

汤臣倍健 (300146.SZ) 其它食品行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 26.48 元
 目标价格 (人民币): 37.00-39.00 元

新品跨境齐发力，低估值保健品龙头

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	430.07
总市值(百万元)	19,277.73
年内股价最高最低(元)	55.48/25.47
沪深 300 指数	3018.28



公司基本情况(人民币) (未考虑并购效益)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.532	0.966	1.073	1.297	1.513
每股净资产(元)	3.72	6.27	7.34	8.64	10.15
每股经营性现金流(元)	0.85	0.87	1.06	1.30	1.53
市盈率(倍)	16.97	39.86	24.68	20.41	17.50
行业优化市盈率(倍)	61.82	48.42	81.68	64.40	64.40
净利润增长率(%)	19.19%	26.44%	22.91%	20.89%	16.63%
净资产收益率(%)	20.53%	13.93%	14.62%	15.02%	14.91%
总股本(百万股)	328.08	658.01	728.01	728.01	728.01

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **与 NBTY 设立合资公司，借助国外品牌发力跨境电商：**公司 3 月 11 日与美国市场占比最高的 NBTY 签署了协议设立合资公司，汤臣倍健拟用自有资金 8 千万-1.2 亿元，占总股本比例 60%。合资公司一方面缓解了跨境电商对于汤臣倍健的冲击，另一方面丰富了产品品类，补齐了公司产品 and 品牌短板，而合资公司对于 NBTY 来说将有助于借助汤臣倍健公司的强大线下渠道和优秀的管理能力，增加销售，规避政策风险。
- **中国保健品市场保持高增速，三四线城市和细分子领域是未来增长点：**中国膳食补充剂市场容量约为 1,000 亿人民币，增速预计未来保持在 10% 左右，催化因素主要来源于消费者对于健康的追求以及环境恶化带来亚健康人群的增多。由于消费品消费与居民收入的正相关性，人均收入水平的提高将使得三四线城市或者农村地区成为保健品业务未来新的增长点。受跨境电商影响，一二线城市保健品市场竞争激烈，迫使企业从粗放营销到细分子领域的精确营销，出现大单品的概率上升。
- **非直销保健品行业领头羊，渠道全覆盖：**利用传统经销商至终端的销售模式，汤臣倍健目前已经进入 96 家全国百强连锁药店和 50 多家全国百强商业超市，覆盖终端达 5 万多个。从 2012 年开始推动“终端精细化管理”项目，从把门店数量作为主要考核指标转变为同店增长，推动经销商从仅为物流配送商的角色升级为参与服务和市场支持的运营商，去库存效用明显。
- **不断拓展细分行业产品品类，大单品助力收入高增速：**目前，汤臣倍健及其子公司已推出产品 100 余种，主要业务板块由汤臣药业、广东佰嘉、及广东佰悦构成。公司于 2012 年年底推出“健力多 R 氨糖软骨素钙片”，瞄准“骨骼关节健康细分”品类，尝试改“分销”为“直供”模式，2015 年贡献收入达到同比 >100% 的增长，为后续大单品培育积累成功经验。

估值

- 我们预计 2016-2018 年汤臣倍健利润分别为 7.81 亿/9.44 亿/11.01 亿，分别同比增速为 22.84%/20.96%/16.64%，若考虑并表利润部分的增厚，NBTY 预计贡献利润为 3,500 万/4,400 万/5,800 万，剔除 40% 的少数股东权益后，贡献利润为 2,097 万/2,651 万/3,510 万元，增厚利润 2016-2018 年预计为 8.02 亿/9.7 亿/11.36 亿，对应 EPS 分别为 1.102 元/1.334 元/1.561 元，考虑到其高成长性，我们给予目标价 38 元，对应 17/18 年 PE 分别为 28X/24X。

申晟

联系人
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

刘枝花

分析师 SAC 执业编号：S1130515060001
 (8621)61038289
 liuzhizhi@gjzq.com.cn

风险: 新品销售乏力/政策风险/跨境电商发展/营销费用推高

内容目录

海外保健品市场：爆发性增长后进入饱和期，增速下滑	6
美国保健品市场：品牌众多，竞争激励，增速平稳	6
海外保健品生产商本国业绩下滑，积极拓展新兴市场	9
中国保健品市场：增速高于全球平均水平，跨境电商火爆	12
中国保健品市场格局	13
中国保健品法律法规规定	15
中国保健品未来的发展趋势	18
汤臣倍健公司讨论	20
和 NBTY 协议成立合资公司	20
NBTY 中国业务分析	20
对未来合资公司的猜想	21
汤臣倍健发展简介	22
公司估值模型预测	31

图表目录

图表 1：全球保健品市场规模（美元百万）及增速	6
图表 2：美国保健品市场规模（美元百万）及增速	6
图表 3：美国保健品市场份额	7
图表 4：美国维生素市场规模（美元百万）和增速	7
图表 5：美国维生素市场份额 2015	7
图表 6：美国运动营养市场规模（美元百万）和增速	8
图表 7：美国运动营养市场份额 2015	8
图表 8：美国植物保健品规模（美元百万）和增速	8
图表 9：美国植物保健品市场份额 2015	8
图表 10：美国体重管理规模份额（美元百万）	8
图表 11：美国儿童保健品规模份额（美元百万）	8
图表 12：海外主要保健品公司销售额（美元/澳元百万）	9
图表 13：海外主要保健品公司收入增速	9
图表 14：康宝莱收入构成（美元百万）	10
图表 15：主要保健品公司毛利率	10
图表 16：安利、纽崔莱“蓝帽子”标志	10
图表 17：海外主要保健品商利润增速	11
图表 18：海外主要保健品商利润率	11
图表 19：Blackmores 收入利润（澳元百万）	11
图表 20：Blackmores 明星、新媒体营销	12
图表 21：中国保健品市场规模（人民币百万）	12
图表 22：中国保健品市场分类增速	12

图表 23: 中国保健品品牌格局 (人民币百万)	13
图表 24: 中国保健品品类格局	13
图表 25: 中国保健品各品类增速	13
图表 26: 中国维生素市场格局 (人民币百万)	14
图表 27: 中国维生素市场份额	14
图表 28: 安利中国销售额 (人民币百万)	14
图表 29: 中国蛋白粉市场份额 (人民币百万)	15
图表 30: 中国复合维生素市场份额 (人民币百万)	15
图表 31: 中国单一维生素市场份额 (人民币百万)	15
图表 32: 安利在华销售维生素产品占比	15
图表 33: 中国保健品法律法规	15
图表 34: 新食安法的注册、备案制适用范围	16
图表 35: 保健品、食品、药品区别	16
图表 36: 国产保健品审批程序	17
图表 37: 进口保健品审批程序	17
图表 38: 国内外品牌保健食品许可证	17
图表 39: 一般贸易和跨境电商税率比较	18
图表 40: 2014 年各国人均消费保健品 (美元/人)	18
图表 41: 一线城市保健品消费者群体抽样调查	18
图表 42: 中国保健食品发展历程	19
图表 43: 收入水平和保健品消费占比	19
图表 44: NBTY 收入利润率 (美元百万)	20
图表 45: 自然之宝、汤臣倍健产品比较	21
图表 44: 收入利润规模增速 (人民币百万元)	22
图表 45: 维生素 (膳食补充剂) 主要细分领域汤臣倍健占比	22
图表 46: 汤臣倍健产品品牌组成	23
图表 47: 汤臣倍健主打品牌	24
图表 48: 无限能系列产品	25
图表 49: 首个互联网独立品牌“每日每加”	26
图表 50: “每日每加”娱乐营销	26
图表 51: 健乐多旗下产品	26
图表 52: 十二篮体重管理流程示意	27
图表 53: 十二篮对接天猫入口	27
图表 54: 轻爱 APP	27
图表 55: 2015 年达成的战略合作	28
图表 56: 汤臣倍健营养家会员平台	29
图表 57: 汤臣倍健大健康入股、收购时间序列图	30
图表 58: 汤臣倍健管理层持股计划推进情况	30
图表 61: NBTY 中国区销量 (人民币百万)	31

图表 62: NBTY 收入盈利预测 (人民币百万)	31
图表 59: 汤臣倍健收入预测.....	32
图表 60: 汤臣倍健期间费用率	32

海外保健品市场：爆发性增长后进入饱和期，增速下滑

全球的保健品市场规模 2015 年约为 1,569 亿美元，其中以维生素的占比最高，约为 56%，其次为植物/传统保健品和体重管理产品，分别占 22.8%和 8.6%。占保健品市场份额近 30%的美国在 90 年代放开保健品审批管理，将审批制改为备案制后，保健品经历了近 10 年的高速发展期，随后在 2000 年后进入相对平稳期。近年，由于市场的进一步饱和，3 年复合增速下降至 3%左右，而 15 年更是出现了同比下降的状况。

图表 1：全球保健品市场规模（美元百万）及增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

美国保健品市场：品牌众多，竞争激励，增速平稳

作为全球最大的保健品市场，美国保健品市场发展与 FDA 的法规逐渐放宽密不可分，进入 20 世纪后，美国保健品市场进入平稳发展期，近 5 年保持 4%-6% 的增速。2015 年总体市场份额约为 447 亿美元，其中维生素占比高达 60.7%。

图表 2：美国保健品市场规模（美元百万）及增速

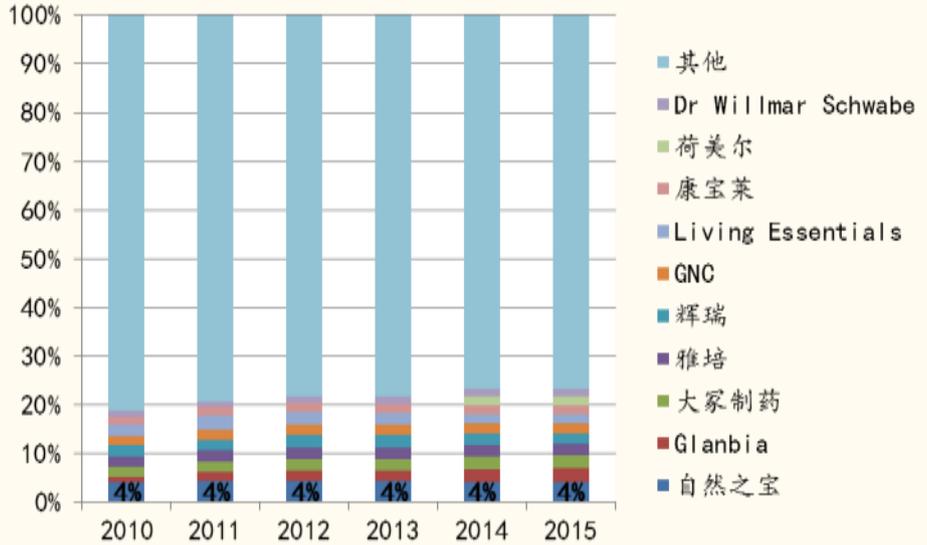


来源：Euromonitor，国金证券研究所

■ 美国保健品市场格局

美国的保健品市场品牌众多，市场集中度不高，且竞争格局较为稳定，CR10的总体份额一直维持在 22%左右，份额最大的自然之宝（NBTY）占比一直稳定在 4%左右。

图表 3：美国保健品市场份额



来源：Euromonitor, 国金证券研究所

■ 维生素（膳食补充剂）

美国维生素市场份额 2015 年约为 271.7 亿美元，同比上升 4%，占美国整体保健品市场份额 >50%。和整个行业相似，美国维生素保健品行业也高度分散，CR10 占比仅为 30%，市场份额最大的自然之宝占比仅为 6%。

图表 4：美国维生素市场规模（美元百万）和增速



来源：Euromonitor, 国金证券研究所

图表 5：美国维生素市场份额 2015

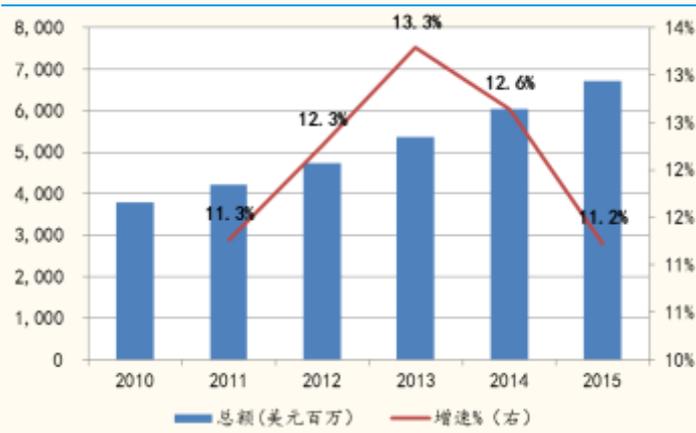


来源：Euromonitor, 国金证券研究所

■ 运动营养

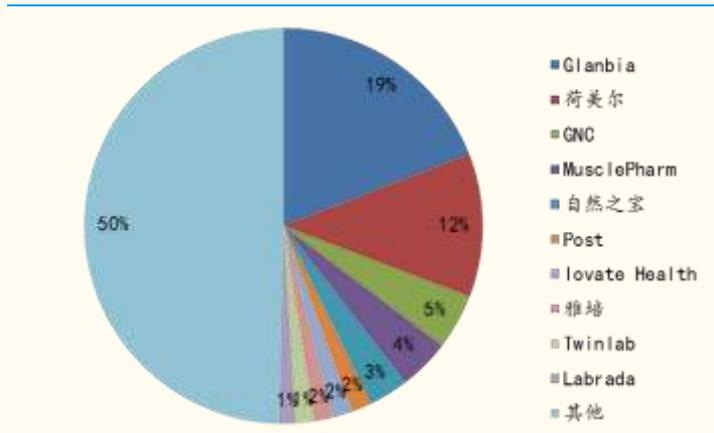
由于健身运动的风靡，美国保健品市场的运动营养剂的比重也很高，2015 年市场规模约为 67 亿美元，同比上升 11.2%。不同于维生素行业的高度分散，运动营养保健品市场份额相对较为集中，CR10 占比约为 50%，其中 Glanbia 占比最大，约为 19%。

图表 6: 美国运动营养市场规模 (美元百万) 和增速



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 7: 美国运动营养市场份额 2015

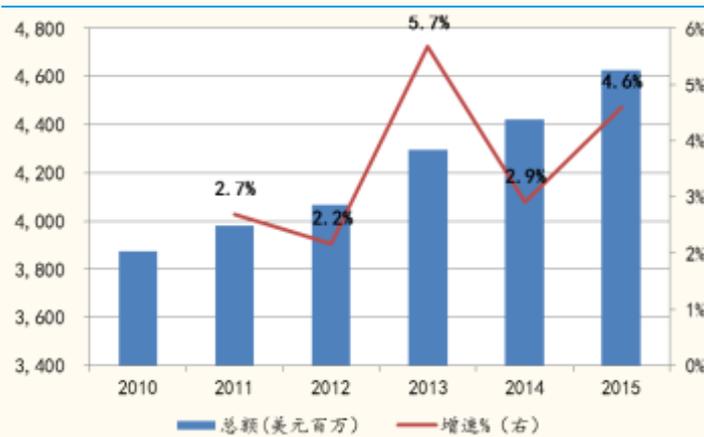


来源 Euromonitor, 国金证券研究所

■ 植物保健品

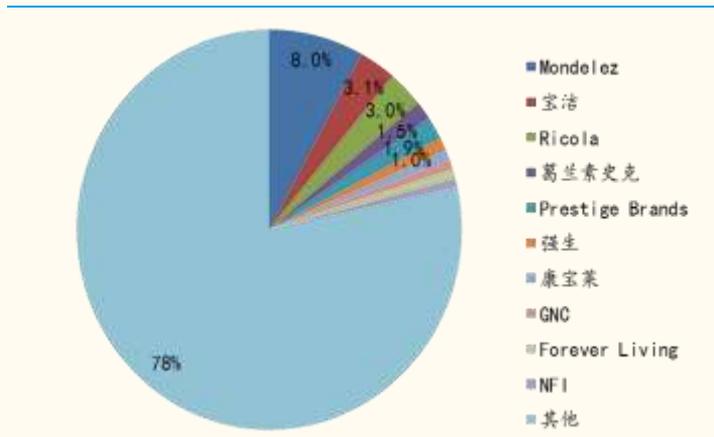
美国植物保健品市场规模 2015 年约为 46 亿, 同比+4.6%, 植物保健品的市场份额也呈现高度分散化, CR10 的市场份额不足 30%。

图表 8: 美国植物保健品规模 (美元百万) 和增速



来源: 国金证券研究所

图表 9: 美国植物保健品市场份额 2015



来源: 国金证券研究所

■ 体重管理/儿童保健

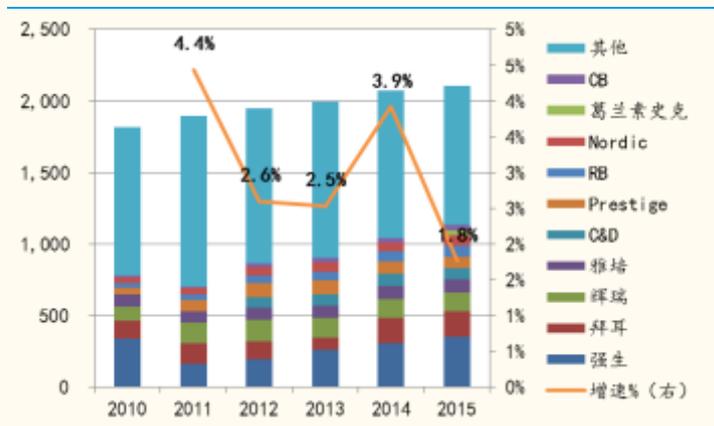
美国体重管理保健品规模约为 41 亿美金, 但同比增速近几年处于下滑态势。行业集中度也不高, CR10 约为 50%左右。儿童保健品市场也面临下滑的状况。

图表 10: 美国体重管理规模份额 (美元百万)



来源: 国金证券研究所

图表 11: 美国儿童保健品规模份额 (美元百万)



来源: 国金证券研究所

■ 美国保健品 FDA 体系

1994 年美国国会通过了一件根据 1968 年批准实施的《食品药品与化妆品法案》为依据而修正的新法案——《膳食补充剂健康教育法案》(膳食补充剂即为保健品)，将保健品审批制改为备案制，这就是目前美国 FDA 管理市场上的各种保健食品的法律依据。

■ 保健品原料无强制性标准

根据 1994 年的新法案，美国药典 (USP-NF) 为保健品中使用的原料提供了相应的标准。但对于膳食补充剂生产商来说，美国药典里的相关标准并不具有强制性。也就是说，生产商可以自行拟定相关原料标准。

■ 保健品无需事先登记

FDA 表示保健品属于食品类，管理应与普通食品无疑。因此生产商不必将其产品事先在 FDA 相关部门进行注册登记，或必须在取得 FDA 的批准后才能生产和销售其产品。

■ FDA 仅负责事后监督安全性问题

由于在美国生产和上市保健品厂商无需向 FDA 报告产品出现的副作用情况，美国 FDA 只能通过以下手段来获取市场上保健品的安全性情况：1. 消费者的投诉报告；2. 抽查产品的标贴或说明书内容；3. 查阅产品 (成分) 的相关文献报道；4. 由 FDA 巡视员在市场上随机抽查膳食补充剂样品，带回 FDA 实验室进行化学成分分析。但 FDA 并不负责膳食补充剂的广告监管工作。

自从 1994 年 FDA 放松对保健品的监管，使得美国保健品市场在随后的 10 年产生井喷式的发展，据不完全统计，目前美国市场上至少有上万种保健品产品。但近年来随着美国国内市场容量的逐渐饱和，以美国为主要销售市场的保健品厂商业绩并不如意。

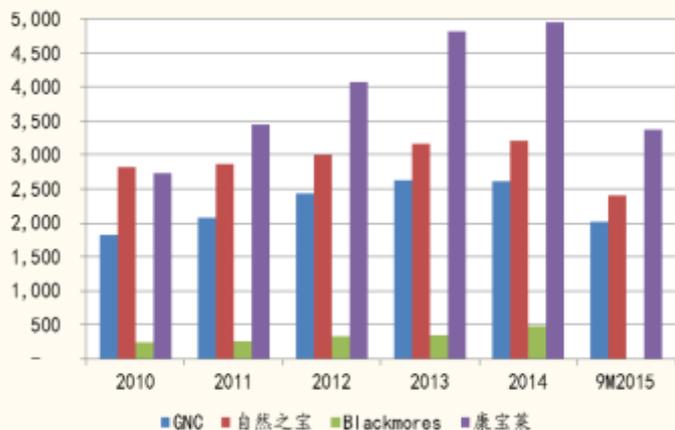
海外保健品生产商本国业绩下滑，积极拓展新兴市场

海外主要保健品生产商受困于主要市场美国的整体行业发展减速影响以及市场高度分散化，竞争者众多，近些年业绩下滑明显，纷纷开启拓展新兴市场步伐，中国是兵家必争之地。

■ 主要海外保健品公司业绩下滑明显

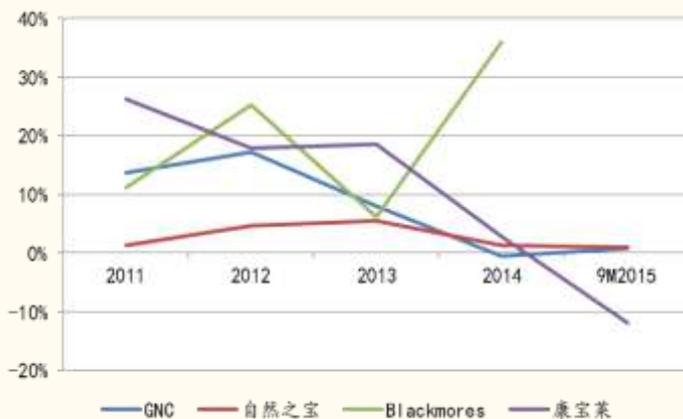
我们选取了海外上市的主要保健品公司美国的 GNC、自然之宝 (NBTY)、康宝莱 (Herbal Life) 和澳大利亚的 Blackmores 分析其销售业绩状况。2015 年前三季度，康宝莱、自然之宝、GNC 分别录得 33 亿、24 亿、20 亿的美元收入，分别同比+0.7%、0.9%、-11.9%。而 2013 年进军中国市场，2015 年大举发力电商的澳大利亚品牌 Blackmores 2014.6-2015.6 年录得 4.72 亿澳元 (3.37 亿美元) 的收入，同比+36%。

图表 12: 海外主要保健品公司销售额 (美元/澳元百万)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 13: 海外主要保健品公司收入增速



来源: Bloomberg, 公司公告, 国金证券研究所

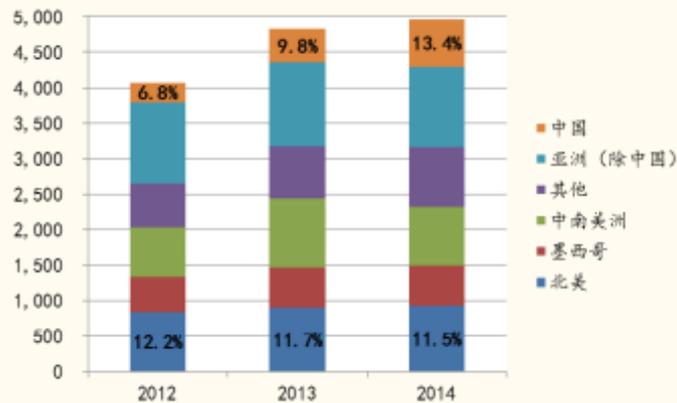
■ 康宝莱：较早进入中国市场，错失电商发展契机

由于安利并未上市，公开信息较少，我们通过康宝莱来探讨较早进入中国市场国际保健品公司的发展模式。这些较早进入中国市场的国际保健品品牌，大多采取业务代表的营销模式，存在一些法律的“灰色地带”。产品的结构多为“蛋白质”“维生素”主打，主要针对增强免疫力、补充营养素、减肥补充等功效。由于进入中国多年，部分产品已经本土化，保健品批文齐全。但由于营销手段仅限于业务代表拓展，并未参与网上旗舰店发展，给予其他国外保健品品牌通过跨境电商高速发展的空间。

■ 营销主要采取业务代表的形式

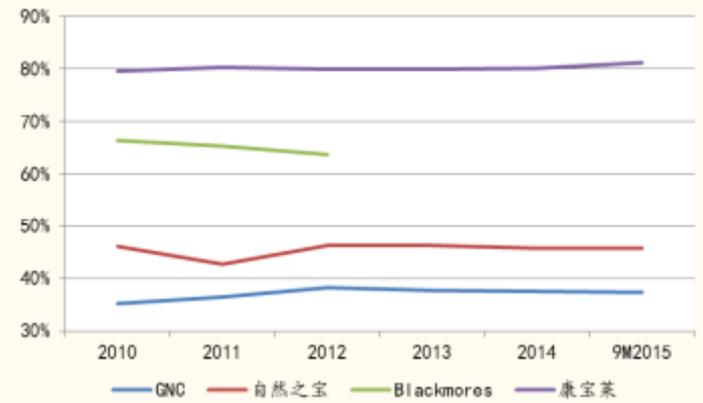
康宝莱在 2005 年 9 月正式进入中国，营销方式和安利相似，此销售方式多次触及“传销”红线。据康宝莱 2014 年年报显示，截至 2014 年年底，康宝莱在中国共有 20 万的销售业务代表。考虑到多数代表产生主要取决于其购买产品的数量或者入会费，康宝莱的收入构成和来源值得进一步确认。

图表 14：康宝莱收入构成（美元百万）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 15：主要保健品公司毛利率



来源：Bloomberg, 公司披露，国金证券研究所

■ 中国自建工厂，获得“蓝帽子”标志

目前康宝莱在中国共有两家工厂投产，包括一家原料生产工厂，预计到 2016 年下半年，在南京的工厂也将投产。相似的安利，也在广州设立了一座“示范性工厂”，早期进入中国市场的保健品公司已实现部分生产本土化。

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，我们会在随后具体阐述中国的保健品政策。目前康宝莱国产有 13 个产品，进口有 8 个产品通过食药监局批准，而安利国产 30 个产品，进口 8 个产品也获得蓝帽子标志。

图表 16：安利、纽崔莱“蓝帽子”标志

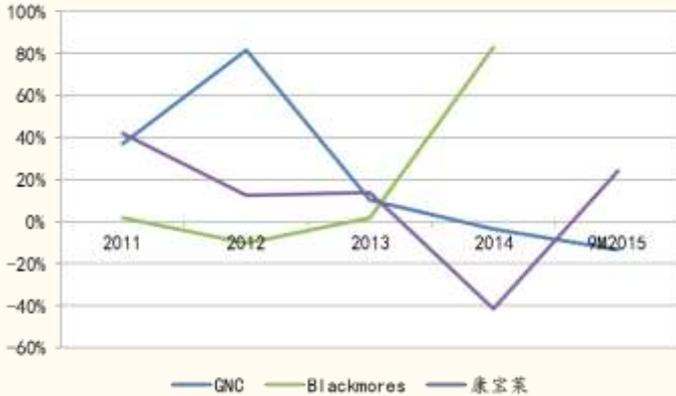


来源：公司网站，国金证券研究所

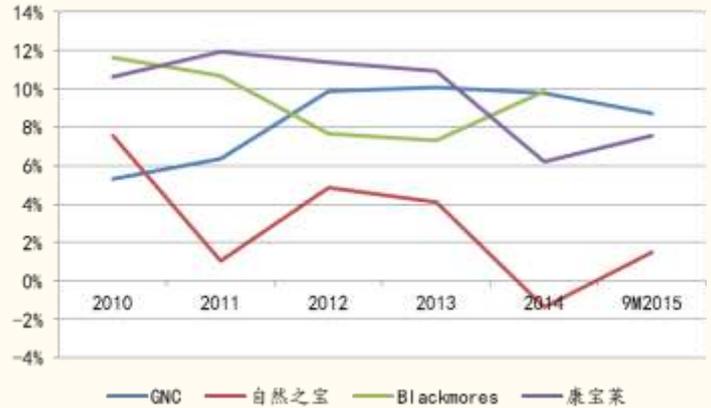
■ 并无网上旗舰店

由于采取业务代表的模式，安利和康宝莱并无网上官方旗舰店。这使得其未能享受到中国电商快速发展带来的契机，也给其他国外品牌跨境电商带来了更为宽阔的迅速成长的空间。

图表 17: 海外主要保健品商利润增速



图表 18: 海外主要保健品商利润率



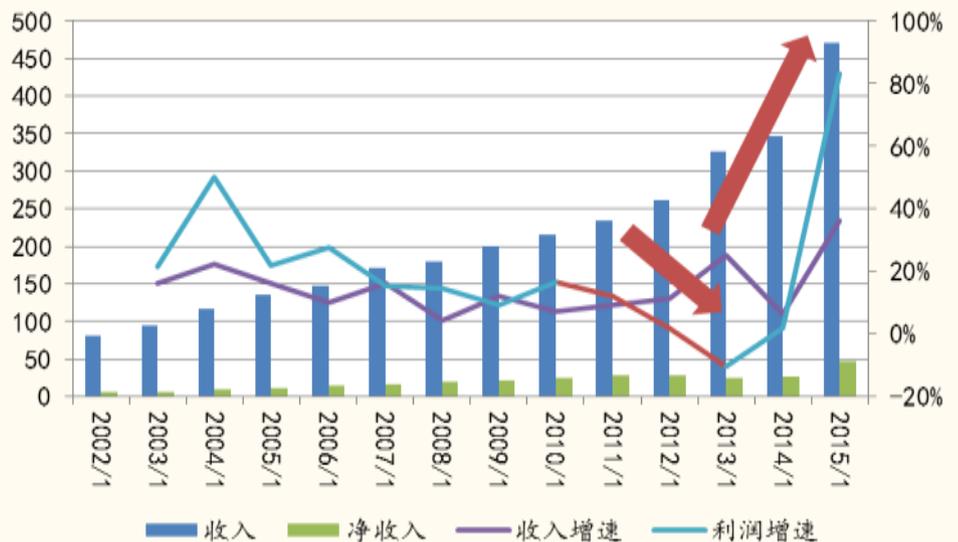
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

■ Blackmores: 跨境电商、海外代购和社交媒体的受益者

在澳大利亚上市的保健食品上 Blackmores 最近业绩表现抢眼。虽然 2011-2013 财年经历了利润增速的下滑，但 2013 年进入中国市场，随后借力保税区政策，设立天猫国际旗舰店，2015 年财年（2014.6-2015.6）共录得 4.72 亿澳元的收入，同比+36%，其中估算由中国顾客（包括天猫和海外代购）的收入约占其总收入的 23%左右。2015 年第三季度，Blackmores 录得收入 1.62 亿澳元，同比+65%，息税后利润为 2,260 万澳币，同比+161%。其中中国客户（包括天猫和海外代购）2015 年第三季度单季贡献了 5,500 万澳币的收入，占公司总收入的 34%。

图表 19: Blackmores 收入利润 (澳元百万)



来源: 国金证券研究所

销售渠道: Blackmores 在中国的销售主要有两个平台：一个是天猫旗舰店，走的是一般贸易途径；一个是天猫国际，走的是跨境电商的途径。由于天猫旗舰店受制于 CFDA 的管制，所以产品品类较少，Blackmores 在中国的销售 >90% 来自于天猫国际的销售。

推广方式: Blackmores 并未在中国采取直接的媒体广告策略, 只是邀请李娜作为品牌形象代言人。Blackmores 主要依靠的是澳洲留学生和定居华侨的口碑相传, 强大的代购营销和明星效应。

图表 20: Blackmores 明星、新媒体营销

作为妆前打底或者睡前护肤最后一道, 一点不会油腻厚重, 吸收特别快, 让妆面特别服帖, 澳洲最著名保健品Blackmores出的一款天然维生素E润肤霜, 皮肤急救膏, 据说范冰冰每次来澳洲必买的东西, 很多化妆师都推荐过, 作为妆前底霜或者直接加在粉底里混合都是超级棒的选择, 美白滋润皮肤又天然又薄的面霜。

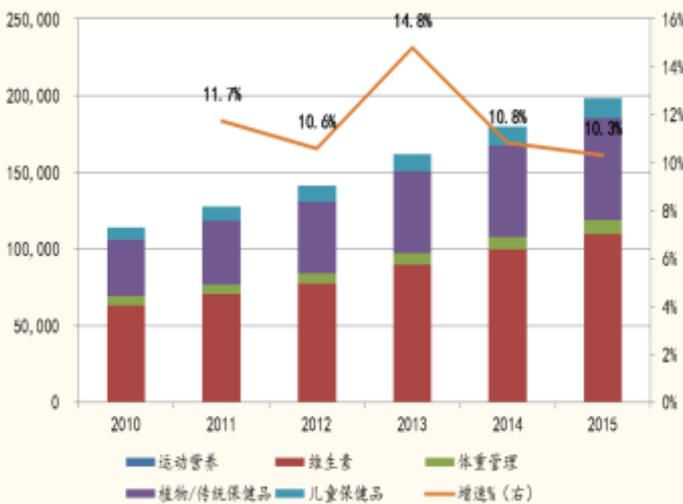


来源: 网上资料, 国金证券研究所

中国保健品市场: 增速高于全球平均水平, 跨境电商火爆

中国整体保健品市场规模 2015 年约为 1,981 亿人民币, 同比增长 10.3%, 其中维生素(膳食补充剂)占比最高, 约为 1,093 亿的市场规模, 占比达 55%。远高于全球的平均增速。

图表 21: 中国保健品市场规模 (人民币百万)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 22: 中国保健品市场分类增速

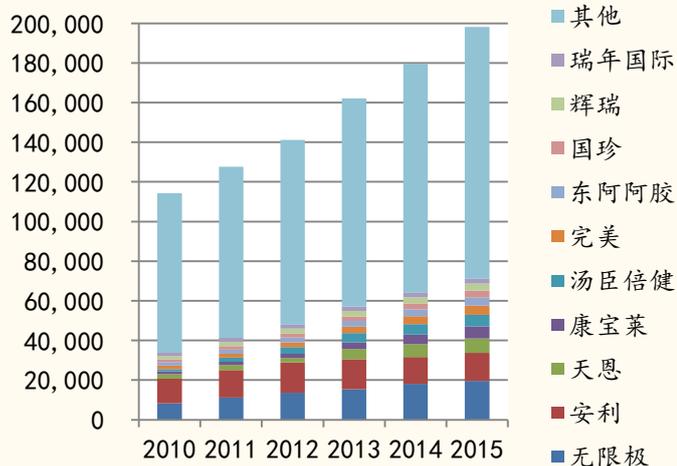


来源: Euromonitor, 国金证券研究所

中国保健品市场格局

中国保健品市场集中度不高，虽然近五年 CR10 呈上升趋势，但 15 年前十总体占比仅为 36%。其中由于无限极的草本传统保健品占比较高，使得其在保健品总体占比较高，2015 年约为 196 亿人民币，占 9.8%。安利的纽崔莱以 142 亿人民币的销量排名第二。各个品类方面，维生素（膳食补充剂）的占比最高，约为 55%，其次为传统中药保健品约占 33%左右，其余占比较小。

图表 23：中国保健品品牌格局（人民币百万）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 24：中国保健品品类格局



来源：Euromonitor，国金证券研究所

各品类增速方面，体重管理由于基数小，增速增量最快，而维生素和传统中药的增速较为一致，保持年均 10% 的水平。

图表 25：中国保健品各品类增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

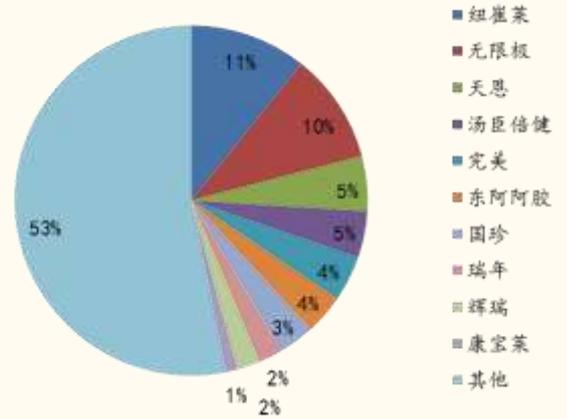
■ 维生素（膳食补充剂）

中国维生素（膳食补充剂）市场巨大，2015年总体量约为1,093亿人民币，年平均复合增速约为11%左右。维生素的市场份额集中度也不高，2015年CR10不足50%。

图表 26：中国维生素市场格局（人民币百万）



图表 27：中国维生素市场份额



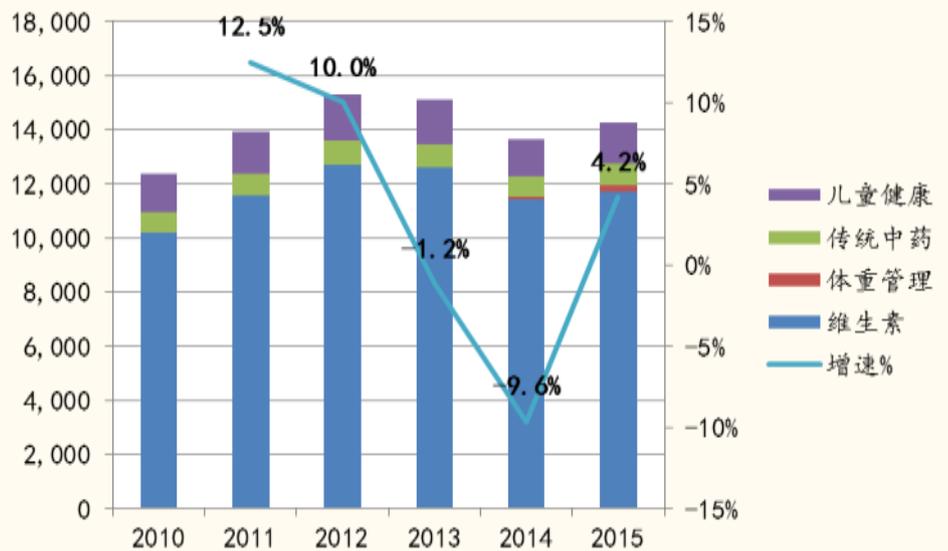
来源：Euromonitor, 国金证券研究所

来源：Euromonitor, 国金证券研究所

■ 安利的中国份额

安利中国保健品方面在2015年录得142亿的收入，其中维生素的占比最大约82%，约为117亿人民币左右。

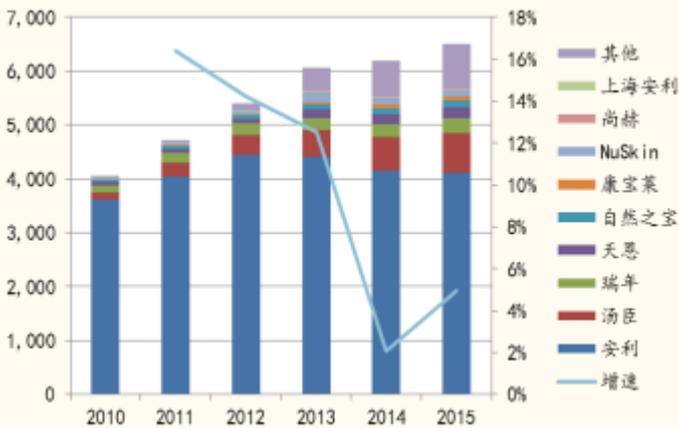
图表 28：安利中国销售额（人民币百万）



来源：Euromonitor, 证券研究所

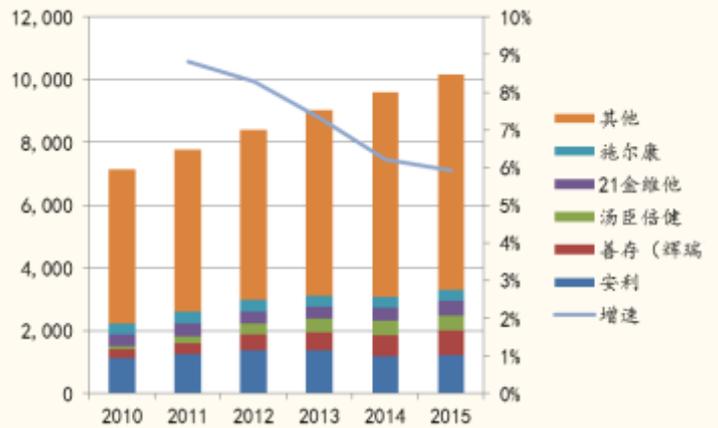
安利在中国市场的维生素保健品领域的领先优势明显。蛋白粉方面，安利2015年销售额约为41亿人民币，占中国蛋白粉销售额的63%左右。复合维生素方面，安利2015年的销售额约为12亿人民币，份额约为12%，而单一维生素2015年的销售额约为22.5亿，份额约为59%。这三个品类的销售额占其在中国保健品销售额的50%以上。

图表 29: 中国蛋白粉市场份额 (人民币百万)



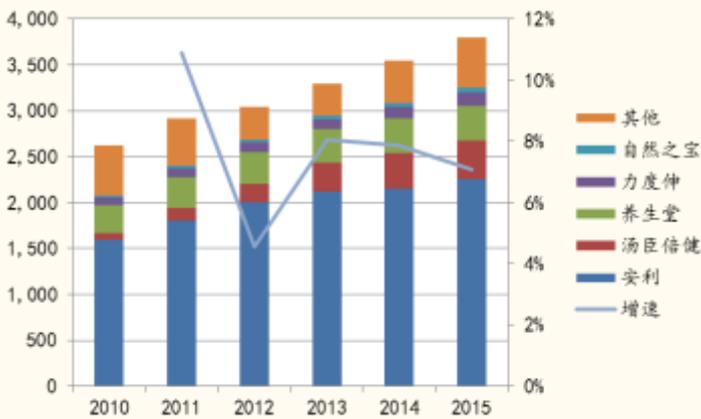
来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 30: 中国复合维生素市场份额 (人民币百万)



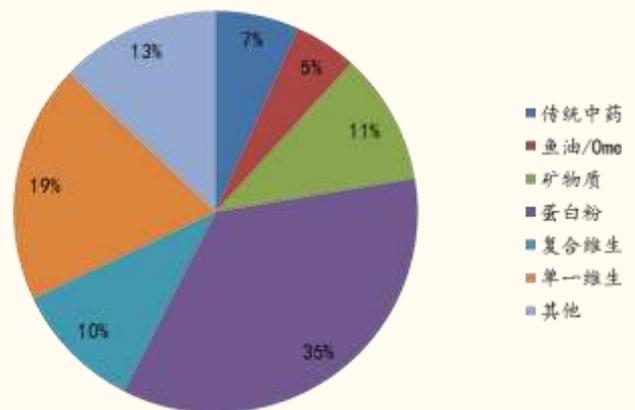
来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 31: 中国单一维生素市场份额 (人民币百万)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 32: 安利在华销售维生素产品占比



来源: 国金证券研究所

中国保健品法律法规规定

与美国、欧盟等国家相比,我国是审评制度规定较为严格的国家,由政府负责保健食品的注册申请。美国采用的是企业负责的备案制。日本保健机能食品采取分类监督管理的模式,如日本特定用保健食品须经厚生省的严格审评,营养机能食品则是由行业协会认定的,而政府的职责仅体现在指导协会的行为。

图表 33: 中国保健品法律法规

时间	法规	内容
1995.10	《中华人民共和国食品卫生法》	将保健食品生产经营纳入法制化管理
1996.3	《保健食品管理办法》	对保健食品的定义、申报、审批、生产经营、标签、说明书、广告等做了严格规定
1997-1998	若干“技术规范与标准”	保健食品开始有自己的技术规范和标准体系
2000年	《关于调整保健食品食品功能受理和审批范围的通知》	界定保健食品的 22 种功能
2001年	《关于开展中药保健药品整顿工作的通知》	撤销“中药健字”文号,统一纳入药品管理。结束了“保健药品”与“保健食品”共存的历史
2001年	《关于进一步规范保健食品食品原来管理的通知》	分别对 88 种、114 种、59 种物品作为保健食品生产原料的使用规范做了界定,区分药品和食品
2003年	新组建国家食品药品监督管理局	国家食药监局开始行使原卫生部对保健食品的申报审评职能
2005年	《保健食品注册管理办法》	规范、统一营养补充剂等申报与审评行为
2009年	《食品安全法》	将保健食品纳入调整范围,对声称具有保健功能的食品严格监管
2015年	《新食安法》	保健食品入市前产品管理增加了备案制,变为注册制和备案制并行

来源: CFDA, 网上资料, 国金证券研究所

■ 新食安法关于保健品条例的解读

由于《保健食品管理条例》还未出台，最新食安法是管理保健品市场的最新法律。2015年版《食品安全法》有“保健食品”字样的条款有13条，对保健食品入市前的产品、生产、市场、广告、法律责任都给予了规定。新法中对于保健食品有四点新内容：

1. 保健食品入市前产品管理增加了备案制，变为注册制和备案制并行；
2. 保健食品入市前产品管理从由中央管理改为由中央和地方两级管理；
3. 要建立保健食品原料目录和允许保健食品声称的保健功能目录；
4. 进一步明确保健食品与其他食品的区别；

其中，注册制和备案制并行，从由中央管理改为由中央和地方两级管理，即第七十六条规定：“使用保健食品原料目录以外原料的保健食品和首次进口的保健食品应当经国务院食品药品监督管理部门注册。但是，首次进口的保健食品中属于补充维生素、矿物质等营养物质的，应当报国务院食品药品监督管理部门备案。其他保健食品应当报省、自治区、直辖市人民政府食品药品监督管理部门备案。”整体上新的食安法对保健品采取的是“宽进严管”的政策，备案制申请费用时间会大大缩短。

图表 34：新食安法的注册、备案制适用范围

制度	产品类别	部门
注册	适用保健食品原料目录以外原料生产的保健食品	总局
	首次进口的保健食品	
备案	首次进口的保健食品中属于补充维生素、矿物质的	省局
	使用保健食品原料目录中的原料生产的保健食品等其他	

来源：网上公告，国金证券研究所

而食品、药品、保健品的区别一直是一个有争议的话题，新的食安法规定：“列入保健食品原料目录的原料及用量和对应的功效只能用于保健食品生产，不能用于其他食品生产。”进一步明确保健食品的定义。

图表 35：保健品、食品、药品区别

	保健品	食品	药品
声称	允许单个产品声称功能，降低疾病风险	不允许单个产品声称功能	预防、诊断、治疗疾病
原料及用量	使用保健食品原料	不可以使用药品、保健品原料用量	使用药品原料
适用人群	亚健康	所有人	病人
主要作用	调节机能	维持生活	治疗疾病

来源：国金证券研究所

■ 中国保健品注册管理

中国保健品注册管理是从2005年《保健食品注册管理办法》开始，是指国家食品药品监督管理局根据申请人的申请，依照法定程序、条件和要求，对申请注册的保健食品的安全性、有效性、质量可控性以及标签说明书内容等进行系统评价和审查，并决定是否准予其注册的审批过程；包括对产品注册申请、变更申请和技术转让产品注册申请的审批。

保健食品申请注册过程包括以下过程

样品试制阶段→样品试验阶段资料→准备阶段→省级药局初审→国家药局专家评审→国家药局注册司行政审批。

图表 36：国产保健品审批程序



来源：国金证券研究所

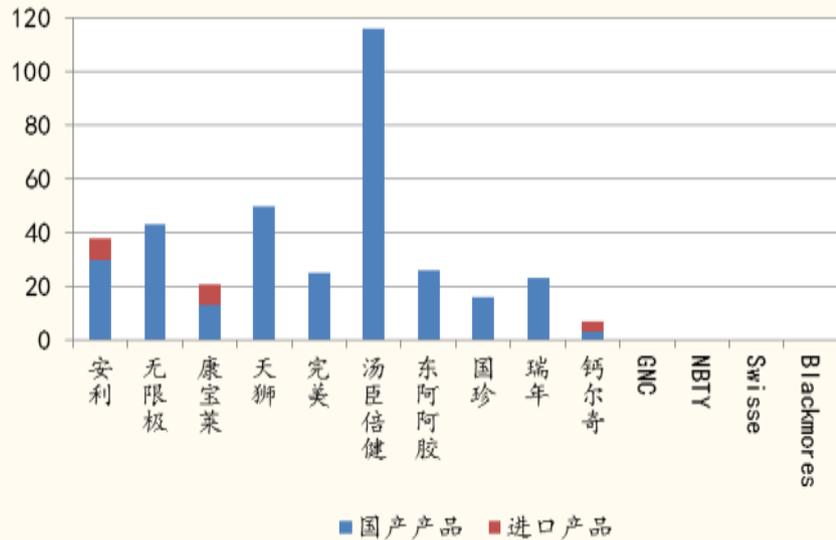
图表 37：进口保健品审批程序



来源：国金证券研究所

一般说来如果没有获得保健食品批准文号，但各项指标合格，则只能作为普通食品销售流通，不能在药店销售，且不能在标签、广告中宣传功效、疗效、功能；如获得保健食品批准文号，则可作为保健食品销售，并可按照批件的内容宣传功效。

图表 38：国内外品牌保健食品许可证



来源：CFDA，国金证券研究所

产品由药监局批准后即成为保健产品，获得“蓝帽子”标志，蓝帽子是保健食品进入药店合法销售的前提。一个蓝帽子的申请费用高达几十万至几百万，花费时间有时长达几年，进一步推高了保健品的成本和门槛。

■ 海外保健品跨境电商直邮

由于线下销售审批程序时间长，费用高，且渠道壁垒的存在，使得目前进入中国市场的国外品牌在国内走一般贸易和跨境电商的方式销售。国外品牌一般贸易在国内基本藉由食品类的灰色渠道进行销售，对药店等专业渠道的覆盖受限。比较而言，跨境电商基于海外销售，作为个人自用物品邮寄的方式完成保健品

进口，仅需符合原产国的药监标准，大幅降低了海外品牌的落地壁垒。以 Blackmores 为例，受益于 2014 年中国开放自贸区试点，目前天猫国际店的销售额已占在中国本土销售额的 90% 以上，远超天猫旗舰店的销售额。

图表 39：一般贸易和跨境电商税率比较

	税种	税率	综合税负
进口电商	行邮税	10%-50%，食品保健品类 10%	10%
一般贸易商	关税	10%-30%（最惠国保健品 4%）	27% 以上
	增值税	17%	
	其他税收	视商品品类定、以及营业税等	

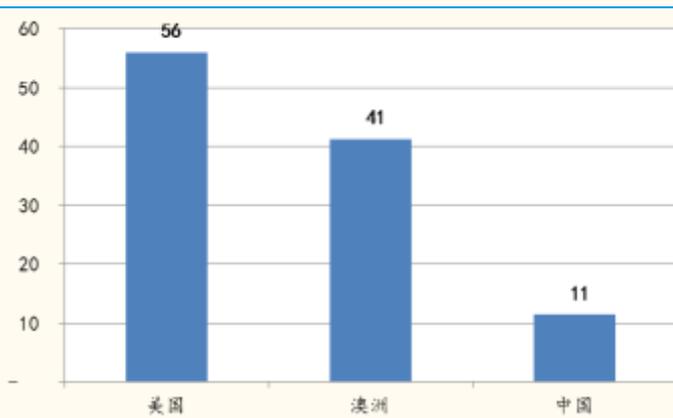
来源：中国海关，国金证券研究所

目前保健品跨境电商优势在于保健品审批便捷以及税率较低。未来随着最新食安法的继续细化，不排除进一步加强进口保健品的管理，税收方面也存在降低和一般贸易商直接缩小差距的趋势。政策层面仍处在大力鼓励自贸区发展阶段，何时进一步规范进口跨境电商还未知。

中国保健品未来的发展趋势

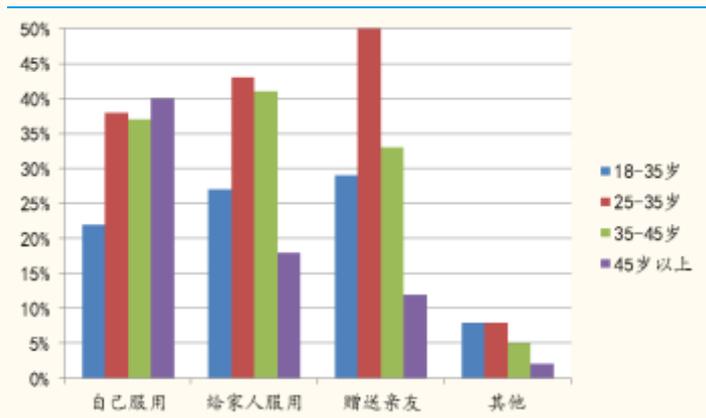
我们保守估计未来中国保健品将会保持 10% 左右的增速成长，趋势明显，主要是由于：（1）人口老龄化：从图 24 中可以看出，45 岁以上的人群自己服用比例高；（2）消费升级，国民对于健康生活品质的追求：人均保健品消费相比发达国家还有差距；（3）城市化进程所带来亚健康人群的增多；（4）环境恶化和食品安全问题。

图表 40：2014 年各国人均消费保健品（美元/人）



来源：Bain，国金证券研究所

图表 41：一线城市保健品消费者群体抽样调查



来源：中国产业情报网，国金证券研究所

我国保健品行业正式起步较晚，直到 2003 年 SARS 之后，在政策指引下在慢慢形成相对规范的行业。西方较为流行的营业补充剂也在 2003 年以后开始流行，直到现在品类逐渐繁多，呈现百花齐放的局面。

图表 42：中国保健食品发展历程

时 期	阶 段	产品特点
1949 - 1979 年	缓慢起步阶段	传统补药或营养补剂
1980 - 1986 年	迅速崛起阶段	传统滋补食品
1987 - 1995 年	第一个高速发展阶段	新型滋补营养品出现
1996 - 1998 年	走入低谷阶段	卫生部批准第一个保健食品,之后批准的产品以类似传统中草药的产品居多
1999 - 2000 年	复兴阶段	以类似传统中草药的产品居多,开始出现现代生物产品和营养素补充剂
2001 - 2002 年	盘整复兴,总量缩水再次走低	仍以类似传统中草药的产品居多,现代生物产品和营养素补充剂增多
2003 - 2006 年	触底反弹,清理门户	以营养素补充剂居多,类似传统中草药的产品开始减少
2007 - 2008 年	积蓄力量,进入新轨道	营养素补充剂、现代生物产品和类似传统中草药的产品均增多
2009 年至今	多方发力,发展方式开始转变	营养素补充剂、现代生物产品和类似传统中草药的产品以及国内外各种新产品均增多

来源：保健蓝皮书，国金证券研究所

我们认为中国保健品市场在保持高速发展的同时，会出现以下几个细分发展趋势：

1) 消费增长重心从一二线城市向三四线城市转移

从消费能力来讲，城市的保健品总体消费比例高于农村，与居民收入基本呈正相关性，部分由于保健品价格较高，以及某些人群还没有形成保健品的消费习惯。从图表 26 可以看出，收入水平越高，身体保健意识更强烈，保健品消费比例越高。

图表 43：收入水平和保健品消费占比

一类城市	消费品比例	二类城市	消费品比例
11999 元以下	42%	11999 元以下	34%
12000-17999 元	52%	12000-17999 元	43%
18000-24999 元	51%	18000-24999 元	35%
25000-39999 元	53%	24000-29999 元	44%
40000-59999 元	52%	30000-35999 元	17%
60000 元以上	79%	36000 元以上	40%
平均	52%	平均	39%

来源：Bain，国金证券研究所

由于保健品市场在一二级市场竞争激烈，而在三四线或者农村地区外出务工人员增多，回乡后带来的保健意识的增强，人均收入水平的提高将使得三四线城市或者农村地区成为保健品业务未来新的增长点。

2) 保健食品功能的单一化，市场细分化

激烈的市场竞争以及跨境电商、海外代购的影响，会使得粗放的目标消费群体定位不再适用。企业或将选择某一特定消费群体作为目标消费群，推出适合这一群体的单一功能保健品，市场将更加细分。

3) 消费者趋于理性

随着新食安法的推进，未来保健品采取“宽进严管”的策略，消费者在面多众多选择的同时，会选择更有品牌力和质量保证的产品。

汤臣倍健公司讨论

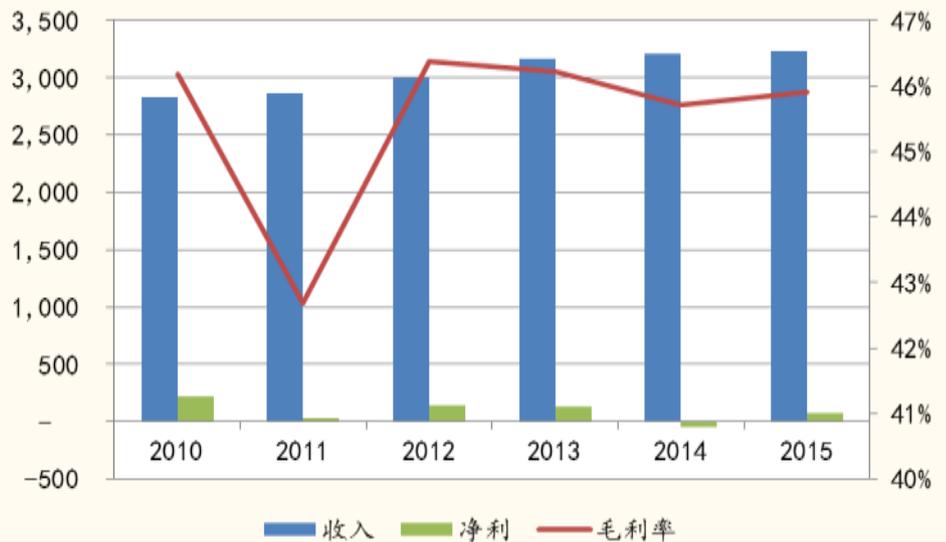
和 NBTY 协议成立合资公司

汤臣倍健全资子公司香港佰瑞于 2016 年 3 月 11 日与 NBTY 签署了协议，拟与 NBTY 共同设立合资公司。公司拟用自有资金 8 千万-1.2 亿元，占总股本比例 60%；NBTY 将原有在中国市场的自然之宝（Nature's Bounty）和美瑞克斯（Met-RX）两大品牌的业务以及跨境电商业务注入合资公司，持股比例 40%，合资公司将拥有两大品牌在中国市场的永久经营权和商标使用权。

NBTY 中国业务分析

NBTY 成立于 1971 年，2006 年底投在 630 万美元成立在华子公司-诺天源（中国）贸易有限公司正式登陆中国，负责旗下自然之宝及 MET-Rx 产品在华销售。2007 年 4 月，自然之宝全线近百个产品在北京、上海、广州、深圳等城市的高档超市、商场、药店陆续登场。2011 年，自然之宝品牌在网上开设官方 B2C 商城并在淘宝天猫上设有直营“自然之宝官方旗舰店”。

图表 44: NBTY 收入利润率 (美元百万)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

2015 年全年 NBTY 总共在全球录得收入 32 亿美元，同比+0.6%，净利润 7,400 万美元，扭亏为盈，利润率约为 2.3%。NBTY 在 2014 年的亏损主要是由于北美保健品市场的竞争激烈，导致零售和网上电商渠道商誉及资产减值损失。我们并未从其年报中获取其在中国的销售数据，但其年报提及的问题也可得知此次交易的原因

■ 年报多次提及 CFDA 的监管之严以及潜在风险

NBTY 进入中国较早，现在在中国已有 33 家专卖店，并在中山市有一家生产工厂，但由于前文所述的中国保健品的注册流程的限制，NBTY 一直在中国走的是灰色食品销售渠道，并未走正规保健品的渠道。2015 年报中也多次强调其在中国的销售风险，以及 NBTY 正在积极的申请注册旗下保健品但时间耗费较长。根据有关新闻得知，自然之宝旗下产品曾遭遇“不符合规定”而下架（<http://finance.sina.com.cn/consume/puguangtai/20140405/024718719221.shtml>）。其在中国遭遇政策风险不言而喻。2015 年第四季度财报中，NBTY 明确提出其在国际市场的销售额 2015Q4 下降主要是由于中国监管原因。

■ 跨境电商风生水起，汤臣倍健整合资源

由于保税区政策的优势，跨境电商势头日益强劲，较多保健品品牌进入中国市场，由于走的是“个人物品进口”的渠道，尚未受 CFDA 的监管，品牌较多竞争激烈。汤臣倍健也在其 2015 年的年报中提及“尤其是海外品牌借助跨境电

商等新业态进入中国市场逐步改变行业竞争生态，给消费品行业带来了更多的不确定性，如何抓住历史性机遇再次实现跨越性发展，引领公司战略升级以及行业盈利生态变化，是公司面临的重要命题。”

■ **备案制实施后，线下资源价值提升**

前文中我们已经提出，备案制实施将缓解原先“蓝帽子”的注册所带来的渠道壁垒，这就意味着本来走灰色食品渠道的进口保健品走正规注册的可能性加大。由于大多数进口保健品都已经通过跨境电商进入中国市场，未来的竞争更重要的是线下渠道的竞争，但线下渠道铺设甚至下沉需要大量的时间和投入，未来进口保健品全面打开中国市场，特别是三四线城市和农村市场需要对接中国原有线下渠道，而汤臣倍健的优势之一就是强大的线下渠道方面。

对未来合资公司的猜想

产品互补：从比较汤臣倍健和自然之宝在天猫的销量排名情况看，汤臣倍健主要是维生素和蛋白粉，而自然之宝的销量靠前的产品是进口鱼油以及植物提取精华较多。

图表 45：自然之宝、汤臣倍健产品比较

	规格	价格（元）
汤臣倍健		
液体钙	1000mg*100 粒	98
维生素 B	500mg*100 片	148
男士多种维生素	1.5g*60 片	128
鱼油软胶囊	1000mg*100 粒	98
女士多种维生素	1.5g*60 片	128
维生素 C	600mg*100 片	118
叶酸亚铁	510mg*60 片	148
蛋白粉	450g	348
维生素 E	500mg*60 粒	118
清畅胶囊	400mg*60 粒	128
自然之宝旗舰店		
进口欧米伽鱼油	1200mg*100 粒	111
孕妇 DHA	100mg*100 粒	149
乳清蛋白粉	455g	339
大蒜精	1000mg*200 粒	139
胶原蛋白	473ml	319
自然之宝国际旗舰店		
Q10	100mg*60 粒	129
番茄红素	10mg*100 粒	129
液体钙	900mg*120 粒	119
鱼油软胶囊	1000mg*100 粒	169
左旋肉碱	500mg*60 片	99
玛卡	60 粒	179

来源：Tmall, 国金证券研究所

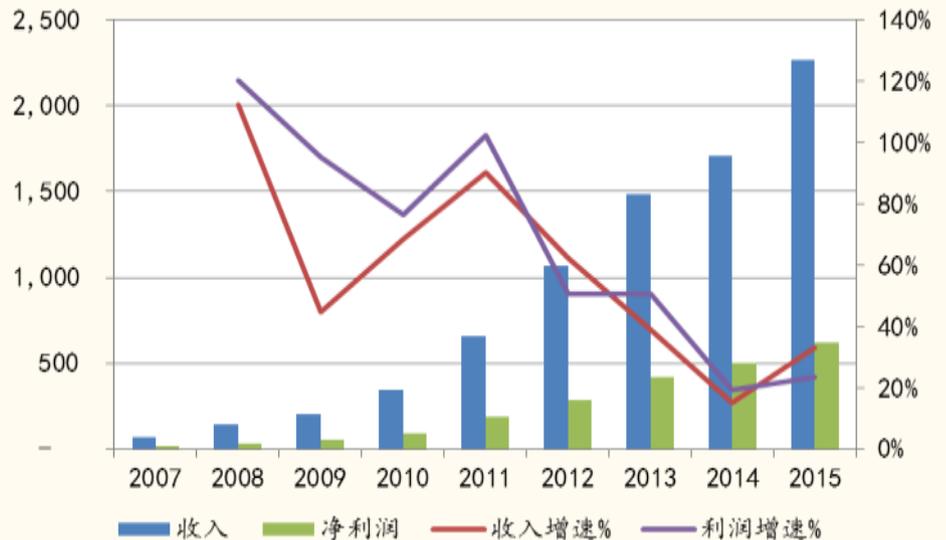
渠道互补：汤臣倍健通过 NBTY 嫁接跨境电商，NBTY 通过汤臣倍健扩张线下渠道。渠道的互相渗透尚需时日，我们期待未来的互补效应。

资源互补：从图三可以看出，NBTY 在美国的保健品市场份额排第一，虽在中国打拼多年，进展缓慢，而与汤臣倍健建立合资公司可以借鉴其在中国地区的发展经验。而汤臣倍健也可借用其电商业务分得跨境一杯羹。

汤臣倍健发展简介

公司创立于 1995 年 10 月，主要从事膳食营养补充剂的研发、生产和销售。2002 年，公司系统地将膳食营养补充剂引入了中国的非直销领域，为国内膳食营养补充剂首个上市公司，也是行业标杆企业。2015 年公司实现营收 22.66 亿，净利润 6.2 亿，分别同比+32.9%/+23.4%。

图表 46：收入利润规模增速（人民币百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

■ 汤臣倍健核心竞争力

■ 维生素（膳食补充剂）市场非直销领域的领头羊

和安利的直销形式不同，汤臣倍健采取的是非直销模式，即经由经销商的销售模式而非销售代表。截至 2014 年底总共有终端店 5 万多家。产品份额中，在多个维生素/膳食补充剂子品类中排名靠前，在维生素总体排名中排名第四，约占总体市场份额的 5%和排名第三的天恩相差无几，排名第一是安利（以直销渠道销售）和无限极（李锦记旗下，以草本中药保健品为主）。

图表 47：维生素（膳食补充剂）主要细分领域汤臣倍健占比

		销售 额			销售 额		
		(百万元)	占比		(百万元)	占比	
传统草本 膳食补充剂	无限极	1,221.40	4.3%	儿童 营养补充剂	安利	1,488.70	18.8%
	天恩	1,188.80	4.2%		无限极	1,319.60	16.7%
	安利	784.10	2.8%		合生元	654.30	8.3%
	汤臣倍健	543.20	1.9%		汤臣倍健	588.00	7.4%
	KT&G	440.00	1.6%		养生堂	419.60	5.3%
	总共	28,215.00	100.0%		总共	7,902.20	100.0%
Omega-3	安利	589.5	27.0%	蛋白粉	安利	4117.4	63.4%
	汤臣倍健	316.5	14.5%		汤臣倍健	733.1	11.3%
	无限极	187.2	8.6%		瑞年	275	4.2%
	自然之宝	132.9	6.1%		天恩	191.9	3.0%
	星鲨	87.8	4.0%		自然之宝	135.4	2.1%
	总共	2,185.80	100.0%		总共	6499.3	100.0%
复合维生素	安利	1222.8	12.0%	单一维生素	安利	2252.1	59.2%
	辉瑞善存	799.2	7.9%		汤臣倍健	418.3	11.0%
	汤臣倍健	468.8	4.6%		养生堂	388.1	10.2%
	21 金维他	454.6	4.5%		拜耳（力度伸）	139.9	3.7%

	施尔康	340.4	3.4%		自然之宝	56	1.5%
	总共	10154.8	100.0%		总共	3802.4	100.0%

来源：Euromonitor, 国金证券研究所

■ 产品品类、品牌多元化，全覆盖

公司保健品产品涵盖蛋白质、维生素、矿物质、天然动植物提取物及其他功能性营养补充食品，从增强免疫力、提升精力、改善睡眠质量、补充运动营养、提供塑身营养等方面满足不同年龄、不同职业人群的体能需求。

目前，汤臣倍健及其子公司已推出产品 100 余种，主要业务板块由汤臣药业、广东佰嘉、及线上业务（广东佰悦）构成，并已推出无线能、健乐多等多条特色产品线，针对性为不同补剂需求提供解决方案。

图表 48：汤臣倍健产品品牌组成



来源：公司网站，国金证券研究所

1. 汤臣药业：老品牌稳健成长

汤臣药业板块主营“汤臣倍健”品牌，定位为稳健成长型业务，确定现有非直销模式不变，继续打造与经销商、大型超市药店连锁的互生、共生、再生的战略同盟关系。2007-2014 年间，贡献收入从 6,685 万增至 17.04 亿（其他分部收入贡献较少，暂以公司收入作为主品牌的收入），毛利维持在 60%-70% 区间，而归母净利率也保持在 25% 以上。

图表 49：汤臣倍健主打品牌

👑 热销榜单



**升级版高端礼盒
提高免疫力，巩固健康防线**

蛋白粉礼盒装
送蛋白粉150g+摇摇杯+钙铁锌咀嚼片30片

¥498
¥331.2

收藏 立即购买



**美国螺旋藻
呵护肠道身体好**

螺旋藻咀嚼片300片
维生素B族片50片*2

¥238
¥226.1

收藏 立即购买



**立省
142**

液体钙软胶囊礼盒

送液体钙软胶囊100粒非本品
+钙铁锌咀嚼片30片

¥304
¥185.4

收藏 立即购买



补充8种B族营养素

维生素B族片100片
送维生素C片30片

¥148
¥140.6

收藏 立即购买



男士专用

补充16种男士维生素

多种维生素矿物质片(男士型) 60片
送维生素B族片50片

¥128
¥121.6

收藏 立即购买

来源：国金证券研究所

2. 广东佰嘉：积极尝试运作大单品

2012年，汤臣倍健设立全资子公司广东佰嘉药业有限公司，探索膳食营养补剂单品项目。通过发展专业性品牌，以不同品牌产品的有效组合来进行细分市场的竞争，目前广东佰嘉已成为具有高成长性的营养品细分领域专业公司。

健力多：瞄准细分市场+试验直供渠道

汤臣倍健于2012年年底推出“健力多R氨糖软骨素钙片”，瞄准“骨骼关节健康细分”品类。在经历了两年的耕耘后，2014年已进入爆发性增长阶段，骨骼健康品类已获得市场包括终端连锁及消费者的认可，公司已基本确认单品模式的项目探索成功，2015年预计达到同比100%的增长。我们探索健力多产品的成功归结于以下两个方面：

- (1) 瞄准保健食品细分领域。“健力多”主打“补钙更补软骨，加强关节养护”，目前市场上只做钙类保健品的只有辉瑞旗下的钙尔奇，2015年销售额约为20.6亿人民币左右。约占总钙补充剂的13%左右，其他都是综合保健品生产商。汤臣倍健旗下子公司佰嘉独立运作“健力多”品牌，因为专注于“补钙、关节、软骨”保健的宣传，营销效果更佳。定

价方面，“健力多”略低于钙尔奇的 R 维生素 D 钙软胶囊（健力多：1.02g/片*120 片→190 元；钙尔奇：1g/片*120 片→196 元），利于新品拓展市场。

- (2) 改“分销”为“直供”。广州佰嘉一改汤臣倍健“经销商”的运作模式，尝试“直供”主要终端渠道，如百强连锁等，在缩短渠道长度、精简费用的同时，直接面对消费者更利于提高对于终端消费的反应速度。

我们预计 2015 年健力多收入约为 2 亿人民币，并开始逐渐贡献利润，而 2016/2017 年分别贡献 4 亿和 5 亿的人民币的额收入，对应 1 亿和 1.5 亿的利润水平。

无限能：专注科学贵细中药材+尝试全渠道铺货

2015 年，佰嘉继续发力大单品项目，推出专注科学贵细药材的“无限能”系列产品，借此进军中草药滋补品市场。公司通过“无限能”首次尝试包括电子商务的全渠道经营模式，目前已在部分医药连锁和天猫推出首批 9 个产品。这一系列产品对传统名贵中药材，如灵芝、人参、西洋参、红景天、三七、天麻、阿胶、枸杞等进行浓缩提取，后续更多品种也在储备之中。产品营销方面，继刘璇、姚明代言汤臣倍健主品牌之后，“无限能”签约功夫巨星李连杰作为形象代言人，延续公司产品健康、可靠的商业形象。

图表 50：无限能系列产品



来源：公司网站，国金证券研究所

3. 广东佰悦：“互联网+”首试水

2015 年，汤臣倍健设立全新互联网子公司广东佰悦网络科技有限公司，主要负责运营专供电子商务的营养补充剂新品牌和一些细分领域品牌的线上业务。目前，线上板块定位为公司的种子业务，主营面向年轻消费群体的“每日每加”和针对健身运动人群的“健乐多”子品牌。

每日每加：首个独立互联网品牌，目标年轻网购人群

“每日每加”诞生于 2015 年 4 月，为公司首个独立互联网品牌。该品牌以“To Be A Better Me，成为更好的自己”为品牌理念，为年轻网购人群提供优质年轻化的膳食补充剂。倡导年轻人的新健康生活方式为其最大特色。由于其年轻化及互联网属性，每日每加在产品营销方面也做了新的突破，即与现今网路最热门网络剧《学姐知道》中，并取得了令人惊喜的营销效果。这种将产品融入故事的娱乐营销手段有望为今年每日每加产品销量带来新突破。

图表 51：首个互联网独立品牌“每日每加”



来源：网上资料，国金证券研究所

图表 52：“每日每加”娱乐营销



来源：网上资料，国金证券研究所

健乐多：正式进军运动营养补剂市场

随着运动健身风潮的兴起，2015 年 6 月，佰悦顺势推出第二品牌“GymMax 健乐多”，正式进军运动营养补剂市场。首批上线包括增肌、减脂、能量补充等系列共 12 个单品。除在线上提供专业运动营养膳食补充剂外，健乐多还首次尝试线下专业健身渠道。GymMax 健乐多以“Don't quit，倾力每一刻”为理念，号召运动爱好者不轻言放弃，并以此吸引更多潜在用户加入运动大军。健乐多的营销采取以健身名人、网络红人、私人教练等意见领袖为中心的营销模式，精准定位目标客户群体，由源头拉动需求增长。

图表 53：健乐多旗下产品



来源：国金证券研究所

“十二篮”健康管理体系：互联网精准营销强力吸粉

2013年，汤臣倍健推出首个互联网健康管理品牌“十二篮”，致力通过大健康数据帮助国人更科学地管理健康。十二篮体重管理是十二篮健康管理体系的首套健康管理方案。十二篮平台通过收集、分析用户的体重等身体数据，为其制定个性化的体重管理方案和营养搭配建议，在用户体验过程中，平台通过数据的实时追踪进行计划调整和用户干预，并建立互联网社区进行线上交流，达成兼具科学性、目标性和趣味性的用户体验。

图表 54：十二篮体重管理流程示意



来源：国金证券研究所

公司 2014 年 8 月推出的“十二篮”体重管理社区遭遇曲折，流量低于预期。2015 年管理层积极做出改变：将十二篮产品搬移至天猫平台，通过天猫这一入口导入流量，拓展用户基数。同时更新优化免费 App“轻爱”，以提高客户体验。未来公司期望通过“App+在线服务+健康社区+精准营销”的生态闭环模式，增强消费粘性。

图表 55：十二篮对接天猫入口



来源：国金证券研究所

图表 56：轻爱 APP



来源：国金证券研究所

■ 线下网点布局全面，形成渠道壁垒

由于采取非直销的模式，汤臣倍健积极布局线下终端网点，从 2007 年的 7,220 个扩张到 2014 年年底的 5 万个，年均增速>40%。公司产品已经进入 96 家全国百强连锁药店和 50 多家全国百强商业超市，在同行业中零售终端规模处于领先地位。目前，公司的渠道构成中区域经销商约占 80%，供给销售终端，15% 左右属于直供模式，供给大型医药、商超连锁中心，1% 左右是营养中心（尚在转型中），其余大约 5% 左右由线上电商平台组成。

从 2012 年开始推动“终端精细化管理”项目，从把门店数量作为主要考核指标转变为同店增长，也就是从深度经营渠道，推动经销商从仅为物流配送商的

角色升级为参与服务和市场支持的运营商。由于公司对渠道的管理方式的转变，我们预计未来网点的扩张速度将有所放缓，预计年复合增速约为 15% 左右。

由于线下渠道的布局需要批文、时间和资本金，这样对于仅在线上销售的国外进口品牌和直销渠道的部分品牌形成了天然屏障，对汤臣倍健渗透到不太会用网络的留守儿童和老人的三四线以下城市十分有利。

■ “蓝帽子”批文获得最多，形成政策壁垒

截止 2015 年底，汤臣共持有 116 个 CFDA 保健食品批文，远高于安利的 38 和无限极的 43。而海外竞争对手 GNC、自然之宝和 Blackmores 等尚未取得“蓝帽子”标志，走跨境电商的渠道游走于政策的灰色地带，主要是由于获取“蓝帽子的”周期仍较长，费用不菲。虽然新食安法颁布后，保健品采取“备案制”和“注册制”并行，但“蓝帽子”即 CFDA 注册认证仍然是保健品进入药店渠道销售的必须批文，这有利于公司占据药店的渠道优势，政策方面避开灰色地带，风险最低。

■ 未来发展动力

■ 新产品：积极创造大单品传奇，开展战略合作

公司今年陆续推出多款定位细分子领域的新产品，定位中药材的无限能、定位于网上消费年轻人的“每日每加”，以及侧重运动营养的“健力多”。产品方面，和健力多相似，新品牌都是采取瞄准特定细分子领域市场；运营方面：都是子公司独立运营。“健力多”在做出了榜样，总结了经验的同时，也给予团队极大的信心。这些新产品能否重现“健力多”成功大单品的步伐，值得期待。

除了积极自我开发新品，打开新产品市场份额外，公司还和各大机构、平台开展战略合作，以提高产品上下游的附加值。

图表 57：2015 年达成的战略合作

时间	合作对象	合作领域	合作计划
2015.06	平安健康	健康管理	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	大姨吗	健康管理	在互联网合作运营、线上资源共享等方面都具有创新价值，双方将共同致力于打造面对女性专属的健康管理平台。
2015.12	恒发洋参	保健品原料	恒发洋参为汤臣倍健提供产自于加拿大多伦多地区的西洋参产品及提取物。
2015.12	罗威特营养与健康研究所	保健品研发	双方将充分发挥各自在科学研究、产品技术等方面的优势点，通过跨国合作的形式开展多项科研工作，并在联合开展各项研发活动的基础上，积极推进人员交流，为公司未来研发平台的升级打造人才基础。
2016.01	新西兰恒天然合作集团	保健品研发	双方将在现有乳品原料供应基础上，充分发挥各自在原料、产品技术、市场运营、品牌资源等方面的优势，开展多项科研工作；此外，在学术方面，双方可联合申请国际资助基金，支持创新、联合科研课题、科技成果转化等，并与第三方研究机构联合开展研发项目。

来源：国金证券研究所

■ 增加产业链附加值：上游把控原料生产，下游启动渠道深度经营管理
原材料方面，汤臣倍健恪守严格甄选的标准，遵循“三步走”的策略。

第一步：全球原料采购（已完成）。公司充分考虑到原料种植或饲养的环境因素，在全球范围内精选合适的各种原料，目前，汤臣倍健已有 70%以上原料进口来自世界各国。

第二步：全球专属原料基地（进行中）。2012 年，汤臣倍健分别于巴西原料公司签署针叶樱桃/绿蜂胶专供基地/独家采购协议。2014 年，与巴斯夫集团签订澳大利亚β胡萝卜素原料专供基地协议。

第三步：全球有机农场（计划中）。未来汤臣倍健考虑在全球范围建设自有的有机农场，持续保持汤臣倍健产品的高品质和差异化优势。

渠道深度经营管理方面，公司启动“营养家”会员平台建设，落地精细化管理，升级服务力。自 2012 年以来，公司开始推动“终端精细化管理”项目，启动渠道深度经营管理。2014 年下半年，公司启动“营养家”会员平台建设，主要向经销商、零售商等合作伙伴提供更多增值服务，同时通过零售终端渠道加强对消费者的教育，引导膳食营养补充剂行业的市场蛋糕进一步做大，使产业链利益各方均能充分受益，以此连接终端与消费者，提升服务质量，打造商业闭环。

图表 58：汤臣倍健营养家会员平台



来源：国金证券研究所

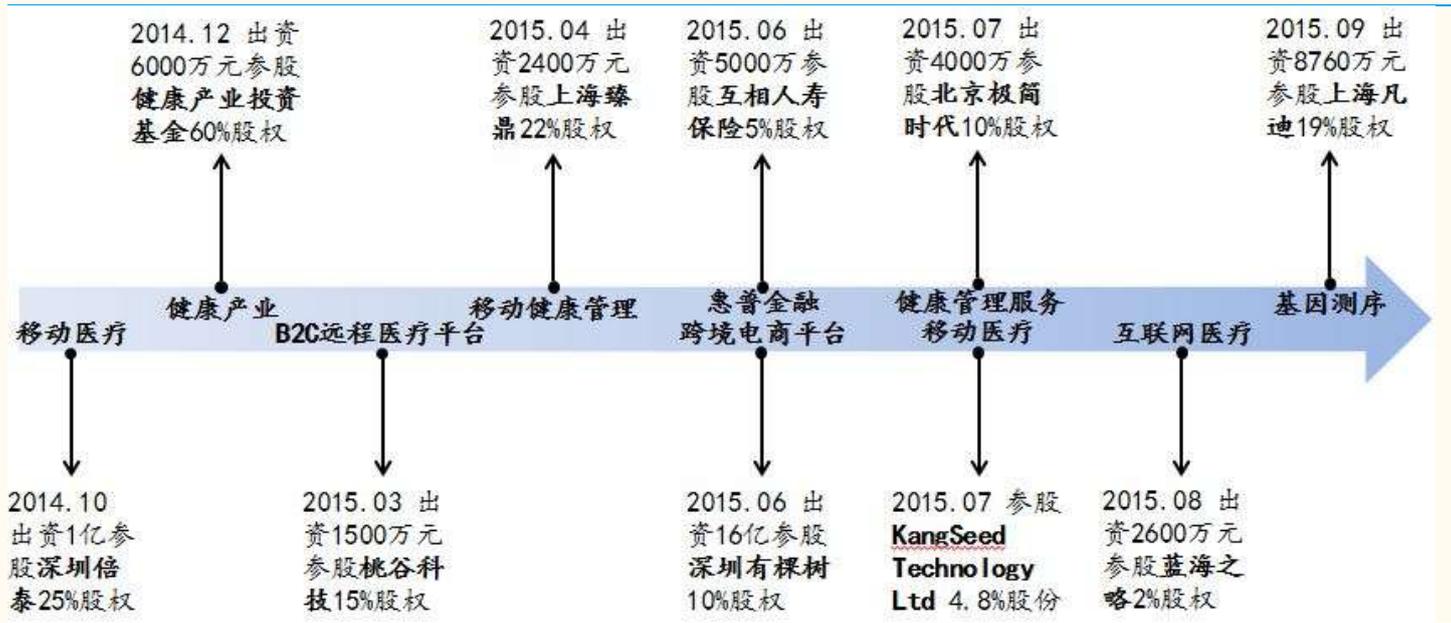
■ 积极布局大健康产业：移动医疗/健康管理+生命科学

汤臣倍健未来三年规划核心就是把股份公司的大格局做出来。基于此，按照“管理做减法，经营做加法”的思路，对架构做出重大调整，按不同模式和品牌切分成立多个独立运营的项目公司，建立相应的管理团队持股制度，保持组织的创新力、激情与活力。股份公司定位于战略执行、投资管控及平台服务输出（生产、研发、公关、法务、财务、IT等）。

公司未来业务生态：三大业务板块（汤臣药业板块、广东佰嘉板块、广东佰悦板块）+大健康产业布局；整体业务布局将由膳食营养补充剂扩展到大健康产业，打造营养品“联合国”；线上业务与线下业务相互补充促进，产品销售业务与大健康产业布局互补，促进战略升级。产品三大业务板块我们已在上文加以叙述。2014 年下半年至今，公司已经在大健康领域通过入股、收购等方式切入移动健康与互联网医疗。

而 2015 年 9 月，公司出资 8,760 万元参股上海凡迪并获得 19% 股权，标志着公司开启生命科学模块探索的第一步。

图表 59：汤臣倍健大健康入股、收购时间序列图



来源：国金证券研究所

参照公司规划，未来将从具有较强优势的实体产品和健康管理内容服务两方面出发形成健康干预方案，通过大平台嵌入，围绕健康干预的服务于价值挖掘，形成健康管理数据的沉淀，打造大健康产业生态圈。

■ 管理层持股机制：振奋军心，利益进一步绑定

2014年，公司对内开始建立管理人持股机制，即推进“事业合伙人计划”。按计划设想，每一个管理团队都是各自领域的合伙人，子公司的管理团队以合伙制企业形式持股 25-40%。2015年，子公司佰嘉和佰悦分别完成增资扩股和部分股权转让，管理层持股高达 25%和 30%。股份公司也于 2015年 8月完成第一期核心管理团队持股计划。

随着公司各项股权激励政策的出台和落地，预计未来公司的项目核心经理人将逐步转变为公司合伙人，这种利益绑定将有效助力公司各个项目的顺利推进。

图表 60：汤臣倍健管理层持股计划推进情况

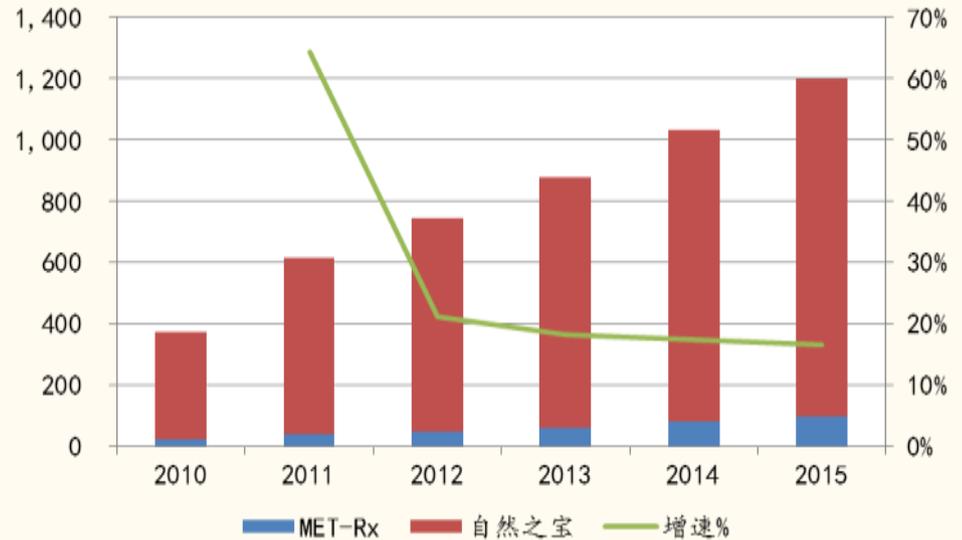
相关公告	出台时间	实体	激励对象	方式	管理层持股
关于全资子公司增资扩股的公告	3/27/2015	佰嘉	佰嘉管理团队吴小刚、周霆、尹昕、周云、李春鸿、王杨健	吴小刚等佰嘉高管控制的广州奇正出资认缴佰嘉新增注册资本 333 万元	25%
关于转让全资子公司部分股权暨关联交易的议案	3/27/2015	佰悦	佰悦管理团队龙翠耘、黄剑锋	龙翠耘等佰悦高管控制的广州有加出资认缴 600 万元	30%
第一期核心管理团队持股计划暨“汤臣倍健超级合伙人计划”	7/23/2015	股份公司	公司 CEO、副董事长、副总经理(含兼任子公司总经理人员)、董事会秘书；子公司汤臣倍健药业有限公司董事长；子公司广东佰嘉药业有限公司和广州奈梵斯健康产品有限公司总经理	持股计划筹集资金总额上限为 9,000 万元，资金来源为持股计划持有人自筹资金(不超过 3,000 万元)和控股股东提供借款支持(不超过 6,000 万元)；每年滚动推出，每期存续期三年，锁定期不少于 12 个月	持股计划所持有的股票总数累计将不超过公司股本总额的 10%，任一持有人持有的持股计划份额所对应的股票数量将不超过公司股份总数的 1%

来源：Wind,国金证券研究所

公司估值模型预测

NBTY 部分：由于在 NBTY 年报中无法了解其在中国的销售情况，我们从 Euromonitor 的数据可以看到 NBTY 在中国的收入增速近年来维持在 15% 左右，2015 年达 12 亿人民币的收入规模。

图表 61: NBTY 中国区销量 (人民币百万)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

我们预计合资公司 2016 年尚处于磨合期，收入增速与往年持平，后期收入加速水平提高，2016-2018 年预计分别贡献收入 13.99 亿元/16.37 亿元/19.5 亿元，同比增速分别为 16.5%/17.0%/19.1%。而由于资源互补，毛利率和利润率预计稳步提升概率较大。我们用 NBTY 总公司历史利润率和毛利率作为预测的基础。

图表 62: NBTY 收入盈利预测 (人民币百万)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
MET-Rx	21	37	48	61	78	97	121	152	197
增速%		74.9%	30.4%	26.4%	28.1%	24.4%	24.4%	26.0%	30.0%
自然之宝	352	576	695	818	953	1104	1278	1485	1752
增速%		63.8%	20.6%	17.7%	16.6%	15.8%	15.8%	16.2%	18.0%
总收入	373	613	743	879	1,031	1,201	1,399	1,637	1,950
增速%		64.4%	21.2%	18.2%	17.4%	16.4%	16.5%	17.0%	19.1%
毛利	172.22	261.71	344.61	406.09	471.32	551.08	643.37	756.30	906.71
毛利率	46.2%	42.7%	46.4%	46.2%	45.7%	45.9%	46.0%	46.2%	46.5%
利润	28	6	36	36	(14)	28	35	44	58
利润率	7.6%	1.0%	4.9%	4.1%	-1.4%	2.3%	2.5%	2.7%	3.0%

来源: Euromonitor, 国金证券研究所

汤臣倍健部分：我们预计汤臣倍健 2016-2018 年收入分别为 28.6 亿/34.1 亿/38.8 亿元，同比增速分别为 26.8%/18.5%/13.8%。归功于去年原料供应受困造成低基数和“健力多”骨骼健康保健品的发力，粉剂和其他品类收入几乎翻倍。

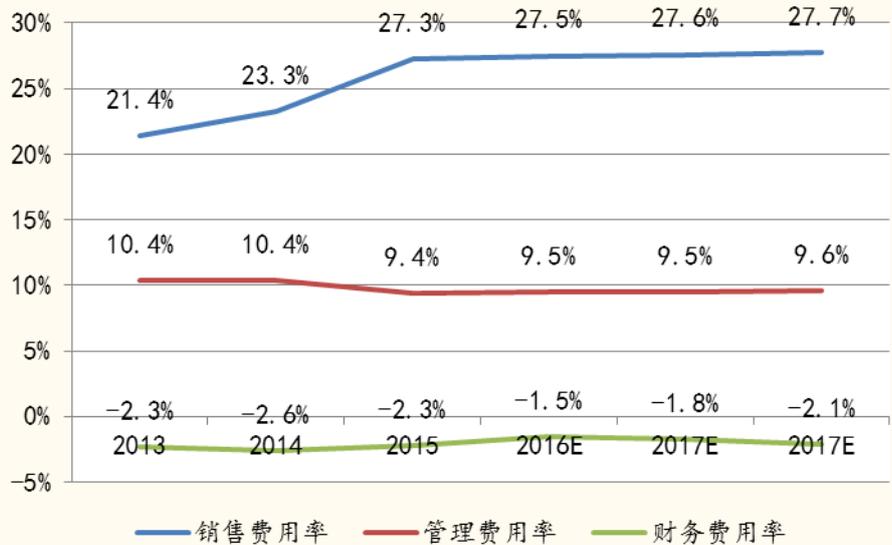
图表 63: 汤臣倍健收入预测

人民币百万	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,067	1,482	1,705	2,266	2,874	3,407	3,876
产品	1,062	1,477	1,701	2,251	2,859	3,392	3,862
- 片剂	388	483	634	725	819	909	955
- 胶囊	356	505	545	521	521	527	537
- 粉剂	211	282	296	448	627	752	865
- 其他	107	207	226	557	892	1,204	1,505
收入增速		39.0%	15.0%	32.9%	26.8%	18.5%	13.8%
产品		39.1%	15.1%	32.4%	27.0%	18.6%	13.9%
- 片剂		24.5%	31.4%	14.3%	13.0%	11.0%	5.0%
- 胶囊		41.8%	7.9%	-4.3%	0.0%	1.0%	2.0%
- 粉剂		33.9%	4.9%	51.4%	40.0%	20.0%	15.0%
- 其他		93.4%	9.0%	146.7%	60.0%	35.0%	25.0%
毛利率	63.4%	64.7%	65.98%	66.28%	67.0%	67.6%	68.2%
产品	63.7%	65.1%	66.42%	66.74%	67.3%	67.9%	68.5%
- 片剂	71.8%	74.7%	77.93%	78.65%	78.7%	78.8%	78.9%
- 胶囊	64.7%	66.7%	65.21%	62.36%	63.0%	64.0%	65.0%
- 粉剂	54.6%	61.4%	58.57%	61.46%	63.5%	64.5%	66.0%
- 其他	48.8%	43.9%	47.34%	59.58%	62.0%	63.5%	64.5%

来源: 国金证券研究所

费用部分, 由于汤臣倍健尚处于培养新品过程中, 我们预计未来销售费用率将会呈现上升趋势, 2016-2018 年预计为 27.5%/27.6%/27.7%。而由于现金充沛, 且无负债, 财务费用压力无。综合来看, 未来期间费用率 2016-2018 年预计为 35.4%/35.3%/35.1%。

图表 64: 汤臣倍健期间费用率



来源: 国金证券研究所

盈利部分: 我们预计 2016-2018 年汤臣倍健利润分别为 7.81 亿/9.44 亿/11.01 亿, 分别同比增速为 22.84%/20.96%/16.64%, 若考虑并表利润部分的增厚, NBTY 预计贡献利润为 3,500 万/4,400 万/5,800 万, 剔除 40%的少数股东权益后, 贡献利润为 2,097 万/2,651 万/3,510 万元, 增厚利润 2016-2018 年预计为 8.02 亿/9.7 亿/11.36 亿, 对应 EPS 分别为 1.102 元/1.334 元/1.561 元, 考虑到其高成长性, 我们给予目标价 38 元, 对应 17/18 年 PE 分别为 28X/24X。

附录：三张报表预测摘要（未考虑并表效应）

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,482	1,705	2,266	2,874	3,407	3,876	货币资金	1,530	1,537	1,444	2,046	2,798	3,722
增长率	15.0%	32.9%	26.8%	18.5%	13.8%		应收款项	56	74	75	87	104	120
主营业务成本	-523	-580	-764	-950	-1,103	-1,232	存货	234	229	309	338	378	405
%销售收入	35.3%	34.0%	33.7%	33.0%	32.4%	31.8%	其他流动资产	39	72	1,307	1,317	1,324	1,330
毛利	959	1,125	1,502	1,924	2,303	2,644	流动资产	1,859	1,912	3,135	3,788	4,604	5,577
%销售收入	64.7%	66.0%	66.3%	67.0%	67.6%	68.2%	%总资产	75.7%	70.8%	63.9%	66.4%	68.9%	71.4%
营业税金及附加	-18	-22	-28	-36	-43	-48	长期投资	1	49	866	982	1,078	1,174
%销售收入	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	477	579	697	773	842	902
营业费用	-317	-397	-619	-790	-940	-1,074	%总资产	19.4%	21.4%	14.2%	13.6%	12.6%	11.5%
%销售收入	21.4%	23.3%	27.3%	27.5%	27.6%	27.7%	无形资产	100	141	200	154	155	156
管理费用	-154	-177	-213	-272	-324	-370	非流动资产	597	789	1,770	1,916	2,082	2,239
%销售收入	10.4%	10.4%	9.4%	9.5%	9.5%	9.6%	%总资产	24.3%	29.2%	36.1%	33.6%	31.1%	28.6%
息税前利润 (EBIT)	470	529	642	826	997	1,152	资产总计	2,455	2,701	4,905	5,704	6,686	7,816
%销售收入	31.7%	31.0%	28.3%	28.8%	29.3%	29.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	34	44	51	44	61	82	应付款项	144	178	222	251	294	332
%销售收入	-2.3%	-2.6%	-2.3%	-1.5%	-1.8%	-2.1%	其他流动负债	70	65	112	124	139	157
资产减值损失	-1	-19	-4	-5	-4	-4	流动负债	214	243	335	375	434	489
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	32	20	25	30	其他长期负债	8	10	17	17	17	17
%税前利润	0.0%	0.0%	4.3%	2.2%	2.3%	2.3%	负债	223	253	352	391	451	505
营业利润	503	554	721	885	1,078	1,259	普通股股东权益	2,233	2,448	4,562	5,343	6,287	7,389
营业利润率	33.9%	32.5%	31.8%	30.8%	31.7%	32.5%	少数股东权益	0	0	-8	-30	-52	-78
营业外收支	0	38	19	20	22	24	负债股东权益合计	2,455	2,701	4,905	5,704	6,686	7,816
税前利润	503	592	740	905	1,100	1,283							
利润率	33.9%	34.7%	32.7%	31.5%	32.3%	33.1%	比率分析						
所得税	-82	-90	-120	-146	-178	-207		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	16.2%	15.1%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	每股指标						
净利润	422	503	620	759	922	1,076	每股收益	1.928	1.532	0.966	1.073	1.297	1.513
少数股东损益	0	0	-15	-22	-22	-26	每股净资产	6.806	3.720	6.266	7.339	8.636	10.149
归属于母公司的净利润	422	503	635	781	944	1,101	每股经营现金净流	1.910	0.852	0.872	1.064	1.298	1.525
净利率	28.4%	29.5%	28.0%	27.2%	27.7%	28.4%	每股股利	1.000	0.500	0.600	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	18.89%	20.53%	13.93%	14.62%	15.02%	14.91%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	17.17%	18.61%	12.96%	13.69%	14.12%	14.09%
净利润	422	503	620	759	922	1,076	投入资本收益率	17.61%	18.30%	11.81%	13.02%	13.39%	13.19%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	42	69	78	67	75	83	主营业务收入增长率	38.96%	15.03%	32.91%	26.82%	18.54%	13.79%
非经营收益	3	5	-32	-40	-47	-54	EBIT增长率	57.58%	12.65%	21.35%	28.67%	20.63%	15.53%
营运资金变动	159	-16	-32	-12	-5	6	净利润增长率	50.41%	19.19%	26.44%	22.91%	20.89%	16.63%
经营活动现金净流	627	561	635	774	945	1,110	总资产增长率	16.66%	10.01%	81.60%	16.29%	17.20%	16.91%
资本开支	-168	-196	-269	-72	-118	-116	资产管理能力						
投资	-3	-40	-1,972	-120	-100	-100	应收账款周转天数	9.5	8.9	7.7	7.2	7.3	7.4
其他	0	0	27	20	25	30	存货周转天数	154.6	145.7	128.6	130.0	125.0	120.0
投资活动现金净流	-171	-236	-2,214	-172	-193	-186	应付账款周转天数	40.3	42.2	34.8	35.0	35.0	35.0
股权募资	0	36	1,847	0	0	0	固定资产周转天数	95.0	91.8	80.0	66.4	58.0	52.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-131	-328	-364	0	0	0	净负债/股东权益	-68.53%	-62.80%	-31.70%	-38.50%	-44.87%	-50.92%
筹资活动现金净流	-131	-292	1,483	0	0	0	EBIT利息保障倍数	-13.7	-12.1	-12.5	-18.9	-16.5	-14.1
现金净流量	324	32	-96	602	752	925	资产负债率	9.06%	9.38%	7.17%	6.86%	6.74%	6.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD