

汤臣倍健：保健品龙头增长风险在哪里？

一提到保健品，大家似乎人心惶惶，从 90 年代的“中华鳖精”事件，再到 2018 年底的“权健事件”，这些负面消息，无疑都打击了消费者信心。实际上，保健品的内涵较为广泛，它可以分为传统滋补品（如东阿阿胶）和膳食补充剂。其中，膳食补充剂又包括维生素及膳食补充（VC\鱼油\VE）、运动营养（蛋白粉）、体重管理（减肥产品如：左旋肉碱）等。

根据《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。

可见，保健品其实更多是一种保健食品，而非药品。所以，对本案的理解，应该是放在食品赛道，而非药品赛道。

从客观数据上看，中国保健品行业，正处于快速发展阶段，具有上千亿的市场规模，以及约 10% 的行业增速。同时，与美国 50% 的膳食营养补充剂渗透率相比，中国只有 20%。可见，这千亿级别的市场，未来可期。不过，我们需要思考，究竟这个赛道是不是好生意，有没有价值标的？

在国外，涌现了 BLACKMORES（澳佳宝）、Swisse、GNC、康宝莱、安利等家喻户晓的行业龙头。

而国内，也有一家被誉为“国内膳食营养补充剂龙头”的公司，它就是——汤臣倍健。从股价上看，股价曾从低位 3.23 元上涨至 26.23 元，前复权股价涨幅约 7 倍。不过，此后股价深度回调，在 2019 年一度大幅下杀 38%。



图：股价图 来源：wind

2020 年 3 月 16 日晚间，这家公司发布了 2019 年报——2019 年，实现营业收入 52.62 亿元，同比增长 20.94%；归属于上市公司股东的净利润-3.56 亿元，同比下降 135.53%。

注意，2019 年因为收购的澳洲益生菌品牌 LSG，经营情况不佳，计提了巨额商誉减值准备 10.09 亿元，同时，计提无形资产减值准备 5.62 亿元，造成了本案上市

十年来首亏。若剔除商誉减值影响，归属于上市公司股东的净利润 10.46 亿元，与上年持平。

看到这里，问题来了：

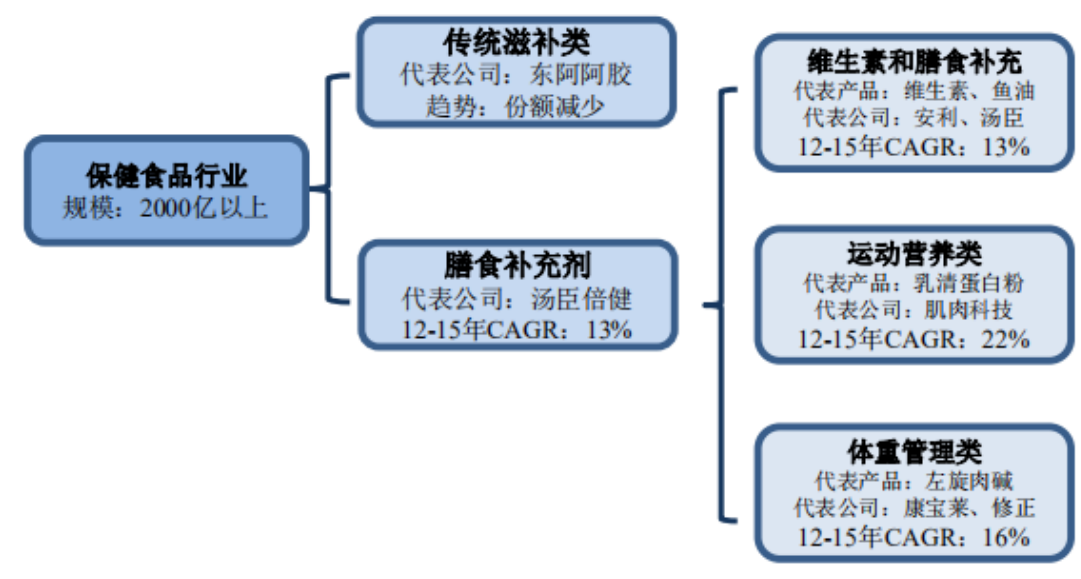
- 1) 此次巨额商誉减值，背后的原因是什么，是否伤及它的基本面？
- 2) 保健品行业是否是好生意，未来是否具有长期增长逻辑是什么？本案的收入驱动力是什么？
- 3) 这门生意的核心护城河是什么？
- 4) 目前，经历了股价持续震荡之后，估值在什么样的区间？到底是贵了还是便宜了？

(壹)

保健食品，是食品的一个种类。与常见食品相比，功能保健品具有一定调节身体机能的功能性。但与药品相比，保健品没有治疗疾病的功能，准入门槛和销售渠道限制比药品宽松。保健品可以分为：传统滋补类和膳食补充剂。其中，膳食补充剂是本案的核心产品。

膳食补充剂（VDS, Vitamin & Dietary Supplements），是以维生素、矿物质或动植物提取物，以及其他特定成分为主要原料，通过补充人体必需的营养素和生物活性物质，对特定人群具有平衡营养、调节人体机能作用。不过注意，其并不具有治疗作用，也不能替代正常饮食。

按照罗兰贝格数据,膳食补充剂可分为**运动营养、体重管理和维生素及补充剂类**,其中,又以**维生素及补充剂类**占比多,达 91.3%。



数据来源：罗兰贝格，产业信息网，东方财富网，东吴证券研究所

图：保健品分类

数据来源：东吴证券

目前,美国是最大的膳食补充剂市场,回顾美国的膳食补充剂发展历程来看:
1970 年后,美国新兴行业崛起推动经济高速增长,1970-1990 年人均可支配收入 CAGR 达 7.98%,根据美国食药局数据,同期膳食补充剂行业收入 CAGR 达 16%。

1994 年,在美国膳食补充剂工业界助推下,《膳食补充剂健康与教育法案》出台,膳食补充剂被纳入食品,只需向美国食药局**备案**即可上市,只要求厂家在包装上注明“本产品不用于治疗、预防、处理、防治任何疾病”。

该法案促进膳食补充剂行业发展，同时，到了 1996 年-2005 年，美国 X 世代（即 60-70 年代出生的人）生活富足程度有较大改善，人均可支配收入 CAGR 为 4.5% 左右，基于消费结构升级和政策红利的推动，2005 年，膳食营养补充剂的渗透率达 30%。

此后，随着行业的成熟、增速趋缓，加之门槛低导致竞争加剧，行业集中度不断降低，2018 年 CR5 在 20% 左右。

近五年，在全球保健品复合增速仅 1% 的背景下，2019 年，中国的保健品市场具有较高增长，市场规模接近 1800 亿元，复合增速 4.9%。

90 年代初期，中国的保健品是以民间秘方的蜂王浆、维生素和口服液，以及调节免疫、抗疲劳、减肥、降血脂等功能产品，典型代表是脑白金、太阳神。

受“中华鳖精”事件影响，政策对于保健品行业开始整顿。1996 年《保健食品管理办法》对保健食品的定义、审批、生产、经营、标签等进行规范。2003 年，卫生部停止受理保健食品审批，抑制保健品的过度炒作营销。

不过，这一阶段，中国经济迎来高速增长，居民可支配收入增速长期超 8%，保健需求仍然存在。随着行业持续发展，2016 年开始实施“**注册+备案**”的模式，对于

使用的原料已经被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。

备案制大大缩短审批时间，只需数月，而注册制长达 3 年。审批制度直接影响集中度，我国注册+备案制在 2019 年的 CR5 为 33.7%。相较于其他国家来看，韩国、澳大利亚以注册制为主，较为严格，集中度也高，CR5 分别 52.9%、44.6%；美国、日本较为宽松，CR5 分别为 20.2%、26.4%。

目前的“注册+备案”制，备案制的原料目录允许加入更多原料，但是监管什么时候扩大目录范围，扩大的幅度难以估计，考虑到健康中国 2030 规划，预计今后保持严监管。

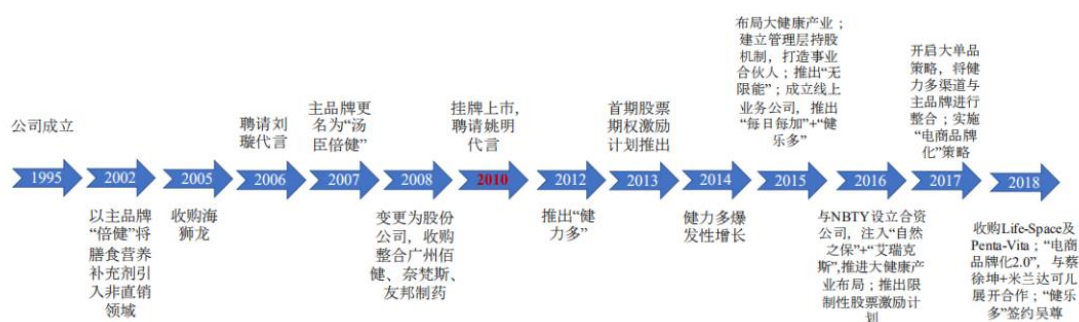
另外注意，在 2018 年底权健事件后，国家开展“百日行动”，加之限制医保卡消费保健品，2019 年保健品行业增长率由 2018 年的 10%降至 2%。

综上所述，无论国内外，保健品行业的发展都受政策监管的影响很大。一般来说，对长期行业前景好，但受监管影响大的领域，较好的研究时点，就是在监管之后下杀的时候。

本案，汤臣倍健成立于 1995 年，四位主要创始人投资的保健品公司“太阳神”，在经历保健药酒、蜂王浆、“丙酮酸钙”等尝试后，逐渐切入膳食营养补充剂（VDS）非直销领域的蓝海市场。

2010 年深交所上市后，聘请姚明作为品牌代言人，重金投入品牌宣传。2012 年，又试行推出“健力多”大单品，摸索单品发展，2015 年将“健力多”与主品牌汤臣倍健，进行整合，扩展布局至大健康产业。

与此同时，线上渠道增速达 40%，为了顺应电商的趋势，建立线上业务部，发力跨境电商业务。2018 年收购澳大利亚 Life-Space 益生菌品牌，及拜耳旗下 Penta-Vita 婴幼儿营养品牌，确立以“健力多”+“健视佳”+“Life-Space”为核心的三大单品。



图：发展历程

来源：兴业证券

控股股东及实际控制人为梁允超，持股比例为 44.9%。另外，交银施罗德、中央汇金、易方达、富国基金等机构投资者均有持仓。

序号	机构名称	机构类型	合并数量(万股)	占流通A股比例(%)	合并数量(只)	合并明细
1	中国民生银行股份有限公司	银行	4,842.50	5.49	1	点击浏览
2	香港中央结算有限公司	陆股通	2,822.43	3.20	1	点击浏览
3	交银施罗德基金管理有限公司	基金	2,066.85	2.34	10	点击浏览
4	中央汇金资产管理有限责任公司	一般法人	1,817.42	2.06	1	点击浏览
5	全国社保基金117组合	社保基金	1,383.18	1.57	1	点击浏览
6	易方达基金管理有限公司	基金	818.11	0.93	3	点击浏览
7	保银紫荆怒放私募基金	阳光私募	767.05	0.87	1	点击浏览
8	诺安基金管理有限公司	基金	607.83	0.69	4	点击浏览
9	富国基金管理有限公司	基金	314.29	0.36	9	点击浏览
10	上海东方证券资产管理有限公司	基金	237.17	0.27	3	点击浏览

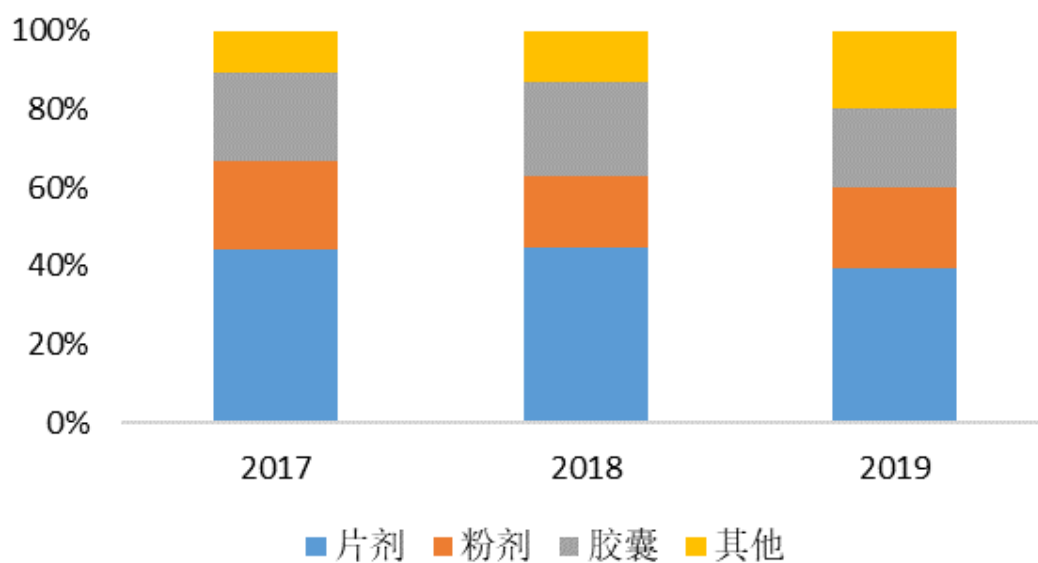
图：机构持仓

来源：wind

2017 年-2019 年，其营业收入分别为 31.11 亿元、43.51 亿元、**52.62 亿元**；归母净利润分别为 7.56 亿元、10.02 亿元、**-3.56 亿元**；经营活动产生的现金流净额分别为 9.54 亿元、13.49 亿元、**15.37 亿元**；毛利率分别为 67.08%、67.66%、**65.78%**；净利率分别为 24.65%、20.88%、**-7.89%**。

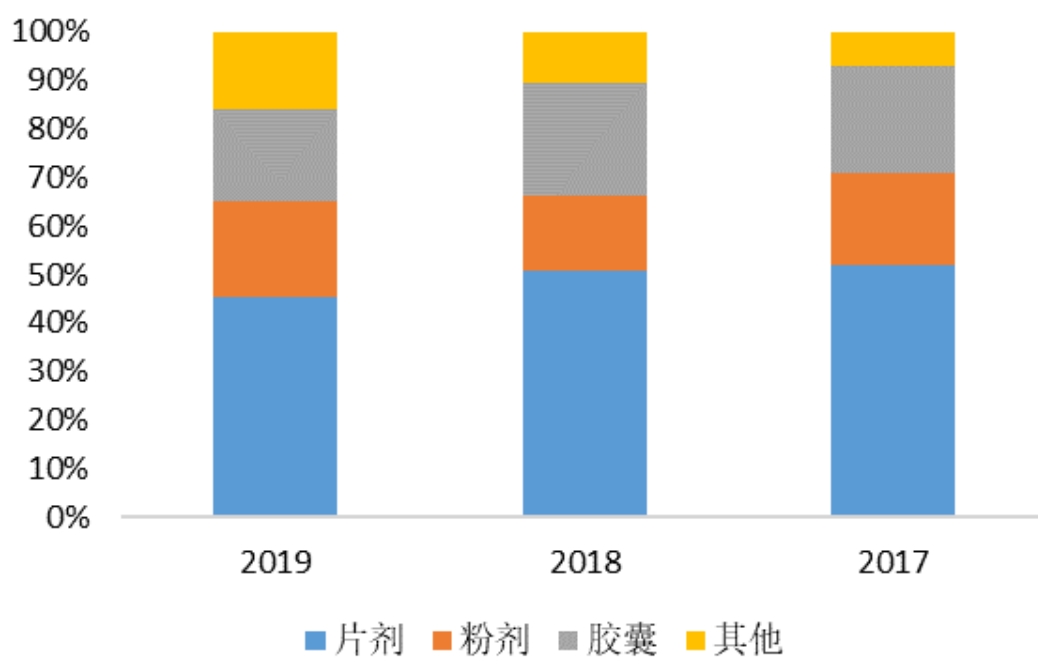
2017 年-2019 年，其营业收入年复合增速为 30.06%。注意 2019 年净利润出现亏损，主要由于其 2018 年收购的澳大利亚 LSG 公司业绩未达预期，从而计提 10.09 亿元商誉减值、5.62 亿元无形资产减值准备。如果剔除此减值准备，2019 年归母净利润为 10.46 亿元，同比增长 4.38%。

其收入主要来源于粉剂、胶囊和片剂三大业务。主要覆盖维生素、膳食营养补充及关节护理等几大领域。从收入结构来看，2019 年其收入主要来源于片剂（39.20%），其次为胶囊（20.25%）、粉剂（20.97%）。毛利主要来源于片剂（45.30%）、粉剂（19.70%）、胶囊（18.98%）。



图：收入结构（单位：%）

来源：并购优塾



图：毛利结构（单位：%）

来源：并购优塾

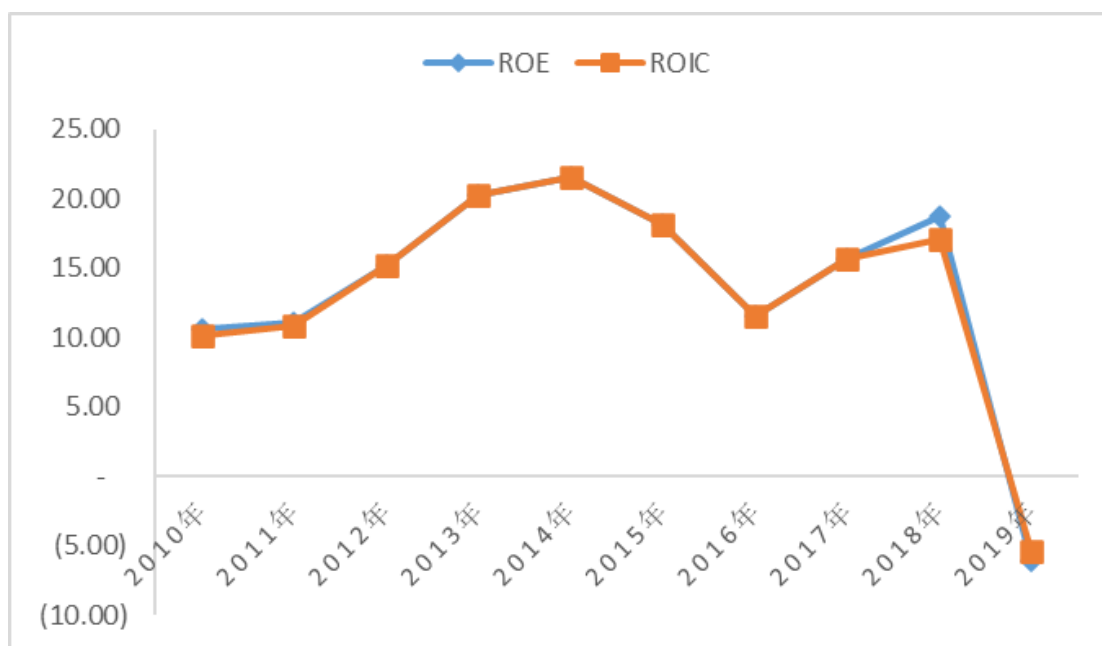
从产业链上来看，其上游为维生素、中成药、动植物提取物等原材料供应商，前五大供应商采购额占总采购额的比重为 30.62%，集中度稍高；其下游为终端消费者，前五大客户销售额占总销售额的比重为 27.74%，集中度偏高。

这样的业务，形成了本案特有的财报结构：

从资产负债表上来看——2019 年总资产为 83.31 亿元，占比较高的为：货币资金（21.87%）商誉（14.21%）、无形资产（10.41%）、固定资产（9.94%）、存货（8.91%）、交易性金融资产（8.28%）；总负债为 23.99 亿元，占比较高的为：预收账款（21.48%）、其他应付款（17.46%）、应付账款（14.11%）、长期借款（12.82%）、递延所得税负债（9.34%）一年内到期的非流动负债（8.74%）。

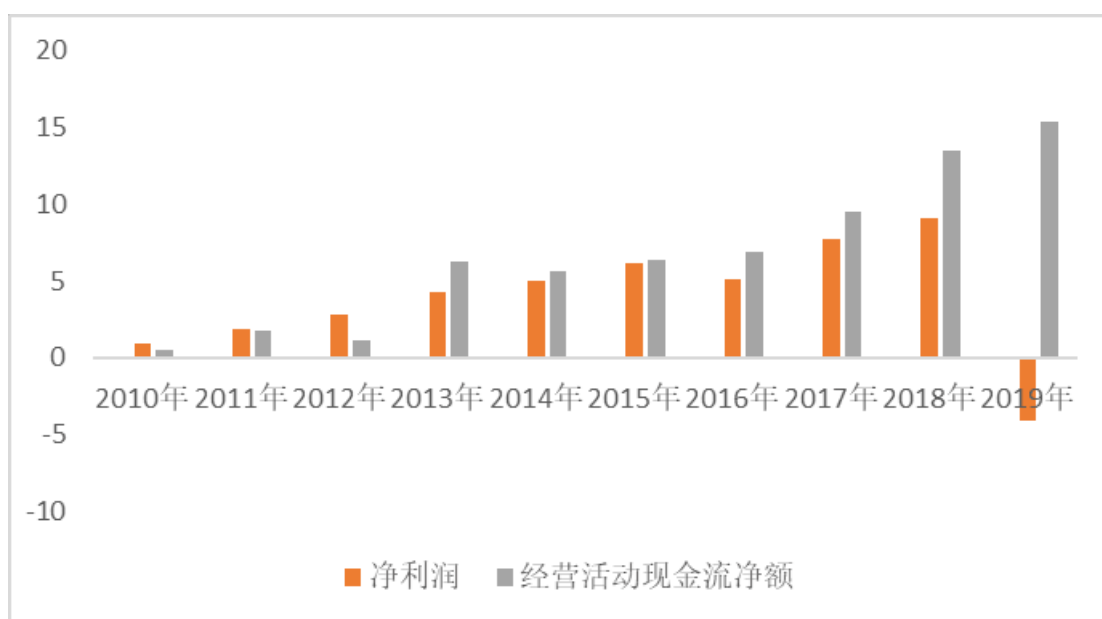
从利润表上来看——2019 年营业收入为 52.62 亿元，其中营业成本花费了 34.22%，资产减值损失 32.18%，销售费用上花了 31.37%、管理费用花了 8.17%、研发费用花了 2.40%，净利润亏损 7.89%。

在进行建模之前，我们来看一组基本面数据：



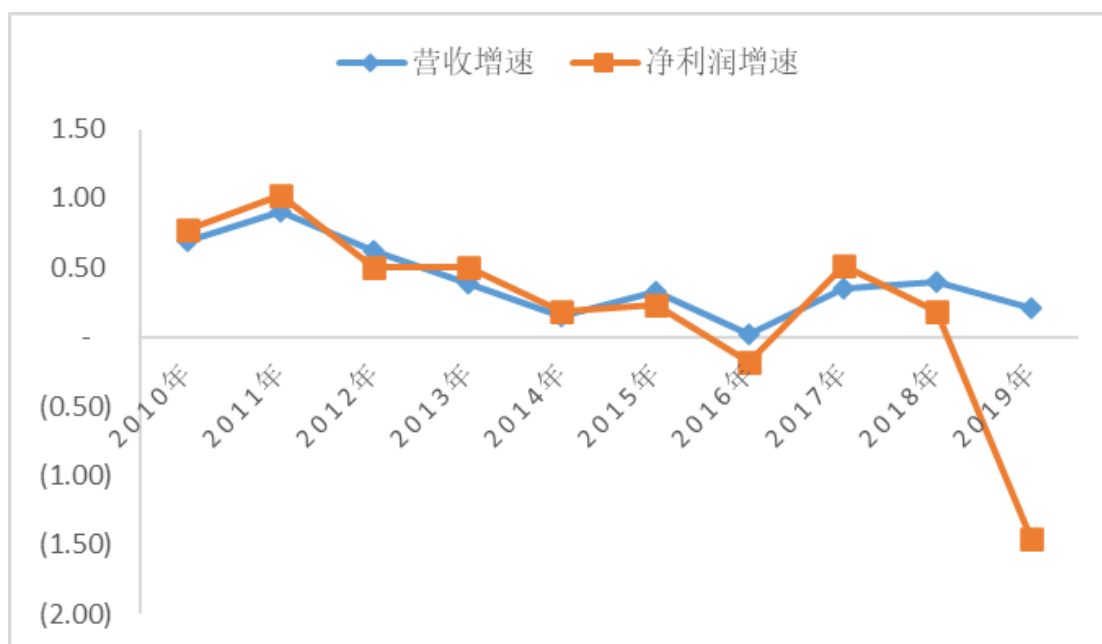
图：ROE VS ROIC (单位：%)

来源：并购优塾



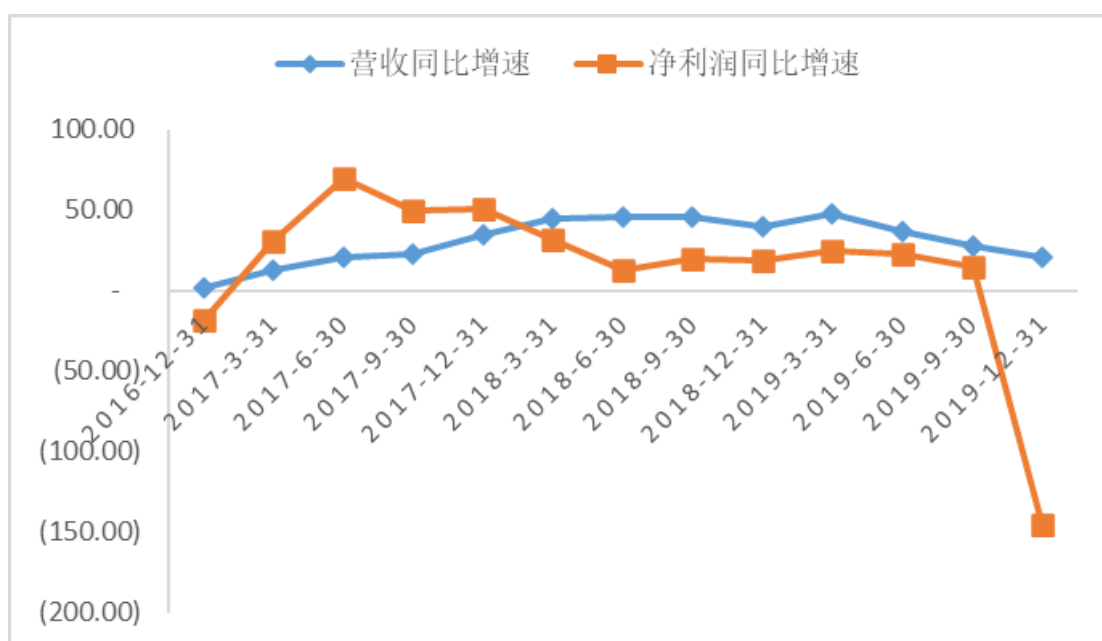
图：净利润、经营活动现金流净额 (单位：亿元)

来源：并购优塾



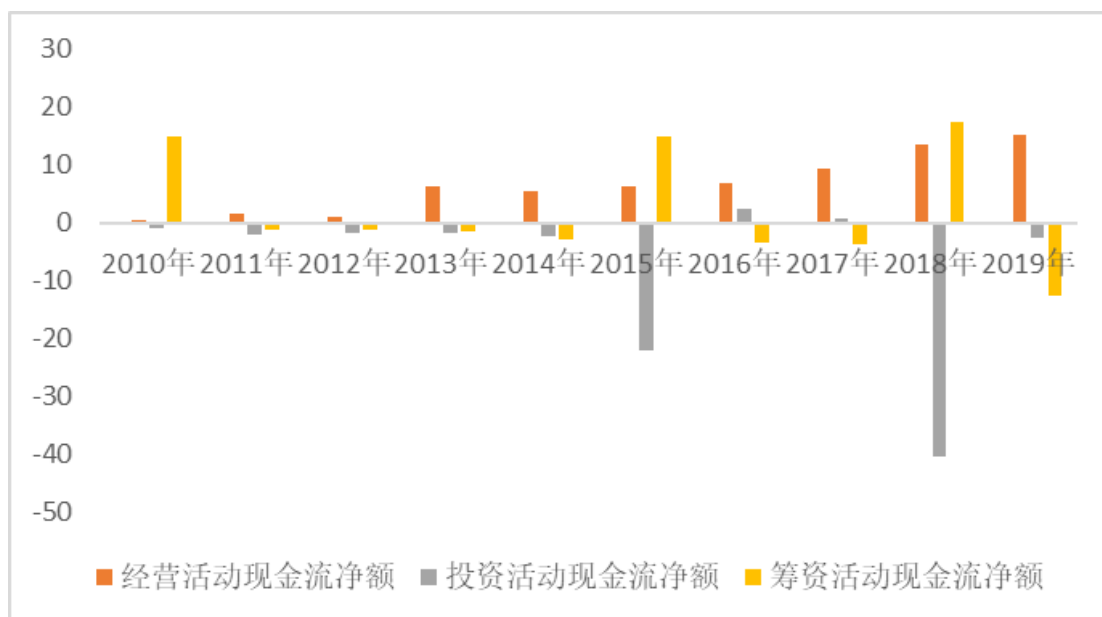
图：营业收入增速和净利润增速（单位：%）

来源：并购优塾



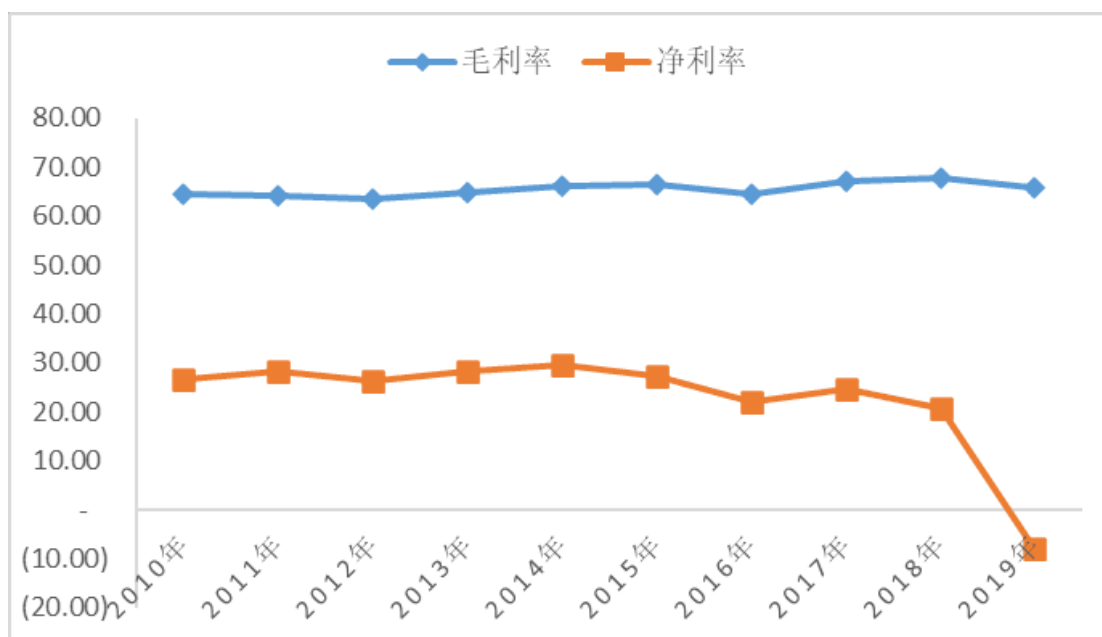
图：营业收入、净利润同比增速（单位：%）

来源：并购优塾



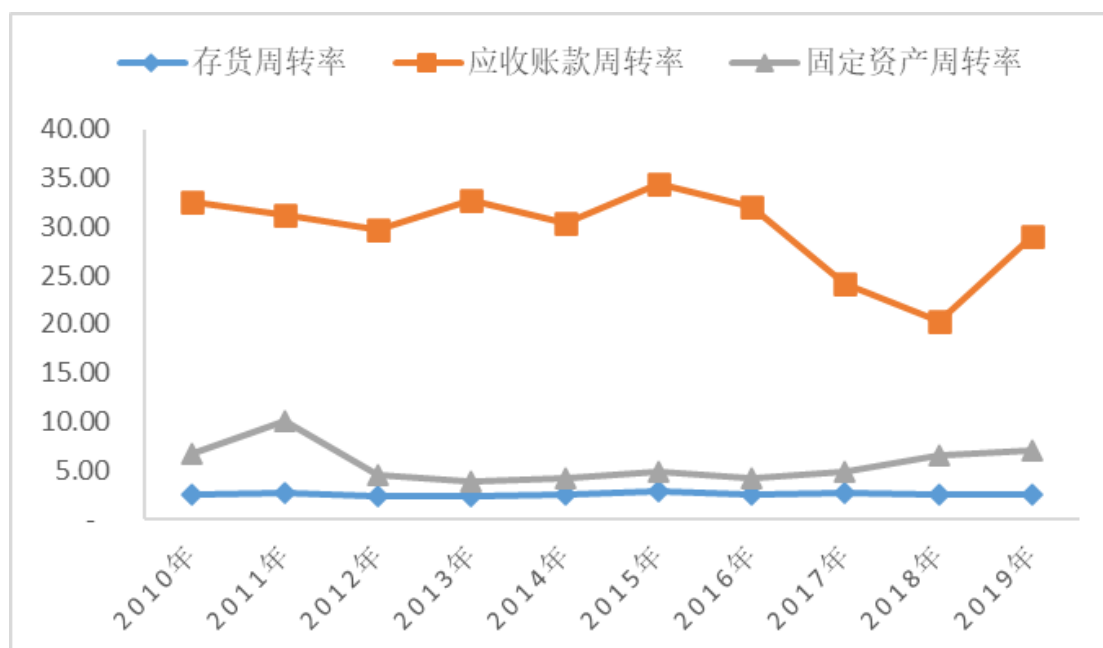
图：现金流 (单位: 亿元)

来源：并购优塾



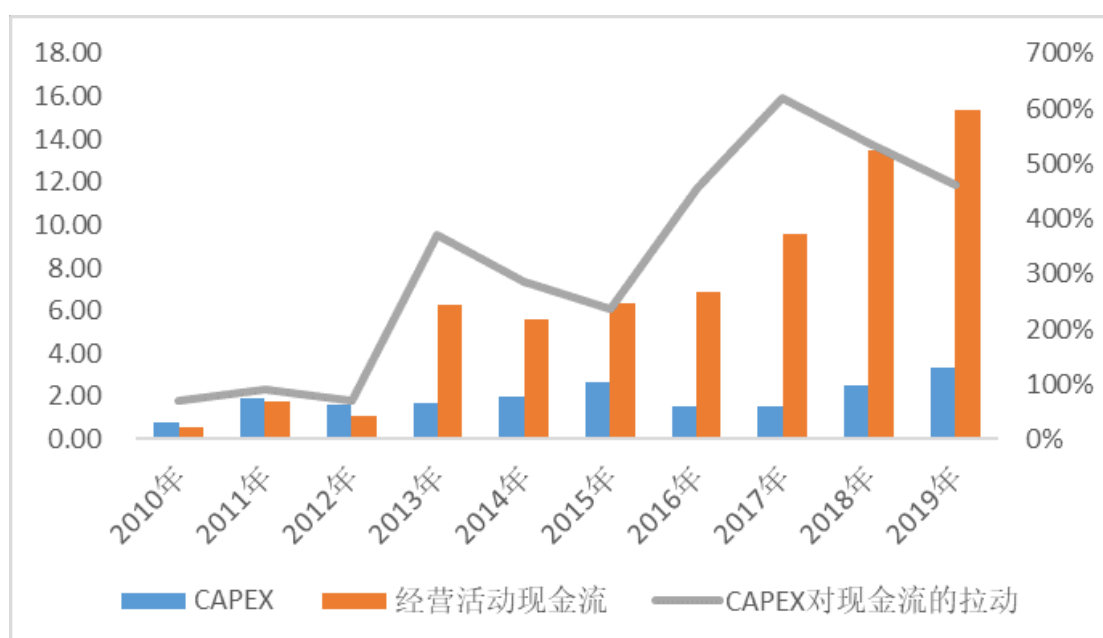
图：毛利率和净利率 (单位: %)

来源：并购优塾

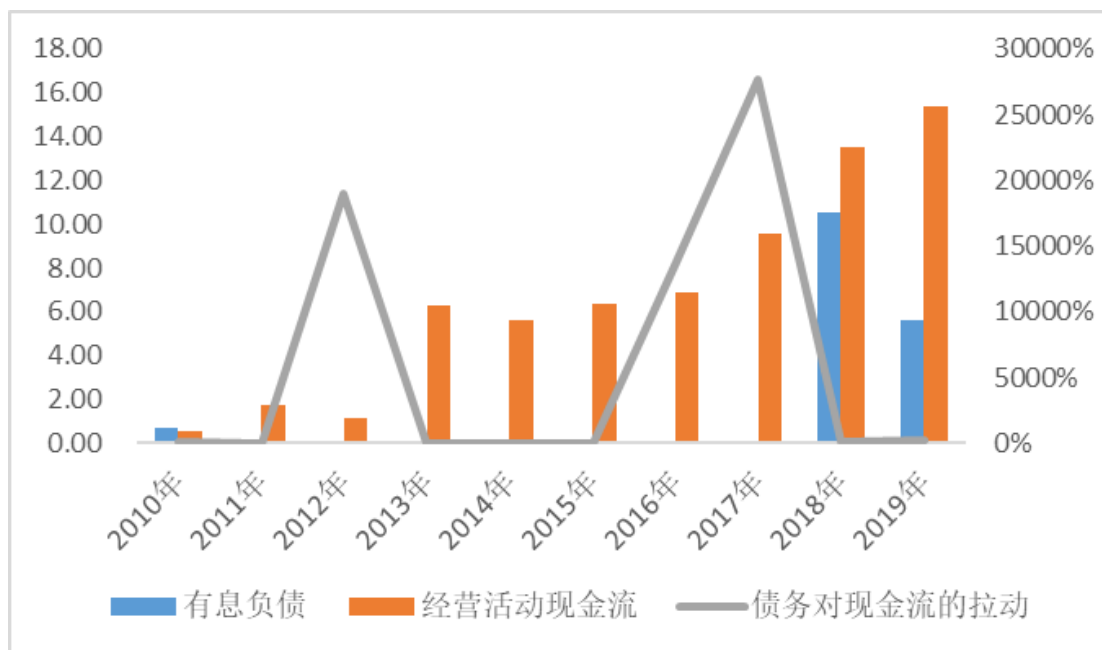


图：营运能力 (单位：%)

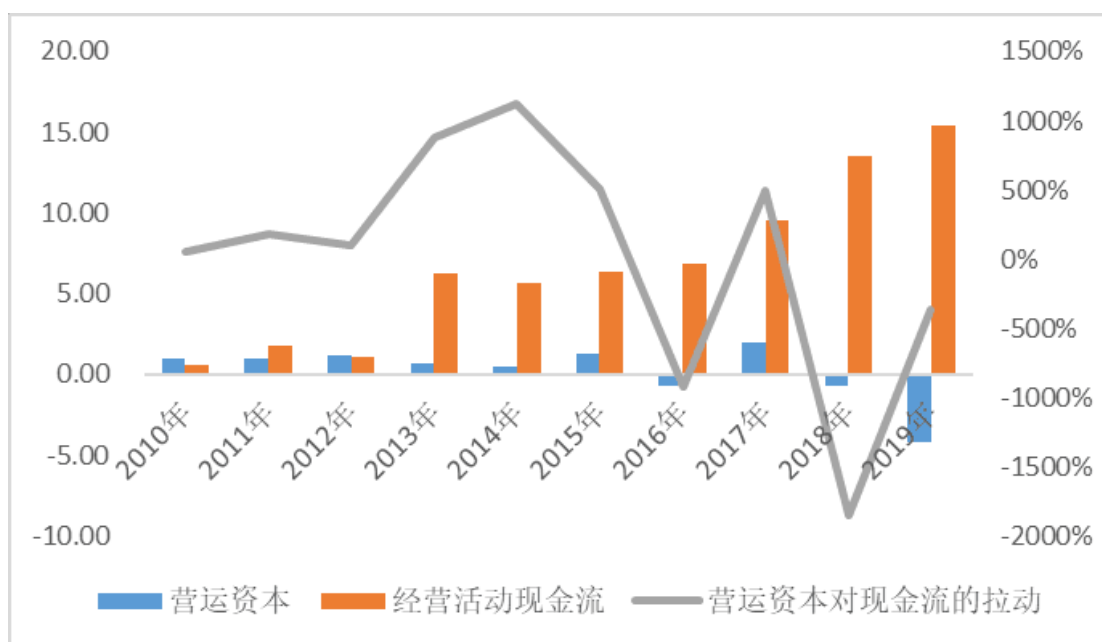
来源：并购优塾



图：资本支出对现金流的拉动 (单位：亿元、%) 来源：并购优塾



图：有息负债对现金流的拉动（单位：亿元、%）来源：并购优塾



图：营运资本对现金流的拉动（单位：亿元、%）来源：并购优塾



看完这组基本面图表后，重要的问题来了——如果将这家公司放在同行业的坐标系中，其回报、增长情况到底如何？如果要对这家公司做建模，应该从什么地方入手？

(叁)

在优塾的投研体系之下，对任何公司做分析的第一步，都始于回报分析。

本案 2017-2019 年的 ROA 为 13.40%、11.42%、-4.58%；ROE 为 15.67%、18.75%、-6.14%；剔除现金的 ROIC 为 15.65%、17.06%、-5.39%；这个水平到底如何，我们来和同行业做个比较：

ROE对比						
	汤臣倍健	澳优	H&H国际控股	康宝莱	GNC	Blackmores
2017年	15.67	19.21	25.30	-309.10	115.82	33.17
2018年	18.75	25.43	18.61	-56.06	-69.29	37.80
2019年	-6.14	24.17	19.25	-55.86	617.41	26.72
ROIC对比						
	汤臣倍健	澳优	H&H国际控股	康宝莱	GNC	Blackmores
2017年	15.65	7.67	7.55	12.82	-8.54	14.40
2018年	17.06	12.68	6.75	18.50	4.79	13.74
2019年	-5.39	14.81	7.56	18.13	-2.35	9.70
ROA对比						
	汤臣倍健	澳优	H&H国际控股	康宝莱	GNC	Blackmores
2017年	13.40	6.46	6.58	7.83	-8.33	13.95
2018年	11.42	10.20	5.82	10.43	4.58	15.96
2019年	-4.58	11.58	6.54	11.37	-2.21	11.19

图：回报对比（单位：%）

来源：wind，并购优塾

整体来看，汤臣倍健的投入资本回报率处于行业较高水平。另外：

1) 看国外膳食补充剂龙头，Blackmores（澳佳宝）的 ROE 水平比较高，是因为资产周转率、资产负债率高，而康宝莱、GNC 的 ROE 较为异常；

2) 看国内竞争对手，主要模式为乳业龙头收购国外膳食补充剂企业，ROE 整体也比较高。（如：2016 年，澳优收购 Nutrition Care；2015 年，H&H 国际控股，原名合生元，收购澳洲知名保健品公司 Swisse）

3) 此外，除了乳企跨赛道布局保健品赛道，国内还有其他企业意图转型，但由于占比太小，此处不纳入对比考虑。例如：金达威（收购 VB）、西王食品（收购运动营养公司 Kerr），但是，2019 年这两家公司都对收购标的做了商誉减值，业务转型存在压力。我们再将分子、分母拆开，以 2019 年为横截面，对比一下各家的资产情况和收益情况。以 2019 年为例，主要资产负债项如下：

资产类	汤臣倍健	澳优	H&H国际控股	康宝莱	GNC	Blackmores
固定资产	8.28	14.71	4.73	25.92	6.06	5.73
在建工程	1.21	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	8.68	3.98	36.11	21.63	25.95	3.62
存货	7.42	20.51	15.50	30.43	27.04	8.88
应收账款	1.14	4.20	11.07	5.56	7.06	10.22
预付账款	0.76	4.32	3.08	9.27	1.74	0.26
负债类	汤臣倍健	澳优	H&H国际控股	康宝莱	GNC	Blackmores
净营运资本	-4.17	3.11	-1.85	-20.34	24.51	3.29
带息负债	5.61	12.04	37.52	125.78	60.17	8.45
应付账款	3.39	3.38	8.59	5.69	10.52	5.63
预收账款	5.15			0.00	0.00	

图：资产负债项对比（单位：亿元）来源：wind，并购优塾

以 2019 年为例，营业收入、毛利率、净利润、现金流情况如下：

	汤臣倍健	澳优	H&H国际控股	康宝莱	GNC	Blackmores
营业收入	52.62	67.36	109.25	340.24	144.28	43.27
营业成本	18.01	32.03	36.97	66.83	94.44	17.32
毛利率	65.78%	52.45%	66.16%	80.36%	34.54%	59.97%
销售及一般管理费用	20.80	23.30	51.31	135.36	39.52	16.97
折旧摊销	2.50	1.78	2.56	6.82	3.92	0.77
归母净利润	-3.56	8.79	10.05	21.70	-2.45	3.79
经营活动净现金流	15.37	9.71	14.39	31.92	6.73	1.41

图：损益数据对比（单位：亿元）来源：wind，并购优塾

根据以上三张表，我们能看出，这个行业的核心资产是存货，如果按照一单位核心资产带来的现金流来看，汤臣倍健更强（不过其收入规模，与其他公司相比较小）。另外，由于行业存在并购现象，无形资产比例也较高。同时，从毛利率角度看，保健品行业的毛利率普遍偏高，大部分在 60%以上，但由于保健品需要持续广告投入，所以，销售费用高启。

接着，从核心指标拆解来看：总资产周转率——2018 年汤臣倍健 0.55 次，略低于 H&H 国际控股的 0.70 次，澳优的 0.87 次，远低于 Blackmores 的 1.24 次，GNC 的 1.55 次，康宝莱 1.72 次；资产负债率——2018 年，汤臣倍健 29.65%，低于澳优的 50.29%，Blackmores 的 57.69%，H&H 国际控股的 67.35%，GNC 的 101.01%，康宝莱的 125.93%；净利率——2018 年汤臣倍健 20.87%，远高于 GNC 的 2.96%，康宝莱的 6.06%，Blackmores 的 8.77%，H&H 国际控股的 8.32%，澳优的 11.96%。综上，本案 2018 年 ROE 较高主要是净利率高，康宝莱、GNC 负债超过资产导致 ROE 为负。那么，未来其是否能保持这样的回报水平？我们继续往下建模。

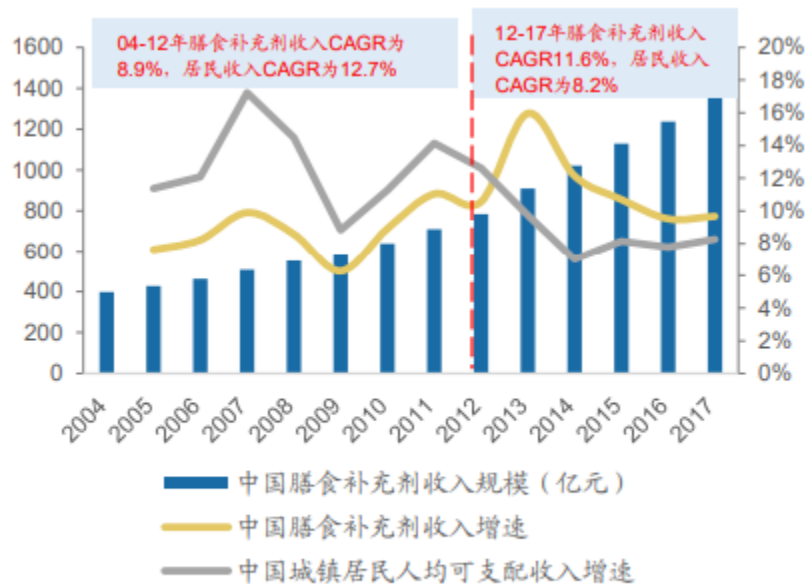
(肆)

从历史收入增速来看，汤臣倍健的收入增速整体呈下降趋势，其增速主要经历了两个增速中枢：1) 2008 年-2013 年：增速主要在 45%-90%区间；2) 2014 年至今：增速主要在 15%-35%区间。



图：历史收入增速（单位：%）来源：并购优塾

增速的下降，主要与政策有关。

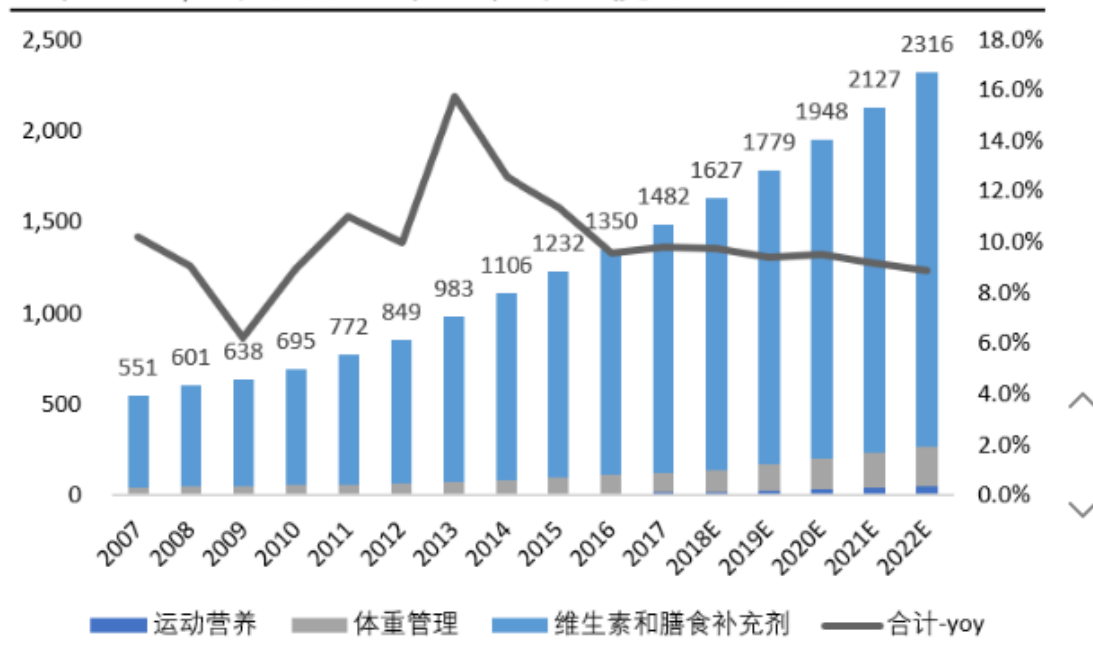


资料来源：wind，彭博，广发证券发展研究中心

图：中国膳食补充剂市场规模（亿元；%）来源：广发证券发展研究中心

先来看第一阶段（2008 年-2013 年）——这一阶段，我国居民收入复合增长率为 12.7%，保健意识增强，人们用于营养品的消费水平也随之上升。2009 年—2013 年，膳食营养补充剂终端零售市场规模的年复合增长率达 12%，市场规模由 2008 年的 601 亿元增至 2013 年的 983 亿元。

图 2：中国保健品行业市场规模（亿元）



数据来源：Euromonitor，东北证券

图：膳食补充剂市场规模（单位：亿元）来源：东北证券

生产膳食补充剂的企业数量也呈现井喷式增长，从 2005 年的不足 1000 家增至 2012 年的 2676 家，平均增速超 23.94%。与此同时，本案快速布局药店商超销售渠道。销售终端数量从 2007 年的 3512 个，上升至 2012 年的超过 30000 个，年复合增速高达 50.57%。受益于迅速拓展销售终端，其收入在这一阶段也呈现爆发式增长。

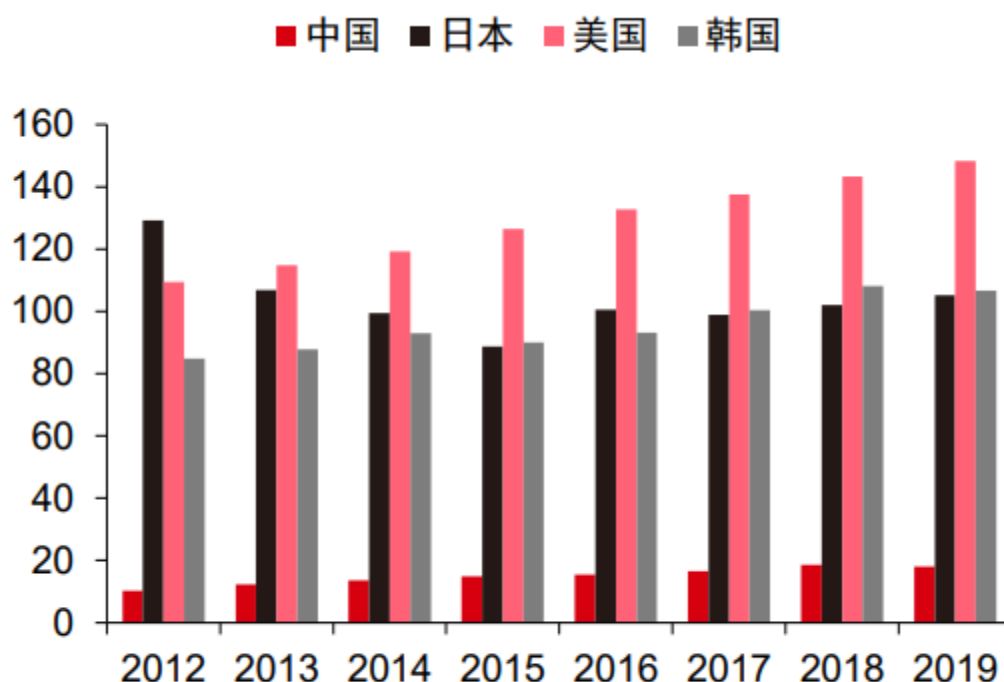
再来看第二阶段（2014 年至今）—— 由于膳食补充剂制造企业迅猛发展，也产生了不少非法生产、非法经营等情况。2014 年，食药监局对膳食补充剂行业日益严重的“非法生产、非法经营、非法添加、非法宣传”现象，开启专项监管。加之，居民可支配收入增速从上一阶段的 12.7%下降至 8.2%，导致膳食补充剂市场规模增速放缓，保持在年均 9.5%左右的增长水平。

另外，竞争格局方面，Swisse、Blackmores 等国际知名膳食补充剂品牌，纷纷通过跨境电商进入中国市场，消费者转向国外品牌，对本土品牌造成一定程度影响。2018 年，中国膳食补充剂行业的规模（1627 亿元）、增速（9.5%），相较于美国近 3000 亿元的规模，4%的增速，还处于较高的成长阶段，未来该行业增长的驱动力，一要看人均收入水平的持续提升，二要看居民保健意识的提高，三要看行业政策的推动。

对于汤臣倍健的收入预测，我们很难采用量价拆分法，故而采用自上而下的分析方法来预测。可以用公式表示如下： $\text{国内销售收入} = \text{我国膳食补充剂人均消费额} * \text{总人口} * \text{汤臣倍健的市占率}$ ，其中，核心变量为膳食补充剂人均消费额。对于国外业务收入，由于其整体规模较小，因此，我们简单按照增速法对其进行预测。可以用公式表示如下： $\text{国外业务收入} = \text{上一年销售收入} * (1 + \text{增速})$ ，其中，核心变量为增速 接下来我们先来看国内业务的收入如何预测。

(伍)

2019 年，其国内业务的收入为 48.04 亿元，同比增长 18.53%，占总收入的比重为 91.30%。下面，我们分别对收入的各要素进行预测。先来看我国膳食补充剂的人均消费额：2019 年，我国膳食补充剂人均消费额为 18 美元/年（折合人民币 127.62 元/年），2014-2019 年人均消费复合增速为 4.9%。对比发达国家来看，我国有较大差距。根据 Euromonitor 的数据，2019 年美国、日本、韩国人均消费额分别为 148 美元、105 美元、107 美元，我国远低于其他三个国家。

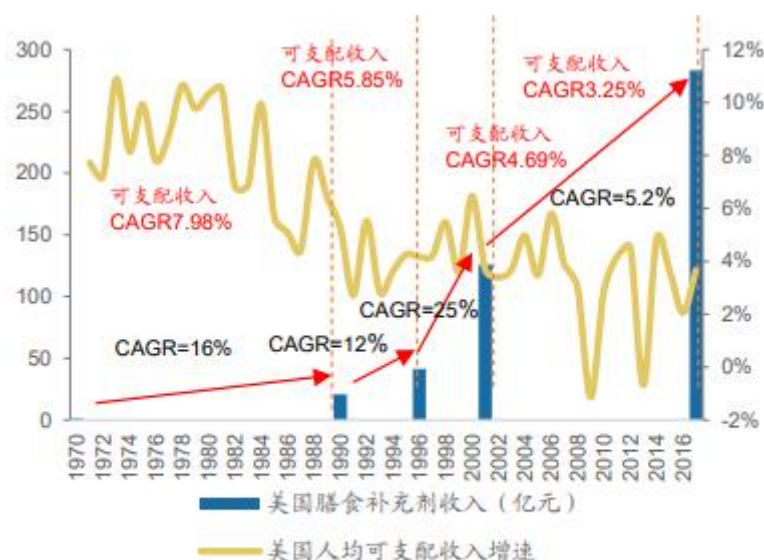


资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图：各国人均膳食补充剂消费额对比（单位：美元）来源：并购优塾、中信证券

导致我国人均膳食补充剂消费额较低的原因，主要有两方面：一是，人均可支配收入；二是，渗透率。

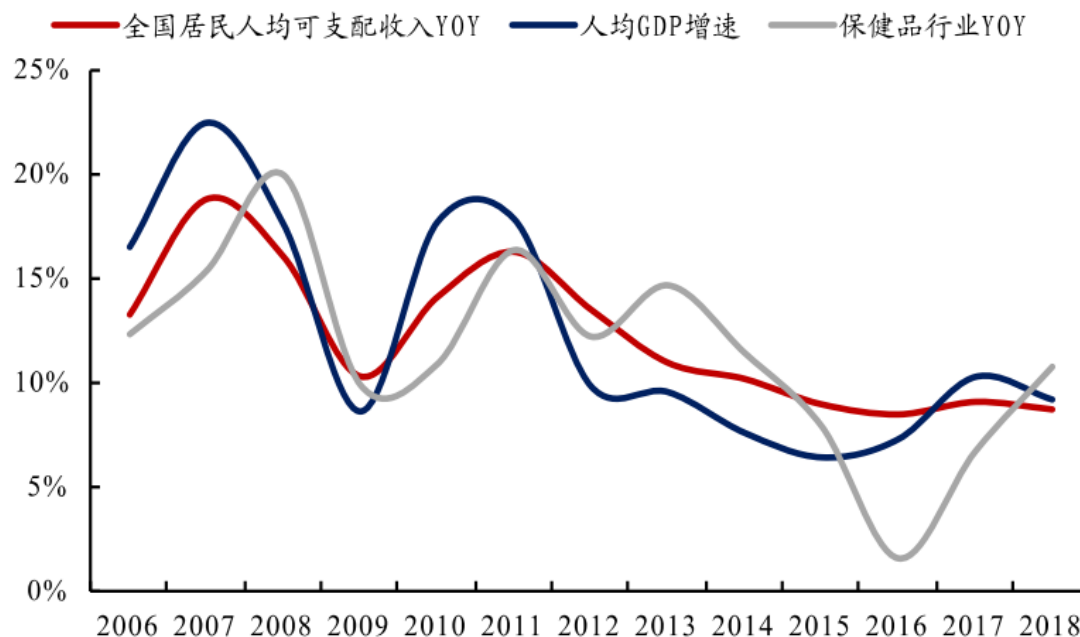
下面，我们分别来看： **1) 人均可支配收入** 随着人均可支配收入的增长，人们对膳食补充剂的消费也随之增加。从发达国家膳食补充剂消费的历史增长情况来看，人均可支配收入、人均 GDP 快速增长，膳食补充剂支出将会快速增加。从美国膳食补充剂行业的历史增长情况来看，除了 1996 年-2001 年由于美国将膳食补充剂审批制改为备案制，推动行业扩容，使得膳食补充剂的收入出现短暂的快速增长外，其余年份，人均可支配收入与膳食补充剂收入增速高相关。



资料来源：FDA, wind, 广发证券发展研究中心

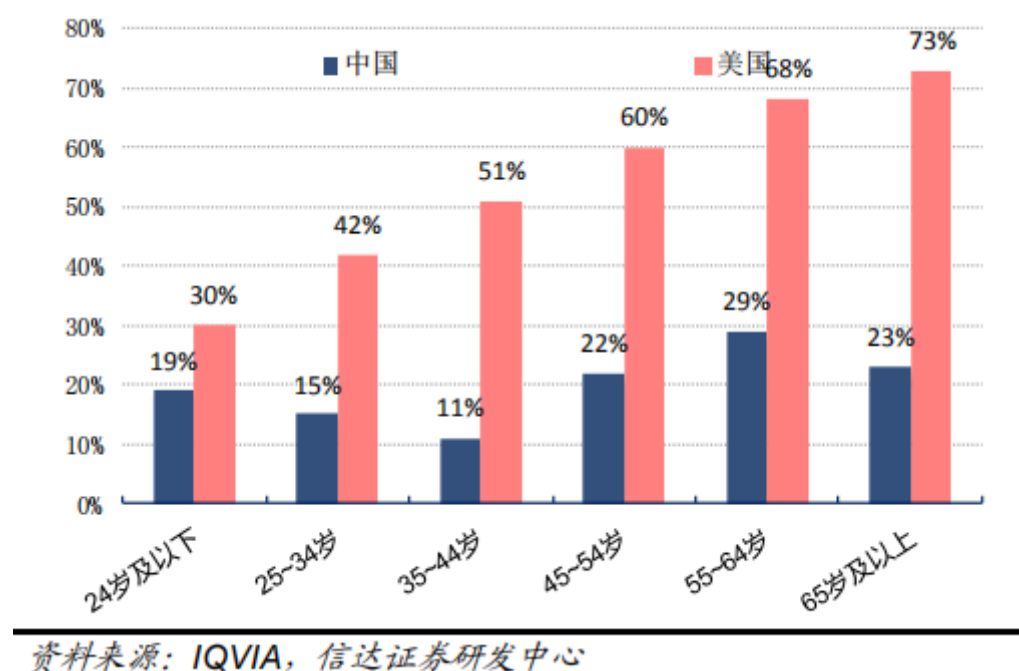
图：美国可支配收入增速和膳食补充剂增速（百万元，%）来源：广发证券

同时，从我国历史居民可支配收入增速、人均 GDP 增速和膳食补充剂行业增速来看，其变动趋势也与美国基本一致。



图：中国居民可支配收入增速、人均 GDP 增速和膳食补充剂行业增速（百万
元，%）来源：兴业证券

2019 年，我国人均可支配收入为 30733 元，同比增长 8.9%，相当于美国 1973 年的水平。而从行业增速上来看，目前我国膳食补充剂行业增速 10%左右，与美国 20 世纪 70 年代的增速也比较接近。2) 渗透率 注意，目前，我国膳食补充剂的渗透率为 20%左右，45 岁以上的人群是膳食补充剂的主要消费群体，远低于美国（50%）、日本（40%左右）的水平。



图：中美各年龄段膳食补充剂渗透率对比（单位：%）来源：信达证券研发中心

这主要由于我国膳食补充剂的发展历史较短，居民使用膳食补充剂的习惯尚未完全建立，导致我国与发达国家存在 2-3 倍的差距。不过，随着我国人均可支配收入的增长，以及老龄化促进渗透率提升，未来我国膳食补充剂行业仍将保持较高增长。

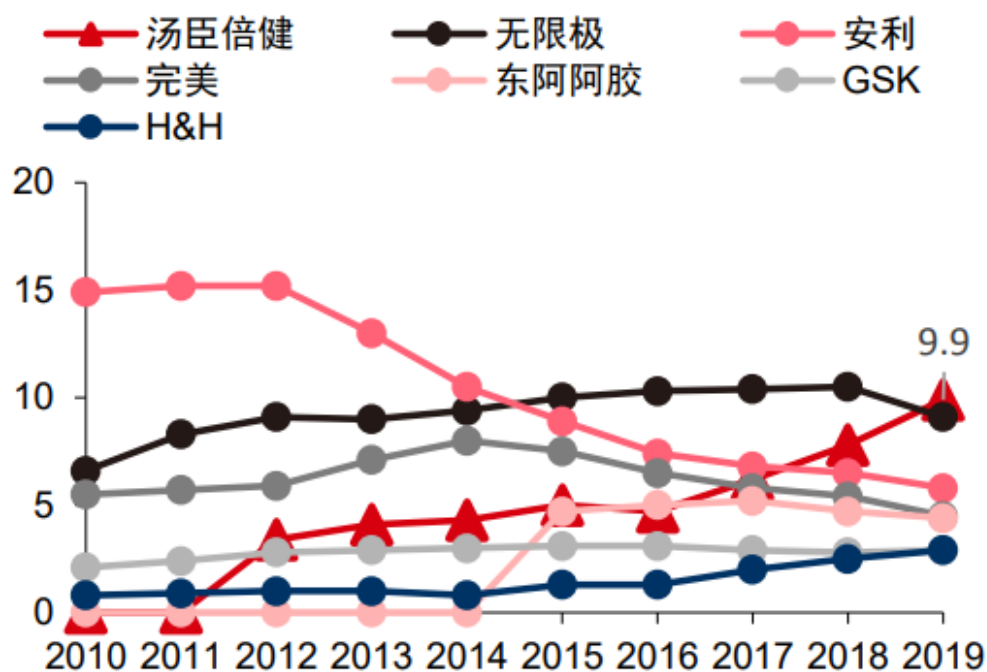
考虑到 2020 年卫生事件影响，一方面导致人均可支配收入增速放缓，另一方面可能减少非刚需膳食补充剂的消费，《并购优塾》假设，2020 年，人均膳食补充剂消费额增长率与 2019 年增速保持一致，2021 年恢复至 2017-2018 年平均增速 16.41%，随后逐渐下降到美国平均增速 3.5%。

再来看人口数量：2019 年，我国总人口为 14 亿，同比增速 0.33%。根据 World Population Review 做出的预测，到 2030 年，我国人口达到 14.6 亿

人，复合增长率 0.41%。因此，我们假设至 2029 年我国人口的年复合增速维持 0.41%。

(陆)

近年来，汤臣倍健在线下渠道积极扩张，2015 年开始布局线上渠道，抓住了电商的发展红利，同时，2016-2019 年，借助大单品“健力多”的高增长（复合增速为 104%），进一步占据市场份额，市占率持续上升。直销龙头无极限、安利、完美仍以直销为主，错过电商红利。2019 年，汤臣倍健的市占率为 9.9%，行业排名龙头。



资料来源：CFDA，中信证券研究部

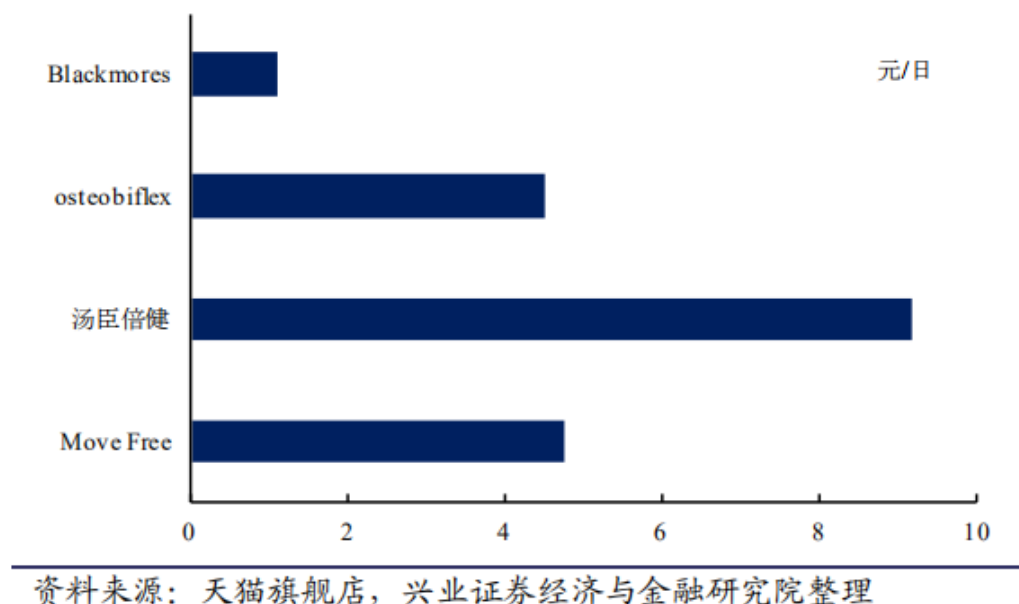
图：2010-2019 年中国膳食补充剂行业市场份额变化（单位：%）

来源：中信证券

注意，由于该行业门槛不高，行业竞争呈现白热化，那么，汤臣倍健未来能否实现市占率的提升？我们从两个角度来思考，一是产品，二是销售渠道。

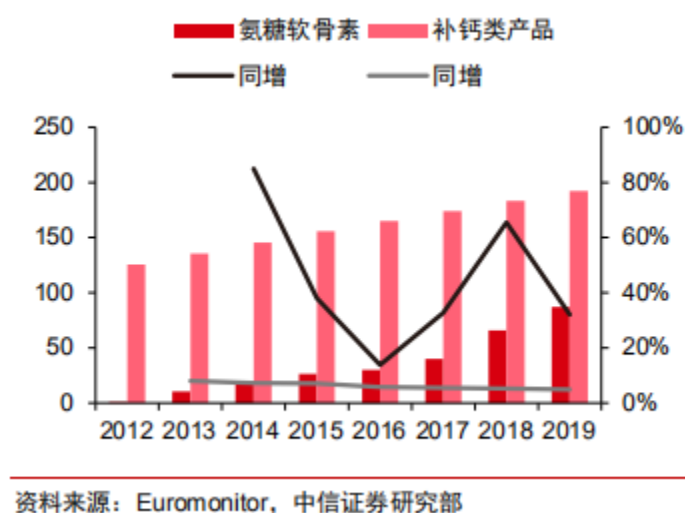
先来看产品方面：随着消费者对保健产品的认知增长，一款保健产品是否有效，以及产品质量的高低，决定了这门生意是否持久。就像大多数消费品一样，保健品行业也有爆款的逻辑。本案的爆款产品是健力多，属于维生素及补充剂类别，是修复软骨、补钙为功效的氨糖（氨基葡萄糖）软骨素钙片。2017 年，本案将健力多销售由子公司整合进入汤臣药业，共享主品牌渠道，助力健力多快速提升渠道覆盖，集中力量打造“健力多”大单品。2016-2019 年，健力多 CAGR 为 104%，2019 年市占率约 35%。

产品竞争力如何？从产品质量和氨糖的取代性来看：**1) 产品质量** 氨糖对关节问题功效，使产品处于领先优势，兴业证券调研数据显示，健力多产品有效率达 70%，复购率达 64%，高质量也带来高溢价，对比骨健康主要产品的日均支出，汤臣倍健排名为龙头，接近 10 元/日。



图：骨健康主要产品的日均支出（元/日）来源：兴业证券

2) 氨糖的取代性 2019 年，我国氨糖软骨素市场规模达 86.4 亿元，同比增长约 30%，含氨基葡萄糖钙片占市场补钙类产品 45%，美国这一比例是 77%，所以，氨糖钙片有望替代非氨糖钙片，进一步提升市占率。



图：补钙类市场及氨糖软骨素市场规模及增速（单位：亿元，%）

来源：中信证券

除了“健力多”，运动蛋白粉、益生菌补充剂产品，也均处于高速发展阶段，根据 Euromonitor 数据显示，过去 5 年的复合增速分别为 41.2%、15.4%，分别对应本案的运动蛋白粉、Life Space 两个产品，我们分别来看：

1) 运动蛋白粉 运动蛋白粉，用于健身后的蛋白质补充和增长肌肉，属于保健品赛道的运动健康领域。根据国家统计局数据，2009-2015 年，经常参加体育锻炼的人数从 3.74 亿增至 2015 年 4 亿，预计到 2020 年，经常参加体育锻炼的人数达到 4.35 亿。Euromonitor 数据显示，2019 年市场规模为 30.98 亿元，市场规模小但是增速快，同比增长 30%。该领域市场份额不断集中，2019 年 CR3 近 50%，本案市占率 13%，排名第二。排名首位的是西王食品，其在 2016 年收购了加拿大 Kerr 公司，进入运动营养领域，目前市占率达到 27%。Kerr 旗下的 muscletech 在国内品牌认可度更高，近 3 年本案在运动健康领域的市占率始终在 12%-13%。

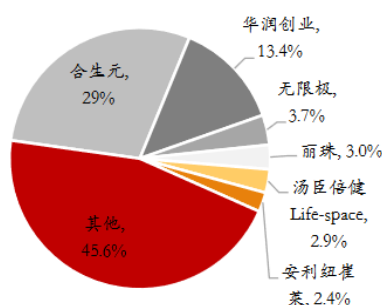
2) 益生菌 Life Space Life Space，是汤臣收购的 LSG 旗下产品，LSG 是澳洲益生菌龙头品牌。

2018 年，汤臣倍健收购了澳洲益生菌龙头 LSG，估值高达 35.62 亿元，而 2017 年其净利润仅为 0.63 亿元，净资产仅为 1.01 亿元。按照 2017 年的数据计算，当时的估值倍数相当高，PE 达到 57 倍，PB 达到 35 倍。如此高的估值，随之带来了高达 21.66 亿元的商誉，其占 2018 年净资产的比重高达 31%，具有很高的减值风险。

如此重金投注的产品，具有什么样的吸引力？益生菌，可以通过调节肠道内菌群平衡，促进营养吸收，有助于防止腹泻、改善便秘。随着办公室工作人员越来越多，人口老龄化，以及压力大等原因，人们肠道问题越来越普遍。根据中国产业信息网数据显示，48.7%的人存在腹泻问题，47.6%的人存在便秘问题，这推动益生菌的增长。国内益生菌竞争者，以 29%市占率排名首位的是 H&H 国际控股，其原名合生元，主营婴幼儿奶粉、成人营养及护理用品和益生菌，不过，其益生菌主要深耕母婴、线上渠道，主要针对婴幼儿。

而 Life Space 针对婴童、孕妇、成人，品类更佳丰富，布局药店、母婴、线上等渠道。不过，部分药店需保健品批文才能上货，**Life Space 于 2020 年 1 月才获得批文**，受此影响，2019 年 Life Space 在药店渠道铺货比例不足 25%，市占率仅 2.9%，位列第五。但不受批文影响的线上渠道的市占率高达 47.36%，较第二名 H&H 国际控股的市占率高出近 36%，更具竞争优势。

图表 6：2019 中国益生菌补充剂市场集中度



来源：Euromonitor、中泰证券研究所

图表 7：2017 中国益生菌补充剂线上销售占比排名

品牌	线上销售占比
life space	47.36%
swanson	11.64%
reperfe	7.40%
hyperbiotics	6.67%
nutrition care	5.74%
arrow formulas	3.95%
其他	17.24%

来源：阿里系数据、中泰证券研究所

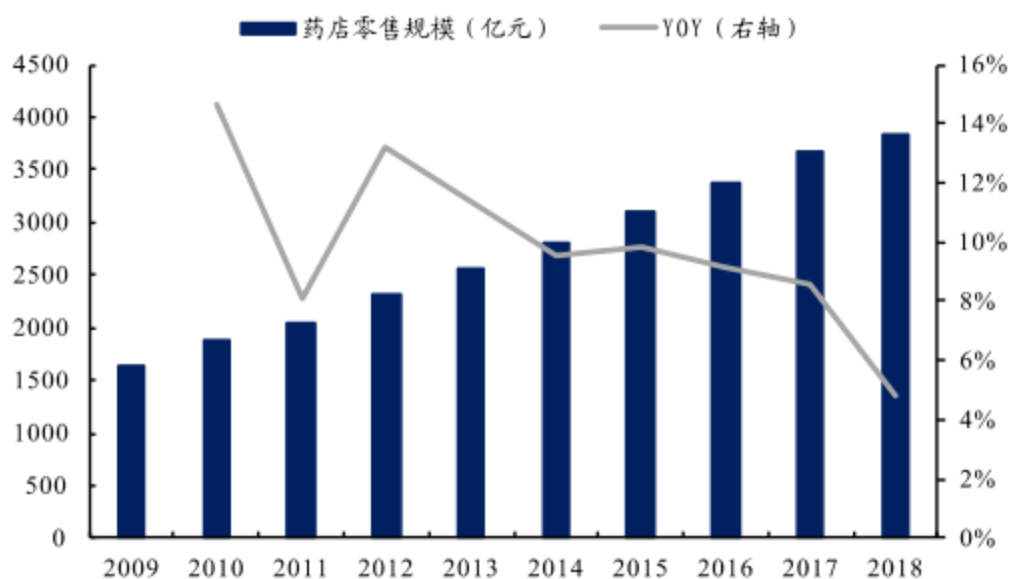
图：2019 中国益生菌补充剂市场集中度和线上份额（单位：%）

来源：中泰证券

(柒)

再来看渠道方面：对于一家保健品公司来说，烧钱的支出就是销售费用，包括销售团队建设、渠道维护、线上电商布局、广告代言宣传等。这一点，保健品与日常消费品基本运营逻辑一致。2018 年本案销售费用率是 29.42%，而乳制品中，伊利和光明乳业分别为 25.04%、23.8%，酒类的青岛啤酒、水井坊分别 18.32%、30.31%。2019 年保健品各销售渠道占比：直销 36%、药房 16%、电商 34%、商超 2%、其他 12%。从汤臣倍健的销售渠道布局来看，其主攻线下市场，收入中近 80%来自线下。根据其经营计划，2020 年公司计划在原有经销商基础上裂变，拓展下沉市场，并继续进行电商化。

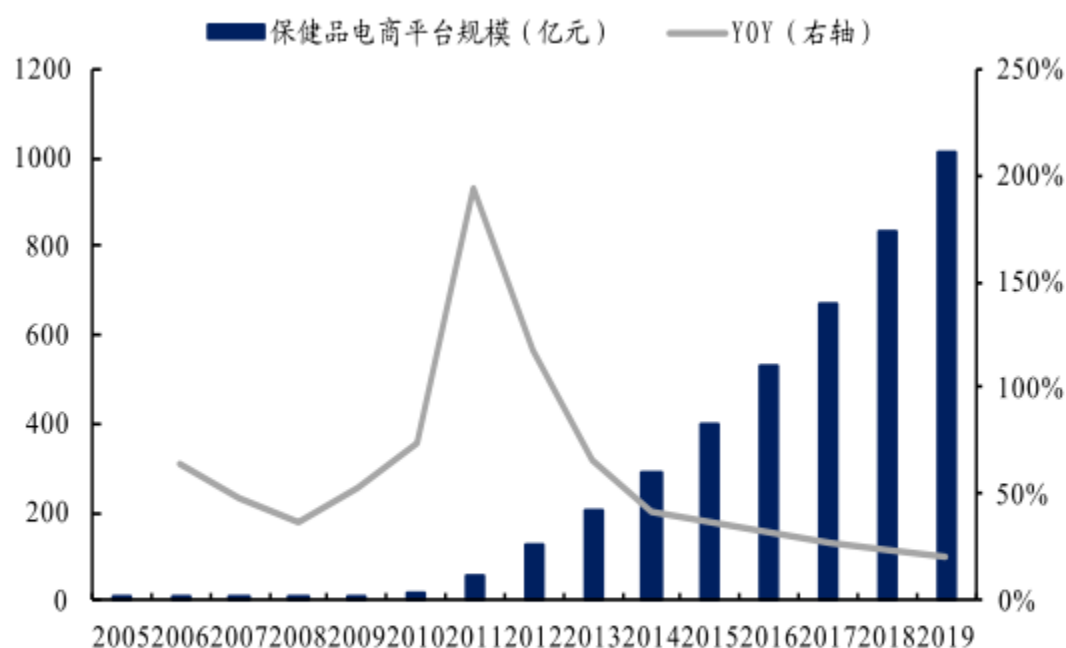
我们分线上、线下来看：**1) 线下** 美国主要以零售和药店为主，占比可达到 60% 以上，直销仅占到 15%左右，我国以直销为主，占比 40%左右。汤臣倍健看准了随着监管趋严，零售和药店份额将增加，因此选择非直销渠道的蓝海市场。成立以来，其不断扩展药店渠道，药店销售终端达 3 万+，由于部分药店进入需保健品批文，汤臣倍健积极申请，目前拥有 144 个批文，位列行业龙头，形成竞争壁垒，使得 2019 年**药店渠道市场份额龙头 (32%)**。



图：药店零售规模和增速（单位：亿元，%）来源：兴业证券

2) 线上 不过，随着电商崛起，药店渠道市场份额增速逐年下降。线上保健品增速长期保持在 20% 以上，市场份额也逐年增加，不断挤压线下份额。2015 年本案开始布局线上渠道，2017 年成立电商事业部，更加重视线上渠道，通过社交电商，品牌推广，增加品牌曝光，增加市占率。

2019 年，汤臣倍健的线上渠道市占率在 8%-9% 区间，位列龙头。



数据来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图：电商零售规模和增速（单位：亿元，%）来源：兴业证券

综上，汤臣倍健在产品和渠道都具备较强的竞争力。集中度能否提高，主要受线下市场的下沉情况是否顺利，以及线上市场的市场份额提升幅度。由于存在不确定性，因此《并购优塾》进行情景假设。乐观情况下：假设其在线上线下市场拓展，以及高增长产品市场竞争上，均比较顺利。因此，我们假设其市占率至2029年逐步增加至澳洲膳食补充剂行业龙头 Swisse 的市占率 13.3%。保守情况下：假设其业务拓展不顺利，市占率维持现有水平 9.9%。好，到这里，我们已经完成了国内业务的收入预测。不过，有一个细节还需要调整。

(捌)

需要注意的是，以上分析的市场规模是零售口径，这个口径和按出厂价计算的市场规模（营业收入/市占率）相差很大。比如，根据零售口径得到的 2019 年市场规模为 1785 亿元，而如果按照汤臣倍健的国内业务收入与其市占率，倒推出厂价口径的市场规模，则为 485 亿元（=48.04/9.9%），两者相差了近 3 倍。**而造成这两个口径有这么大差异的原因，是渠道商加价。**

由于保健品不同于药品，药品具有“两票制”的要求，保健品在销售渠道方面，更类似于消费品，中间会有多层经销商。这样一来，就造成了经销商和渠道商层层加价，导致出厂价口径和零售口径相去甚远。这样的问题，我们此前在研究消费品领域时也曾遇到过。根据券商披露的数据，在整个销售链条中，各级经销商毛利率 25% 左右，终端渠道 30%-70% 左右，而由于经销商层级可能不止一层，这样就扩大了出厂价和零售价之间的差距。

表 10：保健食品各渠道利润分配（假设终端销售价格 100 元）

	生产企业	经销商（携泰为例）	终端渠道
毛利率	65% 的毛利率。主要由于产品契合消费者需求，但是原料成本不透明、产品功效和消费健康需求相关，以及部分送礼属性决定	保健食品 25% 左右的毛利率。即 30 元左右从生产企业拿货，40 元卖给下级经销商或者终端	30%-70% 的毛利率，保健食品占药店收入比重约为 8-10%，若大型连锁药店集采，则会比中小型个体药店毛利高 10ppt。
销售费用率	28%，其中 2017 年市场推广费用、终端及经销商费用以及广告费用分别占收入比 3.9%、3.1%、12.9%	9%，其中市场推广费用占收入比重约为 3%。	25%，其中占比最大的为职工费用和房租物业，分别占收入比重 13% 和 8%
利润率	25%	8%	5-7%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所，数据参考 2017 年年报

图：保健食品各渠道利润分配 来源：浙商证券

由于保健品的产品特性，未来预计仍然需要依靠渠道来做大市场，因此，我们预计未来市场规模口径差异依旧会存在。此处，我们采用出厂价口径的市场规模来预测收入，另外，无论是出厂价口径还是零售价口径，背后的行业驱动力都是一致的，所以，收入增速仍沿用上述分析。

单位：亿元人民币（特殊说明除外）		2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
国内收入																
1 人均保健品消费	受今年疫情影响假设2020年人均保健品消费增速较2019年放缓一倍，2021年恢复至2017-2018年平均水平增速16.41%，此前还参考了剔除美国平均增速3.5%。	86.80	104.93	117.00	127.42		139.20	162.05	185.97	204.49	223.29	240.21	255.22	268.37	279.77	289.57
ICDF			21.31%	11.30%	9.08%		8.08%	16.41%	13.53%	11.15%	9.19%	7.88%	6.33%	5.13%	4.23%	3.50%
人口	对于未来我国总人口预测，我们采用国家统计局预测数据，假设到2027年总人口约14.72亿，复合增长率为0.63%。	13.75	13.83	13.90	13.95	14.00	14.06	14.11	14.17	14.23	14.29	14.35	14.40	14.46	14.52	14.58
零售口径的保健品行业规模					1,786.68		0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%
ICDF						1,786.68	1,956.79	2,287.17	2,607.15	2,909.72	3,190.18	3,445.96	3,676.19	3,881.31	4,062.61	4,221.96
出厂价口径的保健品行业规模	假设其增速与零售口径的保健品行业增速保持一致，假设在出厂价口径下，由于经销商、以及跨境电商产品竞争加剧，均会取折扣。因此，我们假设其市占率至2029年逐步增加至澳洲保健品龙头Swire的市占率13.3%。				485.25		9.52%	16.88%	13.99%	11.61%	9.64%	8.02%	6.68%	5.58%	4.67%	3.92%
ICDF						485.25	531.45	621.18	708.09	790.26	866.44	935.90	998.43	1,054.14	1,103.38	1,146.66
市占率	假设其增速与零售口径的保健品行业增速保持一致，假设在出厂价口径下，由于经销商、以及跨境电商产品竞争加剧，均会取折扣。因此，我们假设其市占率至2029年逐步增加至澳洲保健品龙头Swire的市占率13.3%。	4.9%	5.6%	6.1%	7.3%	8.9%	10.2%	10.5%	10.8%	11.1%	11.5%	11.8%	12.2%	12.5%	12.9%	13.3%
国内营业收入	假设其增速与零售口径的保健品行业增速保持一致，假设在出厂价口径下，由于经销商、以及跨境电商产品竞争加剧，均会取折扣。因此，我们假设其市占率至2029年逐步增加至澳洲保健品龙头Swire的市占率13.3%。	22.64	23.09	31.11	40.53	48.04	54.19	63.24	76.60	88.06	99.44	110.63	121.57	132.20	142.53	152.56
ICDF							20%	17%	15%	13%	11%	10%	9%	8%	7%	7%

图：收入预测 来源：并购优塾

好，国内收入调整完毕，接下来，国外市场的收入又要如何预测？

(玖)

其国外收入的唯一来源，是 2018 年 8 月通过收购获得的 LSG 的境外业务（代购需求+澳洲本土需求），2018 年并表收入 2.73 亿元，2019 年收入为 4.58 亿元。注意，2019 年正式实施《电子商务法》，对国外品牌代购产生较大冲击，代购开始去库存，交易减少，导致国外保健品行业收入出现下滑。

《电子商务法》中，对代购影响较大的几个条款为：代购必须注册为经营实体且须依法纳税；代购必须为售卖的产品或服务对消费者生命及健康的影响负责；出售给消费者的货品只能作为私人使用，不可进行二次贩卖。注意，澳大利亚的保健品监管严格，澳洲联邦药物管理局(TGA)把保健品作为**药品**，通过立法进行严格的管

制，深受国内民众的欢迎，代购普遍。因此，LSG 受《电子商务法》影响大。2018 年从澳大利亚进口膳食补充剂占比 22.3%，位列龙头。根据 IRI Scan Sales data, Pharmacy 统计，受代购追捧的澳大利亚品牌营业收入，大多出现 15% 以上的同比下滑，LSG 在 2019 年收入同比下降 44%。

考虑到国外收入均来自澳洲，而澳洲膳食补充剂行业近五年复合增速为 -0.5%，行业相对饱和，所以《并购优塾》保守假设，国外业务增速为 0%。至此，收入预测已经完成。不过，单一逻辑毕竟不一定靠谱，我们还需要从多个逻辑角度，做交叉印证。

(拾)

综合以上数据，《并购优塾》计算出数据，近三年的收入增速分别为 11.69%、18.8%、16.27%。这里，我们再结合“内生增速”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
总营业收入															
3 总营业收入	22.66	23.09	31.11	43.51	52.62	59.77	69.82	81.18	92.64	104.02	115.21	126.15	136.78	147.11	157.14
YOY			25%	32%	26%	11.69%	18.80%	16.27%	14.11%	13.29%	10.59%	9.49%	8.43%	7.33%	6.62%

图：收入预测 来源：并购优塾

方法一：内生增速——采用预期增长率，采用公式：内生增速=净资产回报率*（1-分红率）。其近 2016-2018 年平均分红率约为 69.33%，平均 ROE 约为 15.33%，通过计算，得到内生增速为 4.70%。

方法二：外部分析师预期——这里我们选取 180 天内 19 家机构在 2020 年-2022

年的预测，营收增速分别为 21.22%、18.48%、16.76%，利润增速分别为 467.33%、20.32%、18.8%。

国信证券——2020-2022 年收入预测增速分别为：19.3%、18.7%、17.6%，主要观点：认为卫生事件激发消费健康意识，国内行业景气回暖，后续对维生素与膳食纤维需求有望提升，减值风险出清，LSG 品牌加速在药店、母婴等渠道的渗透，推动恢复增长。

华泰证券——2020-2022 年收入预测增速分别为：17.62%、19.05%、18.08%，主要观点：推出第四大单品，面向护肝市场，认为该单品具备批文稀缺、复方配方等优势。虽然行业整治压力仍持续存在，但是公司 2020 年大单品推广及渠道下沉将加大力度，积极应对外部市场压力。

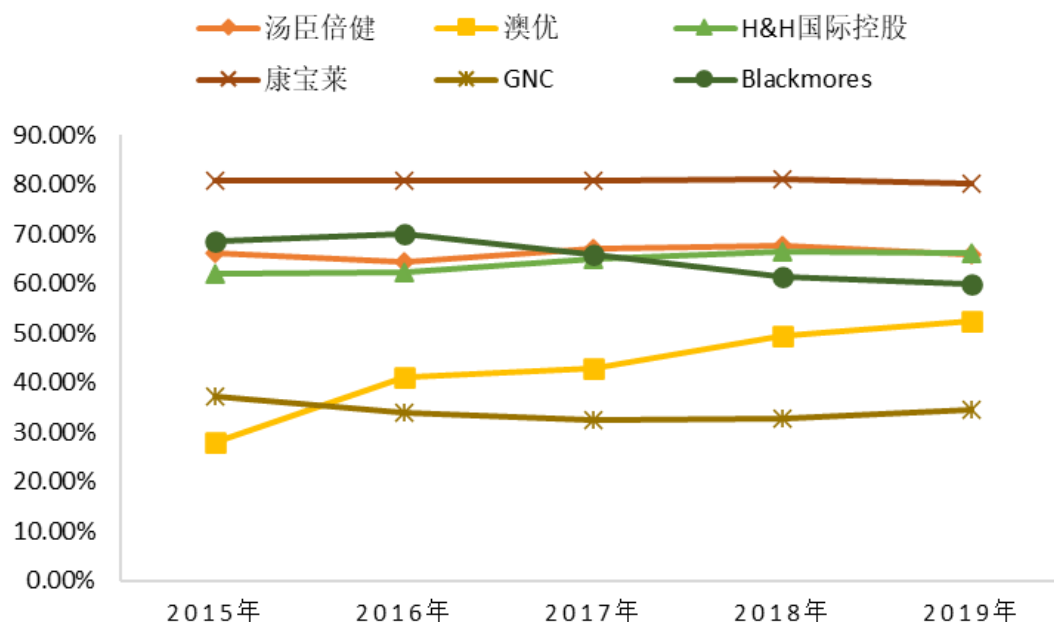
整体来看，我们和其他机构在 2020 年的收入预测有较大差异，而此后两年无较大差异，主要由于考虑到受此次卫生事件影响，2020 年收入增速可能会出现下滑。

和内生增速法具有较大差异，主要由于汤臣倍健分红率较高所致。至此，收入层面已经分析完毕，接下来，我们看另一个问题：利润表，该如何建模？

(拾壹)

收入预测完毕后，我们进入 EBIDTA 的预测，这部分可以拆分为四大块：成本、研发费用、管理费用、销售费用。1) 先看成本项，主要包括原材料、人工工资、折旧、制造费用。2015—2019 年，本案毛利率分别为 66.28%、64.40%、67.08%、67.66%、65.78%，整体较为稳定。与同行业相比，本案的毛利率处于

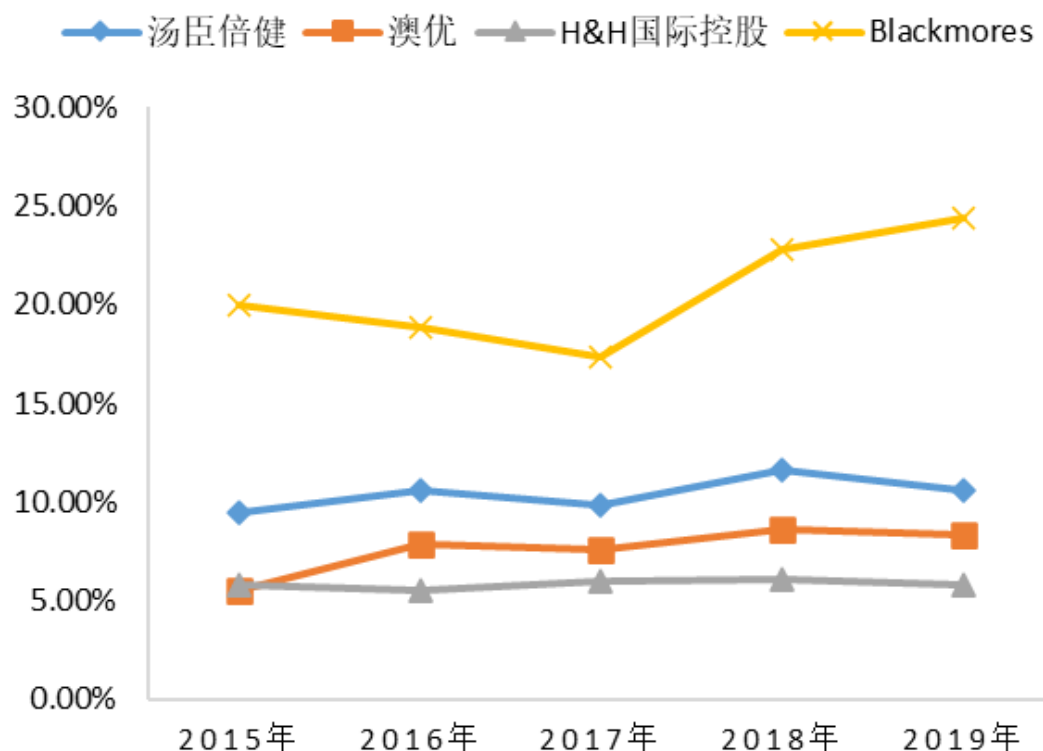
行业中等偏上水平，康宝莱高毛利率主要原因在于其直销模式下，价格比经销模式更高，GNC 自营门店占 70%左右，半零售性质拖累毛利。



图：同行业毛利率对比（单位：%） 来源：并购优塾

由于本案毛利率较稳定，因此，《并购优塾》假设，本案毛利率维持近 5 年的平均水平 66.24%。

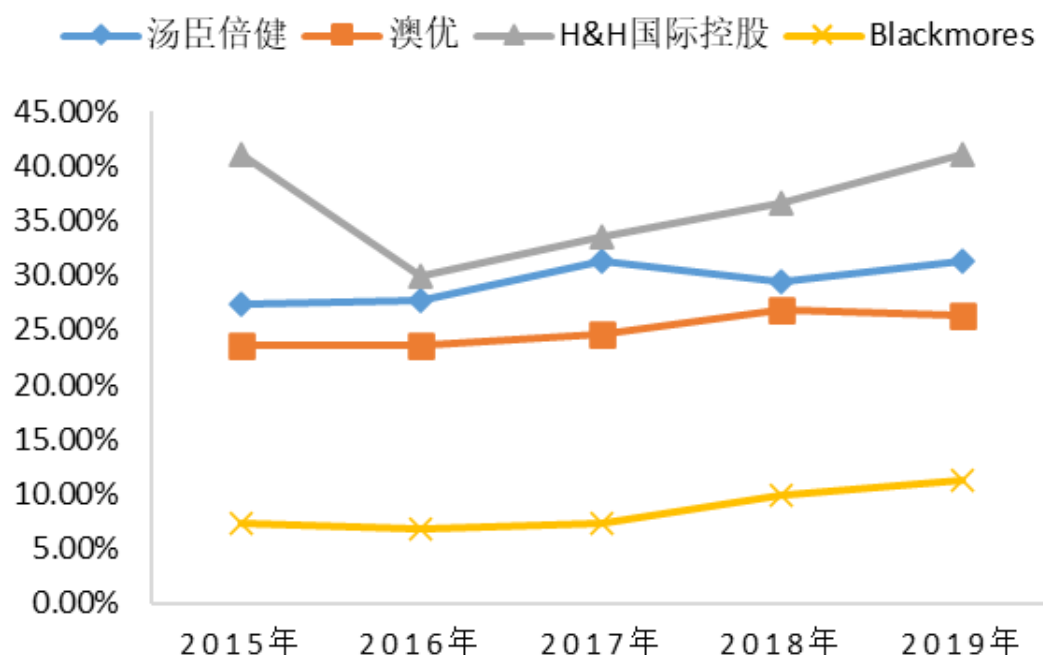
2) 管理费用（含研发费用）——主要包括工资薪酬、研发费用、折旧及摊销、中介机构费用、存货损失等。 2015 年至 2019 年，本案的管理费用占营业收入的比例分别为 9.42%、10.59%、9.84%、11.59%、10.56%，整体波动不大。2018 年存货损失增加，管理费用率增加，2019 年存货损失减少，管理费用率随之下降。与同行业相比，本案的管理费率处于行业较高水平，主要是行政人员较多，管理人员薪酬福利较高。另外，澳洲企业 Blackmores 的管理费用里包含生产工人工资，所以管理费用率高于行业水平。



图：同行业管理费用率（单位：%） 来源：并购优塾

由于2018年进行收购，历史数据不可比，《并购优塾》假设——在预测期内，管理费用率取2019年的比率（10.56%）。**3）销售费用——**主要包括运输物流费、广告宣传费、产品质量保证金等。

2015年至2019年，本案销售费用占营业收入的比例分别为27.30%、27.67%、31.29%、29.42%、31.37%，呈上升趋势，主要是广告费用投入增加及销售规模扩大导致工资、物流费用、终端及经销商费用等增加所致。与同行业相比，本案的销售费用率处于行业中等水平。Blackmores与本案相似，以商超、药店等渠道为主，品牌优势广告投入低，因而销售费用率低。H&H国际控股的婴幼儿和成人营养产品销售费用高，近几年又在扩展线上渠道，所以其销售费用高。



图：同行业销售费用率（单位：%）来源：并购优塾

公司计划 2020 年升级经销商体系，大幅增加经销商，并且拓展线上渠道和母婴渠道，为了渠道开拓，预计品牌投入和广告曝光仍然维持现有的较高水平。《并购优塾》假设——预测期销售费用率维持 2019 年水平 (31.37%)。至此，利润表的购建已经告一段落，不过，还有折旧摊销方面需要分析。而分析折旧摊销，就必须研究另一件重要的事——本案未来将在设备、厂房等长期资产方面，花掉多少钱？这些钱，将如何摊销到每一年的利润表中？

(拾贰)

2015 年至 2019 年，本案近五年资本支出分别为 2.70 亿元、1.50 亿元、1.54 亿元、2.51 亿元、3.32 亿元，占总资产比重分别为 5.50%、2.82%、2.52%、

2.56%、3.99%，其资本支出主要用于房屋建筑物、设备、土地使用权等。2016-2018 年资本支出金额波动不大，2015 和 2019 年由于房屋建筑物及配套设施增加，导致资本支出占总资产比重上升。从资产结构来看，2019 年，本案固定资产、在建工程、无形资产、长期待摊费用占总资产的比重分别为 9.94%、10.41%、16.34%、0.02%，其中，由于 2018 年并购 LSG，导致无形资产占比高。

结合以上数据，《并购优塾》对资本支出做出合理假设：

- 1) 购建固定资产——由于固定资产投入占营业收入的比重较低，因此假设未来该比例保持在近三年平均水平 3.70%；
- 2) 新增在建工程——由于厂房、商铺、设备等投资增加，2015 年、2019 年新增在建工程较多。考虑到 2019 年预算较高的营养探索馆项目已接近完工（完工率为 89.69%），预计新增在建工程/营业收入维持 2018 年水平 13.48%；
- 3) 在建工程转出——由于 2017 年在建工程中，占比较高的技术运营中心工程及 4#厂房项目转固 2 个项目都完工，所以 2017 年在建工程转出较高，其余年份波动不大，因此假设在建工程转出/上一年在建工程维持其余 4 年平均水平 (47.94%) ；
- 4) 折旧——我们假设固定资产每年折旧 9.5%（按照折旧年限为 10 年，残值率 5%）；
- 5) 新增无形资产——受 2018 年受并购 LSG 产生的商标及品牌经营权影响，当年新增无形资产 14.14 亿元，占营业收入高达 33.18%。不过，2019 年由于其业绩不及预期，计提 5.62 亿大额无形资产减值，导致新增无形资产为负，减值风险已

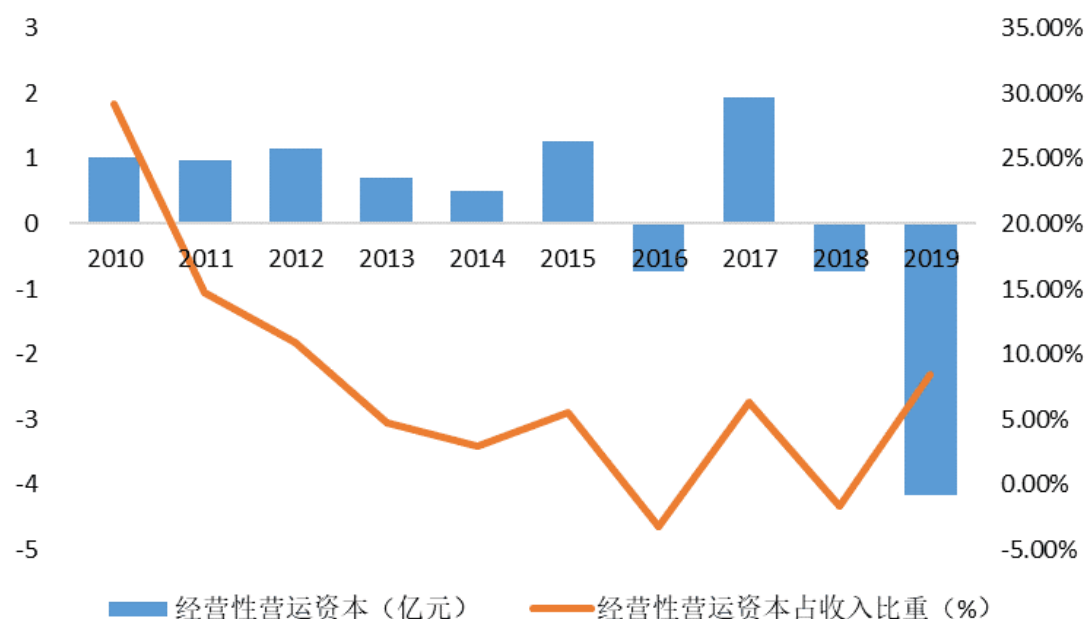
经出清。因此《并购优塾》假设，预测期新增无形资产/主营业务收入，恢复至 2015-2017 年平均水平 2.69%。无形资产摊销/期初无形资产维持 2019 年水平 (10.01%) ；

6) 长期待摊费用——由于近 4 年新增长期待摊费用较低且稳定，因此，我们假设新增长期待摊费用/主营业务收入未来维持近 4 年平均水平 (0.02%) 研究至此，

CAPEX(资本支出)、折旧摊销预测完毕。但是，还有另一大变量，会极大的影响自由现金流，进而影响估值建模——本案，在产业链上话语权如何？它是否能够占用上下游的资金，进而增强自己的现金流，以提升企业内含价值？

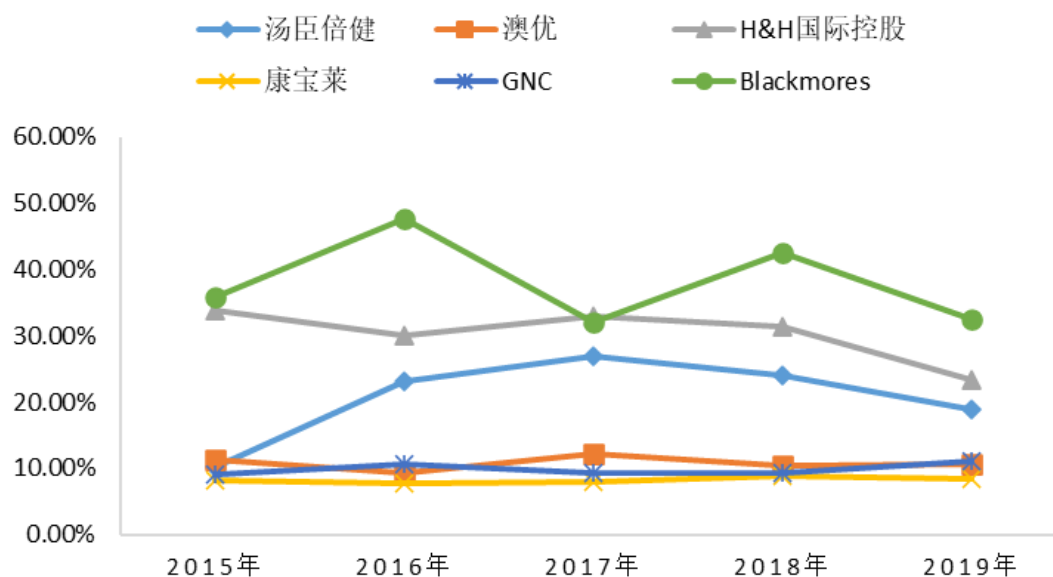
(拾叁)

2015 年至 2019 年，其经营性营运资本分别为 1.26 亿元、-0.74 亿元 1.95 亿元、-0.73 亿元、-4.17 亿元，经营性营运资本占收入比重分别为 5.56%、-3.20%、6.27%、-1.68%、8.42%，变动幅度大，主要受应付账款、预付账款增加影响。下面重点分析存货、应收账款、应付账款、应收账款和预收账款。



图：经营性营运资本占收入比重 来源：并购优塾

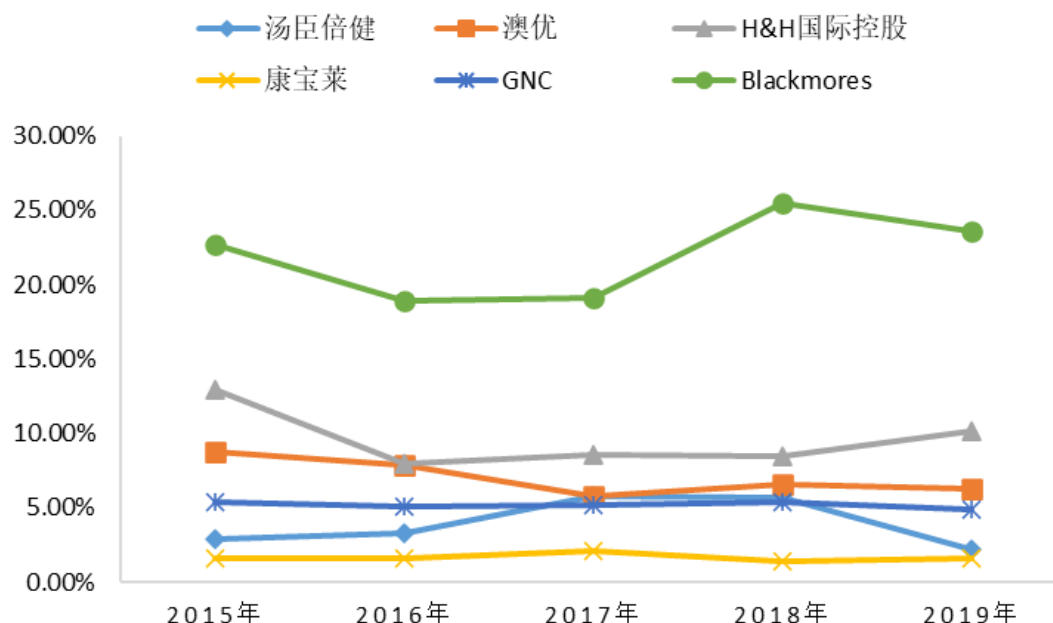
对上游的话语权——主要看应付账款、预付账款。 前五名供应商采购额占总采购额的 30.62%，与可比公司比，集中度较高。2015 年至 2019 年，其应付账款占成本的比重分别为 10.29%、23.17%、26.88%、24.11%、18.80%。同期，预付账款占成本比重较低，分别为 4.54%、3.48%、1.46%、4.19%、4.41%。从历史数据来看，其应付账款自 2016 年大幅上升后，此后较平稳，2016 年增长可能和 NBTY 设立合资公司健之宝（香港）有限公司布局大健康领域有关，随着 2018 年清算健之宝，应收账款占成本比重下降。而预付款项占比较少，且比较稳定。与同行业对比来看，本案的应付账款占营业成本比重处于中等水平。



图：可比公司应付账款占成本比（单位：%）来源：并购优塾

这里《并购优塾》假设，预测期内，应付款项占主营业务成本的比重维持 2019 年水平（18.80%），预付账款主要是原材料和广告费，占比较低且变动不大，预测期内取近两年平均水平（4.30%）。**对下游的话语权——主要看应收票据及应收账款、预收账款。**前五名客户销售金额占销售总额比例 27.74%，客户集中度与同行相比偏高。

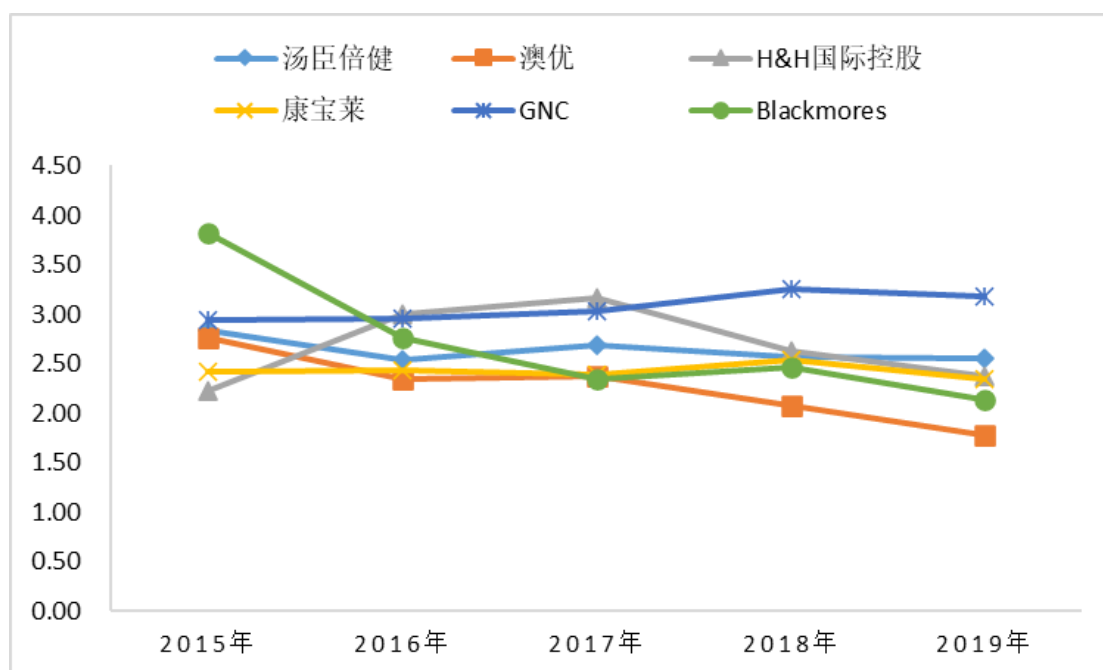
应收账款方面，2015 年至 2019 年，其应收账款分别为 0.67 亿元、0.77 亿元、1.81 亿元、2.49 亿元、1.14 亿元，占营业收入的比例分别为 2.96%、3.33%、5.82%、5.72%、2.17%，整体波动不大。与同行业对比，本案应收账款占营业收入的比重处于行业偏低水平。Blackmores 近五年均有 2 名大客户账款未还，2019 年两笔账款占应收账款总额 39%，因此应收账款占营业收入的比重高于同行。



图：可比公司应收账款占营业收入比（单位：%）来源：并购优塾

这里《并购优塾》假设，预测期内应收款项占主营业务收入的比重维持 2019 年水平 (2.17%)。从历史数据来看，2015 年至 2019 年，其预收账款占营业收入的比重分别为 2.12%、5.07%、5.79%、7.61%、9.79%，持续上升，说明话语权加强。这里《并购优塾》假设，预测期内预收款项占主营业务收入的比重，维持 2019 年水平 (9.79%)。

看完了话语权，再来看它的营运效率到底如何，主要看存货周转率。从历史数据来看，2015 年至 2019 年，汤臣倍健的存货周转率分别为 2.84 次、2.53 次、2.69 次、2.57 次、2.55 次，基本维持稳定。其存货由原材料、产成品、半成品等构成，其中产成品占比约为 49.23%，是存货的主要构成部分。与同行业对比来看，本案的存货周转率处于行业平均水平。这里《并购优塾》假设，预测期内存货占主营业务成本的比重，取近五年平均值 (44.72%)。



图：可比公司存货周转率情况（单位：次）来源：并购优塾

以上，关于估值建模的绝大多数假设都已完成，我们进入本报告核心的部分——
建模，到底如何测算？

(拾肆)

在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

1) 行业天花板：我国膳食补充剂渗透率，以及人均膳食补充剂消费额，与发达国家及地区存在很大差异，而根据艾昆伟咨询，截止 2018 年，我国膳食补充剂渗透率仅为 20%，而美国约为 50%。因此，未来我国膳食补充剂行业仍有较大的发展空间。

2) 未来增长驱动力：短期看渠道建设，看经销商体系升级对下沉市场份额的提升，长期看我国居民收入增加，使得膳食补充剂渗透率提高，以及人均膳食补充剂消费额的提升。

3) 投入资本回报：2017 年至 2019 年，我们计算其剔除现金和类现金资产的 ROIC 分别为 69.5% 、 47.7%、 52.3%；不剔除现金分别为 13.7%、 15.4%、 18.4%。

4) 护城河分析：品牌和销售渠道。

5) 从竞争格局上来看：近十年，汤臣倍健的市占率持续上升，2019 年位列首位，达 9.9%，第二、三、四名分别是无极限（9.1%）、安利（5.8%）、完美（4.5%），后三家企业均采用直销模式，在政策对直销的严监管下，本案的非直销模式具备一定的优势。

6) 风险因素：卫生事件影响超预期，国外品牌竞争，膳食补充剂监管政策风险。

研究到这里，建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行建模的表格测算.....

如需获取本报告全文

以及部分重点行业 Excel 建模表，

请查阅：科技版建模案例库

以及：专业版建模案例库，

建模部分，样图如下

以 XX 电力为例，经配平后的 BS 表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	28.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

以 XX 视频为例，CF 表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
（单位：百万元人民币，特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
（投资收益）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
（非经常性或非经营性损益）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性营运资金减少【期初-期末】				-2,582	-2,338	-2,720	-2,555	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期末-期初】				68	77	82	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
（固定资产购置）				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
（无形资产购置）				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
（新增长期待摊费用）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-645	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
融资活动现金流													
（偿还期初融资缺口）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
（财务费用）				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	-55
（归属于母公司股东的分红）				-5,608	-5,177	-4,902	-5,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
（归属于少数股东的分红）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,299	4,674	5,049
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：**

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？
- 4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾定制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应定制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

— 21 —

除了这个案例，
你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用 10 年时间，研究 10000 家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近 5 年来**关于研究体系的思考历程，**近 3 年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优

塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构必不可少。如果大家对以上机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。