

证券研究报告—动态报告

食品饮料

食品

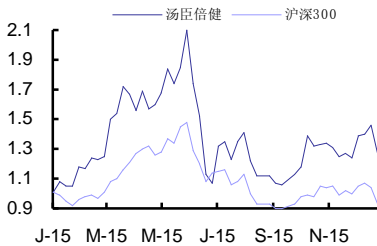
汤臣倍健 (300146)

买入

合理估值: 57 元 昨收盘: 29.71 元 (维持评级)

2016年01月14日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	728/337
总市值/流通(百万元)	21,629/10,025
上证综指/深圳成指	2,950/9,979
12个月最高/最低(元)	58.19/25.43

相关研究报告:

《汤臣倍健-300146-汤臣倍健深度研究系列1—二次腾飞,王者归来,70%空间》——2015-12-17
 《汤臣倍健-300146-三季度业绩大幅增长并创历史新高》——2013-10-08
 《汤臣倍健-300146-2013年半年报点评:二季度恢复高增长》——2013-08-01
 《汤臣倍健-300146-中短期看渠道扩张,长期看品牌提升》——2011-11-16

证券分析师: 刘鹏

电话: 021-60933167
 E-MAIL: liupeng7@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514050003

联系人: 刘健

E-MAIL: liujian1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

汤臣倍健深度研究系列2—从未如此低估,健康管理起飞:兼论汤臣倍健战略投资价值

●上海臻鼎:专业健康管理平台,汤臣健康管理之星

上海臻鼎是汤臣倍健健康管理综合服务提供商十分重要的一环,前者与其关联方合计持有后者55%股权。上海臻鼎的定位是做一个专业的平台商,现推出两大平台,核心竞争力在于:1)强大的医疗数据支撑专业指导,十余年耕耘,已在19个地级市建立基础数据库;2)受医疗机构、专业医生,以及卫计委支持,成为吸引消费者的关键;3)可向消费者提供健康管理意见,这是最具差异化的服务内容。预计到2016年,上海臻鼎两大平台用户数超过200万。而且这些用户保健品消费潜力大,且具有消费粘性,汤臣将从中受益良多。

●平台一:营养之星——营养健康管理平台

营养之星是一个营养健康管理平台,主要针对慢性病患者,其商业本质在于解决了消费需求、社会保障,以及医疗服务三重问题:1)满足慢病患者日益扩大,难以满足的消费需求;2)搭建合理利益机制,使营养师专业价值得到体现;3)帮助体检中心、养老机构等带来后续可执行增值的专业内容以提升自身的服务能力。营养健康云通过整合医生、医疗机构、企业等三方机构,来为消费者提供专业而全方位的健康管理服务。

●平台二:妇幼健康云——孕育桥妇幼健康管理平台

孕育桥是基于“互联网+”的妇幼健康管理平台,也是卫计委唯一正式推荐项目,极大受益于二胎放开政策。此平台以妇幼人群为核心,涵盖孕前、孕中、孕后,以及儿童等不同阶段健康管理问题。通过42个子系统覆盖妇幼健康医生服务全领域,专业评估工具与指导软件无缝整合,形成全国最全面、最专业的妇幼管理平台,实现医生、医疗机构、医生、卫生监管部门、用户的共赢。

●风险提示:健康管理平台推广低于预期;食品安全;新品推广低于预期

●投资建议:最佳买点已经出现,提高合理估值,给予“买入”评级

考虑外延,预计汤臣15-17年EPS0.93/1.40/1.79元,近期由于市场大幅调整,公司估值已经处于历史最低的22倍左右。极具投资价值。我们认为上海臻鼎是汤臣健康管理得力助手,看好其发展前景。且公司老业务稳增长,新品放量,国际化并购值得期待。考虑15年业绩预告符合预期,且在新产品和外延方面的可能超预期的表现,给予公司17年32倍估值,提高合理估值至57元(原合理估值为56元),继续给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,482	1,705	2,266	3,115	3,910
(+/-%)	39.0%	15.0%	32.9%	37.4%	25.5%
净利润(百万元)	422	503	675	1,018	1,300
(+/-%)	50.4%	19.2%	34.3%	50.9%	27.7%
摊薄每股收益(元)	0.58	0.69	0.93	1.40	1.79
EBIT Margin	31.6%	32.2%	33.6%	37.5%	38.2%
净资产收益率(ROE)	18.9%	20.5%	23.9%	30.3%	32.7%
市盈率(PE)	51.3	43.0	39.8	26.4	20.7
EV/EBITDA			33.0	21.5	16.9
市净率(PB)	9.7	8.8	9.5	8.0	6.8

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

上海臻鼎：专业健康管理平台，汤臣健康管理之星	3
平台一：营养之星——营养健康管理平台	6
商业本质：解决消费需求、社会保障，以及医疗服务三重问题	6
业务模式分析：激活医生，带来消费粘性，打造一流营养健康管理平台	7
业务二：妇幼健康云——孕育桥妇幼健康管理平台	8
汤臣倍健最大经销商（携泰健康）调研纪要	9
1.携泰健康介绍	9
2.产品销售与消费群体分析	9
3.携泰健康渠道介绍	10
5.单店收入分析	10
6.库存分析	11
附录：团队介绍	13
附表 2：财务预测与估值	14

图表目录

图 1：汤臣的估值和市值增长空间	3
图 1：上海臻鼎股权结构及其业务模式示意图	5
图 2：上海臻鼎健康管理平台宣传界面	6
图 3：上海臻鼎营养健康云业务模式	8
图 4：上海臻鼎妇幼健康云业务模式图	8
表 1：上海臻鼎妇幼管理平台对参与者的积极影响分析	9

汤臣核心投资观点

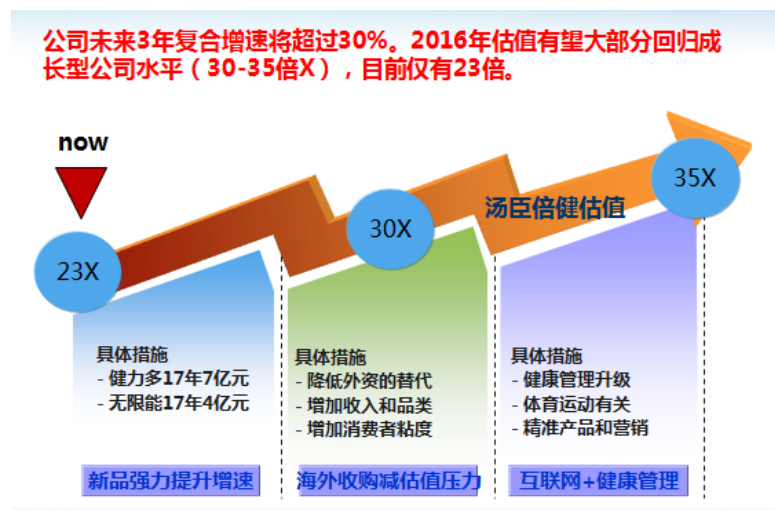
我们在 2016 年的投资策略中强调，2016 年是对食品行业而言整体是机会，今年全市场估值收缩，我们看好高弹性白马，高弹性白马依意味在细分领域（大品种增速均已放缓，无溢价而言），具有较强持续增长能力（份额夺取和需求创造能力强），具有壁垒的（保证增速）中小市值品种，这是我们的定义。这类公司在本轮牛市中表现不好，股灾中较大品种跌幅较多，且反弹乏力，从 2016 年全年估值收缩的背景下，增速和估值的关系更为重要，市值也是起到决定作用的关键，

保健品中的本土龙头是我们选出的高弹性白马。我们从三个角度讨论它的投资价值：**第一是绝对估值较低**，其过去两年的业绩和收购没有达到预期，估值从 40 倍杀到现在 25 倍，在今年全市场挤泡沫的背景下，低估是有优势的。

第二是未来 3 年还能保持 30% 的增长，汤臣最差的增长也是 14 年的 20% 多，15 年强势回到 30% 以上，我们认为在三个层次的支持下，两个核心单品健力多和无限能预计在 3 年内为公司贡献合计 10-14 亿元收入，且充分渠道共享，再加上海外收购，将在 2-3 年内再造一个汤臣。因此我们认为未来 3 年保持 30% 以上增长是问题不大的。目前的 PEG 只有 0.7-0.8 左右，是非常有优势的。

第三个层次是催化剂较多，公司今年受益于三个层次的内容，第一是十三五健康中国的目标带来万亿市场，以及体育行业带来带来的巨大机会，公司的上海臻鼎子公司是汤臣倍健健康管理综合服务提供商十分重要的一环，上海臻鼎的定位是做一个专业的平台商，核心竞争力在于：1) 强大的医疗数据支撑专业指导，十余年耕耘，已在 19 个地级市建立基础数据库；2) 受医疗机构、专业医生，以及卫计委支持，成为吸引消费者的关键；3) 可向消费者提供健康管理意见，这是最具差异化的服务内容。预计到 2016 年，上海臻鼎两大平台用户数超过 200 万。而且这些用户保健品消费潜力大，且具有消费粘性，汤臣将从中受益良多。第二是监管加强，对进口冲击的预期降低，第三是公司自身的解禁诉求。

图 1: 汤臣的估值和市值增长空间



资料来源：国信证券经济研究所整理

投资建议：最佳买点已经出现，提高合理估值，给予“买入”评级

考虑外延，预计汤臣 15-17 年 EPS0.93/1.40/1.79 元，近期由于市场大幅调整，公司估值已经处于历史最低的 22 倍左右。极具投资价值。我们认为上海臻鼎是汤臣

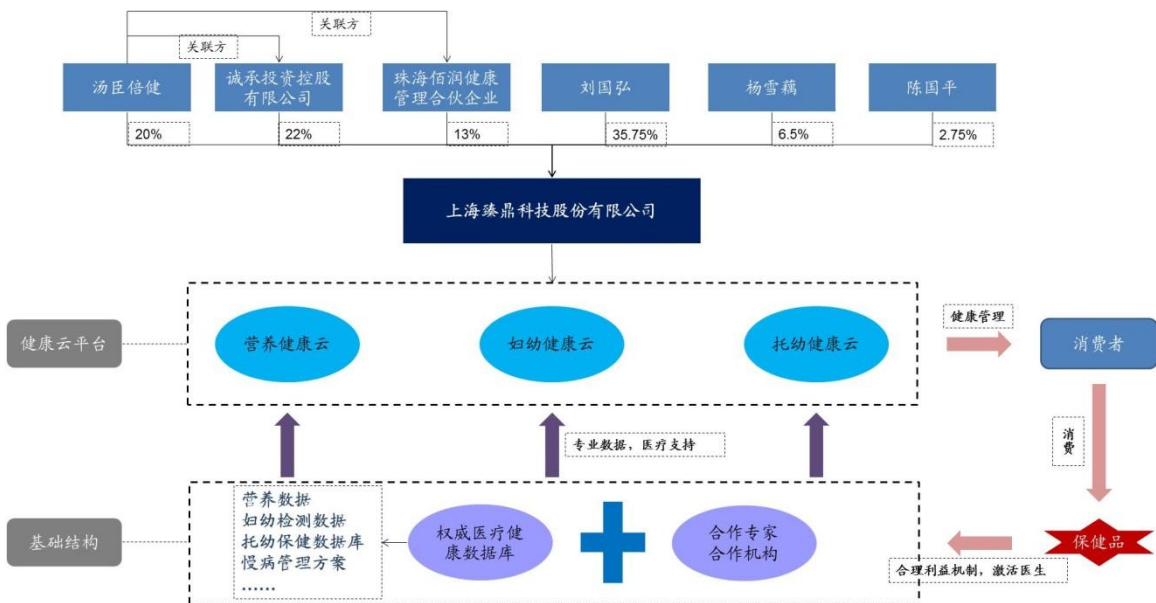
健康管理得力助手，看好其发展前景。且公司老业务稳增长，新品放量，国际化并购值得期待。考虑 15 年业绩预告符合预期，且在新产品和外延方面的可能超预期的表现，给予公司 17 年 32 倍估值，提高合理估值至 57 元（原合理估值为 56 元），继续给予“买入”评级。

上海臻鼎：专业健康管理平台，汤臣健康管理之星

上海臻鼎是汤臣倍健健康管理综合服务提供商十分重要的一环，而且汤臣倍健与其关联方合计持有上海臻鼎 55% 的股权。上海臻鼎健康科技有限公司成立于 2002 年，是一家以信息系统研发、集成、销售、应用服务于一体的高新技术企业。经十余年累积，上海臻鼎已成功打造出十余款健康信息服务产品，拥有自主研发知识产权，涵盖营养健康和妇幼健康领域。

目前，上海臻鼎的产品已覆盖全国二十多个省、市、自治区的医疗健康产业领域，包括卫生行政主管部门、医疗机构、大中专院校、中专职业学校、中小学、研究机构、疾控中心、企业和个人。上海臻鼎已成为国内先进的健康管理服务信息化专业品牌，获得国家各级卫生行政部门以及行业内的广泛认可和赞誉。

图 2：上海臻鼎股权结构及其业务模式示意图



资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

上海臻鼎的定位是将自己打造成一个专业的平台商，目前已推出两大工作平台，包括“营养之星——营养健康管理平台”、“妇幼健康云——孕育桥妇幼健康管理平台”。与一般健康管理互联网企业不同的是，公司的工作重点是先通过简单、实用的平台系统吸引大量专业医疗机构、医生入驻，然后通过他们来吸引消费者使用公司的 app，可以很容易地获得消费者的青睐。因为消费者在这里可以获得专业而便捷的健康管理服务。预计到 2016 年，上海臻鼎的孕育桥和营养健康管理平台的用户数均超过 100 万。而且这些用户保健品消费潜力大，且具有消费粘性，汤臣恰好是上海臻鼎优选合作商，将受益良多。

图 3: 上海臻鼎健康管理平台宣传界面



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

相比较于一般的健康管理平台，我们认为上海臻鼎的核心竞争力在于：

- **强大的医疗数据库支撑专业指导：**经历十余年的苦心经营，公司已经在 19 个地级市建立起了基础数据库，为营养师诊疗判断、消费者健康指导提供专业的大数据支持；
- **获得卫计委、医疗机构、专业医生支持，成为吸引消费者的关键：**权威医疗健康数据库，以及简单方面的操作平台获得医疗机构以及医生青睐。此外，公司的“妇幼健康云”项目还是国家卫计委唯一一个正式推荐的健康管理项目，获得国家层面的支持，目前在江苏等城市试点运营，尚无竞争者出现；
- **可向消费者提供健康管理意见，这是公司最具差异化的服务内容。**第一步，公司面对消费者的 app 会提供一些保健建议，并不涉及医疗诊断等敏感信息；第二步，在搭建好完善的平台后，公司所提供的 app 可以向消费者提供保健食品建议。

平台一：营养之星——营养健康管理平台

营养之星是一个营养健康管理平台，主要针对日益增多的慢性病患者。究其商业本质，营养之星解决了消费需求、社会保障，以及医疗服务三重问题。第一，满足慢病患者日益扩大，且尚不能得到满足的消费需求；第二，搭建合理利益机制，使医生有偿健康管理成为可能，专业价值得到体现；第三，帮助健康管理公司、体检中心、社区医院、养老机构等带来后续可执行增值的专业内容以提升自身的服务能力。总的来说，营养健康云通过整合专业医生、医疗机构、健康管理企业等三方机构，来为消费者提供专业而全方位的健康管理服务。

商业本质：解决消费需求、社会保障，以及医疗服务三重问题

受工业化、城镇化、人口老龄化进程加快以及受不健康生活方式等因素影响，近年来中国慢性病发病呈快速上升趋势。其中，心脑血管病、恶性肿瘤等慢性病已成为主要死因，慢性病导致的死亡人数已占到全国总死亡的 86.6%，导致的疾病负担占总疾病负担的近 70%。**随着慢性病人群井喷，未来将来将有 20%以上的人群将发展成为慢病人群，饮食行为方式是最重要的预防干预手段。**而在这一发展过程中，存在以下几方面问题尚未得到解决：

- **消费需求旺盛，且大多未能得到满足：**慢病患者迫切希望得到来自专业机构以及专业医务人员的指导和管理，并对日常饮食生活产生积极影响，当时这种健康管理需求尚不能得到有效满足。以 30 岁以上女性群体为例，健康及美丽是不变的追求，消费能力爆棚，但是缺乏专业健康指导。
- **专业临床医生提供健康管理服务意愿强烈，但专业价值未能得到有效体现：**医院专业临床营养医生社会知晓率低，缺乏就诊患者。在现有医疗体制下面，这些专业医生收入较低，期望建立有效机制，提高个人收入。
- **国内现有医疗、健康管理机构服务延伸受到阻碍：**健康管理公司、体检中心、社区医院、养老机构等缺乏后续可执行增值的专业内容以提升自身的服务能力；

上海臻鼎营养健康管理平台的出现，不仅解决了上述三重问题，还可帮助社会抵御慢性病扩大趋势，将成为消费者、医生和专业医疗机构，以及社会共同的选择，具体在于：

- **提高营养师价值，并将其引入公司平台：**营养健康管理平台进驻营养工作室、医疗机构等，为营养师诊疗提供大数据支持，并建立合理的利益机制调动营养师积极性。目前，平台拥有 20 个慢病解决方案、1000 多个营养食谱库、以及多种权威数据库（营养评估、风险筛查、食物成分表、预包装食品数据库等）；
- **丰富而专业的医疗机构、医生资源为消费者提供专业化服务，解决消费需求难以满足问题：**目前，公司拥有 1000 多个合作专家，1000 多个营养系统产品签约医院；
- **发现问题并解决问题，提升健康管理机构服务能力：**专业的医疗资源帮助患者解决慢病管理难题，解决了体检中心、养老机构等发现问题后无法解决问题的窘境。

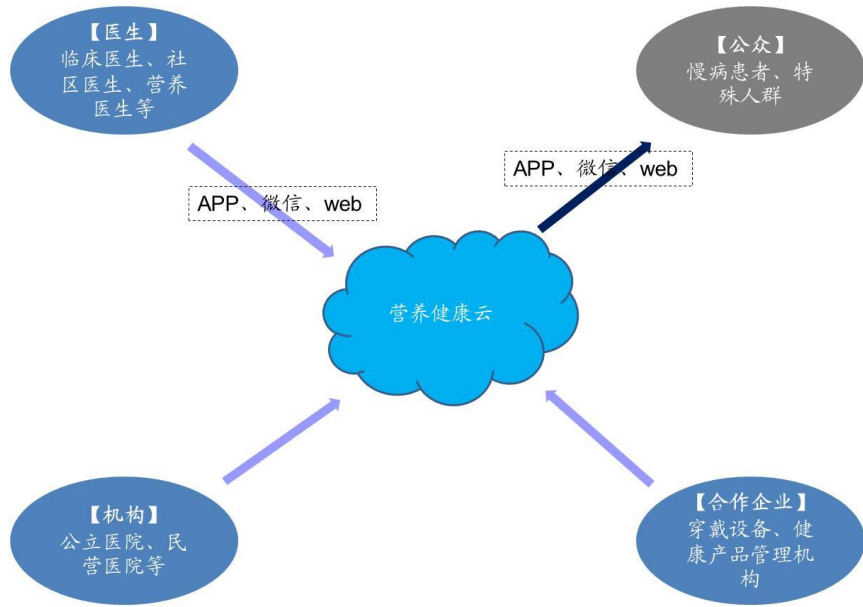
业务模式分析：激活医生，带来消费粘性，打造一流营养健康管理平台

上海臻鼎通过搭建营养健康云平台，首先吸引专业临床医生、医疗机构等入驻，并融合穿戴设备商、健康管理机构，以此来吸引慢病患者等人群，为他们提供专业的、全方位的健康管理服务。同时，营养健康云平台帮助医生、机构、公众、企业等实现共赢，具体有：

- **机构用户：**优化诊疗流程、提高监管效率、提高服务水平；
- **企业用户：**智能硬件合作、流量互换合作、健康管理增值；
- **医生用户：**打造医生交流圈，帮助其了解学术前沿，提升工作效率，打造个人品牌；
- **公众用户：**更加便捷的健康管理，免费健康咨询，专业健康指导。

对于汤臣倍健而言，不仅可以利用营养健康云帮助消费者实现健康管理，而且还可以利用此平台为消费者提供个性化定制化的保健产品。

图 4: 上海臻鼎营养健康云业务模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

业务二：妇幼健康云——孕育桥妇幼健康管理平台

“孕育桥”简介：是一个基于“互联网+”的妇幼健康管理平台。以妇幼人群为核心，围绕孕前优生咨询服务、婚前保健、孕前保健、围产期保健、儿童保健、学龄期保健、青春期保健和更年期保健等妇幼保健全过程为主线，通过对各个保健时期的健康服务活动的多渠道全动态信息采集、集中存储，为卫生主管部门、专业医疗机构、医务人员和服务对象之间架起一座桥梁，通过国家统一的数据标准和接口规范与区域卫生信息平台、医院信息系统、个人健康管理数据等进行共享、互通和统一管理，形成一个完整动态的妇幼健康记录和档案，向政府机构、医疗机构、医务人员、个人等不同对象提供各类信息服务的妇幼健康云平台。

随着二胎政策的放开，我国将迎来新一轮新生儿高潮，妇幼人群将会激增，孕育桥将成为他们的贴心管理平台，受益明显。

图 5: 上海臻鼎妇幼健康云业务模式图



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

总的来说，孕育桥对于医生、医疗机构和卫生监管部门，以及妇幼人群来说，都是可以带来极大便利性。相比较于一般的管理系统，孕育桥不仅便捷，而且更加专业，其特点在于：

- **国内最全面的妇幼管理系统：**42 个子系统覆盖妇幼健康医生服务全领域，包括妇女基础档案管理系统、儿童基础档案管理系统、托幼机构管理系统、绩效考核子系统等等。
- **国内最专业的妇幼管理平台：**专业的评估工具与指导软件无缝整合，一是，专业的 PC 系统切入医生工作平台；二是，app 专业系统切入医生工作场景，为医生提供专业而方便的操作服务。

最值得关注的一点就是，孕育桥这一平台的成功运营可以为汤臣倍健带来极大的好处，提升其健康管理能力。此外，孕育桥的健康管理数据，可以帮助汤臣倍健生产更加适合这一人群的保健品，实现精准化营销。

表 1: 上海臻鼎妇幼管理平台对参与者的积极影响分析

参与者	有利之处	
卫生管理部门	管理水平	提升卫生管理部门的管理水平，如规范 各地市妇幼信息管理、公共卫生管理服务水平
	服务水平	提升卫生管理部门的服务水平，如向服务对象推送健康关爱提醒、母婴政策等服务
	服务监管	提供产后访视等基本公共卫生服务监管手段
	创新模式	创新医疗卫生服务模式，提供便利，如预约 挂号、查看检验报告，自助建卡等
	满意统计	方便获取用户对医疗机构评价统计
医院	服务反馈	通过孕育桥，快速收集居民对公共卫生服务的 意见反馈
		通过医院科室介绍、宣传，满意调查反馈等提升形象；
		通过优化就诊流程、院内增值服务（妇产科孕妇课堂等）、医院关爱服务等提升院内服务提高院外服务能力，例如健康资讯服务、干预与指导院外管理服务。
医生	提高工作效率，加强医患交流，减少患者对医生的误解。此外，打造专业交流平台，提高医生专业能力。	
消费者	提供便捷就诊、健康管理、关爱交流等一系列优化服务	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

目前，孕育桥妇幼健康管理平台已经覆盖全国 9 个省 15 个地市所有助产机构，签约 100 多家妇幼保健机构。最重要的是，此项目是国家卫计委-儿基会合作项目，中国疾病预防控制中心妇幼保健中心战略合作方。未来，公司将直接与区域性医疗机构建立合作，而不是针对医疗机构一对一的洽谈，可以快速与大量医疗机构建立合作关系。而且，由于孕妇、儿童流动性比较大，相关治疗、健康管理牵涉大量不同医疗机构，而孕育桥对医疗机构区域性覆盖恰好可以解决这一问题。

汤臣倍健最大经销商（携泰健康）调研纪要

1. 携泰健康介绍

携泰健康是汤臣倍健的最大经销商，所售产品全部来自汤臣倍健，主要覆盖安徽、河南、山东、新疆等地。按照零售额统计，2014 年携泰健康所覆盖区域终端销售额达到 10 亿元，汤臣收入超 2 亿。

2015 年，预计携泰健康收入 3 亿元，同比增速超 30%。其中，安徽和山东，占 40%；河南，占 36%；新疆，占 24%。在这几个地区，增速最快的是河南，同比增速超 40%，2014 年该地终端零售额达到 4 亿元，而在 2012 年只有 0.8-0.9 亿元。

2. 产品销售与消费群体分析

携泰健康所售产品基本全是汤臣倍健主品牌，且直管收入占 45%，占比正在下降

(这主要是因为代理商扩张速度较快),但是毛利率超过 30%。其中,蛋白质粉、补钙类、维生素类细分产品占比较高,小品类占比呈现降低趋势。目前,蛋白质粉销售额占比接近 17%。

新品方面: 健力多并未走经销商渠道;无限能,预计 2016 年会通过经销商进行投放,且以 OTC 渠道为主。由于无限极采取的是直销模式,无限能不会与其产生直接竞争。

终端消费结构分析: 以 40 岁以上的中老年为主;但是,现在年轻消费者增长速度很快。

3.携泰健康渠道介绍

2014 年,携泰健康终端数量达 8000 个;2015 年,达到 1 万个(商超只有几百家),渠道覆盖率在 40%左右,部分地区已经渗透到乡镇。在现有 OTC 渠道上,预计公司终端数量可以再增加 20%-30%。2016 年,预计药店终端数量可以再增加 2000-3000 个。2015 年,携泰健康直营收入占 45%。

公司扩张商超渠道的原因分析: 商超可以提高产品覆盖面,扩大知名度。根据一般市场规律,只在个别渠道销售的产品,消费者受众面小,知名度不高,是难以推广成功的。此外,当前国内保健品行业竞争者较少,消费者对膳食补充剂认知相对较少,公司快速扩张,能够蓄积先发优势。

OTC 渠道与商超渠道比较: OTC 渠道需要专业医药人员的指导,消费者也愿意听取导购员的建议;然而,在超市里面,消费者对于推销人员的建议往往并不买单。因此,商超渠道后续会推出一些与药店终端不一样的产品,以便更加适合商超销售环境。目前,携泰健康所覆盖的商超渠道销售最好的是礼盒装的蛋白粉。

5.单店收入分析

2014 年,携泰旗下单店单月产出超过 9000 元(按零售额统计);2015 年,已经超过 1 万元,未来还有很大提升空间。在携泰现有连锁药店,汤臣产品销售收入占药店总收入仅为 8-12%,预计未来这一比例可以达到 12%-15%。未来公司将从两方面来提高单店收入:

- 一是,继续强化健康教育,与大的药店开展健康活动,引导部分消费者到公司的营养中心进行体验,并提升健康活动举办频率,以扩大受众范围。其中,营养中心由携泰健康自己投入资金,汤臣投入资源,合作共建。目前,这还是一个孵化中心,消费者受众面相对较小,未来可能会扩大
- 二是,优化产品结构,推出保健品组合,相比较于单品消费,这样可以带来“1+1>2”的叠加效果。

会员拓展方面: 携泰通过提供附加服务、积分兑换等形式,以增强会员消费粘性。在过去的一年,合作药店担心汤臣通过产品二维码形式抓走客户资源。目前,这一问题已经得到妥善解决。对于携泰所开发的会员,药店是可以共享这一资源的。此外,会员模式还可以提高药店客流量,所以得到了药店的支持。上半年,携泰会员推广工作做的不多,下半年会逐步开始做,明后年还会加大投入力度。

6. 库存分析

携泰采取款到发货的形式，库存管理非常好。一般情况下，公司库存在 700-800 万元，今年年末库存仅 200 万。此外，每公司个礼拜会进 1-2 次货。目前，终端店铺只有 1-2 个月的库存。

投资建议：最佳买点已经出现，提高合理估值，给予“买入”评级

考虑外延，预计汤臣 15-17 年 EPS0.93/1.40/1.79 元，近期由于市场大幅调整，公司估值已经处于历史最低的 22 倍左右。极具投资价值。我们认为上海臻鼎是汤臣健康管理得力助手，看好其发展前景。且公司老业务稳增长，新品放量，国际化并购值得期待。考虑 15 年业绩预告符合预期，且在新产品和外延方面的可能超预期的表现，给予公司 17 年 32 倍估值，提高 12 个月合理估值至 57 元（原合理估值为 56 元），继续给予“买入”评级。

第一篇报告汤臣核心观点回顾

与市场预期的差异之处

（1）消费潜力还有一倍以上提升空间—抛开人均消费量的无效比较（不同时期消费能力和消费意识差异巨大），我们将人均可支配收入和保健品人均消费金额的比例作为分析变量，我们发现在人均可支配收入一致的情况下国内膳食补充剂人均消费金额还有很大提升空间（2014 年国人均膳食补充剂消费金额占人均可支配收入比例为 0.16 低于同样消费水平的台湾的 0.45% 和香港的 0.28%）。

（2）国内保健品消费金额占可支配比例下降，但已经基本稳定，未来即将迎来持续向上趋势。2001-2014 年我国人均膳食补充剂消费金额占人均可支配收入比例从 0.24% 下降至 0.16%，但已经基本稳定，部分品类在加速。历史数据显示台湾、香港等地这一比例均是逐年提升的，可见行业处于有望加速回归的节点上，参考美国发展历程（人均可支配收入对应保健品消费金额比例），我国现阶段正好对应美国 1997 年的水平，也就是位于美国的爆发式增长期（1994-2000 年，每年 23% 增长）前夜。我们认为我国膳食补充剂市场正处爆发前夜，爆发的催化剂在于：**未来监管政策放开（和美国类似），新的膳食补充产品逐步上市（药物替代保健品和中草药传统改造型保健品及运动有关保健品）和消费者健康和运动理念继续提升（85 和 90 后进入消费周期），行业将步入黄金发展时期。对于龙头汤臣，其业绩弹性还非常大：**

- 渠道持续扩张，以及精细化管理提高人均消费（百万会员客单价已翻倍，可广泛复制），推动汤臣主品牌持续稳增长，预计年均增速超 20%；
- 新品健力多聚焦骨骼健康，无限能定位科学贵细药材，均是保健食品行业最具发展潜力的细分子领域，通过共享公司现有渠道，可再造汤臣；
- 公司现有移动健康领域的布局看似分散，但都可帮助公司从数据抓取，消费者行为角度提高粘性，并打造定制化产品；
- 海外收购即将落地，产品线更加丰富。

股价变化的催化因素

- 政策变化: 如果保健品审批政策放开, 国内膳食补充剂市场有望迎来爆发式增长, 类似于美国 1994-2000 年的爆发增长期 (每年 23% 的增速)。
- 海外收购落地, 极大丰富产品线, 业绩上升弹性大, 可推动股价上涨。

- **风险提示:** 食品安全; 新品推广不达预期

附录：团队介绍

刘鹏：食品工程硕博连读，化学工程学士。2014年5月加入国信证券，食品饮料兼农业首席分析师。2015年新财富最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年水晶球最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年金牛最佳分析师食品饮料行业第五名，2014年新财富最佳分析师食品饮料行业入围。

擅长非酒食品深入研究。重点覆盖调味品，健康食品，饮料等品类，以及农业信息化，食品检测等食品新品类。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。2012-2014年，在华泰研究所和中信研究部分别担任分析师和高级分析师。从2012年开始，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，白云山，百润等股票。

2006-2011年食品工程硕博连读期间，主研方向为食品破坏性检测及风味分析，在以食品专业顶级期刊：欧洲食品学会会刊《Food Control》为代表的食品高水平期刊发表论文20多篇（12篇被SCI或EI收录），国家发明专利3项。并参与多个大型食品企业横向研发项目，深入了解食品工艺，渠道运作。

刘健：现为国信食品农业行业助理分析师。武汉大学医学本科，金融硕士。2014年5月进入国信证券，医药组实习近一年后进入食品组，主要研究领域包括大健康、保健食品、肉制品、动物疫苗、种子等。

周东景：现为食品饮料行业助理分析师，主要负责调味品，乳制品及其细分子行业的研究。本科毕业于西南财经大学，取得经济学学士学位。研究生毕业于美国Pepperdine University，取得金融学硕士学位。2015年12月进入国信证券经济研究所。

附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1537	1447	1400	2061	营业收入	1705	2266	3115	3910
应收款项	74	99	136	170	营业成本	580	747	939	1193
存货净额	229	289	356	453	营业税金及附加	22	28	38	48
其他流动资产	72	128	130	182	销售费用	397	521	685	821
流动资产合计	1912	1962	2021	2867	管理费用	177	209	284	355
固定资产	579	1023	1558	1431	财务费用	(44)	(35)	(31)	(40)
无形资产及其他	81	78	75	71	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	108	108	108	108	资产减值及公允价值变动	(19)	0	0	0
长期股权投资	20	75	75	75	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2701	3247	3837	4552	营业利润	554	795	1200	1532
短期借款及交易性金融负债	0	110	80	80	营业外净收支	38	0	0	0
应付款项	67	84	104	132	利润总额	592	795	1200	1532
其他流动负债	176	224	287	356	所得税费用	90	120	182	232
流动负债合计	243	418	471	569	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	503	675	1018	1300
其他长期负债	10	10	10	10					
长期负债合计	10	10	10	10					
负债合计	253	429	481	579					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	2448	2818	3356	3973					
负债和股东权益总计	2701	3247	3837	4552					

现金流量表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	503	675	1018	1300
资产减值准备	18	22	19	2
折旧摊销	44	67	105	129
公允价值变动损失	19	0	0	0
财务费用	(44)	(35)	(31)	(40)
营运资本变动	(62)	(53)	(5)	(85)
其它	(18)	(22)	(19)	(2)
经营活动现金流	503	690	1118	1344
资本开支	(138)	(530)	(655)	0
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(157)	(585)	(655)	0
权益性融资	36	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(328)	(305)	(480)	(683)
其它融资现金流	281	110	(30)	0
融资活动现金流	(339)	(195)	(510)	(683)
现金净变动	7	(90)	(47)	661
货币资金的期初余额	1530	1537	1447	1400
货币资金的期末余额	1537	1447	1400	2061
企业自由现金流	292	130	437	1310
权益自由现金流	574	270	433	1344

关键财务与估值指标				
	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.76	0.93	1.40	1.79
每股红利	0.50	0.42	0.66	0.94
每股净资产	3.72	3.87	4.61	5.46
ROIC	20%	28%	41%	48%
ROE	21%	24%	30%	33%
毛利率	66%	67%	70%	69%
EBIT Margin	31%	34%	38%	38%
EBITDA Margin	34%	37%	41%	41%
收入增长	15%	33%	37%	26%
净利润增长率	19%	34%	51%	28%
资产负债率	9%	13%	13%	13%
息率	1%	1%	2%	3%
P/E	48.3	39.8	26.4	20.7
P/B	9.9	9.5	8.0	6.8
EV/EBITDA	42.9	33.0	21.5	16.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
周瑞		汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
王玮		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
边祎维		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				