

新品放量业绩增长加速，大健康平台发力客户服务端

2016.01.07

强烈推荐 (维持)

分析师: 王亮	研究员: 唐爱金	研究助理: 陈顺
电话: 010-57385534	020-88836115	020-88836120
邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn	tangaij@gzgzhs.com.cn	chenshun@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310514080002		

现价: 33.24

目标价: 48

股价空间: 45%

食品饮料行业

与市场不同之处: 1、我们通过膳食补充剂行业销售规模与GDP的比值来对标美国等海外国家，测算VMS行业至少有一倍的空间，未来行业整体规模突破2000亿元指日可待；2、公司作为膳食补充剂非直销渠道龙头企业，有望受益于非直销渠道市场占比的进一步提升；3、公司设立佰悦互联网子公司，并重拳打造每日每加、健乐多线上品牌，有望受益线上渠道高速增长。

投资逻辑:

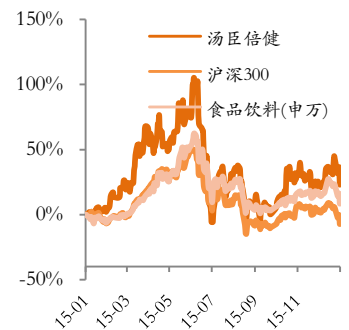
1、**对标海外行业空间有望翻倍，政策利好龙头:** 从膳食补充剂行业销售规模/GDP 比值来看，国内 0.14%，美国 0.24%；从人均膳食补充剂消费/人均可支配收入看，国内约 0.16%，美国 0.20%，2014 年年底国内膳食补充剂行业整体销售规模约 1000 亿元，对标海外未来突破 2000 亿指日可待；消费升级提升渗透率，行业监管趋严利好龙头。**公司非直销膳食补充剂龙头，拥有行业核心三力。**公司在 VMS 非直销领域营收第一，市占率约 20%，且拥有行业核心竞争力：产品力（100 多种产品、80 多个保健品批文）、品牌力（签约姚明、李连杰为品牌背书，央视等强势媒体及线下全面推广）及渠道力（预计 2015 年拥有终端门店 6 万家，未来将每年新增 1 万家，线上线下全渠道布局）。

2、**主品牌稳健增长，新品放量增厚业绩。**主品牌未来三年增速有望保持在 20%；新单品健力多、无限能即将放量：预计健力多 15 年营收 2 亿元，同比增长约 200%，无限能 2015 年营收 5000 万，推广进展超预期，这两大新品未来 2-3 年有望维持 100% 高增速，大致测算 2016-17 年两大单品对营收贡献将提升至 18%、25%，将分别增厚 EPS 0.12、0.15 元（不考虑增发因素影响）。此外，线上的互联网品牌即将起飞，预计线上 2015 年全年收入 2000 万，未来两年受益于线上渠道高增长，业绩有望翻倍。因此，我们预计公司 2016-17 年整体业绩增速可超 30%。

3、**发力服务端，打造大健康管理服务平台。**公司在整体业务布局由膳食补充剂扩展到大健康产业。2014 年 10 月起围绕大健康产业陆续布局，参股深圳倍泰、收购在临床营养和妇幼健康领域领先的上海臻鼎、设立移动医疗子公司桃谷科技和蓝海之略、参股跨境电商平台有棵树、与平安健康跨界战略合作、入股在老人智能手机和服务领域的北京极简时代、女性健康管理的大姨吗、以及参股基因测序服务提供商上海凡迪，目的是通过一个个平台，实现产品（膳食补充剂）和内容（健康服务）的结合，构建大健康生态圈。预计公司将不断以参股或并购方式完善大健康产业布局，目前储备项目近 20 个，2016 年有望陆续落地。公司目前现金约 20 亿，外延并购预期强烈，且在并购标的选择上，公司更加注重其与公司战略及业务的协同，有望在海外并购大体量项目。

盈利预测: 预计公司 2015~2017 年对应 EPS 为 0.93、1.38、1.89 元，对应当前股价 PE 分别为 36x、24x、18x。考虑到公司新品放量在即、互联网品牌即将起飞以及公司通过外延并购继续完善大健康产业布局的强烈预期，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，目标价 48 元。

风险提示: 食品安全引发行业系统性风险、新产品推广不及预期

股价走势

股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
汤臣倍健	-4.08	29.58	31.80
食品饮料	-5.41	9.15	-6.58
沪深 300	-5.12	7.38	-13.80

基本资料

总市值 (亿元)	268.85
总股本 (亿股)	7.28
流通股比例	46.3%
资产负债率	6.10%
大股东	梁允超
大股东持股比例	48.8%

目录

1、对标海外行业空间有望翻倍，政策利好龙头	3
1.1 对标海外，行业发展空间有望翻倍	3
1.2 消费升级提升渗透率，新食品法利好龙头.....	4
2、打造大健康综合管理服务平台，发力客户服务端	6
2.1 公司是膳食补充剂非直销领域龙头，业绩高速增长.....	6
2.2 主品牌稳步增长，新品放量在即	7
2.3 公司拥有核心三力：产品力+品牌力+渠道力	8
产品力：原料取自全球、研发对标海外，保证产品质量。	8
品牌力：全方位打造优质品牌形象。	9
渠道力：店面拓展增速提升，积极布局线上线下全渠道.....	10
2.4 瞄准客户发力服务端，打造大健康综合管理服务平台	12
3、盈利预测	15
4、风险提示	16

图表目录

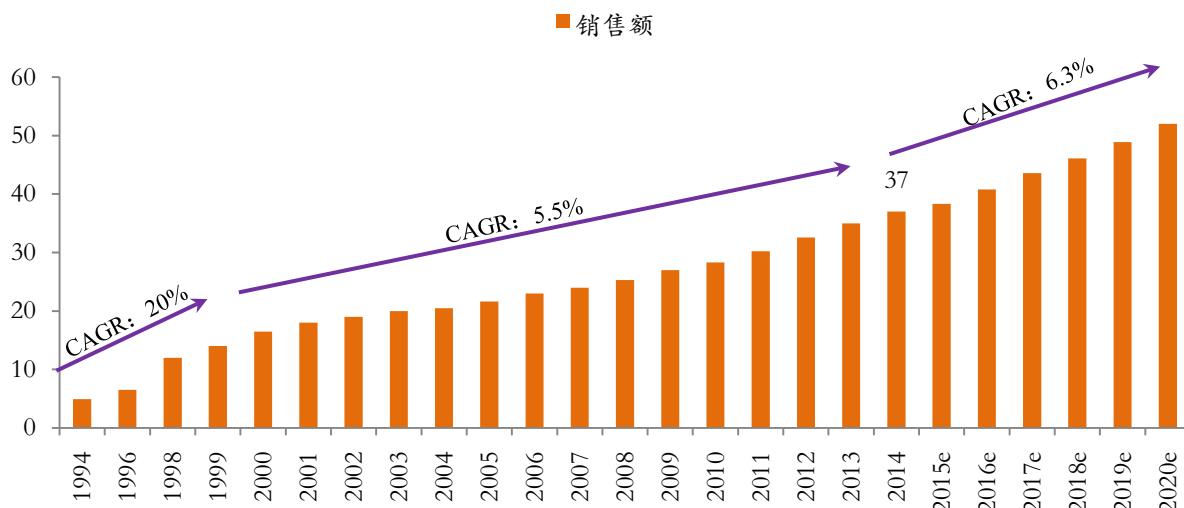
图表 1:美国膳食补充剂行业销售规模及增速（十亿美元）	3
图表 2:中国膳食补充剂行业销售规模及增速（亿元）	3
图表 3：我国人均膳食补充剂消费金额低	4
图表 4：各国膳食补充剂占人均可支配收入比例.....	4
图表 5: 2015 年保健品行业相关政策/事件解读	4
图表 6:公司组织架构及主要业务	6
图表 7: 90%的营收由汤臣倍健主品牌贡献（2015Q3）	6
图表 8：收入（百万元）及增长率	7
图表 9：归母净利（百万元）及增长率	7
图表 10：健力多营收及增速预测（亿元）	8
图表 11：无限能营收及增速预测（亿元）	8
图表 12:公司丰富的产品品类满足多样化的需求	9
图表 13：2010 年签约姚明作为形象代言人	9
图表 14：功夫巨星李连杰代言无限能	9
图表 15：汤臣倍健的渠道构成（2015 年）	10
图表 16：主要渠道对营收贡献占比（2015 年）	10
图表 17：终端门店拓展增速恢复（家）	11
图表 18：线下渠道商超的比例逐步提升	11
图表 19：汤臣倍健将受益于膳食补充剂非直销占提升.....	11
图表 20：打造大健康综合管理服务平台	12
图表 21：通过参股、并购等方式打造大健康综合管理服务平台.....	13
图表 22：根据公司主要产品预测公司营收（百万元）	15

1、对标海外行业空间有望翻倍，政策利好龙头

1.1 对标海外，行业发展空间有望翻倍

根据美国营养保健期刊 Nutrition Business Journal (NBJ) 数据及 GNC 报告，美国膳食补充剂行业 1994-1999 年间年均复合增长率 CAGR 约 20%，2000-2014 年约为 5.5%，行业整体仍保持较明显增长，预计 2016 年到 2020 期间仍将保持 6.3% 的年均复合增长率。细分来看，维生素在未来的 CAGR 约 5%，草本约 4%，运动约 8%，膳食替代品约 6%。

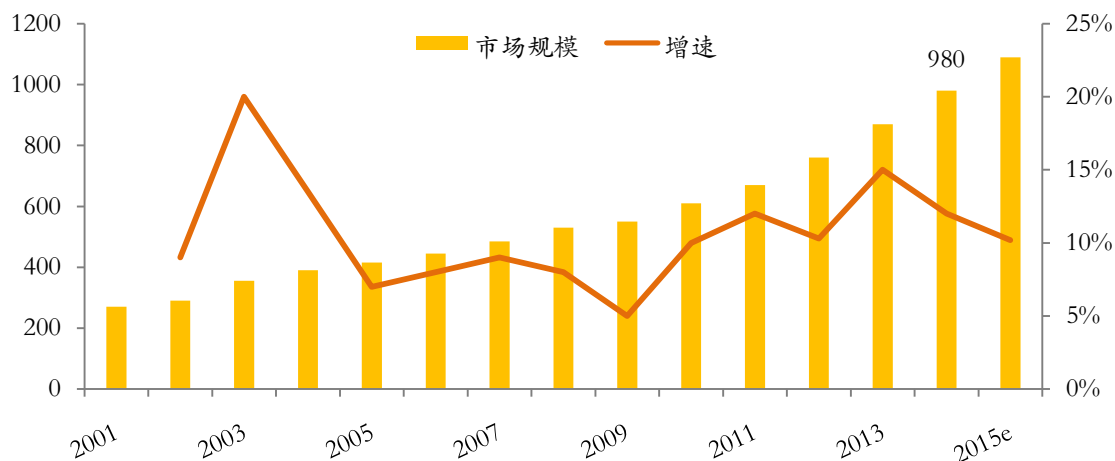
图表 1: 美国膳食补充剂行业销售规模及增速 (十亿美元)



资料来源: NBJ, GNC 报告, 广证恒生

美国 2014 年 370 亿美元, GDP15.9 万亿美元, 膳食补充剂行业/GDP 占比占比 0.23%, 中国 14 年首次突破 1000 亿元, 成为仅次于美国的第二大膳食补充剂消费市场, 14 年 GDP63.6 万亿元, 占比约 0.15%。

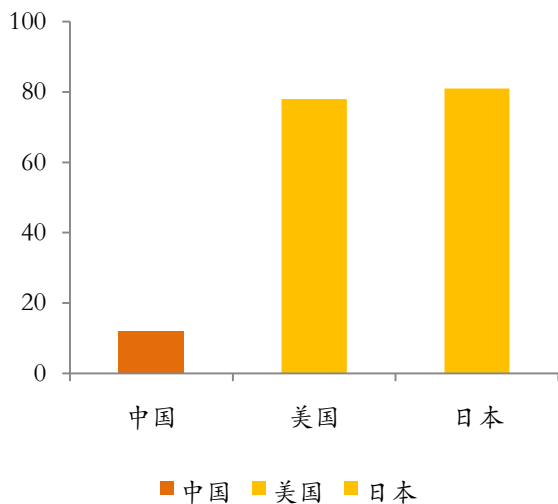
图表 2: 中国膳食补充剂行业销售规模及增速 (亿元)



资料来源: NBJ, Euromonitor, 广证恒生

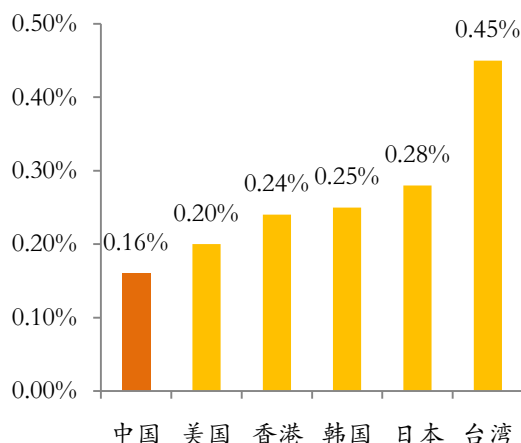
根据 Euromonitor 数据, 2014 年中国人均膳食补充剂消费金额仅约为 12 美元, 远低于美国、日本人均约 80 美元的消费额。从人均膳食消费/人均可支配收入来看, 中国为 0.16%, 美国 0.20%, 也低于消费习惯类似的台湾 (0.45%)、香港 (0.24%)、韩国 (0.25%) 等地区。

图表 3：我国人均膳食补充剂消费金额低



资料来源：Euromonitor，广证恒生

图表 4：各国膳食补充剂占人均可支配收入比例



资料来源：Euromonitor，广证恒生

综上所述，不管是从行业整体规模/GDP 比例，人均膳食补充剂消费绝对水平（消费金额）、相对水平（人均消费金额/人均可支配收入），与美国或是与消费习惯更加相似的日本相比，我国均处于较低水平；此外膳食补充剂渗透率和复购率也远远落后发达国家（我国膳食补充剂渗透率仅为 20%，美国渗透率在 60% 左右）。由此可见，相较于海外主要发达国家，中国膳食补充剂未来市场仍较大，大致测算至少有一倍的市场空间，未来行业整体销售规模突破 2000 亿指日可待。

1.2 消费升级提升渗透率，新食品法利好龙头

人口结构变化+消费升级促渗透率逐步提高。我国膳食补充剂渗透率从细分人群来看，老人和儿童的渗透率相对较高，约 20%，年轻人仅为 10%。未来随着人口老龄化、二胎政策放开，以及消费升级的大背景下，健康理念和运动理念持续提升（80、90 成为消费主力，年轻人购买膳食补充剂的比例将提升），膳食补充产品将从可选消费品逐步过渡到必须消费品。

监管趋紧利好国内膳食补充剂龙头。2014 年下半年来，行业监管层陆续发布《保健食品说明书标签管理规定》、《保健食品委托生产管理规范》、《关于进一步规范保健食品监督管理严厉打击违法违规行为有关事项的公告》一系列政策法规，对保健品行业进行规范；2015 年 10 月 1 月，新修订的《食品安全法》落地，对行业监管趋严。随着保健食品注册管理细则更加完善，部分国外保健品品牌以普通食品的名义进入中国市场将被严格限制，行业整顿将使行业中不规范企业出局，有利于行业集中度提升，利好规范经营、批文多的国内膳食补充剂龙头。

具体而言：（1）食品安全法里明确了保健食品的注册与备案双轨制，备案只允许由生产性厂家执行，而食安法实施条例征求意见稿强调不允许贴牌，那么对于市场上较为常见的连锁药店自有品牌保健品（多为贴牌生产）将造成实质性约束，这将有效阻击渠道企业自营保健食品拓展（大型医药连锁如想继续生产销售自有保健品品牌唯有选择收购生产性企业，该模式将加重资产）。（2）相关政策法规反复强调跨境购保健品的准入规范，规定了保健食品和转基因食品还有一系列无国家安全食品标准的食品，含有新的食品原料的食品，需要通过相关部门的注册、备案和安全性评估；对于进口保健食品，即使在原料目录内，如果是初次进口也需要在国家层面进行备案管理。若监管到位将有效限制保税模式中转的保健食品跨境购，短期来看将分流部分消费者到国内保健品龙头。

图表 5：2015 年保健品行业相关政策/事件解读

时间	政策/事件	颁布	涉及保健品行业条款	影响/意义
----	-------	----	-----------	-------



		(通 过) 部 门		
2015.04	《中华人民共和国食品安全法》	全国 人大 常委 会	<p>1、新的食品安全法对于保健食品、特殊医学用途配方食品、婴幼儿配方食品的监管做出了进一步的完善；</p> <p>2、食品安全法里明确了保健食品的注册与备案双轨制，属于原料目录以外的将实施注册制，而对于原料目录内，特别是维生素矿物质等大类营养物质的保健食品实施备案制，无需技术审批环节。</p>	<p>1、这是保健食品的法律地位第一次得到认证；</p> <p>2、对早期注册的一系列文件的要求会大大精简，节省了此类保健食品报备的时间，有利于市场的准入；</p> <p>3、备案只允许由生产性厂家执行，而食安法实施条例征求意见稿强调不允许贴牌，那么对于市场上较为常见的连锁药店自有品牌保健品（多为贴牌生产）将造成实质性约束，大连锁如想继续生产销售自有保健品品牌唯有选择收购生产性企业，该模式将加重资产。就市场现状而言，目前连锁药店自有品牌保健品是汤臣倍健重要的竞争对手，新规将有效阻击渠道企业自营保健食品拓展。</p>
2015.10	《国务院关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》国发〔2015〕57号	国务院	<p>决定取消“基本医疗保险定点零售药店资格审查”及“基本医疗保险定点医疗机构资格审查”</p>	<p>1、短期来看，将使得医保药店之间的竞争加剧，迫使部分企业在保健食品方面寻求突破；</p> <p>2、从长期来看也可能会带动整个零售药店市场份额的增加，拉动药店渠道保健食品的增长。</p>
2015.12	食品安全法实施条例开始公开征求意见，截止日期是2016年1月8日	国家 食品 药品 监督 管理 总局	<p>1、明确了可以通过跨境电子商务的模式进口食品，但对保健食品类，要按照食品安全法以及相关条例来进行。</p> <p>2、规定了保健食品和转基因食品还有一系列无国家安全食品标准的食品，含有新的食品原料的食品，需要通过相关部门的注册、备案和安全性评估。对于进口保健食品，即使在原料目录内，如果是初次进口也需要在国家层面进行备案管理，程序较复杂，细则尚未出台。</p>	<p>反复强调跨境购保健品的准入规范，若监管到位将有效限制保税模式中流转的保健食品跨境购，短期来看将分流部分消费者到国内保健品龙头</p>

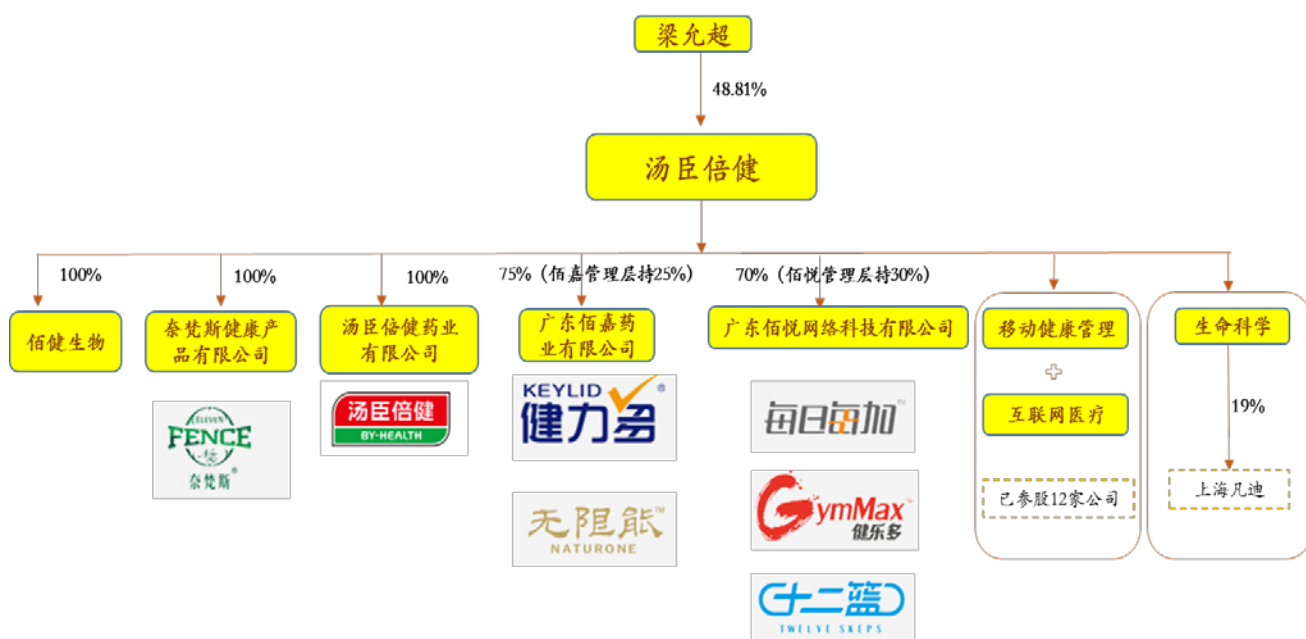
资料来源：公开资料，广证恒生

2、打造大健康综合管理服务平台，发力客户服务端

2.1 公司是膳食补充剂非直销领域龙头，业绩高速增长

公司创立于 1995 年 10 月，2002 年进入膳食补充剂（VMS）领域，主营业务包括蛋白质、维生素、矿物质、天然动植物提取物及其它功能性营养补充食品，与安利直销主导的销售模式相异，公司采取的是传统经销商主导的渠道模式。2010 年 1 月，被中国保健协会评为中国保健行业第一家 AAA 信用等级企业，同年 12 月公司在深交所上市。公司主业已经形成了三大板块，其中汤臣倍健药业运营汤臣倍健主品牌、佰嘉药业运营产品品牌无限能、健力多，佰悦负责运营以线上渠道为主的每日每加、健乐多。

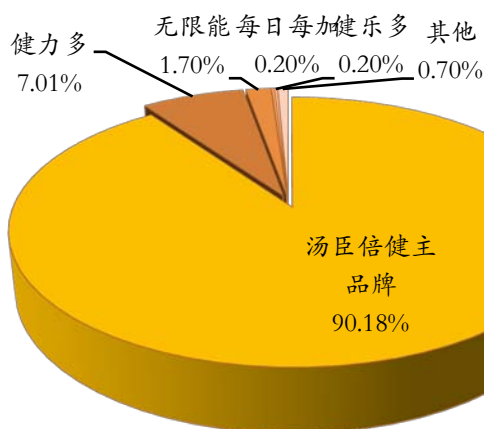
图表 6:公司组织架构及主要业务



资料来源：公司公告，广证恒生

公司业绩主要是汤臣倍健主品牌，占比为 90%，健力多今年开始发力，目前占比为 7.01%。

图表 7: 90% 的营收由汤臣倍健主品牌贡献 (2015Q3)

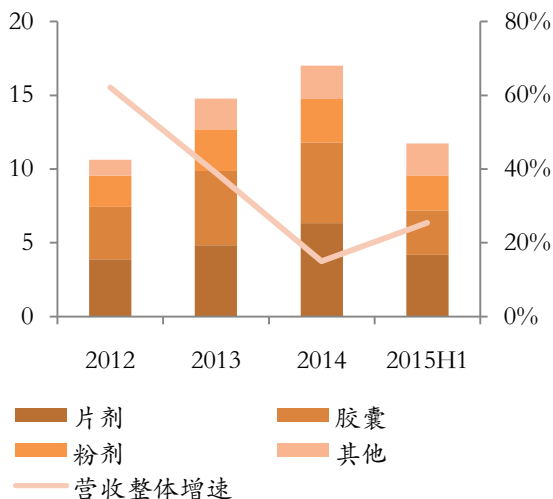


资料来源：公司资料，广证恒生

公司 2015 年前三季度主营业务收入为 12.8 亿，相比去年同期增加了 28.57%，前三季度归母净利润为

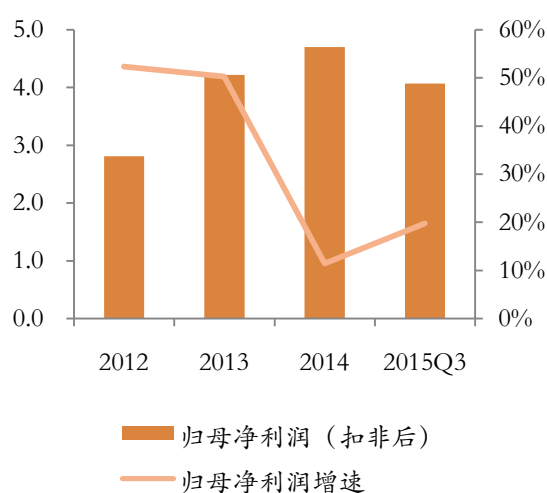
5.85 亿，同比增速为 22.16%，全年业绩预增 20-30%，相比于去年业绩实现较高增长，主要原因是汤臣倍健主品牌（营收占比 90%）强劲复苏以及新品健力多进展超预期对收入增厚的带动。汤臣倍健主品牌复苏有如下四点原因：（1）开店增速回到正常水平，去年开店 5000-6000 家，今年重新回到 10000 店（2）去年淘汰 20% 的经销商，今年在渠道层面有恢复；（3）商超和网络销售发力，14 年商超渠道营收占比 2-3%，今年商超突破 5000 个点，绝对金额 9000w，接近 1 亿，2-3 倍的同比增长，全年估计营收占比 5-6%；线上销售 14 年占营收 3%，今年前三季度 5-6%，渠道优化更加多元化；4）去年子公司奈梵斯亏损拉低了业绩。

图表 8：收入（百万元）及增长率



资料来源：公司财报，广证恒生

图表 9：归母净利（百万元）及增长率



资料来源：公司财报，广证恒生

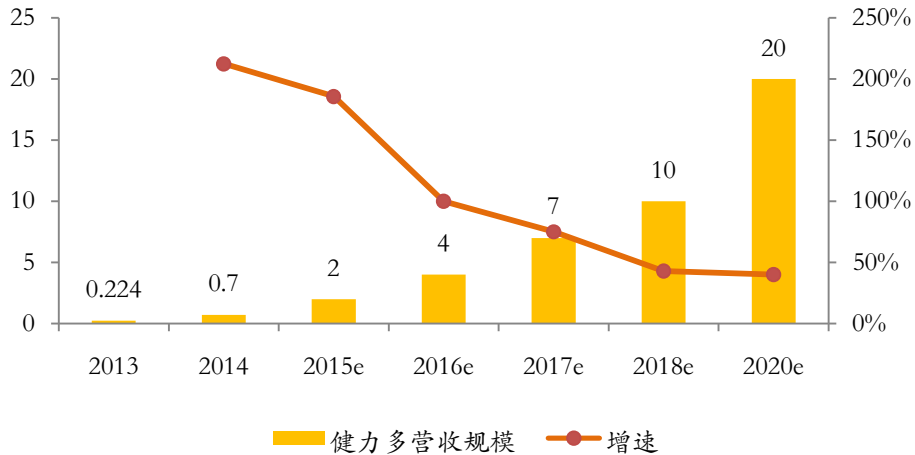
2.2 主品牌稳步增长，新品放量在即

公司对标美国膳食补充剂企业 NBTY、GNC 等实行品牌多元化战略、参照惠氏（旗下有知名单品钙尔奇及善存）实行大单品策略。15 年陆续推出无限能、每日每加及健力多三大新品，从前期单品健力多推广超预期的结果来看（考虑到可复制性），我们认为新单品中再出现一个新的汤臣倍健、健力多将是一个大概率事件。

公司主品牌未来三年有望维持 20% 以上的增速。14 年公司实行由终端粗放扩张模式向单店提升的精细模式转变策略，2014 年全年新增终端不足 5000 家，相较于以往每年 1 万家的速度显著放缓，15 年终端拓展增速恢复，预计 15 新增终端约 1 万家，总门店数量预计达 6 万家。复合增速 8%。门店增速恢复加之公司精耕终端单店收入提升，品牌力和渠道议价能力增强，因此预计公司主品牌未来三年增速大概率在 20% 以上。

新单品健力多、无限能未来将放量。健力多是子公司佰嘉在 2012 年推出的品牌，主攻骨骼健康，2012 年推出首个新产品健力多氨糖软骨素钙片，目前主要有氨糖软骨素钙片、钙加维生素 D 片两大品类。公司对新产品计划是 2015 年前的培育期内不考虑利润，但推广进展超预期 2014 年提前开始贡献收入，14 年营收约 7000 万，2015 年健力度营收约 2 亿，同比增长 200%。补钙类产品在保健品的细分市场中占比最大，超过保健品市场整体规模的 20%，且过去 5 年的复合增长率约为 20%，行业需求旺盛景气度高，此外，而运用氨糖预防骨关节炎在欧美国家已得到广泛运用，是区别于普通补钙产品市场的蓝海市场；加之健力多由子公司佰嘉独立经营，管理层持股具有强激励（佰嘉总经理吴小刚为广州奇正投资合伙人，奇正投资持有佰嘉 25% 的股份）；综上所述我们预计健力多品牌未来仍将保持高增速，预计 2018 年健力多营收有望达到 10 亿，到 2020 年突破 20 亿的体量，将成为除汤臣倍健主品牌外的又一利润增长极。

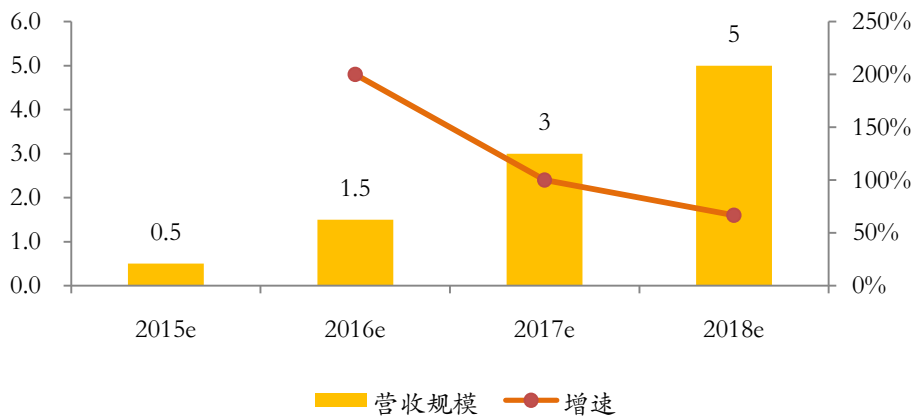
图表 10: 健力多营收及增速预测 (亿元)



资料来源: 公司年报, 广证恒生

2015年5月佰嘉再次推出单品无限能, 无限能是以中药养生理论为基础, 利用现代生物科学技术, 对传统名贵中药材进行浓缩提取的科学贵细药材系列, 目前共有阿胶黄芪党参铁片、红景天枸杞片、珍珠粉维CE胶囊、天马酸枣仁胶囊、人参马鹿茸胶囊、灵芝孢子粉胶囊、灵芝孢子油胶囊、三七丹参胶囊、西洋参胶囊等九大品种。并于2015年9月聘请李连杰代言, 利用国际巨星的影响力来复制姚明代言汤臣倍健主品牌的成功。预计今年全年营收约5000万, 未来两年的增速均在100%以上。

图表 11: 无限能营收及增速预测 (亿元)



资料来源: 公司资料, 广证恒生

每日每加及健乐多两大互联网品牌起飞在即。子公司佰悦先后于2015年5月、6月推出针对于年轻人及运动健身两大互联网品牌, 产品主成分以蛋白粉、亚油酸粉及维生素为主, 每日每加目前有几个单品, 健乐多品牌有蛋白、亚油酸、左旋肉碱及电解质饮料等四大品类。两大品牌还处于培育阶段, 但随着线上渠道开始发力, 这两大互联网品牌在未来也将随之起飞。预计16年开始贡献利润。

2.3 公司拥有核心三力: 产品力+品牌力+渠道力

产品力: 原料取自全球、研发对标海外, 保证产品质量。

公司原材料取材于澳洲、新西兰、巴西等国; 目前已有近70%的原料取自于全球各地。2012年汤臣倍健位于巴西的首个全球原料专供基地正式签约, 2014年汤臣倍健新增澳大利亚β-胡萝卜素原料专供基地。

公司的主要产品包括蛋白质、维生素、矿物质、天然动植物提取物及其它功能性膳食补充食品等几大系列 100 多个品种，覆盖婴幼儿到中老年各年龄段人群。公司历来重视产品质量，设计研发对标安利，近年来以全球膳食补充剂巨头 NBTY 及 GNC 为对标企业，实行多元化品牌战略，陆续推出新品，来不断丰富产品种类与厚度：2012 年成立全资子公司佰嘉推出专注骨骼健康的健力多，15 年初推出定位于科学贵细药材的无限能；2015 年成立子公司佰悦，于 2015 年 5 月、6 月先后推出俩两大线上品牌：定位为年轻职场人群的每日每加及针对运动健身人群的健乐多。此外，产品批文方面，汤臣倍健也储备了约 80 个产品批文，远领先于其他膳食补充剂企业。

透明工厂活动彰显公司对产品强大自信。位于珠海的汤臣倍健三期厂房，年生产能力达到片剂 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 万罐公司以参观工厂的方式将汤臣倍健的原料和生产全过程置于公众视线范围。草根调研观察到实验室与仓库存放了来自全世界的原料，生产线采用来自 FETTE 和 BOSCH 等知名大厂的先进设备，管理严谨、生产高效。公司也将不间断的邀请公众现场参观，开放的心态彰显出对产品品质的自信。

图表 12:公司丰富的产品品类满足多样化的需求



资料来源：公司官网，广证恒生

品牌力：全方位打造优质品牌形象。

公司从 06 年开始先后邀请刘璇、姚明（10 年）、李连杰（14 年）作为形象代言人，塑造健康、充满活力的品牌形象。姚明作为国际篮球巨星，在全球拥有约 15 亿的粉丝、李连杰作为国际影星，拥趸无数，两大巨星的背书无疑是品牌知名度与美誉度迅速提升。此外，公司也在央视等具有影响力的媒体上进行广告投放，同时线下也通过“健康快车”、等公益活动，提供健康、营养的咨询服务，高端体检项目及多种互动活动，输出公司文化理念，增强消费者粘性。每年投入多少亿广告与品牌建设费用？

图表 13: 2010 年签约姚明作为形象代言人

图表 14: 功夫巨星李连杰代言无限能



资料来源：公开资料整理，广证恒生

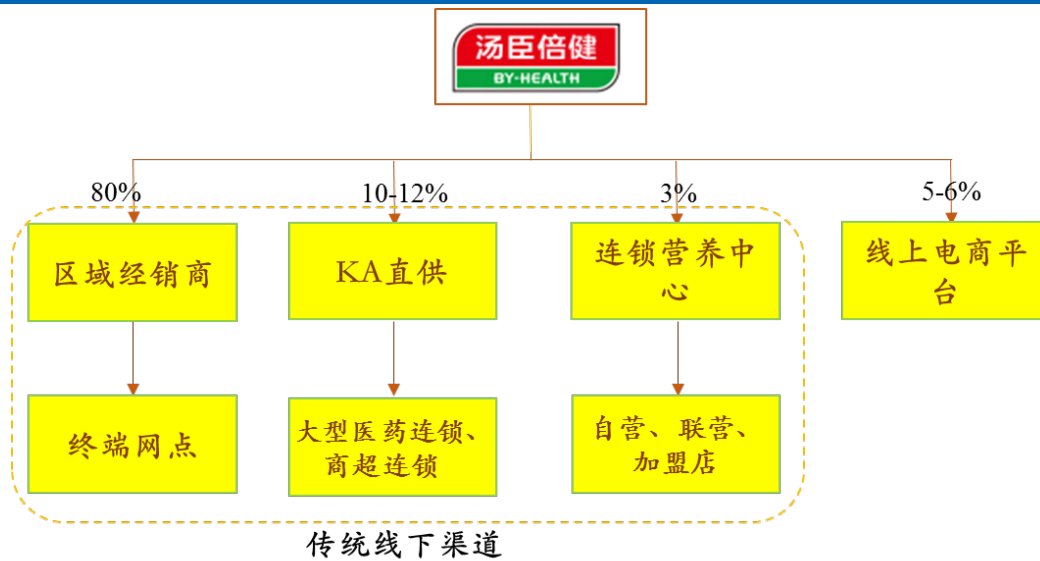


资料来源：公开资料整理，广证恒生

渠道力：店面拓展增速提升，积极布局线上线下全渠道

公司销售渠道以非直销为主，主要包括区域经销、直供终端、连锁经营，以及后来的线上电商（天猫、京东等）销售渠道。

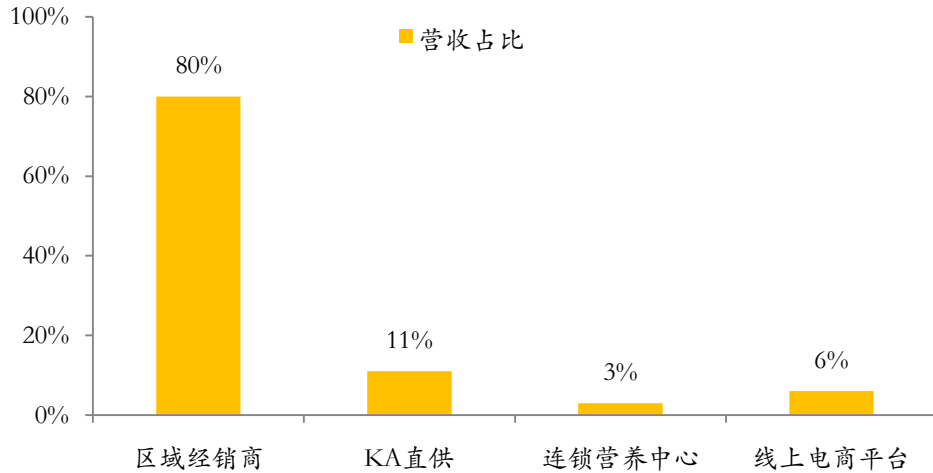
图表 15：汤臣倍健的渠道构成（2015 年）



资料来源：公司年报，广证恒生

按对营收的贡献，2015 年区域经销商占比约为 80%，大型医药、商超连锁占比约为 10-12%，连锁营养中心占比约为 3%，线上电商平台占比约为 6%。

图表 16：主要渠道对营收贡献占比（2015 年）

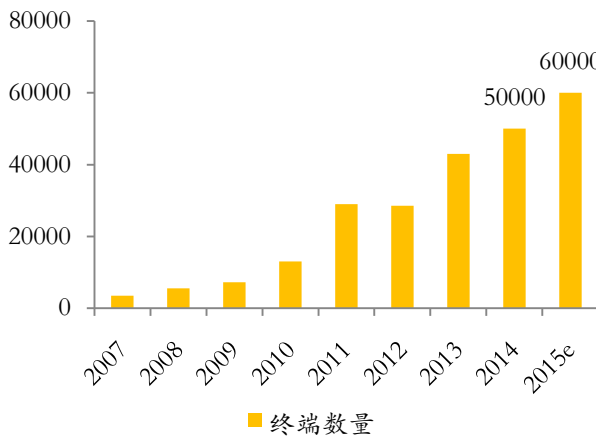


资料来源：公司年报，广证恒生

门店拓展增速提升，每年新增 1-2 万家，商超占比逐步提高。从数量来看，13 年年底终端数量约 4.5 万，14 年全年新增 5000 家到 5 万家，其中药店约 48500 家、商超：1500-1600 家；15 年全年新增终端门店约 1 万家，截至 15 年年底终端门店中药店约 55000 家、商超约 5000 家。

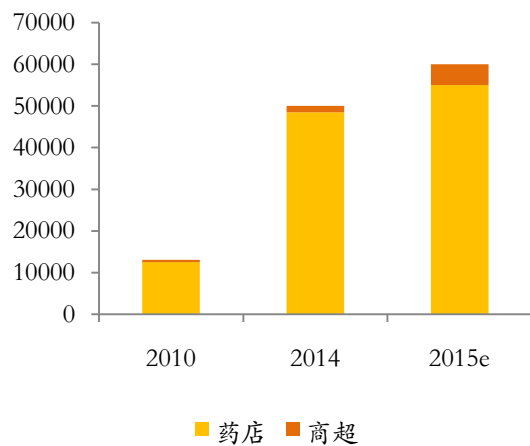
公司计划未来每年铺开 1-2 万家终端门店。中国目前有药店约 43 万家（其中连锁药店约 12 万家，商超 2-3 万家，参照 OTC 及其他保健品在终端约 20% 的覆盖率，预计公司终端未来几年拓展到 8-10 万家是大概率事件，未来三年终端拓展不会有明显的天花板。从商超与药店对营收贡献来看，药店依然是大头，2014 年药店渠道的营收约占 95%，15 年为 80% 左右，商超 6%（预计 15 年商超渠道贡献约 1 个亿的净利，同比增长约 300%）。

图表 17：终端门店拓展增速恢复（家）



资料来源：公开资料整理，广证恒生

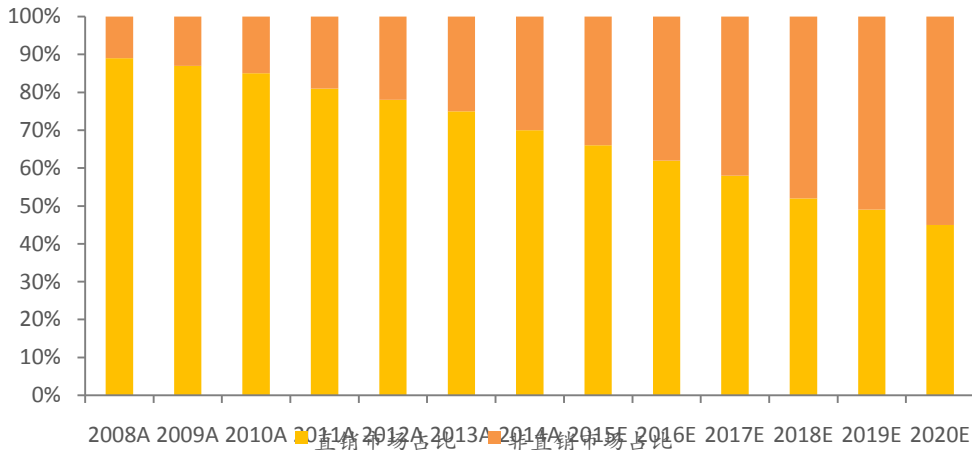
图表 18：线下渠道商超的比例逐步提升



资料来源：公开资料整理，广证恒生

公司有望受益于膳食补充剂非直销渠道市场占比逐步提升。我国膳食营养补充剂的销售渠道主要分直销、非直销两大模式。由于行业发展的历史原因，直销模式的企业由于先发优势，占据了较大的市场规模和比例，2014 年直销渠道占比约 70%，膳食补充剂行业前四大均为直销模式（第五为非直销的汤臣倍健），代表企业有安利（中国）、完美（中国）等。2003 年起，随着膳食营养补充剂开始在药店、商超、品牌连锁等渠道销售，非直销领域企业逐渐迎来发展机遇。目前非直销基数虽小但增速快，从趋势来看，未来膳食补充剂非直销模式占比将逐步提升，作为非直销模式龙头企业，汤臣倍健将明显受益。

图表 19：汤臣倍健将受益于膳食补充剂非直销占比提升



资料来源：公司官网，广证恒生

成立互联网子公司佰悦布局线上渠道，重拳打造“每日每加、“健乐多”线上品牌。近几年来由于互联网及移动互联网的普及、支付技术成熟，网络购物日益成为年轻人消费的主要方式，网购消费占社会消费零售总额比例也在不断提升，在此背景下公司也逐渐意识到线上渠道的重要性，开始关注线上进行全渠道的布局。2012年汤臣倍健主品牌开始在天猫店进行销售（但考虑对终端门店的影响，公司未发力而是采取自然销售），2015年2月成立独立的互联网运营公司佰悦网络科技有限公司，推出定位于年轻人群的“每日每加”及主打运动的“健乐多”两大线上品牌，15年全年有小几千万的收入，16年开始贡献利润。2014年线上对营收贡献占比不及3%，15年线上贡献营收约1.5亿，占比上升至6%，线上渠道公司产品市场占有率低，未来增长空间大。

2.4 瞄准客户发力服务端，打造大健康综合管理服务平台

公司于2015年1月制定了全新的《2015-2017年度经营规划纲要》，新三年规划的核心是将股份公司的大格局做出来，实施从产品营销向价值营销的战略升级，**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。**未来公司整体业务布局将由膳食补充剂扩展到大健康产业，未来业务生态由三大业务板块（汤臣倍健药业板块、广东佰嘉板块、线上业务板块）与大健康产业布局构成。

图表 20：打造大健康综合管理服务平台



资料来源：公司公告，广证恒生

公司通过设立、参股、收购等方式完善大健康产业布局。从2014年10月起陆续公司围绕大健康产业布局，参股深圳倍泰、收购在临床营养和妇幼健康领域领先的上海臻鼎、设立移动医疗子公司桃谷科技和蓝海之略、参股跨境电商平台有棵树、与平安健康跨界战略合作、入股在老人智能手机和服务领域的北京极简时代、女性健康管理的大姨吗、以及参股基因测序服务提供商上海凡迪，最终目的是通过一个个平台，实现产品（膳食补充剂）和内容（健康服务）的结合，构建自己的大健康生态圈。从产品走向服务，提供健康解决方案，储备项目10-20个，16年将陆续落地。

图表 21：通过参股、并购等方式打造大健康综合管理服务平台

时间	投资标的	标的所在领域	出资及合作方式	标的介绍	可能合作领域、意义
2014.10	深圳倍泰	移动医疗	出资1亿，占25%股权	主营移动健康测量产品、健康网络化交互平台等，并通过创维电视和广电系统进行系统的覆盖和推广。	公司收购倍泰不仅可以获得平台数据和客户资源，可帮助公司顺利推广大健康产品和服务，还可以助力公司向移动医疗健康企业转型。
2014.12	健康产业投资基金	健康产业	出资6000万元，占60%	投资广发信德健康产业投资基金（一期），主要经营健康管理领域（主要是移动医疗、医疗大数据、分子诊断、康复医疗等细分领域）股权投资或债权投资及法律允许的其他投资活动。	借助专业化的投资团队，积极布局互联网医疗领域，培育新的商业模式和利润增长点



2015.03	桃谷科技	B2C 远程医疗平台	出资 1500 万元, 占 15%	张守川等四人作为团队投资方, 与公司一起设立桃谷科技。其中, 张守川原为 21 世纪 (阿里健康前身) 首席运营官 COO, 经验丰富, 利于桃谷科技快速成长。同时, 桃谷科技采取的是与医院捆绑合作, 将优质医生、患者以及产品引入公司平台, 逐步打造成 B2C 远程医疗平台。	利用合资公司各方股东的背景资源, 积极布局移动医疗领域
2015.04	上海臻鼎	移动健康管理	出资 2400 万元, 占 22%	将上海臻鼎打造成为公司布局大健康产业链条中移动健康管理领域的战略合作伙伴, 与汤臣倍健在临床营养、慢病管理、妇幼健康管理等移动健康管理领域开展深入合作。(董事长梁允超、副董事长梁水生还分别持有 22%、13% 股权)	上海臻鼎将与汤臣倍健在临床营养、慢病管理、妇幼健康管理等移动健康管理领域开展深入合作
2015.06	深圳有棵树	跨境电商平台	出资 16 亿, 占 10%	主营业务为跨境电子商务	公司将与深圳有棵树在供应链及进口健康产品、全新销售渠道、电子商务销售方式和大数据等方面开展深入合作。
2015.06	互相人寿保险	普惠金融	出资 5000 万, 占 5%	不以盈利为目的、彰显“互助共济”保险	公司参与设立互相人寿保险公司, 可优化经营结构、拓宽业务领域, 推进汤臣倍健在互联网金融、相互制保险公司领域的战略布局, 参与创新发展普惠金融。
2015.07	北京极简时代	数据挖掘, 健康管理服务	出资 4000 万, 占 10%	以“让爸妈同享科技之美”为奋斗目标, 以设计制造适合父母使用的科技产品为宗旨, 产品主要有“极简桌面”软件和硬件产品“极简手机	北京极简时代与汤臣倍健在数据挖掘、健康管理服务和渠道等方面开展深度合作, 整合双方资源为用户提供更加完美、有效、个性化的健康管理服务。
2015.07	平安健康	健康管理	战略合作	平安健康致力于成为一站式线上健康管理全方位解决方案提供商, 构建一个中国最大的互联网健康产业生态圈	双方将致力于共享各自优势资源, 运用双方已有或未来拥有的医疗及健康管理、保险等方面的资源, 逐步为中国消费者提供更加专业、丰富、个性化的健康产品及健康管理服务。
2015.07	KangSeed Technology Ltd	移动医疗、健康管理服务	4.80%	大姨妈” App 是康智乐思网络旗下的主营产品, 首创周期管理概念, 开创和引领了中国女性健康管理应用产业的发展格局	该标的负责大姨妈 APP 的开发、宣传和销售业务, 将成为汤臣倍健打造大健康产业生态体系的战略合作伙伴。

2015.08	蓝海之略	医疗服务，互联网医疗	出资 2600 万元，占 2%	珠海蓝海之略是一家医疗综合服务性企业，以新医改的主要受益者全国 2800 多个县级行政区划单位的 6000 余家基层县级医院为目标市场和目标客户，围绕提高基层医院诊疗能力和能够使群众就近、及时、实惠就医两个维度开展业务，为客户提供包括医疗服务能力建设、经营管理能力建设以及“互联网+医疗”服务能力建设在内的医院科室综合服务能力体系建设服务。	汤臣倍健以此为契机，加速从产品营销向价值营销的战略升级，积极布局互联网医疗等大健康产业相关领域
2015.09	上海凡迪	基因测序	出资 8760 万元，占 19%	凡迪生物是国内主流的基因测序服务企业。凡迪生物于 2011 年成立，2012 年正式落户上海浦东张江高科技园区，创始人李骏曾任华大基因健康管理团队成员。凡迪拥有第三方独立医学检验资质，向临床和公众提供“三体综合征”无创产前检测和“单基因遗传病”基因检测服务，并在这两个领域拥有多向核心技术	双方将整合资源并不断投入代表未来方向性的新技术（基因测序），致力于通过更具科学性的诊断数据提高大众的生命质量，不断挖掘潜在的商业机会。

资料来源：公司公告，广证恒生

现金 20 亿，海外并购值得期待。公司目前现金约 20 亿，外延并购预期强烈。在并购标的选择上，公司更加注重战略和业务协同，而不是获取财务收益。考虑到国内业务协同标的比较少，公司海外并购国外保健品品牌的概率大，一方面可以快速丰富产品品类、增加公司品牌厚度；另一方面为公司向海外扩张奠定良好基础。并购方向：（1）全球范围内的主导品牌（2）区域性的领导品牌（3）细分领域品牌。

3、盈利预测

关键假设：

- （1）汤臣倍健主品牌未来三年增速仍保持在 20% 以上；
- （2）新单品健力多、无限能未来将放量。预计健力多 15 年营收 2 亿元，同比增长约 200%，无限能 15 年营收 5000 万，假设这两大单品未来 2-3 年将维持高增速，至少 100% 以上；
- （3）无限能、每日每加、健乐多三大新单品还处于推广期，预计销售费用率略增，占比估计 23-24%；公司优化管理做减法，管理费用率略降，预计 15-17 年不超 10%；
- （4）新单品健力多毛利率约 70%，高于主品牌 64% 的毛利率，随着健力多营收占比逐渐提升，整体毛利率将稳步提高。

图表 22：根据公司主要产品预测公司营收（百万元）

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
汤臣倍健主品牌	1460	1635	2011	2453	2944
增长率	36.89%	11.97%	23%	22%	20%
单品	22	70	250	550	1000
健力多	22	70	200	400	700
增长率		218.18%	185.71%	100%	75%
毛利率		68%	70%	70%	70%
无限能			50	150	300

增长率			200%	100%	
毛利率		68%	70%	70%	
互联网品牌		20	50	100	
增长率			150%	100%	
毛利率		50%	50%	50%	
营收合计	1482	1705	2281	3053	4044

资料来源：公司年报，广证恒生

预计公司 2015~2017 年营业收入为 22.81、31.09、41.09 亿元，归母净利润为 6.12、9.09、12.46 亿元，对应摊薄 EPS 为 0.93、1.38、1.89 元。考虑公司新单品未来放量增长、互联网品牌即将起飞以及公司通过外延并购继续完善大健康产业布局的强烈预期，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，目标价 48 元。

4、风险提示

食品安全引发行业系统性风险、新产品推广不及预期

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1912	2091	2143	2499	营业收入	1704.98	2280.83	3109.11	4109.96
现金	1537	1733	1789	2137	营业成本	580.01	731.12	965.49	1264.73
应收账款	43	40	41	42	营业税金及附加	21.98	17.07	19.09	19.38
其它应收款	9	10	9	9	营业费用	397.04	560.00	720.00	940.00
预付账款	38	45	35	39	管理费用	176.73	240.00	322.00	410.00
存货	229	224	229	228	财务费用	-43.87	0.00	0.00	0.00
其他	55	39	40	45	资产减值损失	18.98	20.00	22.00	24.00
非流动资产	789	858	939	1021	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	20	7	9	12	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	429	579	640	699	营业利润	554.11	712.63	1060.53	1451.85
无形资产	81	103	126	142	营业外收入	41.83	19.82	24.34	28.66
其他	259	168	163	168	营业外支出	3.70	7.15	7.26	6.04
资产总计	2701	2949	3082	3520	利润总额	592.24	725.30	1077.61	1474.47
流动负债	243	209	222	225	所得税	89.64	112.88	168.47	227.72
短期借款	0	0	0	0	净利润	502.59	612.42	909.14	1246.75
应付账款	67	61	65	64	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	176	148	157	161	归属母公司净利润	502.59	612.42	909.14	1246.75
非流动负债	10	9	9	9	EBITDA	642.37	771.41	1135.50	1541.12
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.76	0.93	1.38	1.89
其他	10	9	9	9					
负债合计	253	218	231	234	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
股本	658	658	658	658	成长能力				
资本公积	874	874	545	216	营业收入增长率	15.0%	33.8%	36.3%	32.2%
留存收益	916	1200	1648	2412	营业利润增长率	10.2%	28.6%	48.8%	36.9%
归属母公司股东权益	2448	2731	2851	3286	归属于母公司净利润增长率	19.2%	21.9%	48.4%	37.1%
负债和股东权益	2701	2949	3082	3520	获利能力				
					毛利率	66.0%	67.9%	68.9%	69.2%
					净利率	29.5%	26.9%	29.2%	30.3%
					ROE	21.5%	23.6%	32.6%	40.6%
					ROIC	20.5%	22.4%	31.9%	37.9%
					偿债能力				
					资产负债率	9.4%	7.4%	7.5%	6.7%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.86	10.01	9.65	11.12
					速动比率	6.92	8.93	8.62	10.10
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.81	1.03	1.24
					应收账款周转率	40.87	54.57	76.48	99.30
					应付账款周转率	8.64	11.43	15.33	19.55
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.76	0.93	1.38	1.89
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.95	1.49	1.97
					每股净资产(最新摊薄)	3.72	4.15	4.33	4.99
					估值比率				
					P/E	46.32	38.01	25.61	18.67
					P/B	9.51	8.52	8.17	7.08
					EV/EBITDA	11.02	27.94	18.93	13.72

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	560	622	981	1296
净利润	503	612	909	1247
折旧摊销	50	46	58	67
财务费用	-44	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-44	-26	7	-17
其它	96	-11	7	-1
投资活动现金流	-236	-97	-135	-137
资本支出	-197	-107	-96	-102
长期投资	40	32	-5	-7
其他	-80	-22	-34	-28
筹资活动现金流	-292	-329	-790	-812
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	330	0	0	0
资本公积金增加	-289	0	-329	-329
其他	-333	-329	-461	-483
现金净增加额	32	196	56	348

团队成员简介：

唐爱金：大消费团队副团队长，医药行业研究员。浙江大学化学硕士，曾就职于东阳光药业研究院任研究员，东阳光药业市场部任市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，2014 年加入广证恒生。

陈顺：大消费行业研究员，西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，一年券商资管助理研究经验，2015 年加入广证恒生。

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	金娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86) 13632368942	Liaomh@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。