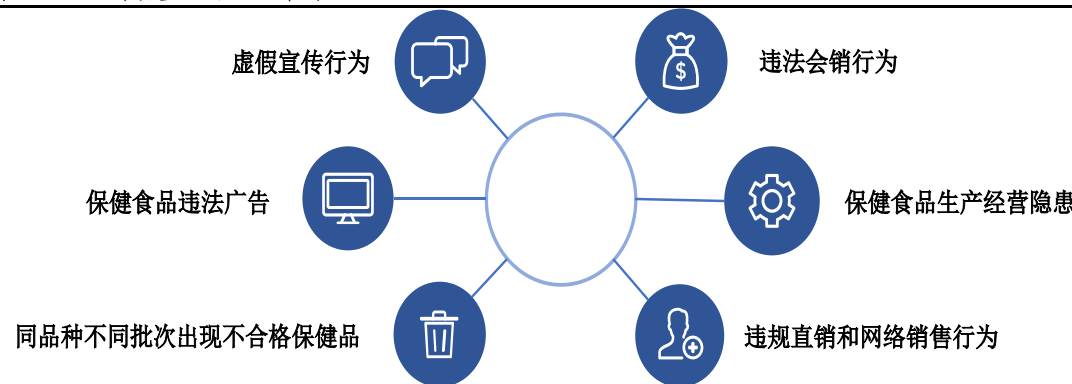
资料来源：中国海关，信达证券研发中心整理

2019年1月1日起，《电子商务法》正式开始实施，一系列跨境电商的新政策也开始执行。规范个人代购工商注册和依法纳税，抬高个人代购成本，对个代占比较高的海外品牌有一定影响，对正规引进海外品牌的跨境电商平台是利好。

跨境电商的税收政策使进口保健品有了议价的优势。体现出国家对进口跨境消费的鼓励，为海外跨境电商在国内的立足发展奠定了坚实基础。

### 2) 百日行动和回头看整顿行业乱象

针对“权健”引发的保健品乱象，国家市场监督管理总局等13个部门于2019年1月8日召开联合部署整治“保健”市场百日行动。《方案》锁定了重点行为，包括虚假宣传、广告、非法添加非食用物质及假冒伪劣产品等行为，且重点整治直销产品。

**图 31 百日行动整顿保健品市场**


资料来源：信达证券研发中心整理

随后，2019年9月实施“百日行动回头看”；一方面意味着国家对直销渠道的管理趋严，另一方面则意味着短期内新企业希望获得直销牌照无望，渠道进入存量规范化发展时期，对于一度被诟病“野蛮生长”的直销渠道，此次“重启”对于保健品行业健康发展十分重要。

**表 5 “百日行动”对直销行业的影响**

项目	“百日行动”前	“百日行动”后	变化(%)
直销企业数量	91	89	-2.2%
直销备案产品数量(种)	4304	2387	-44.5%
直销培训员(人)	2935	2457	-16.3%
直销员(万人)	391.8	326.7	-16.6%

资料来源：商务部

### 3) 解密“蓝帽子”

根据国家食品药品监督管理局规定，中国保健品业务监管体系线下销售需要使用“蓝帽子”专用标志，获批产品外包装标注“国食健字”字样，下方标注出该保健食品的批准文号。中国保健品配方相比美国等发达国家较少，同时新增加配方难度较大：需要长时间的临床试验，所以导致保健品配方几十年没改变。我们统计了知名企业保健品“蓝帽子”获批时间，在19年末获批的大部分为2013~2014年申请的企业，距现在已5年之久，可见获批过程十分漫长。

对于国际知名保健产品，无法通过线下渠道销售产品，只能通过跨境电商。没有“蓝帽子”的进口产品，不代表非正规；也并非所有产品都需要通过申请“蓝帽子”这个方式来售卖。

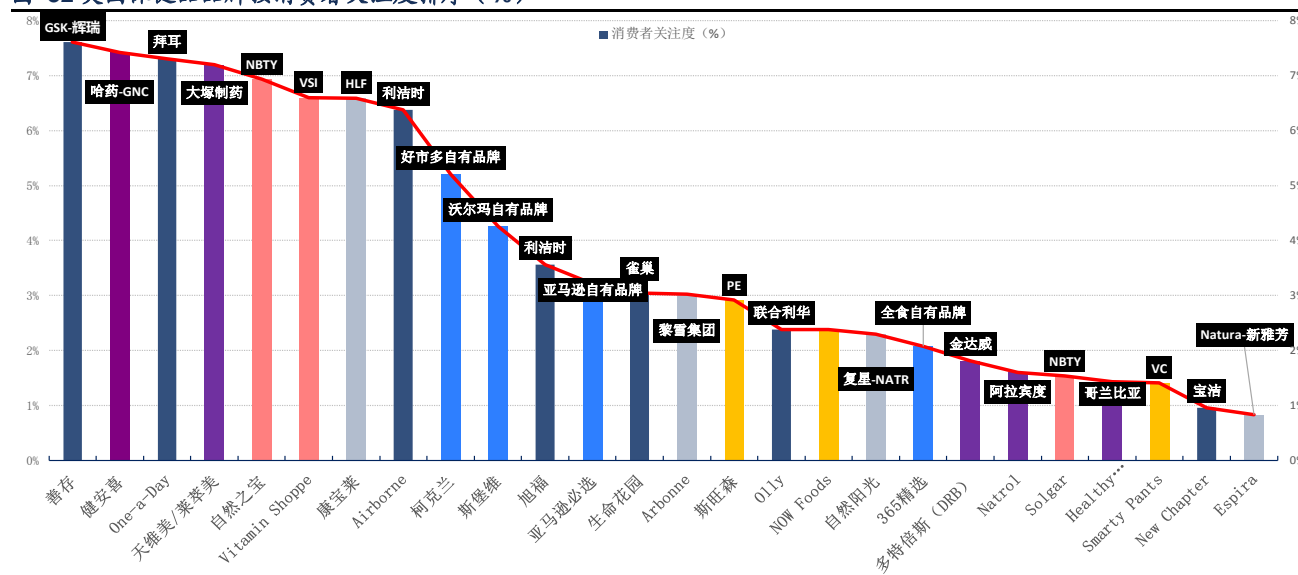
**表 6 蓝帽子获批时间**

获批时间	获批数量	申请时间	代表企业
2019/11/19	9	2014 年-2016 年	同仁堂
2019/12/17	24	2013 年-2014 年	雀巢（中国）
2019/12/19	12	2013 年-2014 年	益盛药业、华夏先葆
2019/12/23	24	2013 年-2014 年	同仁堂、汤臣倍健、康比特
2019/12/24	14	2012 年-2014 年	艾兰得

资料来源：国家药品监督管理局政务服务门户网站，信达证券研发中心整理

### 三、公司分析

美国保健品知名品牌众多，有以自营渠道为主导的健安喜、自然之宝和 Vitamin Shoppe、以直销形式的康宝莱、自然阳光、雅芳等和渠道商自创品牌如好市多、沃尔玛和亚马逊等，当前认知度较高的品牌中几乎都有快消品巨头或龙头制药集团的身影。其中深蓝色为跨国快消品及制药集团、淡蓝色为直销品牌、亮蓝色为渠道自有品牌、紫色为海外集团并购、黄色为 PE 及 VC 持有的独立品牌。

**图 32 美国保健品品牌按消费者关注度排序（%）**


资料来源：LEK 咨询，信达证券研发中心整理

对于国内的品牌商来说，保健品行业的分散性结构也意味着偌大的行业市场座次未定。国内知名企业如合生元、金达威、汤

臣倍健等并购或参股海外优势品牌，快速补齐产品矩阵。同时，国内的巨大增量市场也是吸引“中外合作”的主要考量，双方有望利用在渠道、供应链、品牌和研发方面的协同效应，共同耕耘中国市场。

### （一）澳、新的三大品牌

以 Blackmores、Swisse 和 Comvita 为代表的澳大利亚和新西兰保健品品牌近年来在中国迅速走红，且中国地区收入在公司总收入中占比较高。Blackmores 在 2019 年财年的收入为 6.1 亿澳元，2015-2019 财年间收入和净利润的复合增速分别为 11.5% 和 3.9%，收入对中国市场的依赖程度为 40%；合生元旗下品牌 Swisse，2019 年上半年中国销售额达到 7.51 亿元，收入对中国市场依赖程度为 40%；Comvita 在 2019 年财年收入为 1.71 亿新元，收入对中国市场依赖程度为 60%。

#### 1) 澳洲 Blackmores: 澳洲保健品龙头

Blackmores 成立于 1932 年，是澳大利亚龙头保健品公司之一。在 87 年的发展过程中，Blackmores 推崇草本精华和矿物质等天然成分改善人体健康，产品种类覆盖面广泛，包括：复合维生素、卵磷脂、孕妇黄金营养素、辅酶 Q10 等。

图 33 Blackmores 旗下品牌



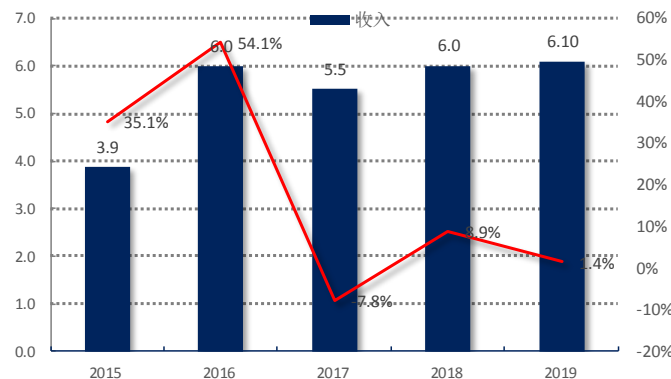
资料来源：Blackmores 官网，信达证券研发中心整理

公司于 1985 年澳大利亚上市，2012 年进入中国并在 2013 年成立全资子公司，截止到 2018 年连续 10 年蝉联澳大利亚《读者文摘》评选出的维生素及营养补充剂品类“备受信赖的品牌”。

Blackmores 在 2019 财年收入达到 6.10 亿澳元，同比增长 1.39%；2015 年到 2019 年 CAGR 11.9%。同期净利润 0.53 亿元，同比减少 23.62%；五年里 CAGR 为 3.5%。得益于中国市场的贡献，公司经历了 15 年和 16 年的高速增长，但是 17 年收入和利润均大幅下滑转负。直接原因在于尽管其他地区营业收入均有增长的情况下，澳洲地区营业收入下滑 23%。其背后则是由于中国消费者通过代购购买 Blackmores 产品已不再保持 15 年和 16 年的高度热情，代购热度下降，叠加澳洲市场竞争压力加大，冲击了该地区的营业收入。2018 年得益于新产品的推出以及优化支出，Blackmores 加大了对亚洲市场例如印度尼

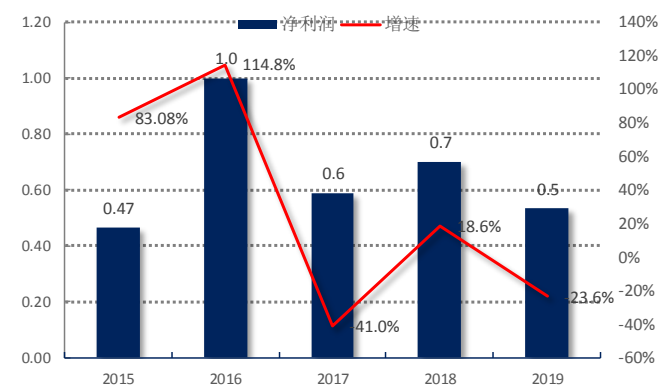
西亚等国的投资力度，增加在中国的品牌宣传，与天猫等电商深度合作，Blackmores 在 2018 年营收同比增长 8.87%，净利润增长 18.63%。

图 34 Blackmores2015-2019 收入情况 (亿澳元, %)



资料来源: Blackmores 官网, 信达证券研发中心

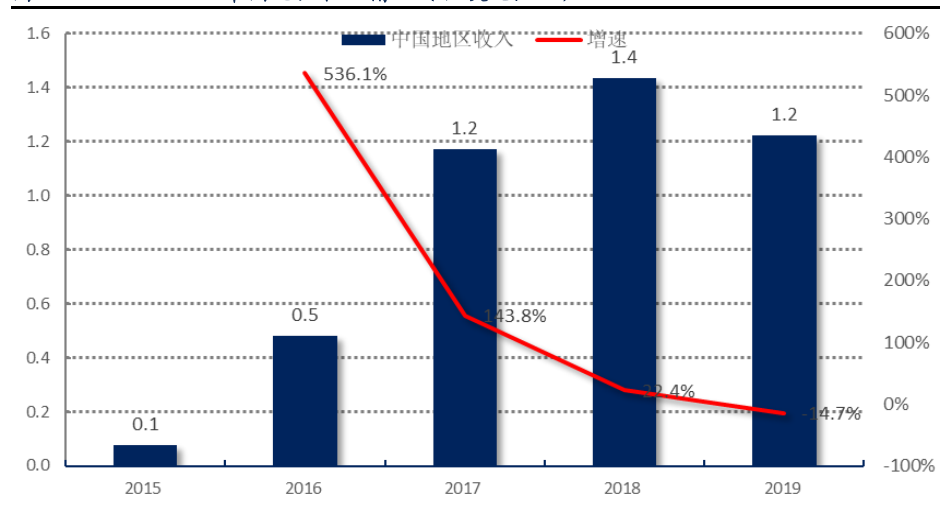
图 35 Blackmores2015-2019 净利润情况 (亿澳元, %)



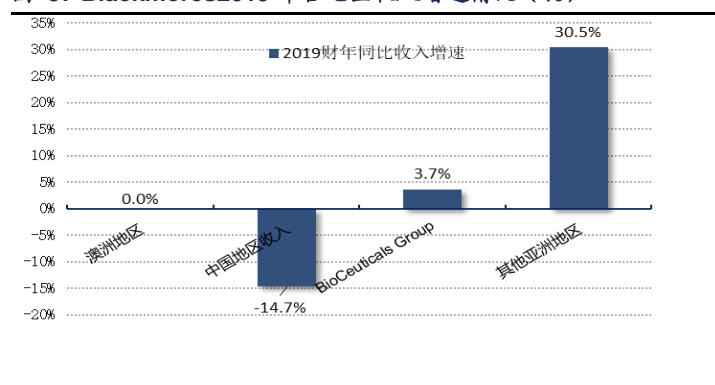
资料来源: Blackmores 官网, 信达证券研发中心

19 财年收入和净利润再次下滑，主要原因是中国市场跨境电商渠道的疲软。19 财年中国地区收入 1.22 亿澳元，同比下降 14.68%。主要原因是在中国消费者越来越多通过跨境电商购买海外产品的趋势下，新电商法的颁布使公司业务受到了冲击，但是境内业务依然增长了 22%。2018 年双 11 当天卖出 20 万件商品，同期提高了 65%。此外，尽管中国地区收入下滑，但是贡献占比依然保持在 20%以上。

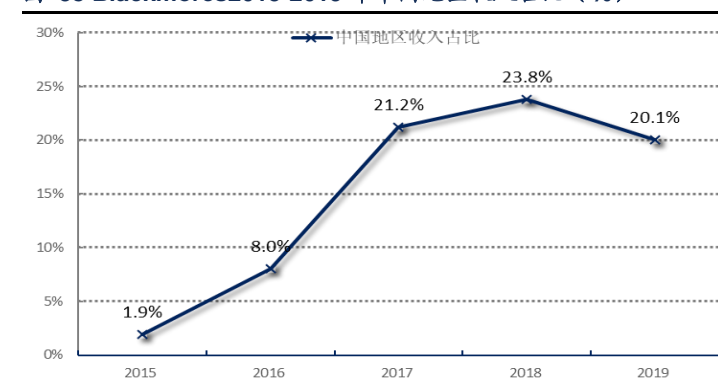


**图 36 Blackmores 中国地区收入情况 (亿澳元, %)**


资料来源: Blackmores 官网, 信达证券研发中心

**图 37 Blackmores2019 年各地区收入增速情况 (%)**


资料来源: Blackmores 官网, 信达证券研发中心

**图 38 Blackmores2015-2019 年中国地区收入占比 (%)**


资料来源: Blackmores 官网, 信达证券研发中心

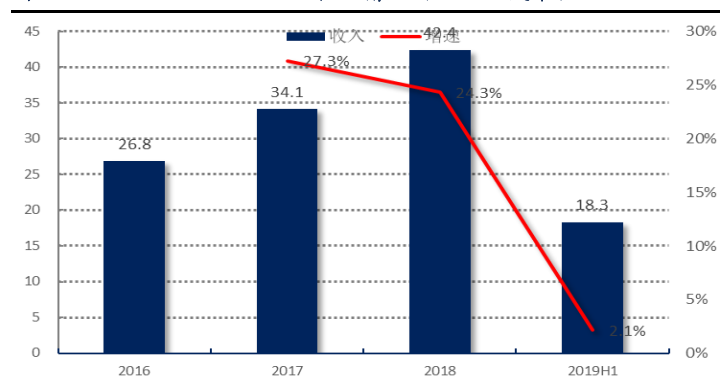
## 2) 澳洲 Swisse: 合生元旗下品牌

Swisse 1969 年在墨尔本诞生, 与大多数海外品牌一样, Swisse 同样是通过代购逐步进入消费者的视野。产品包括男性和女性维生素、运动营养、美容、护肝、婴幼儿等产品, 目前产品已销往澳大利亚、新西兰、中国、新加坡、英国、美国、意大利

利和荷兰，未来计划在更多地国家推出产品。Swisse 产品在澳洲地区市场份额长期处于领先地位，根据健合集团 2019 年中报，目前 Swisse 在 VHMS 市场份额 16.9% 排名第一。

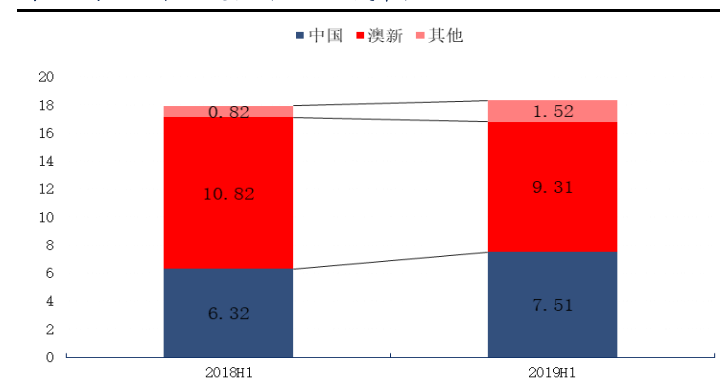
2019 上半年 Swisse 收入 18.34 亿元，同比增长 2.1%，而 2016 到 2018 的 CAGR 为 25.8%。原因在于中国地区 2019 年 1 月 1 日开始实施的新电商法导致代购的减少，影响了澳洲地区的销售收入，相比 2018H1 下降 14%。但是中国地区境内业务依然有着较高的增长，同比增长 18.8%。线上业务方面，根据 Earlydata 的数据显示，截止到 2019 年 6 月，Swisse 在中国线上维生素、草本及矿物质补剂市场份额 6%，继续排名第一。线下业务方面，2019 年上半年同比增长 79.6%，在中国 19482 间线下零售店出售产品。同时，Swisse 相继邀请范冰冰、迪丽热巴作为形象代言人，“电商+明星”的营销模式吸引了大量年轻消费者。

图 39 Swisse2016-2019H1 收入情况 (亿元人民币)



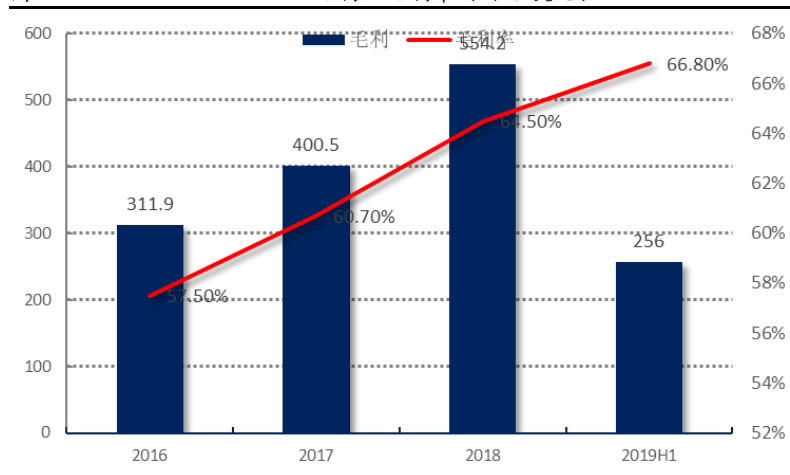
资料来源：H&H 国际控股公告，信达证券研发中心

图 40 分地区收入变化 (亿元人民币)



资料来源：H&H 国际控股公告，信达证券研发中心

毛利率方面，Swisse 一直保持高速增长，2019H1 毛利 2.56 亿澳元，毛利率 66.8%。毛利的提高主要是因为优化产品组合，提高毛利较高的畅销单品销售占比，同时部分商品有所提价。

**图 41 Swisse2016-2019H1 毛利及毛利率（百万澳元）**


资料来源: H&H 国际控股公告, 信达证券研发中心

### 3) 新西兰 Comvita: Manuka 蜂蜜产品领军者

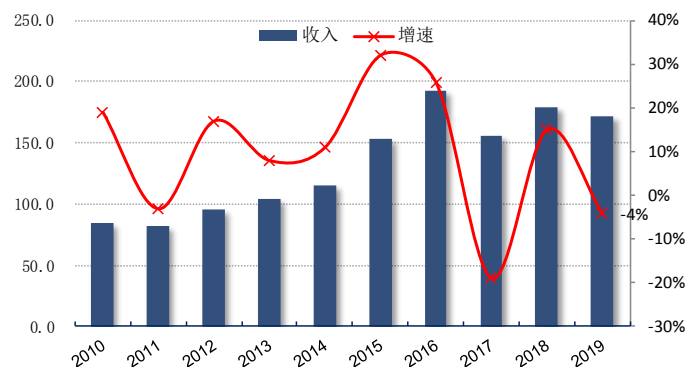
COMVITA 创立于 1974 年新西兰, 以麦卢卡蜂蜜为特色, 同时涵盖日常蜂蜜、蜂胶、橄榄叶金花等产品。经过 45 年的发展, COMVITA 成为世界上最大的麦卢卡蜂蜜生厂商, 在美国、中国、加拿大、英国等 52 个国家线下出售, 在亚洲有 150 多家专卖店。Comvita 在新西兰和澳洲地区强劲增长的重要动力之一就是抓住了入境中国游客的购物需求, 通过增加亚洲保健品商店和免税店的影响力来实现精准营销。2004 年进入中国市场, 目前在北京、上海、深圳等各大主要城市开设 100 多家门店, 线上入驻天猫、京东、考拉海购、小红书等 10 家电子商务网站。康维他在中国的电商平台保持着良好的发展势头, 在 2019 年双 11 购物节, 天猫和京东平台销量均排名第一。

图 42 Comvita2019 年双 11 蜂蜜类销量双平台第一

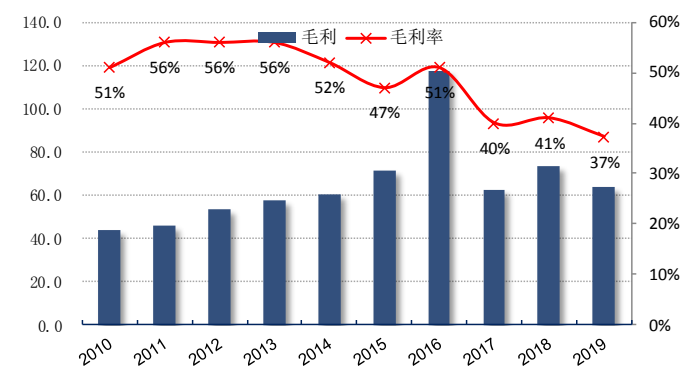


资料来源: 生意参谋, 信达证券研发中心

COMVITA 收入在 2016 财年达到顶峰 (截至 2016 年 6 月), 为 1.96 亿新元。2017 财年由于代购渠道受到管制, 收入下降 19%, 为 1.56 新元。2018 财年, 由于北美地区线下 Costco 以及线上亚马逊销量的增加, 以及中国合资企业的良好表现, 带动收入增长 15%达到 1.79 亿新元。2010 到 2018 财年复合增速为 12%。2019 财年由于新电商法政策影响, 营业收入 1.71 亿新元, 同比下降 4%。北美市场出现了 1300 万美元的下滑, 原因是一家大型连锁超市订单出现缺口。毛利率方面, 2017、2018 和 2019 财年为 40%、41%和 37%, 相比 2016 财年 (15 个月) 的 51%有明显下降, 主要原因是蜂蜜产量下降。2019 年进一步降低的原因还在于新西兰 MPI 对于麦卡卢蜂蜜标准的认定发生变化。

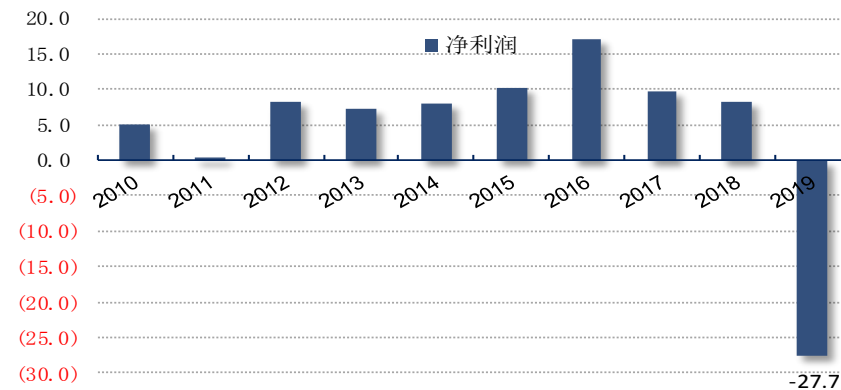
**图 43 COMVITA2010-2019 收入情况 (百万新币, %)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 44 COMVITA 毛利率下滑 (百万新币, %)**


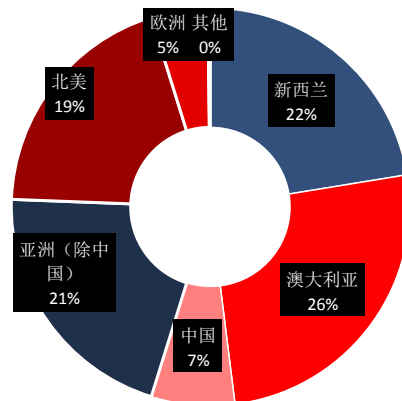
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2019 财年净利润亏损 2770 万元，主要原因有三点：1) 将代购渠道更多转向正规渠道进入中国，战略转移所耗费的时间较长，同时加强在中国的营销活动，也导致营销费用大幅上升。2) 北美客户订单锐减。3) 蜂蜜收获量下滑。

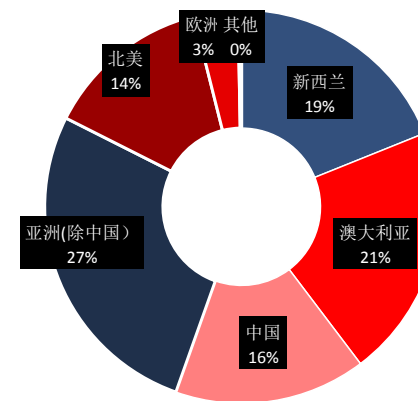
**图 45 Comvita 2019 年出现亏损 (百万新币)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心 注: 2016 财年为 15 个月

分地区收入看，中国地区的收入占比从 2018 财年 7%，上升到 2019 财年的 16%，澳新地区从 48% 下降到 40%，北美地区下降 5 个百分点，2019 财年收入占比 14%。

**图 46 2018 年 Comvita 分地区收入占比**


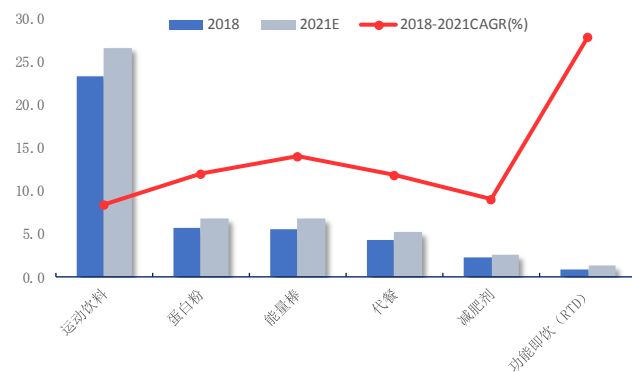
资料来源: Comvita 年报, 信达证券研发中心

**图 47 2019 年 Comvita 分地区收入占比**


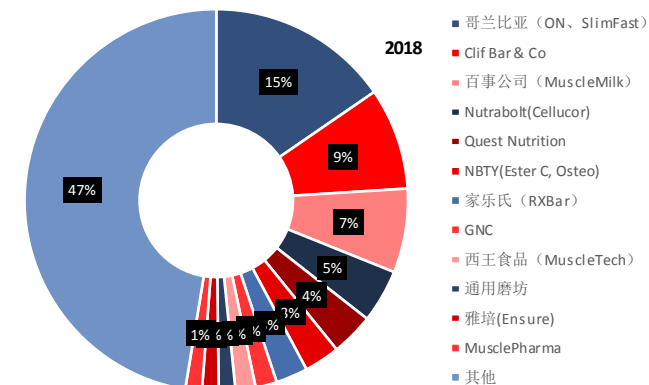
资料来源: Comvita 年报, 信达证券研发中心

## (二) 运动营养及体重管理保健品品牌

通过对保健品行业市场分析, 国内保健品市场维生素和膳食补充剂独大, 运动营养和体重管理的占比达到 9%, 未来西方运动方式在中国消费者群体中接受度的提高以及肥胖群体人数的增长将拉动运动营养和体重管理产需求快速增长。

**图 48 美国运动营养板块复合增速情况 (%)**


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

**图 49 2018 美国运动营养品牌市场占有率 (%)**


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

全球运动营养和体重管理领域的领先企业是 Glanbia 和 Herbalife。

### 1) Glanbia: 运动营养保健品行业巨头之一

Glanbia 作为全球领先的运动营养食品巨头，在 34 个国家拥有 6900 名员工，产品销往 130 多个国家和地区。根据 Glanbia 公司官网介绍，其主要生产基地在爱尔兰、美国、英国、德国和中国。

哥兰比亚 2019 年以 8900 万美元收购 Watson，借助其在预混料、食用薄膜等技术巩固哥兰比亚的业务在乳制品的领先地位，提高面对日益复杂、专业营养食品应用中的解决方案能力。2018 年 3.5 亿美金收购著名减肥代餐品牌 SlimFast，完善哥兰比亚产品矩阵，加速全球化布局。

表 7 Glanbia 2014 至今收购情况汇总

时间	收购品牌	收购股权比例	交易对价	标的主营业务
2014/1/17	Nutramino	100%	2100 万欧元+700 万欧元或有对价	运动营养产品
2014/10/14	Isopure	100%	1.21 亿欧元	运动营养产品
2015/12/10	think Thin	100%	2.02 亿欧元	提供优质日常生活营养产品
2016/2/29	EMI	100%	1031.8 万欧元	分销和销售运动营养产品
2017/1/6	Amazing Grass	100%	1.25 亿欧元	有机、非转基因营养产品
2017/3/31	Body&Fit	100%	4370 万欧元	直面消费者的线上运动营养品牌
2018/11/19	SlimFast	100%	3.51 亿美元	代餐奶昔、低脂零食等代餐食品
2019/2/28	Watson	100%	8900 万美元	营养预混料、食用薄膜、材料调节等营养解决方案

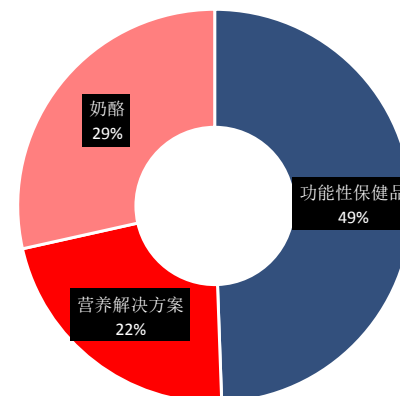
资料来源：Glanbia 公司官网，信达证券研发中心整理

根据 2018 年年报，公司业务目前主要分为功能性保健品、营养解决方案和奶酪。功能性保健品(GPN 部门)作为核心业务营收占比 49%。旗下品牌包括欧普特蒙 (ON)、BSN、爱素纯 (Isopure)、think! (原 thinkThin) 等。

图 50 Glanbia 旗下产品



图 51 2018 年 Glanbia 分部营收占比

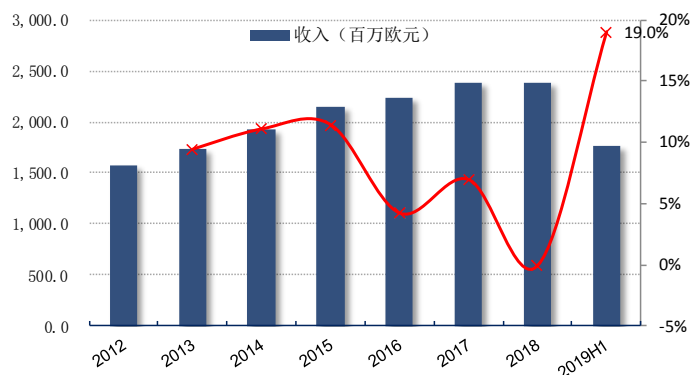


资料来源: Glanbia 公司官网, 信达证券研发中心

资料来源: Glanbia 年报, 信达证券研发中心

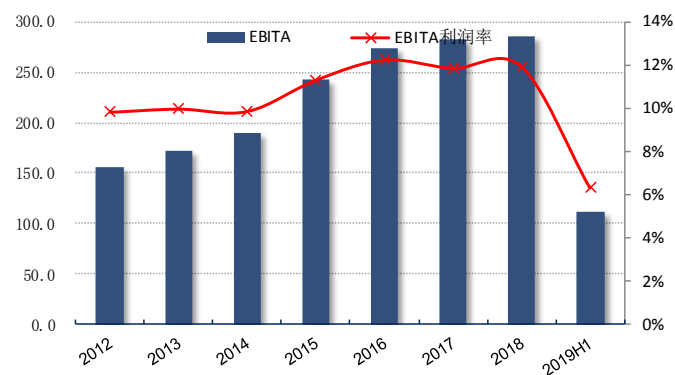
2018 年全年收入 (不包含合营企业) 23.86 亿欧元, 与 2017 年基本持平。原因在于虽然销量上升了 6.7%, 同时还有收购带来的 2.1% 的收入贡献, 但是价格下降了 4.7%。EBITA 率为 11.9%, 与 2017 同期持平。2019 上半年收入 17.6 亿欧元, 同比增长 19%, 然而 EBITA 下滑 9.9%, 为 1.1 亿欧元, EBITA 率为 6.3%, 2018 同期 EBITA 率为 8.4%。其中重要原因之一是 GPN (Glanbia Performance Nutrition, 代表功能性保健品) 部门利润率的大幅下挫。

图 52 Glanbia 2012-2019H1 收入及增速 (百万欧元, %)



资料来源: Glanbia 年报, 信达证券研发中心整理

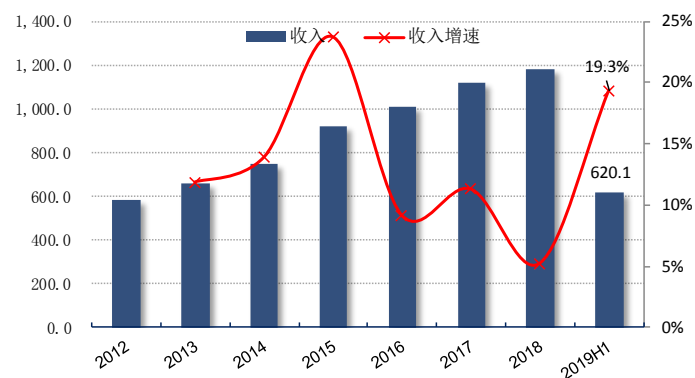
图 53 Glanbia EBITA 及 EBITA 利润率 (百万欧元, %)



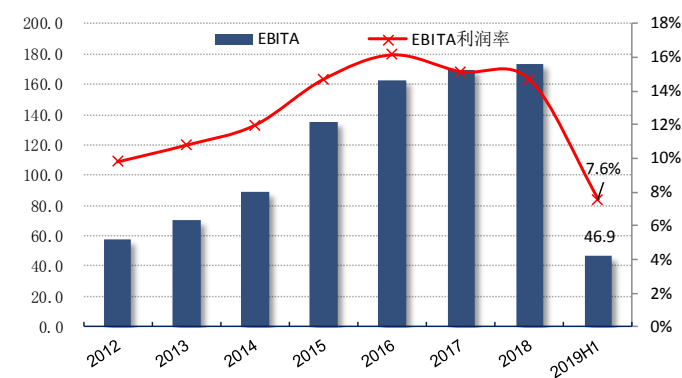
资料来源: Glanbia 年报, 信达证券研发中心

GPN 部门 2019H1 收入达到 620.1 亿欧元, 同比增长 19.3%, SlimFast 贡献了大部分的收入增长, 同比增长了 21%。EBITA 2019H1 实现 4700 万欧元, 同比下降 25.9%, EBITA 率为 7.6%。由于美国地区的季节性问题和其他地区的政治经济问题导致了公司不得不采取下调价格、调整供应链等措施。北欧地区渠道正在加速从传统经销商向线上转变; 中东政治问题导致了该地区的业务陷入困境; 拉丁美洲的经济问题和印度地区调整供应链以应对关税上调都导致了利润率的下降。此外, 为了支持新品牌建设以及对于直面消费者平台 (direct-to-consumer platform) 的投资也降低了利润。



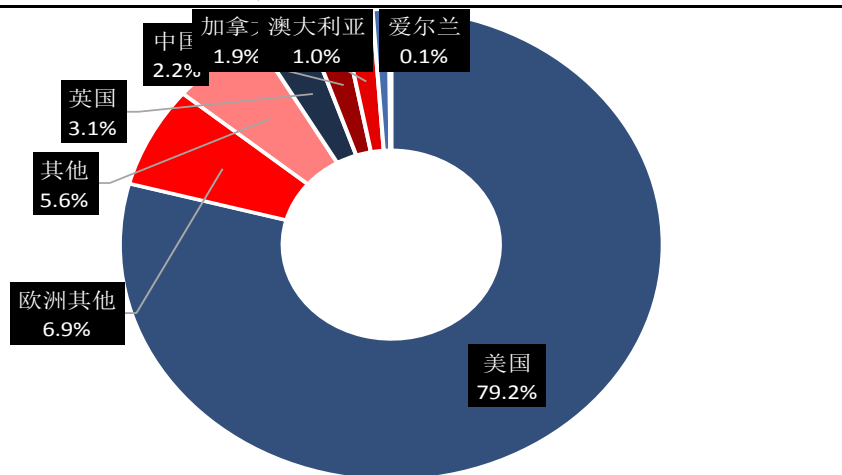
**图 54 Glanbia 功能性保健品部门收入及增速 (百万欧元, %)**


资料来源: Glanbia 年报, 信达证券研发中心整理

**图 55 功能性保健品部门 EBITA 及 EBITA 利润率(百万欧元, %)**


资料来源: Glanbia 年报, 信达证券研发中心

2019 年中报首次将中国地区单独列出, 由于美国保健品市场、健身市场发达, 营收贡献占据公司 79.2%。

**图 56 Glanbia2019H1 分地区营收占比**


资料来源: Glanbia 年报, 信达证券研发中心整理

## 2) Herbalife: 体重管理领域龙头

Herbalife 成立于 1980 年美国, 2001 年进入中国, 是体重管理领域龙头企业。公司产品类别包括体重管理、目标营养、能量运动与健康、外部营养。截止到 2018 年年末, Herbalife 在全球 94 个国家地区销售大约 120 种产品。其中体重管理是公司的核心业务, 2018 年营收占比 63.5%, 目标营养占比 25.4%, 能量运动与健康占比 6.3%, 外部营养和文宣及其他分别占比 1.9%

和 2.9%。根据前瞻产业研究院数据，2018 年康宝莱占据国内体重管理市场份额的 46.8%，占据绝对优势。驱动康宝莱业绩的行业因素包括世界范围内肥胖率高企，人口老龄化。

**表 8 Herbalife 分部简介及营收占比**

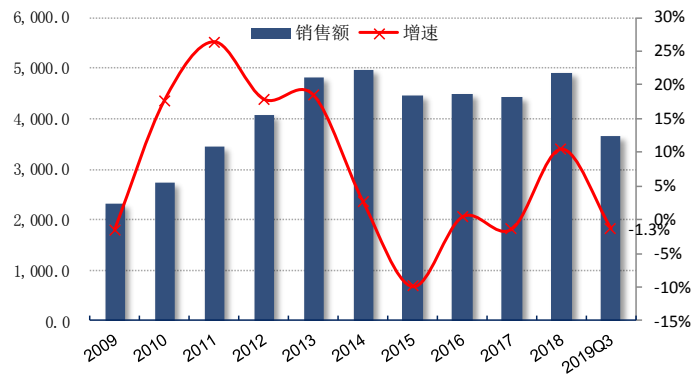
	2018	2017	2016	描述	代表产品
体重管理	63.50%	64.20%	63.80%	肉食代餐，蛋白奶昔，混合饮品，减肥产品以及健康零食	Formula 1 健康餐,草本浓缩速溶茶饮,混合蛋白饮品,定制化蛋白粉,燃脂片,Formula 2 多维片,普莱乐奶昔伴侣和蛋白棒
目标营养	25.40%	24.50%	23.60%	包含草本、维他命、矿物质和其他天然成分的饮食营养补剂	芦荟营养粉,草本膳食纤维粉,夜宁新,深海鱼油
能量运动与健康	6.30%	6.00%	6.10%	用于支持健康、活力生活方式的产品	Herbalife24 产品系列, N-R-G 茶, Liftoff 能量饮料
外部营养	1.90%	2.10%	2.40%	美容皮肤护理、身体护理、头发护理	Herbalife Skin 产品系列, 芦荟洗浴身体护理系列
文宣及其他	2.90%	3.20%	4.10%	启动套装, 销售工具, 教育材料	康宝莱会员包以及 BizWorks

资料来源: Herbalife 公司官网, 信达证券研发中心

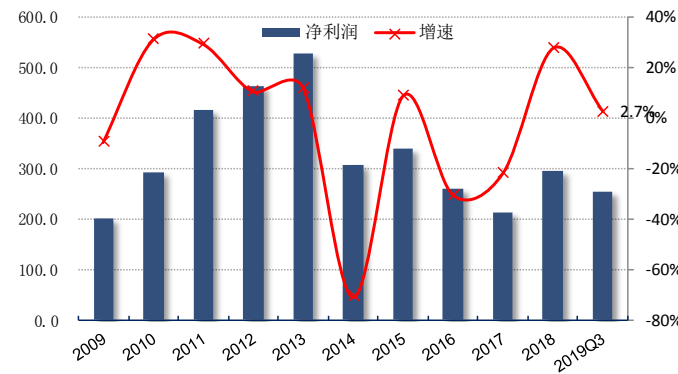
销售额方面，2009 年金融危机之后随着经济恢复，公司进入高速增长的状态。2014 年销售额增速开始下滑，2015 年转负，原因在于 2014 年公司宣布将从 2015 年 2 月开始新的直销人员体系管理方式，旨在销售人员的长期留任和长期业务发展，短期造成销售人员的流失以及为了适应新的管理方式而打乱销售节奏和计划，造成短期的销售额下降。之后逐步调整，2018 年重新回到两位数增长，达到 10.5%。2019 年前三季度销售额 36.6 亿美元，同比下降 1.3%。主要原因是受中国市场业绩大幅下滑。“权健”事件以来，中国直销行业在严格的监管下步入寒冬，国际直销巨头同样也受到不小的冲击，中国地区 2019 年前三季度销售额 5.46 亿美元，同比下滑 28.7%。

**图 57 Herbalife2009-2019Q3 销售额及增速 (百万美元, %)**

**图 58 Herbalife2009-2019Q3 净利润及增速 (百万美元, %)**

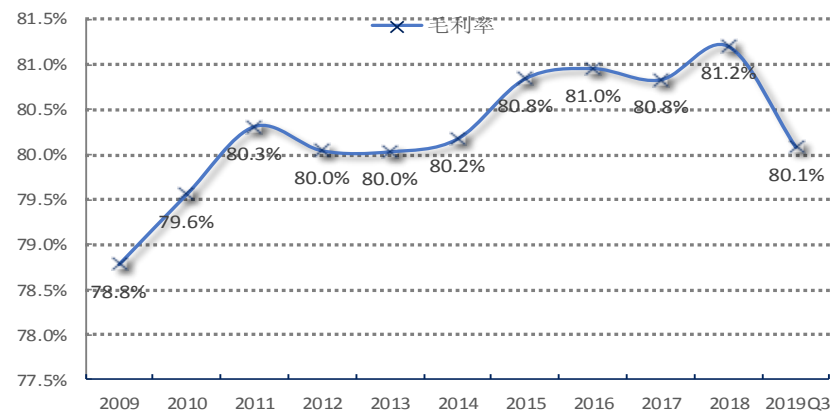


资料来源: Herbalife 公司年报, 信达证券研发中心整理



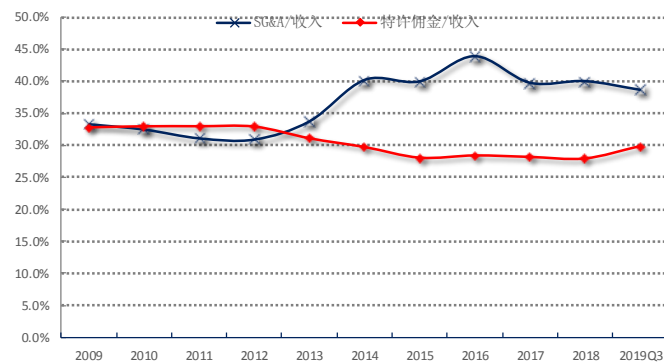
资料来源: Herbalife 公司年报, 信达证券研发中心

图 59 Herbalife2009-2019Q3 毛利率变化情况

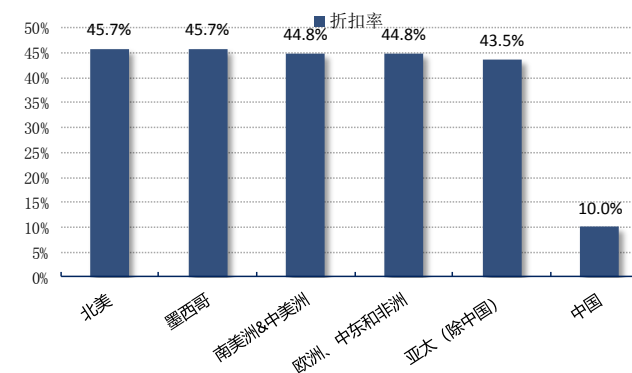


资料来源: Herbalife 公司年报, 信达证券研发中心整理

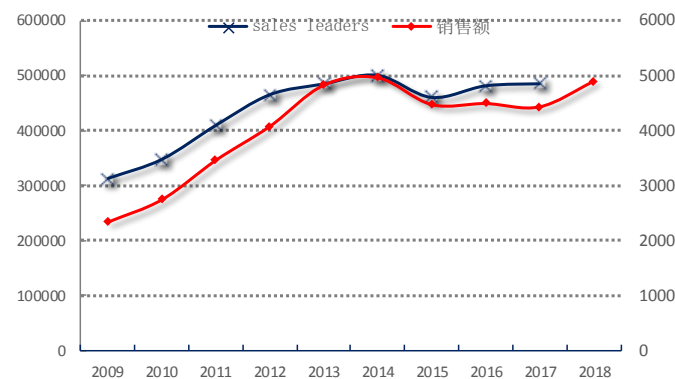
公司采用直销模式, 2018 年年末大约有 450 万直销成员。直销人员的数量几乎决定了销售额的增长情况, 这是公司未来的隐患之一, 2015 年因为公司改革导致销售代表人员从 2014 年约 50 万人下降到 2015 年的 46 万人, 降幅 8.1%, 2015 年销售额同比下降 9.9%。公司每年 2 月份对销售领导进行重新资格评估, 以保持其 50% 的产品折扣和特许佣金。不符合要求的将会降级。2015 年改变直销体系管理方式以来, 公司长远发展的目的初见成效, 销售代表留任率逐年提升, 2017 年留任率为 63.6%。

**图 60 特许佣金收入占比 (%)**


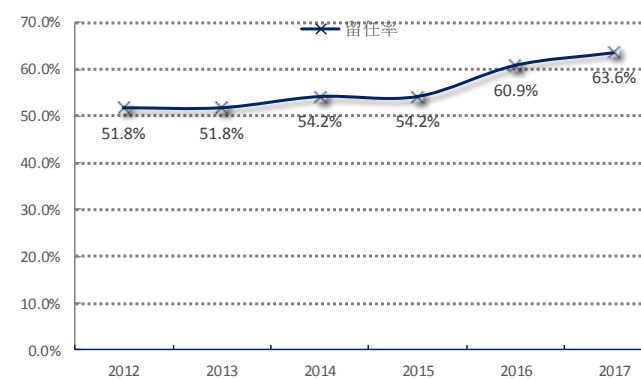
资料来源: Herbalife 公司年报, 信达证券研发中心整理

**图 61 分地区折扣率 (2018)**


资料来源: Herbalife 公司年报, 信达证券研发中心

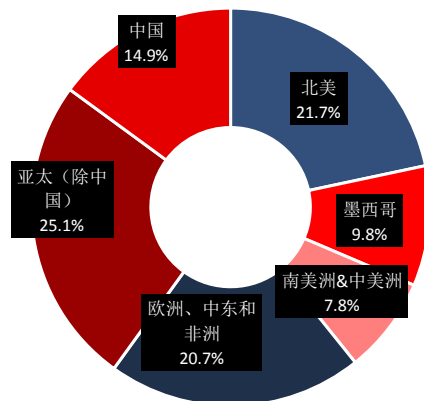
**图 62 销售额及销售领导增加 (人, 百万美元)**


资料来源: Herbalife 公司年报, 信达证券研发中心整理

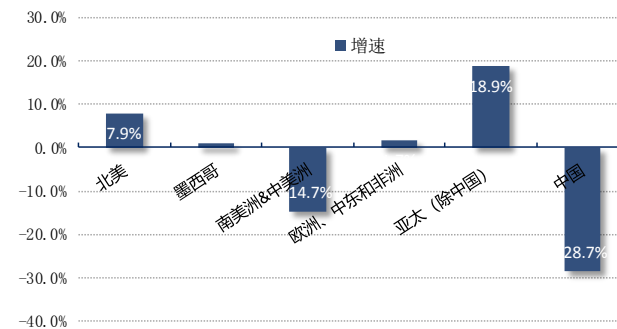
**图 63 2012-2017 年留任率 (%)**


资料来源: Herbalife 公司年报, 信达证券研发中心

分地区收入来看, 2019 年前三季度亚太地区(除中国)占比最高, 占比达到 25.1%, 同比上升 4.2 个百分点。北美地区占 21.7%, 欧洲、中东和非洲部分占 20.7%, 中国地区相比于 2018 年前三季度占比大幅缩小, 为 14.9%, 而 18 年同期为 20.7%。

**图 64 Herbalife2019 前三季度分地区收入占比**


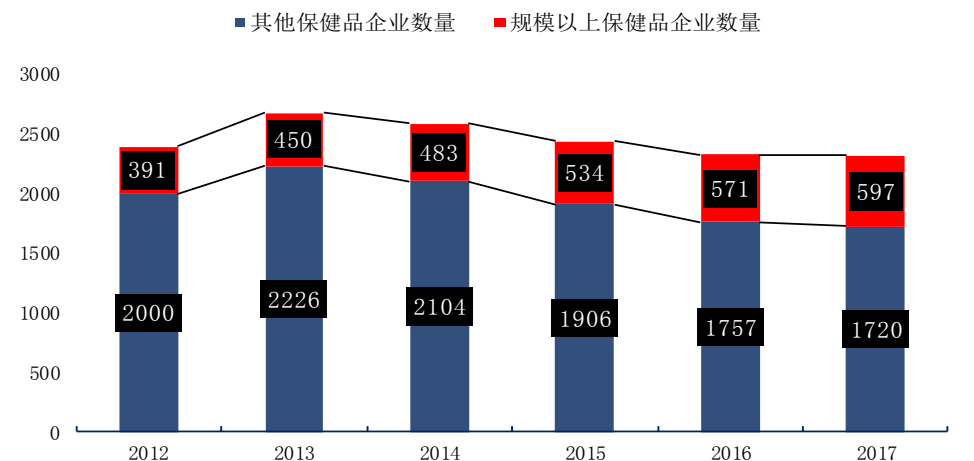
资料来源：Herbalife 公司年报，信达证券研发中心整理

**图 65 Herbalife2019 前三季度分地区收入同比增速**


资料来源：Herbalife 公司年报，信达证券研发中心

### (三) 上市公司

2012-2017 年，中国规模以上保健品企业数量持续增长，其他保健品企业数量自 2013 年开始收缩，且随着中国监管力度的加大，我们预计其他企业将会更快速减少。从行业整体盈利状况来看，2012-2017 年，我国营养保健品行业的毛利率均在 30% 以上，最高可达 70% 以上，销售利润率总体呈波动态势。另外，保健品作为健康营养补充食品，消费者的价格敏感度较低。

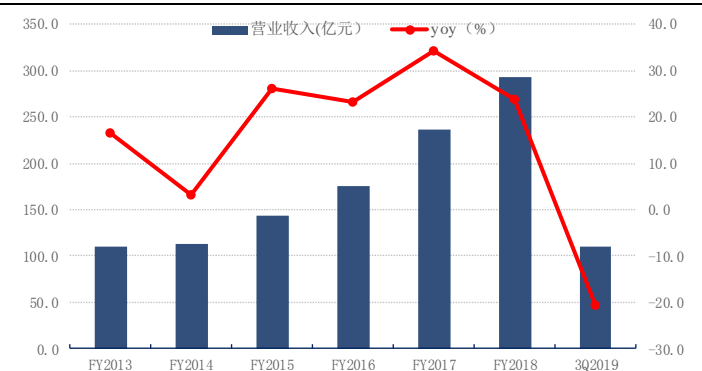
**图 66 2012-2017 年中国营养保健品企业数量**


资料来源：中国国家食品药品监督管理总局，信达证券研发中心整理

## 1) 上市公司整体概况

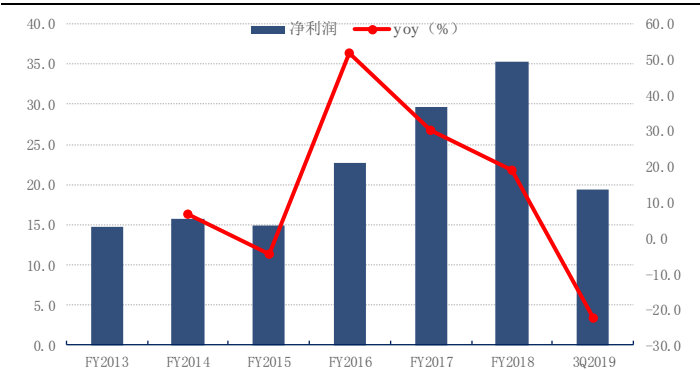
总的来说，2019 年是保健品变革之年：线上有新电商法、针对直销领域有“百日行动”和“百日行动回头看”、药店渠道医保政策变革，使得行业整体影响巨大。我们选取了 7 家在 A 股、新三板和 H 股上市的保健食品企业（汤臣倍健、金达威、西王食品、青海春天、康比特、H&H 国际控股、澳优），7 家企业 3Q19 合计营业收入下滑至 20.52%，处于近年来的历史低位。19 年前三季度，A 股上市公司中的药店渠道龙头汤臣倍健营收逐季下滑，运动营养产品龙头西王食品（约一半营收来源于保健食品业务）营收则陷入了负增长。

图 67 上市公司 2013-3Q2019 营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 68 上市公司 2013-3Q2019 净利润及增速（亿元，%）

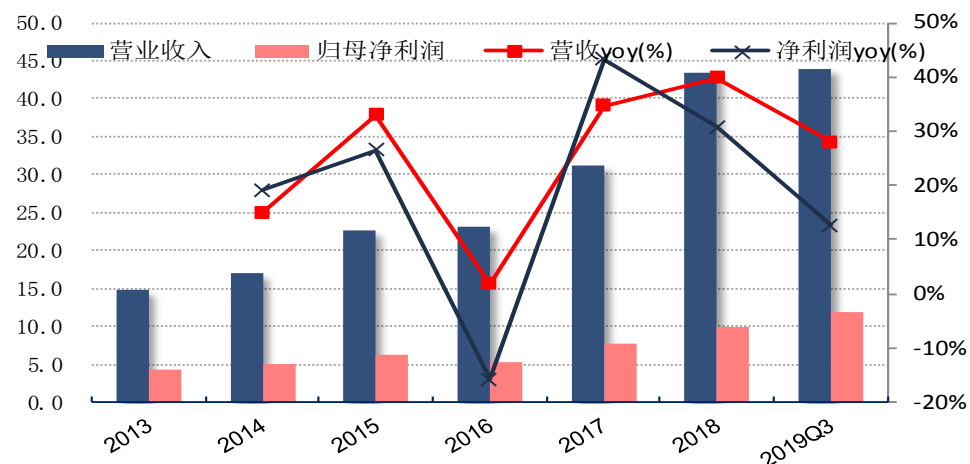


资料来源：万得，信达证券研发中心

## 2) 重点公司分析

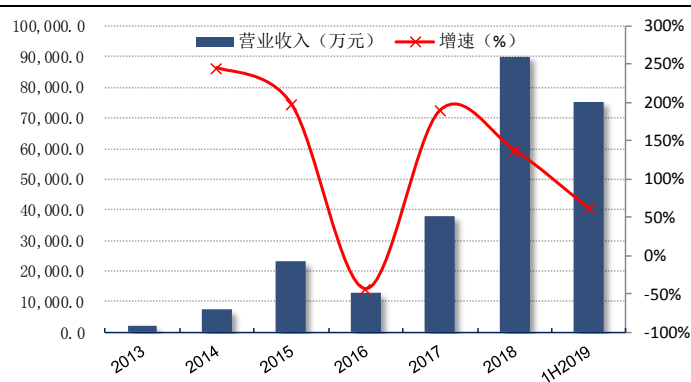
### a. 汤臣倍健

汤臣倍健创立于 1995 年 10 月，在安利、纽崔莱占领中国直销领域膳食营养补充剂市场，2002 年系统地将膳食营养补充剂引入中国非直销领域，并迅速成长为中国膳食营养补充剂领导品牌和标杆企业。19 年医保政策改革对依赖药店的汤臣打击较大，3Q 净利润增速转负。

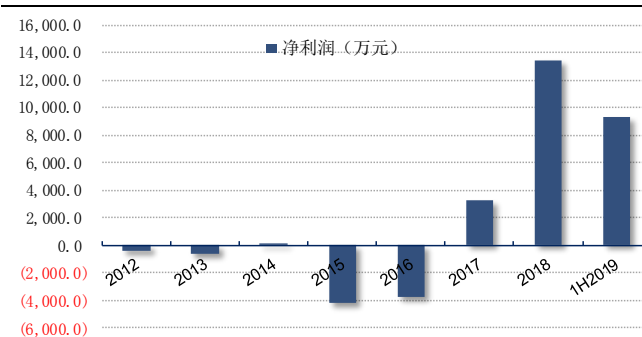
**图 69 汤臣倍健 2013-2019Q3 收入、归母净利润及增速情况 (亿元, %)**


资料来源: 汤臣倍健公告, 信达证券研发中心整理

汤臣在大力发展主品牌的基础上, 不断拓展新分品类: 2013-2015 年, 健力多被选中第一个大单品, 定位中老年骨骼问题人群, 强势切入关节软骨细分赛道, 其运营公司广东佰嘉收入快速增长, 但由于销售费用等投入较大, 短期利润端并没有改善; 经历 15、16 年两年的调整后, 17、18 健力多产品爆发。有了健力多的先例, 公司陆续将健视佳 (目标客群: 学生、上班族等使用电脑用眼人群&老年人)、LSG (益生菌细分品类) 作为新的大单品规划, 三箭齐发力图实现通过单一产品带动品类发展。

**图 70 广东佰嘉收入及增速情况 (万元, %)**


资料来源: 汤臣倍健公告, 信达证券研发中心整理

**图 71 广东佰嘉盈利能力明显提升 (万元)**


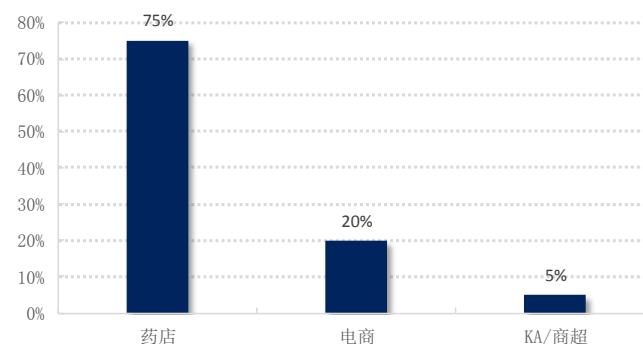
资料来源: 汤臣倍健公告, 信达证券研发中心

**表 9 汤臣倍健品牌运营架构**

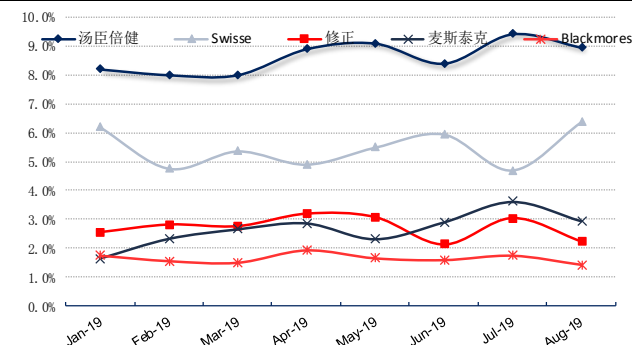
品牌	公司
汤臣倍健	汤臣倍健药业有限公司
健力多、健视佳	广东佰嘉药业有限公司
健乐多	广东佰悦网络科技有限公司
天然博士	广东佰腾药业有限公司
Life-Space	Life-Space Group Pty Ltd
Penta-vite	自然维他(香港)有限公司

资料来源：汤臣倍健公告，信达证券研发中心

汤臣对药店渠道依赖极大，在公司的渠道结构中，不包含 LSG 并表后的影响，药店占比高达 75%，这也可以解释医保政策收紧对公司影响之大；线上占比 20%，其余 5%为商超/KA。收购 LSG 后，汤臣持续扩大电商销售力度，从 2019 年的淘数据即可看出，汤臣合并品类线上占比第一名，达到 8%左右，排名第二、三的是 Swisse 和麦斯泰克。医保政策收紧将是长期趋势，线上渠道将集中更多的消费主体，公司对线上渠道的资源投放也会逐步上升。

**图 72 汤臣倍健 2018 年渠道结构**


资料来源：汤臣倍健公告，信达证券研发中心整理

**图 73 汤臣倍健合并品类 19 年线上份额变化情况**


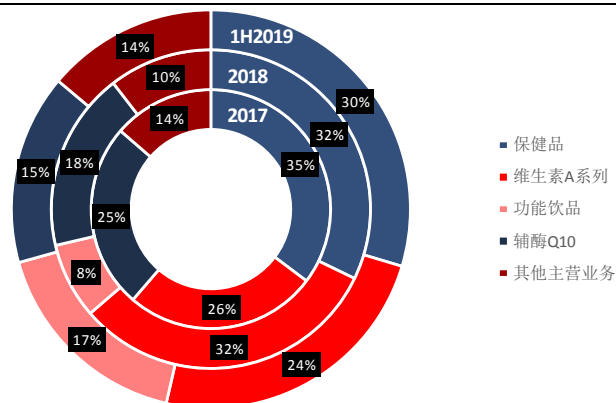
资料来源：淘数据，信达证券研发中心



## b.金达威——从 B2B 到 B2C 转型全产业链布局企业

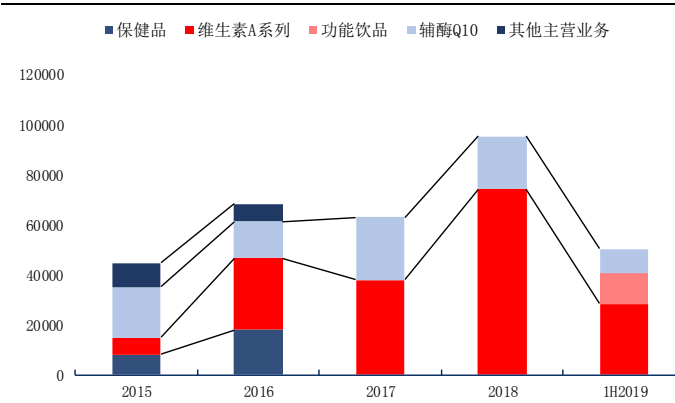
公司主要生产食品营养强化剂的原料，包括 VA、VD3、VA/D3、辅酶 Q10、DHA、ARA 等。从收入构成来看，大宗商品占收入比例一半，且周期性较强；1H19 保健品和功能饮品收入占比分别为 30%和 17%，消费品无明显周期性，但利润贡献较小。

图 74 金达威分品类营收占比情况 (%)



资料来源：金达威公告，信达证券研发中心整理

图 75 金达威毛利构成情况 (万元, %)



资料来源：金达威公告，信达证券研发中心

**公司是辅酶 Q10 行业龙头。**中国是全球最大的辅酶 Q10 生产地，主要生产企业包括金达威、新和成及神州生物等。2018 年，公司辅酶 Q10 产量为 560-580 吨，约占全球产能的 50%-60%，具有较强的定价能力。美国是辅酶 Q10 主要消费市场，公司产品 80%都出口美国。公司是维生素 D 三大生产商之一（位列第二梯队），同时也是维生素 A 六大供应商之一。以上均为公司 B2B 业务情况，随着公司与下游企业绑定加深，金达威开始向 B2C 转型，布局产业链下游。

2014 年开始，公司保健食品软胶囊生产线建成投产，“金乐鑫”软胶囊诞生。（品牌）

2015 年 1 月公司收购美国公司 DRB 51%的股权，同年 9 月，又购买了美国 Vitatech 公司主要经营性资产。前者是保健品品牌，后者是生产性资产。公司从上游原料，到中游加工生产，再到下游品牌，整个产业链的雏形显现。（生产、品牌）

2016 年，金达威增资上海然卡，出资参与设立舞昆食品，收购 VK 和 PH 股权，这些都是贸易公司和销售公司，主要分布在新加坡、日本、中国等亚洲国家。（线下渠道）

2017 年，金达威通过美国子公司 KALLC 购买健康消费品类增长最快的运动营养品牌公司，LABRADA30%股权和 PSupps Holdings, LLC14.71%股，并将这两个品牌在国内推广。（运动营养品牌、无需蓝帽子）

2018 年，收购美国功能性饮品品牌公司 Zipfizz 100%股权，同时认购美国知名的 VMS 电商 iHerb4.77%股权，从而进一步拓宽了公司的产品线和销售渠道。（线上渠道）

公司利用原料优势，通过自建保健品品牌“金乐心”和并购 DRB 等保健品品牌、北美知名保健品生产企业 Vitatech、参股专营保健品电商平台 iHerb、收购线下专门经营保健品的连锁门店 VK 和 PH，实现从原料、保健品生产及销售全产业链布局。

**表 10 金达威 2013 年至今并购案例**

首次披露日	交易标的	交易买方	标的方所在行业	交易总价值(万元)	币种	最新进度
2019-06-19	金达威体育 51%股权	厦门金达威投资；王逸才	教育服务	510.00	人民币元	完成
2018-06-29	iHerb 4.80%股权	金达威(002626.SZ)	互联网零售	10,000.00	美元	完成
2018-05-18	Zipfizz 100%股权	金达威(002626.SZ)	消费品经销商	8,000.00	美元	完成
2017-09-16	PSupps 14.71%的股权	金达威(002626.SZ)	消费品经销商	750.00	美元	完成
2017-02-22	Labrada30%的股权	金达威(002626.SZ)	医疗保健用品	810.00	美元	完成
2016-09-30	上海燃卡 2.727%股权	金达威(002626.SZ)	贸易公司与工业品经销商	1,000.00	人民币元	完成
2016-02-18	VK95%股权;PH95%股权	金达威(002626.SZ)	互联网零售,药品零售	1,748.00	人民币元	完成
2016-02-01	上海燃卡 20%股权	金达威(002626.SZ)	贸易公司与工业品经销商	2,000.00	人民币元	完成
2015-07-25	杭州网管 22.67%股权	领慧投资；金达威(002626.SZ)；宁波同乐投资	互联网软件与服务	5,500.00	人民币元	完成
2014-12-20	DRBHoldings51%股权	金达威(002626.SZ)	医疗保健用品	20,104.65	人民币元	完成
2013-09-27	国鼎生技 5.17%股权	金达威(002626.SZ)	生物科技	4,600.00	人民币元	董事会预案

资料来源：金达威公告，信达证券研发中心

**图 76 保健品产业链**

上游原材料		中游生产		品牌运营	下游流通	
主要企业	主要产品	主要企业	制造产能	主要品牌	主要企业/渠道	自有品牌
晨光生物:	番茄红素	仙乐健康:	软糖制造、Ayanda		天猫/京东/	
圣达生物:	生物素	威海百合:	软胶囊制造	百合康	拼多多:	
新和成:	各类维生素	新诺威:	自建工厂	果维康	好市多:	柯克兰
浙江医药:	各类维生素	汤臣倍健:	自建工厂	汤臣倍健、LSG	沃尔玛:	斯堡维
金达威:	辅酶Q10	合生元:	益生菌	合生元、Swisse	亚马逊/全食:	亚马逊精选/ 全食360
金城医药:	谷胱甘肽	澳优:		Nutrition Care	<b>iHerb:</b>	<b>CGN</b>
		上海医药:		Vitaco		
		西王食品:		MuscleTech		
		<b>金达威:</b>	<b>自建工厂、VB</b>	<b>DR.B、ZipFizz</b>		
		复星集团:		自然阳光	直销渠道	
		自然之宝:	自建工厂	自然之宝		
		Vitamin Shoppe:		Vitamin Shoppe	自有门店	
		GNC:		GNC	自有门店	
		康宝莱:		康宝莱	直销渠道	

**其他主要企业:**  
 制药: 新辉瑞健康、拜耳等  
 大消费: 利洁时旭福、宝洁、联合利华、雀巢、李锦记/无限极等

资料来源: 信达证券研发中心整理

到目前为止, 金达威已经拥有了五类原料(三大两小), 胶囊、片剂、粉剂和功能饮料四种形态的多品牌产品体系, 同时拥有了美国市场渠道、亚洲(包括中国)市场渠道。至此, 公司已初步形成较为完整的产业布局, 形成了双主业的运营模式, 即生产制造业务模式、品牌运营业务模式。公司抗风险能力大大加强, 盈利能力不断提升。

## 四、保健品行业相对估值

我们选择了保健品行业内 6 家上市公司和 1 家港股公司做对比, 行业 PE(TTM)中位值为 25.04 倍, EV/EBIT 中位值为 13.89 倍, 金达威均处于行业中位偏低水平。

**表 11 行业内上市公司估值对比 (亿元, 倍, %)**

排名	代码	证券简称	最新收盘价(原始币种)	总市值(原始币种, 亿)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	ROE(%)	ROIC(%)	EV/EBIT	市盈率 PE(TTM)	市盈率 PE(NTM)	市净率 PB(MRQ)	市销率 PS(TTM)
	最高值	最高值	60.34	277.57	54.60	8.67	15.27	10.34	21.35	88.63	32.42	4.27	5.59
	中位值	中位值	19.24	83.92	21.57	1.81	9.54	7.84	14.01	25.17	25.64	2.80	3.57
1	1112.HK	H&H	37.00	238.03	51.04	7.1308	14.14	6.45	11.54	17.87	24.74	-	1.96
2	300146.SZ	汤臣倍健	17.54	277.57	29.37	8.6685	15.27	10.34	21.35	24.45	27.70	3.76	5.23
3	002626.SZ	金达威	20.93	129.03	15.47	3.6996	12.67	9.29	14.36	22.86	18.77	4.27	4.18
4	600664.SH	哈药股份	3.80	95.27	54.60	-0.4235	-0.79	-0.15	9.34	88.63	27.52	1.83	0.85
5	300765.SZ	新诺威	36.29	72.58	6.43	1.3699	8.40	8.08	21.26	27.24	32.42	3.09	5.59
6	300791.SZ	仙乐健康	60.34	48.27	7.79	0.8847	10.68	7.61	13.65	25.89	23.75	2.51	2.97
7	000639.SZ	西王食品	4.86	52.46	27.68	2.2430	5.03	4.02	5.82	11.13	11.20	1.11	0.90

资料来源: 万得, 信达证券研发中心 注: 股价为 2020 年 1 月 10 日收盘价

## 行业评级

2018 年末至 2019 年上半年, 药店渠道医保卡禁刷、“百日行动”和跨境电商法正式实施, 对国内保健品市场造成一定短期波动。但从长期趋势来看, 保健品作为高频、刚需和具备“口红效应”的品种, 将受益全球范围内的人口变化和渠道变迁。

我们因此认为当前为保健品行业较好的投资时点, 首次评级, 给予“看好”评级。

## 风险因素

**宏观风险:** 目前全球主要经济体经济增长下滑。债务危机成为了徘徊在全球经济疲弱背景下的新幽灵, 给世界政治和金融体系带来极大不确定性。

**食品安全风险:** 因食品安全或虚假宣传导致消费者对行业整体丧失信任的风险。

**政策风险:** 国家持续严格监管保健品行业, 抑制行业正常发展。

## 研究团队简介

毕翹楚，食品饮料行业分析师。复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	13818525553	hongchen@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。