

健来福：营养保健品零售领先企业

2017年07月31日

新三板	商业模式
-----	------

——新三板公司商业模式研究之一百一十五

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
洪一	分析师	执业证书编号：S1480516110001
	hongyi0214@qq.com	010-66554046
岳鹏	联系人	
	yuepeng@dxzq.net.cn	010-66554013
韩宇	联系人	
	hanyu@dxzq.net.cn	010-66554131
张高艳	联系人	
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn	010-66554030

1. 公司情况

1.1 主营业务

广东健来福云健康科技股份有限公司主要从事非自主品牌普通营养食品、保健食品、饮料、茶、酒水类等的销售以及自主品牌普通营养食品“健来福国医古方食疗养生”系列产品的研发、委托生产和销售。公司采购的非自主品牌健康食品，包括了普通营养食品、保健食品、饮料、茶、酒水类等。产品种类众多，经营范围广泛。

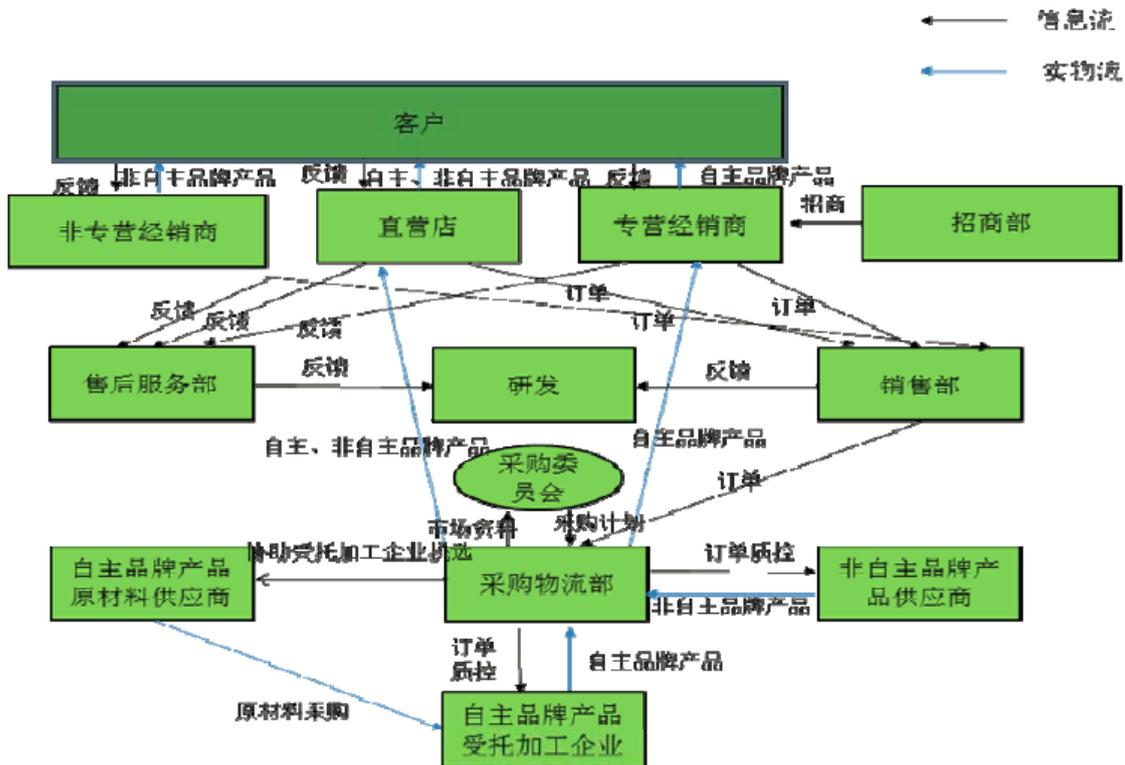
表 1：公司主要产品或服务及其用途

产品类别	产品名称	构成成分	适用群体	图片
自主品牌普通营养食品	五福养生粥系列	该系列包括“桂圆莲子粥”、“枸杞核桃粥”等 10 个品种，通过不同的配方将谷物调配而成，具备不同养生效果。	需要进行食疗养生和日常保健的亚健康人群	
非自主品牌营养保健食品	灵芝孢子油软胶囊	灵芝孢子油、维生素 E	肿瘤患者术前、术中、术后及放、化疗期间的辅助治疗和日常养生保健	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司食疗养生项目依托北京路志正中医药研究院、广州中医药大学等权威机构的 60 多位教授、医学博士组成的专业研发团队，以《黄帝内经》、《金匱要略》、《本草纲目》等为理论依据，深入挖掘中华千年食疗养生智慧，开发出五福养生粥系列等多个系列 100 多种产品，为消费者奉上一道国医经典古方食疗养生盛宴。其主营业务流程如下：

图 1：主营业务流程

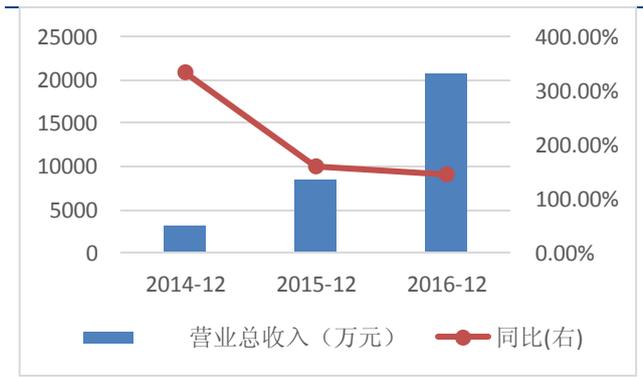


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 业绩表现

2016 年公司营业收入 2.06 亿元，同比增长 144.28%；2015 年公司营业收入 0.85 亿元，2014 年公司营业收入 0.33 亿元，同比增长 333.58%；2016 年归属母公司股东的净利润为 2659.84 万元，同比增长 134.88%；2015 年归属母公司股东的净利润为 1132.44 万元，2014 年归属母公司股东的净利润为 327.65 万元，同比增长 200.17%；公司业绩向好。

图 2：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速



1.3 发展战略

健来福公司依靠自主研发团队和与北京路志正中医药研究院及广州中医药大学的合作，共向市场推出“古方养生粥”“古方养生茶”“养生早餐”等系列产品。未来，公司将继续发挥在研发上的优势，扩充产品系列、增加产品种类，推出五福养生粥、养生茶饮、养生膏、养生粉、路老养生精品等多个系列产品。同时，公司将开展社区营销推广、打造“健康社区”概念并建设网上商城、开展网上销售，以“营经销为主、直营店销售为辅”，逐步建立起覆盖全国的专营经销和直营销售网络，打造全国性食疗养生品牌。

2. 公司亮点

2.1 运营模式

公司立足于健康食品行业，借助“自主研发”和“合作研发”相结合的研发模式、健全的营销渠道、丰富的产品种类和过硬的产品质量等优势，为婴幼儿、青少年、中老年等终端消费者提供自主品牌的等普通营养食品和非自主品牌的营养保健食品，以及饮料和茶叶等产品，以获取收入、利润和现金流，实现公司价值。

- **研发模式。**公司采用“自主研发”和“合作研发”相结合的研发模式，制定了“效果优先、兼顾口感”的产品研发目标。自己拥有研发团队并与北京路志正中医药研究院开展合作，进行合作研发。产品研发始终坚持以市场需求为导向和检验标准，在所有产品开发完成之后，进行市场测试，根据市场测试结果进行调整和完善，再次推向市场，如果市场接受度不高，产品将会被淘汰。
- **采购模式。**在自主品牌产品的原材料采购上，每种产品至少选择 1-3 个供应商，与之保持长期合作关系，并建立完善的供应商管理机制，以保证采购货物的品质与供货的稳定性；而非自主品牌产品直接从供应商处采购，要求通过质检并要求供应厂家提供相关资质。检验时如有一项为不达标时则判定为不合格，最多给一次复检，若不合格，将退回厂家。
- **生产模式。**公司对自主品牌产品的原材料采购、加工、包装全部以委托加工的方式进行。在受托加工企业的选择上，公司会综合考虑产品的特性、供应商的资质、运输情况、原材料的可获得性等因素。公司采用的是竞标模式选择加工商，在同等质量条件下，按低价原则进行采购。
- **销售模式。**公司采取推广和经销为主、直营为辅的销售模式。直营店销售模式是开设具有统一经营理念、企业标识、经营商标的门店，经营自主品牌和非自主品牌产品。专营经销商销售模式是为专营经销商提供商标、管理培训、咨询等在内的专营经销系统，经营“健来福国医古方食疗养生系列”产品。同时，公司筛选了一批具有一定销售能力的非专营经销商来代理销售本公司的自主品牌健康食品。

2.2 市场渠道

公司自主品牌产品的推广和专营经销为主，直营为辅的销售模式已经成熟，并经过了市场的检验，使公司成长迅速且具有较好持续经营能力。目前，公司专营经销商已经达到 340 家，广泛分布于全国各地；直营店拥有 14 家，全部位于广东省境内，市场渠道广泛。

3. 同行业标的对比

目前在营养和保健品行业，携泰健康（833669.OC）属于公司同行业标的。安徽携泰健康产业股份有限公司是主要基于渠道深度推广服务能力、立体化健康体验空间和一站式健康管理平台进行膳食营养补充剂等营养

保健食品推广与销售，并向客户提供营养咨询及后续健康管理等综合服务，公司的业务类型相似且上下游需求来源相似，具有较强可比性。

表 3：公司与同行业相关标的对比

	携泰健康 (833669.OC)	健来福 (833593.OC)
一、财务指标		
2014-2016 年营收 (百万元)	183.19/251.98/262.61	32.61/84.53/206.50
2014-2016 年增长率 (%)	18.51/37.55/4.22	333.58/159.19/144.28
2014-2016 年净利润 (百万元)	10.30/20.83/22.38	3.28/11.32/26.60
2014-2016 年增长率 (%)	-22.66/102.23/7.42	200.17/245.63/134.88
净资产收益率 (%) (平均)	30.60	36.18
每股收益(元)	1.12	0.70
PE	/	/
PB	/	/
二、产品特点		
主营业务	基于渠道深度推广服务能力、立体化健康体验空间和一站式健康管理平台进行膳食营养补充剂等营养保健食品推广与销售，并向客户提供营养咨询及后续健康管理等综合服务。	非自主品牌普通营养食品、保健食品、饮料、茶、酒水类等的销售以及自主品牌普通营养食品“健来福国医古方食疗养生”系列产品的研发、委托生产和销售。
主营业务优势	<p>渠道推广优势：在渠道拓展方面，公司推行“战略营销+深度分销+社区行销”分类模块管理，通过战略营销强化大型药线连锁客户的战略合作，通过深度分销强化代理商客户的深度融合，通过社区行销把控社区微型客户的网格化管理。在终端建设方面，公司推行“旗舰终端+核心终端+有效终端”分级模块管理，通过旗舰终端强化用户专业体验，通过核心终端强化用户高频互动，通过有效终端强化用户消费认知。</p> <p>市场管理优势：公司多年深耕膳食营养补充剂市场，对专业化的营养补充剂市场环境及用户需求均有深刻理解和认知，基于多年的经营数据优势，对市场环境变化，能做到科学分析和预测，为公司业务布局提供数据支持。公司拥有一套完备的市场管理工具，以及完整的市场研究方法和研究工具。规范管理、提升运营效率，并有效地调动了员工积极性和创造性。</p>	<p>技术研发优势：公司采用自主研发和合作研发相结合的研发模式。公司拥有自己的核心研发团队，进行自主研发。同时与北京路志正中医药研究院和广州中医药大学开展合作，进行合作研发，研发成果归健来福所有。公司研发进展顺利，共推出五福养生粥、养生茶饮、养生膏、养生粉、路老养生精品等多个系列上百款产品。</p> <p>销售模式优势：公司采用直营店销售、非专营经销商、专营经销商的销售模式实现了快速发展、扩张，品牌知名度、社会认可度迅速提高。目前公司已经多家物业公司签订战略合作协议，通过物业公司渠道深入社区进行宣传和推广，以养生知识讲堂、免费产品体验等方式对居民进行养生知识教育，提高公司品牌知名度，与物业公司共同打造“健康社区”。</p>
三、业务布局新方向		

未来发展战略	公司以“多品牌多品类，全渠道全互联”发展战略，逐步引进国际一流品牌产品，建立以营养健康产品为主力的全球性健康产品体系。同时，搭建电子商务销售平台，建立线上线下全互联的全渠道体验终端体系。立足以营养师为主体的完备型专业服务体系，向社会公众提供全球营养产品精选及全家健康管理指导，致力于成为领先的营养健康管理服务平台。	公司依靠自主研发团队和与北京路志正中医药研究院及广州中医药大学的合作，共向市场推出“古方养生粥”“古方养生茶”“养生早餐”等系列产品。未来，公司将继续发挥在研发上的优势，扩充产品系列、增加产品种类，推出五福养生粥、养生茶饮、养生膏、养生粉、路老养生精品等多个系列产品。同时，公司将开展社区营销推广、打造“健康社区”概念并建设网上商城、开展网上销售，以“营经销为主、直营店销售为辅”，逐步建立起覆盖全国的专营经销和直营销售网络，打造全国性食疗养生品牌。
--------	---	---

资料来源：Wind, 东兴证券研究所(注：截止 2017 年 7 月 26 日)

4. 竞争能力分析

目前，公司从事的非自主品牌健康食品的销售，在广东省内具有一定的知名度；在普通营养食品中细分的食疗养生食品领域推出的“健来福国产品医古方食疗养生”系列产品，品种类较多，并且有自身独特组方，与其他公司产品相比，具有如下优势：

- **技术研发优势。**公司采用自主研发和合作研发相结合的研发模式。公司拥有自己的核心研发团队，进行自主研发。同时与北京路志正中医药研究院和广州中医药大学开展合作，进行合作研发，研发成果归健来福所有。公司研发进展顺利，共推出五福养生粥、养生茶饮、养生膏、养生粉、路老养生精品等多个系列上百款产品。
- **销售模式优势。**公司采用直营店销售、非专营经销商、专营经销商的销售模式实现了快速发展、扩张，品牌知名度、社会认可度迅速提高。目前公司已经多家物业公司签订战略合作协议，通过物业公司渠道深入社区进行宣传和推广，以养生知识讲堂、免费产品体验等方式对居民进行养生知识教育，提高公司品牌知名度，与物业公司共同打造“健康社区”。
- **团队优势。**公司业务团队是一支专业、高效、年轻的精英队伍。团队主要成员均具有健康养生行业十年以上的工作经历，大部分成员合作时间在五年以上，整体素质较高。

采用波特五力模型对公司的核心竞争能力进行分析，每个维度满分为 5 分，总计 25 分，公司总得分为 16.5 分，核心竞争力较强。

表 4：公司波特五力模型分析

健来福(833593.OC)：波特五力模型分析	
潜在进入者 (3.5)	我国营养保健品零售业具有销售网络壁垒、市场品牌和信誉壁垒以及技术壁垒。但公司实力相对较弱，为了面对激烈的竞争，加大自主研发技术会对公司的资金链造成影响。潜在的进入者会对公司造成一定影响。

买方议价能力 (3.5)	目前，公司通过自主研发以及合作研发开发出了众多产品，拥有多项专利及食品配方。领先的专利技术及独特的口味配方，一定程度上增加了客户粘度，也增强了公司的议价能力。买方议价能力尚可。
卖方议价能力 (3.0)	公司采购的非自主品牌健康食品，包括了普通营养食品、保健食品、饮料、茶、酒水类等。公司对自主品牌普通营养食品采取委托加工的模式。在2016年，前五名供应商采采购比例达74%，其中第一名占比46.67%。供应商较为集中，卖方议价能力较强。
替代品的威胁 (3.5)	公司目前专营经销商已经达到340家，广泛分布于全国各地；直营店拥有14家，全部位于广东省境内，已在广东地区拥有一定知名度，且公司产品种类众多，替代品威胁尚可。
同业竞争程度 (3.0)	目前，我国营养保健品零售业属于充分竞争市场，但随着居民消费能力增强，消费结构升级以及老龄化的开始，健康食品市场仍有潜力，未来市场竞争将会更为激烈。
总分(16.5)	企业核心竞争力较强。

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

5. 风险因素

产品质量和食品安全风险。

公司研发、委托生产和销售的健康食品与食品安全密切相关。虽然公司执行严格的产品品质控制体系，慎重选择产品供应商和受托加工商，但如果公司在产品采购、委托生产与销售环节出现质量管理差错，或者因为其他原因发生产品质量问题，将会对公司的信誉产生重大不利影响，从而使公司产品的销售受挫并影响公司经营。

行业法律法规变更风险。

食品行业是我国重点发展的行业之一，食品是直接关系到人民健康和生命安全的特殊消费品；食品安全问题日益受到国家和消费者的重视，行业受到的监管程度提高，相关政策法规趋于严格，食品安全管理力度加大。相关政策法规的出台，将促进我国食品行业有序、健康发展，但也有可能不同程度增加食品行业相关企业的运营成本，对行业内企业的经营业绩造成影响。

6. 总体结论

广东健来福云健康科技股份有限公司借助“自主研发”和“合作研发”相结合的研发模式、健全的营销渠道、丰富的产品种类和过硬的产品质量等优势，一直专注于非自主品牌普通营养食品等的销售以及自主品牌普通营养食品的研发、委托生产和销售，近年来业绩增长迅速，2016年实现净利润2659.84万元，同比增长134.88%。随着现代物流体系的日益完善、消费者健康意识的增强以及人口老龄化的趋势，未来营养保健品行业仍有发展潜力。公司未来前景向好，值得投资者关注。

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

CIIA, 中山大学金融硕士，2 年新三板投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、社会服务领域。

联系人简介

岳鹏

中科院机器人学硕士，3 年机器人研发及管理经验，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注电力设备与新能源领域、新三板领域。

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有 2 年市场咨询研究经验。2016 年进入东兴证券研究所，关注 TMT 领域。

张高艳

清华大学工业工程硕士，2 年制造型企业运营管理咨询经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。