

证券研究报告—深度报告

食品饮料

食品

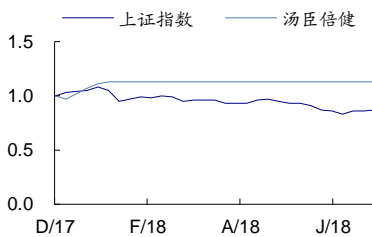
汤臣倍健(300146)

买入

(维持评级)

2018年08月02日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,469/876
总市值/流通(百万元)	26,824/15,993
上证综指/深圳成指	2,876/9,179
12个月最高/最低(元)	20.09/12.83

相关研究报告:

- 《汤臣倍健-300146-2018年半年报点评:三大战略有序推进,国际并购助力公司高增长》——2018-07-31
- 《汤臣倍健-300146-重大事件快评:LSG收购预案终落地,益生菌或成公司新大单品》——2018-07-13
- 《汤臣倍健-300146-2018年一季报点评:营收稳步上升,公司重回高速增长通道》——2018-04-25
- 《汤臣倍健-300146-2017年年报点评:三大战役业绩稳增长,关注外延活力》——2018-03-01

证券分析师:陈梦瑶

电话: 18520127266
E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001
联系人: 张祯
电话: 021-60933164
E-MAIL: zhangzhen1@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

三大战略助推起飞,保健帝国全貌初显

● 美国 VS 中国: 美国市场方兴未艾, 国内市场拐点临近

2017年美国营养保健品规模582亿美元,中国保健品市场达2700亿元,仍有追赶空间,美国商超、药店渠道销售占比在20%以上,国内非直销模式提升空间大。美国90年度消费结构升级+政策红利推动美国膳食营养补充剂渗透率快速提高目前美国的膳食补充剂渗透率已超60%,而中国仅为20%,国内或处于美国90年代保健品行业爆发期,膳食补充剂行业将迎来一轮快速增长。

● 二次腾飞: 大单品模式脱颖而出, 电商品牌 2.0 蓄势待发

公司首个大单品健力多继续保持高增态势,2018H1健力多销售额同比增长超过300%,收入近4.1亿,占比19%,第二个大单品“健视加”已在在辽宁、四川等市场进行重点推广,佰嘉药业总体实现报表4.66亿元收入,已超17年全年;2018年H1汤臣在阿里系等多家电商平台保健食品反超Swisse成为行业第一,具体来看2018年H1汤臣倍健完成销售5.82亿(+60%),品牌份额看,汤臣占比由去年同期6.0%提升至6.3%。

● 四轮驱动: 健康平台、渠道拓宽、产品优异、外延并购构筑优势

公司在整体业务布局由膳食补充剂扩展到大健康产业,构建大健康药业生态圈;公司从原来单纯靠线下药店扩张到现在多元渠道拓宽,电商增速最快;公司产品优异,70%以上的原料进口自世界各国,同时每年会拿出2.5-4%的销售收入投入到新产品的研发,比例远远高于同行;汤臣通过外延收购推行多品牌战略,实现品类的有效补充,完成收购Penta-vite、LSG之后,汤臣将成功进入儿童膳食补充剂及益生菌市场,打开新的业务增长点。

● 维持买入评级

我们认为2018年汤臣倍健将继续围绕“夯实大单品”、“开启电商品牌化2.0”、“国际化并购”等战略,开启新一轮的增长周期。暂不考虑最新的收购并表及增发摊薄,我们预计公司18-20年营业收入为42.41/54.60/70.59亿元,净利润为10.17/13.13/16.97亿元,对应EPS为0.69/0.89/1.15元,结合绝对估值和相对估值来看,给予19年PE 27倍,对应合理估值为24.03元,给予“买入”评级。

● 风险提示: 终端消费环境持续疲软; 费用投放过快; 新品扩张低于预期;

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,309	3,111	4,241	5,460	7,059
(+/-%)	1.9%	34.7%	36.3%	28.8%	29.3%
净利润(百万元)	535	766	1017	1313	1697
(+/-%)	-15.8%	43.2%	32.8%	29.1%	29.2%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.52	0.69	0.89	1.15
EBIT Margin	26.4%	24.5%	26.3%	27.0%	27.3%
净资产收益率(ROE)	11.4%	15.0%	18.8%	22.6%	26.9%
市盈率(PE)	26	38.5	29.0	22.5	17.4
EV/EBITDA	36.2	35.5	25.8	19.9	15.6
市净率(PB)	5.64	5.79	5.46	5.09	4.68

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

投资摘要

估值与投资建议

目前，汤臣倍健的各业务板块愈加清晰，为以后发展提供了坚实的基础和明确方向，已经迎来新一轮的增长趋势。在良好的市场环境下，汤臣倍健未来的成长表现也将同样值得期待。

我们认为 2017 年公司通过实施“大单品”、“电商品牌化”等战略，公司基本完成了业务整合与结构调整，这也将为未来的业绩发展奠定基础 and 空间，开启新一轮的增长周期。在 2018 年，汤臣倍健将继续围绕“夯实大单品”、“开启电商品牌化 2.0”等战略，全面布局提速。我们认为 2018 年汤臣倍健将继续围绕“夯实大单品”、“开启电商品牌化 2.0”、“国际化并购”等战略，开启新一轮的增长周期。暂不考虑最新的收购并表及增发摊薄，我们预计公司 18-20 年营业收入为 42.41/54.60/70.59 亿元，净利润为 10.17/13.13/16.97 亿元，对应 EPS 为 0.69/0.89/1.15 元，结合绝对估值和相对估值来看，给予 19 年 PE 27 倍，对应合理估值为 24.03 元，给予“买入”评级。

核心假设或逻辑

(1) 根据前瞻研究院数据显示，2009-2016 年我国膳食补充剂市场规模呈现出明显的持续上升趋势。2009 年，我国膳食补充剂市场规模约为 550 亿元，2016 年我国膳食补充剂市场规模为 1430.3 亿元，是 2009 年市场规模的 2.6 倍，年复合增长率达到 14.6%。随着经济增长以及保健食品主要消费群体的不断崛起，未来膳食补充剂行业具有巨大的行业前景。

(2) 汤臣倍健将自身定位为膳食补充剂企业，希望通过“一路向 C”的战略，抓住保健品行业消费升级趋势，开启新一轮增长周期。我们预测 18-20 年营收增速分别为：36.3%、28.8%、29.3%。

(3) 公司毛利率主要受传统药店模式渠道毛利波动较大，假定未来三年传统药店模式渠道毛利趋于稳定。

与市场预期的差异之处

公司在普遍同质化中追求品质差异化优势，在全球范围内甄选各具特色的高品质原料，与“透明工厂”一起，成功构筑了消费者的信心，最终形成强大的供应链竞争优势；同时集中和调动市场优势资源，继续深化大单品模式、开启电商品牌化 2.0 等多引擎驱动策略带来公司强劲的竞争优势。

股价变化的催化因素

居民消费升级以及饮食结构的多元化大大推动了膳食补充剂行业的发展，使得膳食补充剂行业规模大幅提升，膳食补充剂不论是从规模上还是从品类上都得到了非常大的发展。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，膳食补充剂行业景气周期持续性较弱；

第二，公司经营战略未能保持持续，将导致大单品系列模式的开拓受阻；

第三，公司盈利不达预期；

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值法	6
估值的敏感性分析	7
相对法估值	7
投资建议	7
公司概况：保健品龙头迎来业绩反转	8
公司地位：国内膳食营养补充剂专家	8
行业梳理：保健品行业从野蛮生长到规范发展	10
美国 VS 中国：美国市场方兴未艾，国内市场拐点临近	12
品类趋势：膳食补充剂规模占据主导，运动营养品市场空间增速最快	12
以美为鉴：备案制造就保健市场飞速发展，并购与分品牌营销缔造 NBTY	14
演变格局：国内或处于美国 90 年代保健品行业爆发期	17
市场需求：人口老龄化加速、功能多样性提高潜在需求	19
渠道对比：美国销售渠道分散，中国直销渠道主导	21
四轮驱动：健康平台、渠道拓宽、产品优异、外延并购构筑优势	24
健康平台：重回高增长赛道，大健康产业布局不断深化	24
渠道拓宽：药店渠道稳固，商超探索，电商发力	25
产品优异：产品线齐、上游稳固、聚集创新	27
并购突围：公司通过并购平台孕育膳食营养补充剂行业龙头	31
投资建议：维持买入评级	34
风险提示	35
附表：财务预测与估值	36
国信证券投资评级	37
分析师承诺	37
风险提示	37
证券投资咨询业务的说明	37

图表目录

图 1: 汤臣倍健旗下参、控股公司情况	9
图 2: 2010-2017 公司营业收入及同比增速	10
图 3: 2010-2017 公司归母净利润及同比增速	10
图 4: 中国保健食品市场规模 (亿元) 及发展阶段	11
图 5: 保健食品注册制、备案制特点	12
图 6: 2016 年四国保健品市场四大品类占比情况	13
图 7: 2016 年国内保健品市场四大品类市场规模 (亿元)	13
图 8: 2016 年维生素/膳食补充剂细分品类份额情况	13
图 9: 维生素/膳食补充剂细分品类近五年增速	13
图 10: 2016 年主要国家及地区膳食营养补充剂行业 CR5 情况	14
图 11: 2011-2022 年美国营养保健品市场规模 (亿美元)	15
图 12: 2011-2022 年美国膳食补充剂市场规模 (亿美元)	15
图 13: 美国膳食营养补充剂市场集中度低	15
图 14: 天猫商城维生素 B 类产品多达 5700 种以上	15
图 15: NBTY1996-2015 营业收入及同比增速	16
图 16: NBTY1996-2015 净利润及同比增速	17
图 17: 中国膳食补充剂市场规模	18
图 18: 2010 年&2017 年我国膳食补充剂类保健品市场品牌份额	19
图 19: 中国膳食补充剂人均消费额家 (单位: 美元/人)	20
图 20: 中国膳食补充剂渗透率远低于美国和日本	20
图 21: 中国 60 岁以上人口占比趋势图	20
图 22: 中国保健品市场分人群/功能需求分析	21
图 23: 2016 中国与美国保健品销售渠道对比	22
图 24: 中国保健品各销售渠道份额占比情况	22
图 25: 17 年淘宝和天猫总销售额 (百万) 及增速 (%)	23
图 26: 2012-2018 中国进口电商市场交易规模及增速	23
图 27: 食品保健产品占据消费者跨境网购品类 TOP3	23
图 28: 公司整体毛利率及净利率	24
图 29: 汤臣倍健产品毛利占比情况	24
图 30: 公司销售费用及同比增速	25
图 31: 广告费用占销售费用比例	25
图 32: 公司药店渠道营业收入及同比增速	26
图 33: 当前汤臣倍健各渠道销售占比情况 (%)	26
图 34: 保健食品线上品牌市场份额占比一览 (%)	27
图 35: 2012-2017 广州佰嘉药业收入及净利润	28
图 36: 巨量蓝海市场, 护眼品类大有可为	28
图 37: 汤臣倍健顺势推出第二个大单品	28
图 38: 原料进口比例已经达到 73.35%	29
图 37: 部分产品原材料产地	30
图 40: 公司未来研发投入仍有提升空间	31
图 41: 我国益生菌市场规模及预测	32

图 42: 我国益生菌市场需求结构	32
图 43: LSG 近两年一期的营收及净利情况	33
图 44: 刘涛担任 Life-Space 中国爱心大使	33
图 45: LSG 三大销售区域未来增速情况	33
图 42: LSG 三大销售渠道未来收入占比情况	33
图 47: 汤臣倍健天然博士系列益生菌	34
图 48: 澳洲儿童营养补充剂品牌 Penta-vite	34
表 1: 估值假设	6
表 2: FCFE 估值表	6
表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析	7
表 4: 可比公司估值	7
表 5: 公司历程及重大事项	8
表 6: 汤臣倍健新股权激励方案公司业绩要求情况	10
表 7: 保健食品行业起步发展阶段重要事件	11
表 8: 各地区保健品份额前五企业梳理	14
表 9: NBTY 旗下主要品牌	17
表 10: 汤臣倍健主要产品线	25
表 11: 汤臣倍健旗下不同产品对应不同的销售渠道模式	26
表 12: 广东佰悦旗下三大品牌	29
表 13: 国内主要保健品公司获批证书情况统计 (截至 2017 年末)	30
表 14: 近五年中国企业海外并购及合作案例	31

估值与投资建议

绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 28.28 元。

表 1: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.65	
无风险利率	4.00%	
股票风险溢价	4.50%	
公司股价	20.09	
发行在外股数	1470	
股票市值(E)	29535	29535
债务总额(D)	300	300
Kd	5.30%	5.30%
T	15.90%	15.90%
Ka	6.93%	
有杠杆 Beta	0.66	0.66
Ke	6.95%	
E/(D+E)	98.99%	98.99%
D/(D+E)	1.01%	1.01%
WACC	6.92%	

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 2: FCFF 估值表

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
EBIT	1,116.5	1,475.5	1,926.4	2,274.5	2,616.8	2,957.9	3,254.5	3,515.4	3,726.8	3,913.5	
所得税税率 (%)	15.90%	15.70%	15.70%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	
EBIT*(1-所得税 税率)	938.9	1,243.8	1,624.0	1,705.9	1,962.6	2,218.4	2,440.8	2,636.6	2,795.1	2,935.1	
折旧与摊销	84.8	94.4	104.1	113.2	120.8	129.1	136.3	141.3	145.7	149.8	
营运资金净变 动	(461.3)	(292.5)	(410.4)	(299.7)	(295.7)	(293.7)	(260.3)	(231.4)	(189.5)	(168.8)	
资本性投资	(161.0)	(161.0)	(161.0)	(101.0)	(113.0)	(143.0)	(63.0)	(63.0)	(63.0)	(63.0)	
FCFF	401.4	884.7	1,156.7	1,418.3	1,674.8	1,910.8	2,253.8	2,483.5	2,688.2	2,853.1	59,090.5
PV(FCFF)	375.4	773.8	946.2	1,085.1	1,198.3	1,278.6	1,410.5	1,453.6	1,471.5	1,460.6	30,250.2
核心企业价值	41,703.8										
减: 净债务	130.8										
股票价值	41,573.0										
每股价值	28.28										

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 $\pm 0.2\%$ ，则我们计算得出公司股价区间在 26.25-30.66 元，估值中枢为 28.28 元。

表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析

28.28	6.5%	6.7%	6.92%	7.1%	7.3%
2.6%	34.85	32.97	31.27	29.72	28.30
2.4%	33.49	31.76	30.18	28.74	27.42
2.2%	32.26	30.66	29.19	27.84	26.60
2.0%	31.14	29.64	28.28	27.02	25.85
1.8%	30.11	28.72	27.43	26.25	25.15
1.6%	29.16	27.86	26.66	25.54	24.50
1.4%	28.29	27.07	25.93	24.88	23.90

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对法估值

我们选取江中药业、东阿阿胶、寿仙谷、H&H 国际控股、安琪酵母作为和公司的比较对象。从 PE 角度看公司估值，目前可比公司 19 年平均 PE 为 22.49 倍，而公司 19 年 EPS 为 0.89 元，合理估值为 20.01 元。

表 4: 可比公司估值

公司	市值 (亿)	股价 (元) 2018-08-01	EPS			PE			CAGR
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	
江中药业	67.96	16.18	1.65	1.85	1.93	9.81	8.75	8.38	8.15%
东阿阿胶	337	51.6	3.51	3.94	4.41	14.70	13.10	11.70	12.09%
寿仙谷	58.04	40.49	0.76	0.92	1.15	53.28	44.01	35.21	23.01%
H&H 国际控股	377	59	1.92	2.31	2.87	30.73	25.54	20.56	22.26%
安琪酵母	286	34.72	1.33	1.65	2.03	26.11	21.04	17.10	23.54%
平均	-	-	1.83	2.13	2.48	26.92	22.49	18.59	16.41%
汤臣倍健	295	20.09	0.69	0.89	1.15	29.12	22.57	17.47	29.10%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：江中药业、东阿阿胶、寿仙谷、H&H 国际控股为 Wind 一致预期

投资建议

我们认为 2017 年公司通过实施“大单品”、“电商品牌化”等战略，公司基本完成了业务整合与结构调整，这也将为未来的业绩发展奠定基础 and 空间，开启新一轮的增长周期。在 2018 年，汤臣倍健将继续围绕“夯实大单品”、“开启电商品牌化 2.0”等战略，全面布局提速。我们认为 2018 年汤臣倍健将继续围绕“夯实大单品”、“开启电商品牌化 2.0”、“国际化并购”等战略，开启新一轮的增长周期。暂不考虑最新的收购并表及增发摊薄，我们预计公司 18-20 年营业收入为 42.41/54.60/70.59 亿元，净利润为 10.17/13.13/16.97 亿元，对应 EPS 为 0.69/0.89/1.15 元，结合绝对估值和相对估值来看，给予 19 年 PE 27 倍，对应合理估值为 24.03 元，给予“买入”评级。

公司概况：保健品龙头迎来业绩反转

公司地位：国内膳食营养补充剂专家

自公司 2002 年系统地将膳食补充剂引入中国非直销领域以来，汤臣倍健已成为中国膳食补充剂领导品牌和标杆企业。汤臣倍健一直以“诚信比聪明更重要”为经营理念，推行“一路向 C”的核心战略，在全球各地采购各具特色的高品质原料，为消费者提供更高附加值的膳食营养补充剂。作为行业领导品牌，公司准确把握产业发展机遇，不断整合平台资源打造产品力、品牌力、渠道力、服务力四轮驱动，通过构建企业综合核心竞争力及资本平台力量实现稳健长期发展。

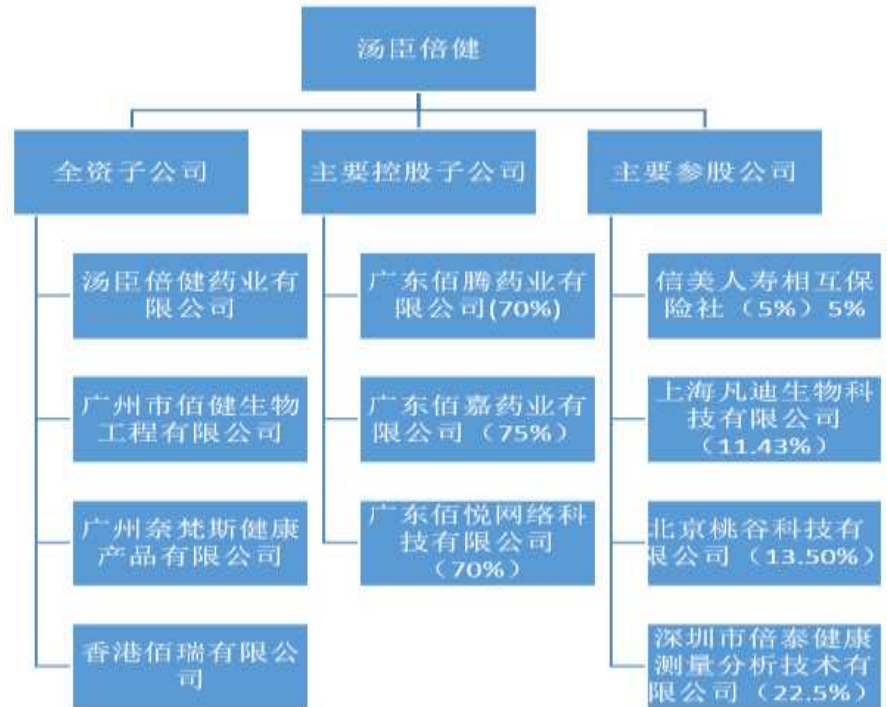
表 5：公司历程及重大事项

2002 年	系统地将膳食补充剂引入中国非直销领域
2004 年	倍健位居传统商业领域营养补充剂市场占有率第一，销售额第一，并且领先优势不断扩大
2006 年 3 月	世界冠军刘璇成为倍健的形象代言人，倍健稳居中国传统商业领域营养补充剂第一品牌，同时也成为了非直销领域的行业标杆
2007 年	倍健更名为“汤臣倍健”，品牌扩张及提升战略全面实施，全力打造中国营养补充剂零售终端第一品牌。汤臣倍健发展历程将全面展开“营养品的联合国”方针。
2010 年 1 月	汤臣倍健被中国保健协会评为行业内首批两家信用等级为 aaa 的企业之一，这也是中国保健行业第一家 aaa 信用等级企业，成就汤臣倍健发展历程的光辉历史。国际篮球巨星姚明签约成为汤臣倍健的形象代言人，同年 12 月 15 日，汤臣倍健在深圳交易所创业板挂牌上市
2011 年 7 月	汤臣倍健被评为“2010 中国创业板上市公司 20 强”更是拉开了汤臣倍健发展历程新光辉的序幕
2015 年	2015 年是汤臣倍健全新战略布局实施的第一年，整体业务布局由膳食补充剂扩展到大健康产业，并提出将从单一的产品提供商逐步升级为综合的健康解决方案提供商

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

汤臣倍健目前以三大业务板块发展为核心，包括汤臣倍健主品牌、广东佰嘉、广东佰悦。公司骨骼健康品牌健力多、科学贵细中药材品牌无限能纳入汤臣药业业务板块，形成大药业系统；广东佰嘉药业有限公司负责“健力多”品牌的市场与推广；广东佰悦网络科技有限公司负责运营专供电子商务的膳食补充剂新品牌和一些细分领域品牌的线上业务。此外汤臣整合多方资源，布局移动医疗，目前公司已涉足线上健康管理、移动医疗、信息化等多个方面，公司已参股上海凡迪、深圳倍泰等多家互联网医疗科技公司，致力于打造移动健康管理第一品牌。

图 1: 汤臣倍健旗下参、控股公司情况



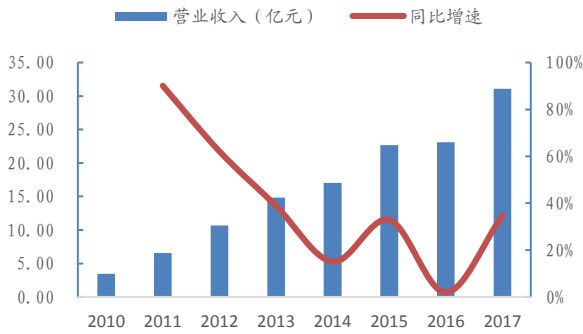
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

曾受益于保健品药店渠道的高景气度及终端网点数量的快速扩张，公司营业收入由 2010 年 3.46 亿元上升到 2015 年 22.66 亿元，6 年复合增长率 45.63%；归母净利润由 2010 年 0.92 亿元上升到 2015 年 6.35 亿元，6 年复合增长率 47.16%。

2016 年度公司实现营业收入 35.13 亿元，较上年同期增长 6.09%，归母净利润 3.54 亿元比上年同期下降 2.81%，为上市以来首次下滑。公司于 2016 年下半年开始进行业务整合与结构性调整，加大了品牌推广的投入力度，对公司 16 年业绩构成一定的压力。同时公司自 16 年 10 月起，对旗下 80%产品平均提价 10%，体现了品牌溢价力的同时也为 17 年的业绩增长提供了有力保障。

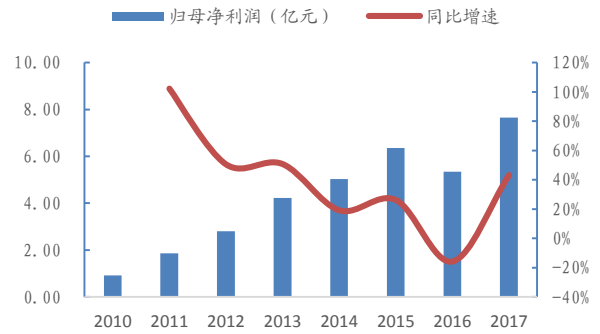
健力多打赢公司“大单品战略”首场战役。公司健力多氨糖软骨素钙片产品 2014 年就开始上市销售，当时整体并没有特别亮眼的表现，基数也相对较小，2017 年健力多实现报表收入近 3.5 亿元，大单品模式运营效果显著，不仅可以改变汤臣倍健公司新品销售占比偏低现状，也将打破公司百亿零售规模之后的增长偏缓局面，开启新一轮业绩成长空间，2017 年公司全年实现营收 31.11 亿元，同增 34.72%，归母净利润 7.66 亿元，同增 43.17%。

图 2: 2010-2017 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 2010-2017 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

5 年两次推出管理层激励方案，合伙人制使得公司与管理团队利益实现高度一致。公司在 2013 年 1 月 18 日就曾发布首次股权激励，向公司中高层管理人员、核心技术人员等公司主要管理人员（共计 135 人）授予 233 万份股票期权，占当时公司股本总额 2.19 亿股的 1.07%。2016 年 10 月 20 日，公司新股权激励方案加大激励范围和激励力度，此次股权激励包括公司总监级以上人员，控股子公司广东佰嘉药业有限公司、广东佰悦网络科技有限公司、广东佰腾药业有限公司及健之宝营养生物科技（中国）有限公司的总经理及销售负责人，汤臣倍健药业有限公司职能部门总监级以上人员、大区销售经理、KA 及商超销售负责人合计 36 人，主要解锁条件包括公司整体收入增速和激励对象个人 KPI 考核两部分，个人考核结果划分为优、良、合格、不合格，对应的解除限售比例为 100%、80%、60%、0。

表 6: 汤臣倍健新股权激励方案公司业绩要求情况

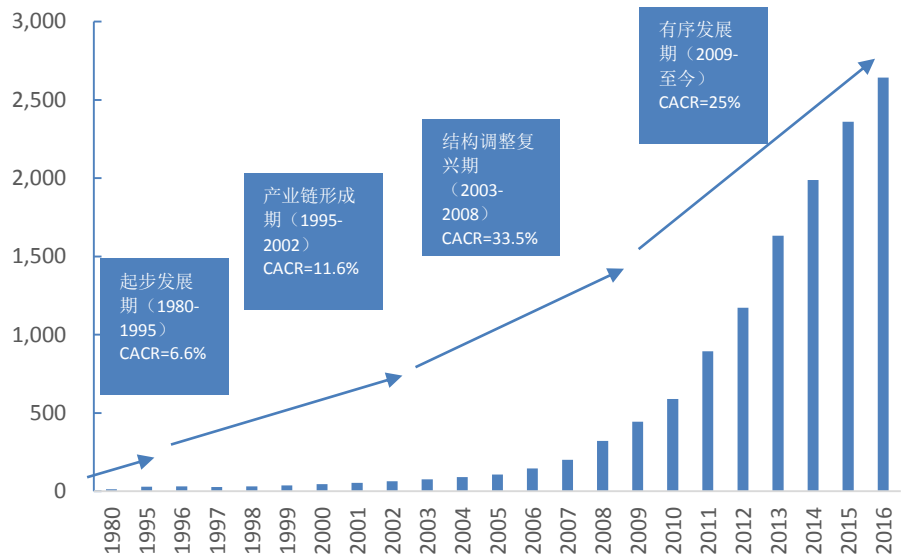
首次授予行权期	行权要求	行权比例	行权结果
第一个解除限售期	以 2016 年营业收入为基数，2017 年营业收入增长率不低于 10%	30%	已行权
第二个解除限售期	以 2016 年营业收入为基数，2018 年营业收入增长率不低于 21%	30%	/
第三个解除限售期	2016 年营业收入为基数，2019 年营业收入增长率不低于 33%	40%	/

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

行业梳理：保健品行业从野蛮生长到规范发展

中国保健品行业从 20 世纪 80 年代兴起以来，大致可分成四个阶段。第一个阶段是起步发展期（1980-1995），1995 年末行业规模达 30 亿元，CACR6.6%；第二个阶段是产业链形成期（1995-2002），2002 年末行业规模达 64 亿元，CACR11.6%；第三个阶段是结构调整复兴期（2003-2008），期间受质量风波和监管变化等影响，行业经历过一些波折但仍维持了高增长，2008 年末行业规模达 320 亿元，CACR33.5%；第四个阶段是有序发展期（2009-至今），2016 年末行业规模达 2664 亿元，CACR25%，整体行业仍将维持在较快的增长水平。

图 4: 中国保健食品市场规模 (亿元) 及发展阶段



资料来源:中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

第一阶段是起步发展期 (20 世纪 80 年代末至 90 年代中期)。初期出现了以民间处方、秘方为基础的蜂王浆、维生素和各种口服液产品,以杭州保灵、太阳神、娃娃哈等企业为代表。中后期保健产品功能结构有所改进,除传统的滋补类型产品外,开始出现调节免疫、抗疲劳、减肥、降血脂等功能产品,以中华鳖精、脑白金等产品为代表。

表 7: 保健食品行业起步发展阶段重要事件

1984 年	中国保健品协会成立
1987 年	以杭州保灵为代表的蜂王浆产品拉开中国保健品市场的帷幕
1988 年	太阳神、娃娃哈分别正式挂牌。生物健口服液、娃娃哈儿童营养液掀起中国保健品市场第一轮热潮。
1991 年	史玉柱注册“巨人”集团保健品市场的营业额突破 100 亿元
1992 年	深圳太太集团成立。以太阳神领头的中国保健品走向了巅峰。
1993 年	马俊仁的“中华鳖精”带动保健品市场的热潮;乐百氏以 1000 万元代价购得马俊仁一纸配方,推出“生命核能”,并在全国尝试经销权拍卖转让;史玉柱建立康元保健品公司,脑黄金横空出世
1993-1995 年	全国保健品的生产厂家从几十家增至 3000 多家,产品多达 2.8 万种,年产值从 1 亿多增至 300 亿以上,短短两三年间,生产企业增加 30 倍,年销售额增长 10 倍多。995 年中国保健品市场的年销售额在 300 多亿。

资料来源:国信证券经济研究所整理

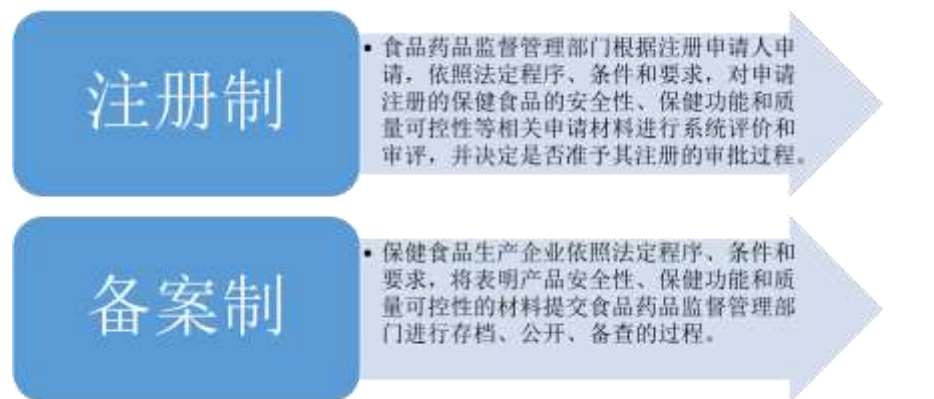
第二阶段是产业链形成期。1995~2002 年为保健食品的成型阶段,保健食品行业产业链形成。1995 年 10 月 30 日,《食品卫生法》公布,首次确立了保健食品的法律地位。1996 年 6 月 1 日,《保健食品管理办法》正式实施,对保健食品的定义、审批、生产、经营、标签、说明书及广告宣传、监督管理等做出了具体规范要求。同年 7 月卫生部又发布了《保健食品评审技术规程》和《保健食品功能学评价程序和方法》,保健食品的评审工作走向科学、规范。《保健食品管理办法》的实施,结束了保健食品准入无法可依的混乱局面。随着政府监管的加强,中草药、生物制剂及营养补充剂的加入,保健食品在 21 世纪初又进入新一轮复兴阶段。

第三阶段是结构调整复兴期。2003~2008 年,针对保健食品市场的炒作营销和把保健食品当药卖的问题,对保健食品产业结构进行了深度调整。2003 年 6 月 13 日,卫生部停止受理保健食品审批;10 月起由 CFDA 正式受理。2005 年 4 月 30 日,CFDA 公布新的《保健食品注册管理办法(试行)》,自 7 月 1

日施行，我国保健食品产业进入一个发展关键时期。

第四阶段有序发展期。2009 年至今，保健食品行业进入有序发展的新时期，2009《食品安全法》、2015《新食品安全法》实施后，有责任心且产品质量过硬的保健品企业开始进一步做大做强。2016 年 7 月《保健食品注册与备案管理办法》实施，国内销售的保健食品（国产、进口）调整为注册与备案相结合的管理模式，使用的原料已经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。注册与备案相结合的双轨制是行业巨大的进步，新注册制鼓励创新，过去低水平重复建设的现象会有所改善。对市场的监管日益加强，有助于增强消费信心，提高保健食品产业的门槛。

图 5：保健食品注册制、备案制特点



资料来源:国家食药监总局、国信证券经济研究所整理

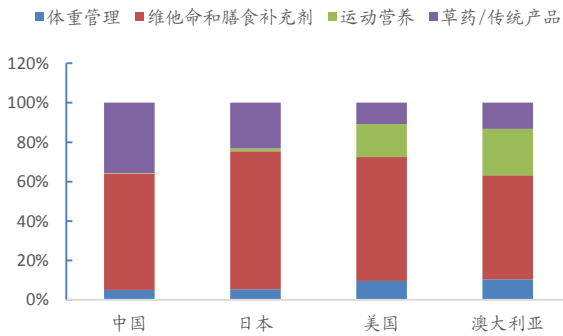
美国 VS 中国：美国市场方兴未艾，国内市场拐点临近

品类趋势：膳食补充剂规模占据主导，运动营养品市场空间增速最快

在保健品市场，根据消费者需求的不同划分产品，保健品被分为运动营养、体重管理、维生素和膳食补充剂。美国市场份额居首位的是维他命和膳食补充剂，占比高达 62.83%；其次是运动营养品，占比 16.66%，第三是草药/传统膳食补充剂，占比 10.85%，体重管理占比最少为 9.66%。日本也以膳食营养补充剂产品为主要消费标的，占比超已超 70%，澳大利亚的运动营养和体重管理两个细分产品市场份额占比分别为 23.47%/10.47%，特别是运动营养相关的产品，随着健身俱乐部和健身爱好者数量的增多，运动营养品的市场发展迅速。

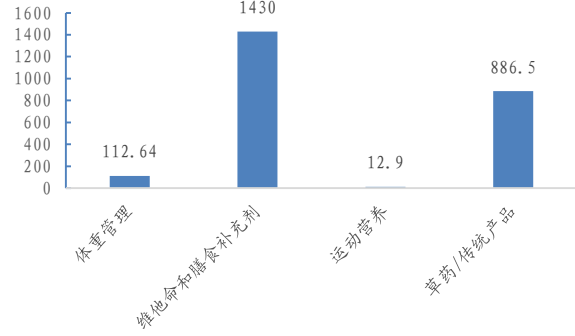
目前中国保健品市场也是以维生素与膳食补充剂和植物传统保健品为主，占比分别为 59.07%/35.69%。体重管理与运动营养品产品还处于起步阶段，2016 年市场规模仅约为 125.54 亿元，占比不足 6%，其中体重管理产品市场规模约为 112.64 亿元，运动营养产品市场规模约为 12.9 亿元，运动营养品帮助运动员或健身人士有效恢复体能、增加肌肉量，在我国属于于蓝海市场，未来市场拓展空间大。

图 6: 2016 年四国保健品市场四大品类占比情况



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 7: 2016 年国内保健品市场四大品类市场规模 (亿元)

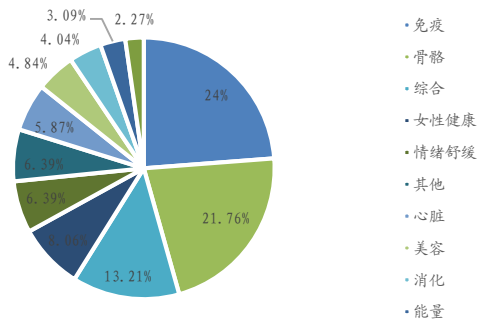


资料来源: 中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

维生素/膳食补充剂中各细分品类也表现出了不错的增长态势。根据 Euromonitor 的数据显示, 维生素/膳食补充剂中比较热门的细分保健品保健功能主要集中在免疫类、骨骼类和综合类三大类, 市场份额合计近 60%。

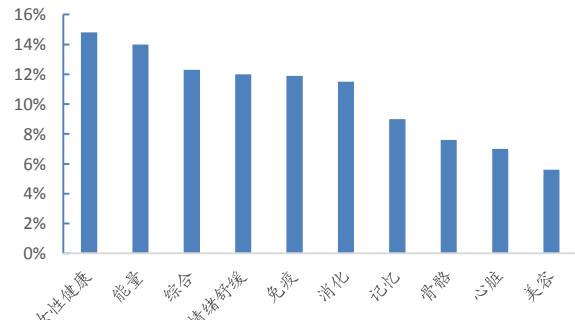
其中细分品类中增速最快是女性健康产品, 女性是保健品消费主体, 其中年轻女性消费群体 (18 到 28 岁) 在整体保健食品市场所占份额在提升; 其次是能量、综合等产品, 其中运动营养食品等提供能量的保健品最受青睐。

图 8: 2016 年维生素/膳食补充剂细分品类份额情况



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 9: 维生素/膳食补充剂细分品类近五年增速



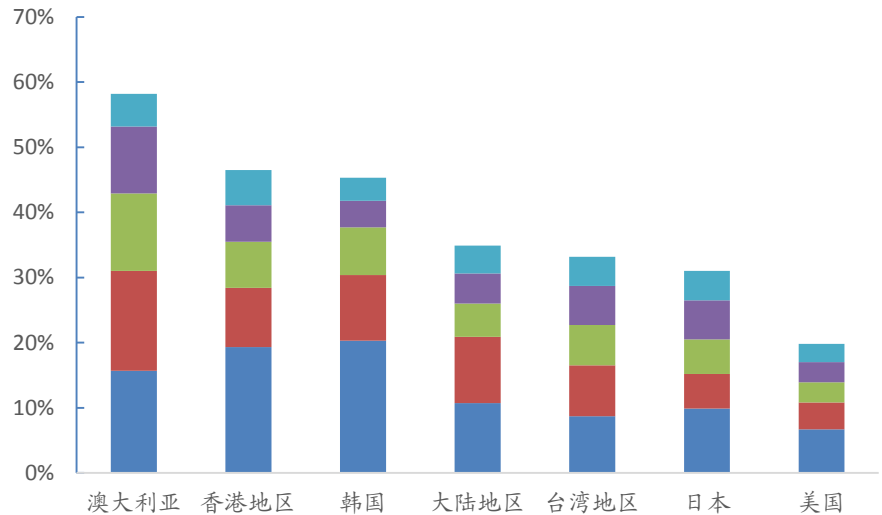
资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

维生素及膳食营养补充剂产品较强的同质性和顾客对于品牌差异化的诉求。根据 Euromonitor 的数据显示, 全球各国维生素及膳食营养补充剂行业竞争普遍激烈, 行业集中度较低, 其中仅澳大利亚 CR5 超 50%; 而对比国外 CR5, 我国维生素/膳食营养补充剂集中度超日本、台湾地区、美国, 但低于澳大利亚、香港地区以及韩国市场, 与成熟市场相比行业集中度仍有一定差距。

在行业结构上来看, 膳食营养补充剂行业具备成分标准化、高用户忠诚度和高审批壁垒的特点, 行业最重要的进入障碍在于各国药监机构的审批壁垒。由于审批的期限较为冗其中长, 本地龙头通常可在外资企业进入的前获得明显的先发优势, 这导致在全球范围内并没有形成全球性的行业龙头, 行业的上述特征导致在海外发达国家市场中大多形成了以本国企业为主导的高集中度格局。澳洲政府实施强制食品安全计划, 是世界上唯一把营养保健品纳入药品管理的国家, 在澳大利亚生产销售营养保健品, 完全和药品一样必须经过治疗药品管理局 (TGA) 的批准和监管, 其管理之严格大大超出了美国的 FDA 标准。美国 FDA 并不“认证”保健品, 其上市并不需要经过 FDA 的审批, 是不是安全, 是不是有效, 都是厂家自己说的, FDA 只是不允许做任何“疗效宣传”, 强制要求在包装

上注明“本产品不用于治疗、预防、处理、防治任何疾病”。这导致澳洲 CR5 最高，美国 CR5 最低，香港地区审批程度仅次于澳洲，韩国则主要由韩国人参公社等国内保健品企业占据主导，香港和韩国 CR5 次高，大陆地区、台外地区、日本市场保健品的审核和牌照壁垒略为宽松 CR5 较低，但仍显著高于美国市场。

图 10: 2016 年主要国家及地区膳食营养补充剂行业 CR5 情况



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

表 8: 各地区保健品份额前五企业梳理

	澳大利亚	香港	韩国	中国	台湾	日本	美国
第一份额	Swisse	如新	韩国人参公社	无限极	安利	安利	NBTY
第二份额	Blackmores	GNC	芦荟组合	安利	葡众	Naturally Plus	大冢控股
第三份额	Healthy Care	维特健灵健康产品有限公司	大祥群山工厂	汤臣倍健	如新	如新	辉瑞
第四份额	Nature's Way	康宝莱	南洋	天狮	八马	日健总本社	Living Essentials
第五份额	Ostelin	美国国家得路天然健康有限公司	日真制药	康宝莱	美安	Natural Care	金纳多

资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

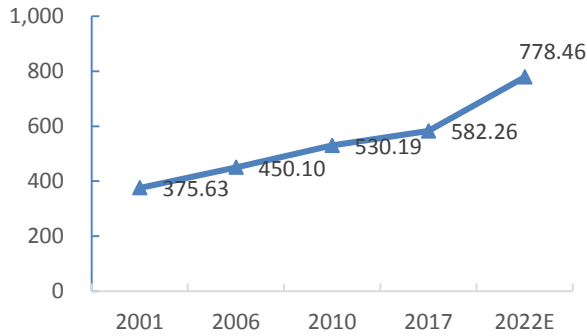
健康产业未来将向集中化方向发展，内资龙头企业将成长为行业领导者。目前，国内保健品市场整体呈现混乱、分散的特点，在市场上销售的保健食品中，未获得 CFDA 保健食品认证的占总量的一半以上，该部分产品属于监管的灰色地带，但由于消费者对合格标准认识不足，短期内仍将存在一定市场。但随着“大健康”上升为国家战略，保健品备案制的引入，以及直销牌照加速发放，政策环境呈现政策利好与严格监管并举态势，行业正逐步走向规范发展与有序管理。未来竞争格局将会改变，行业向着合规、集中的方向演进，龙头企业将受益。

以美为鉴: 备案制造就保健市场飞速发展, 并购与分品牌营销缔造 NBTY

美国是全球最大的健康产品（包括膳食补充剂、天然&有机食品、功能性食品、个人&家庭护理产品）市场，2017 年整体营业保健品市场规模已达到 582 亿美元，复合增长率 3%。其中膳食补充剂市场的市场规模在 2001 年时为 180.3 亿美元，2006 年增长至 225 亿美元，2017 年达到 361 亿美元，预计 2022 年将

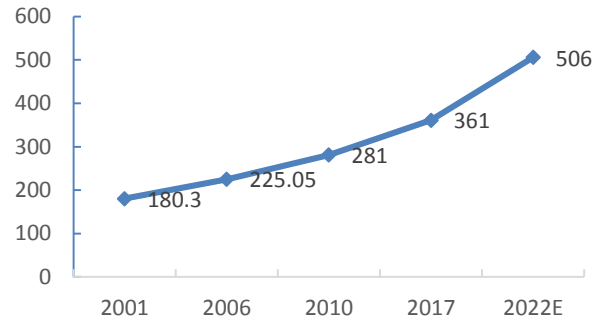
达到 506 亿美元的市场规模，复合增长率保持在 5%左右。

图 11: 2011-2022 年美国营养保健品市场规模 (亿美元)



资料来源: 前瞻网、国信证券经济研究所整理

图 12: 2011-2022 年美国膳食补充剂市场规模 (亿美元)

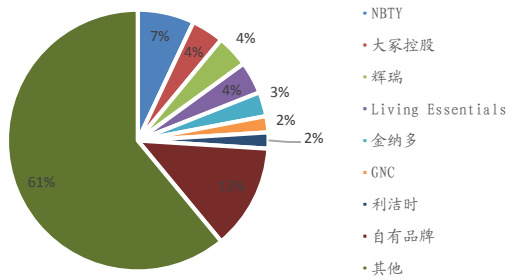


资料来源: 前瞻网、国信证券经济研究所整理

美国保健品市场呈现出高渗透率、覆盖年龄度广、消费群体巨大等特点。从整体消费者渗透率水平来看，美国市场渗透率现已达 50%左右，其中老龄人口的保健品渗透率较高，达到 40%—60%；中、青年（30—49 岁人群）的膳食营养补充剂的渗透率约为 35%-50%。2001-2010 年，美国居民膳食营养补充剂渗透率已形成阶段性稳态，达 40%；2010-2022 年，美国居民膳食营养补充剂预计渗透率将达 60%以上。

美国的膳食营养补充剂市场竞争激烈，收入规模最大的 NBTY 仅占整个市场的 7%，行业 CR4 不足 20%。美国 FDA 对膳食营养补充剂产品最为宽松的备案制度以及顾客对于品牌差异化的诉求，是导致美国市场集中度较低的主要原因。

图 13: 美国膳食营养补充剂市场集中度低



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 14: 天猫商城维生素 B 类产品多达 5700 种以上



资料来源: 天猫商城、国信证券经济研究所整理

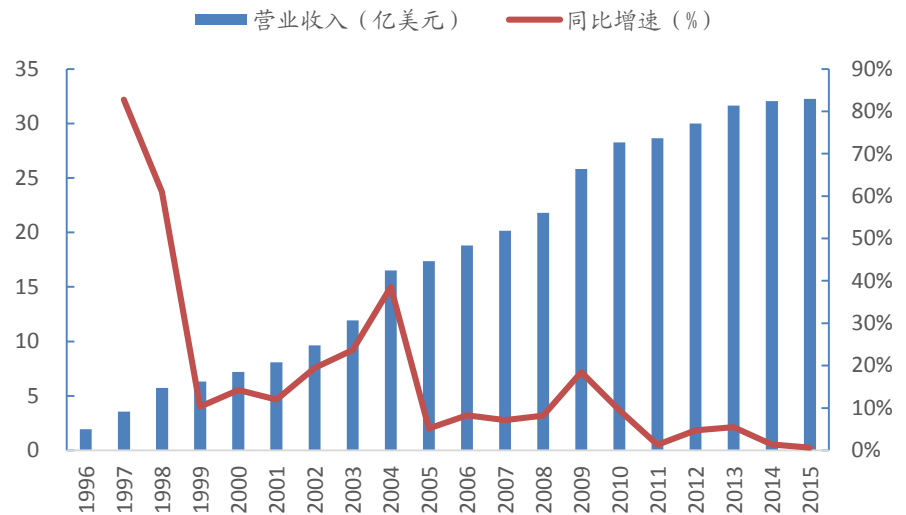
NBTY 成立于 1971 年，是美国最大的专业膳食补充剂销售和生产企业。NBTY 于 1992 年在纳斯达克上市，后于 2003 年转制纽交所，2010 年 7 月被全球顶级的私募投资集团凯雷集团以 38 亿美元收购，具体以每股 55 美元的价格收购 NBTY 全部在流通的普通股，相较于 NBTY 在截至 7 月 14 日的 30 个交易日内的平均收盘价格，此次凯雷公司的报价包含了大约 57%的溢价（截止北京时间 2010 年 6 月 30 日，NBTY 收盘价格为 34.01 美元，动态 EPS 为 3.13 美元，动态市盈率约为 10.87）。

1996-2005 是 NBTY 受益于监管制度放宽的高速增长阶段。1994，美国颁布了《膳食补充剂健康与教育法案》，在膳食补充剂目录中添加了更多物质，并将其纳入食品，只需向 FDA 备案即可上市，消费结构升级+政策红利是推动美国膳

食营养补充剂渗透率快速提高的根本驱动力，期间美国居民膳食营养补充剂渗透率已达 30%，并支撑了行业的爆发式增长，NBTY 的收入规模在 1996-2004 年期间，NBTY 保持了高速的收入增长态势，年复合增速为 30.7%，主要源于持续的开店、推出新品，以及持续的并购措施。

2005 后，膳食补充剂行业发展趋于成熟、增速缓慢，同时美国膳食补充剂行业的竞争状况继续加剧，市场占比较大的企业之间差距不断缩小，集中程度不断降低。2005 年 NBTY 收入增速开始放缓，2005-2015 年收入 CAGR 为 6.4%。

图 15: NBTY1996-2015 营业收入及同比增速

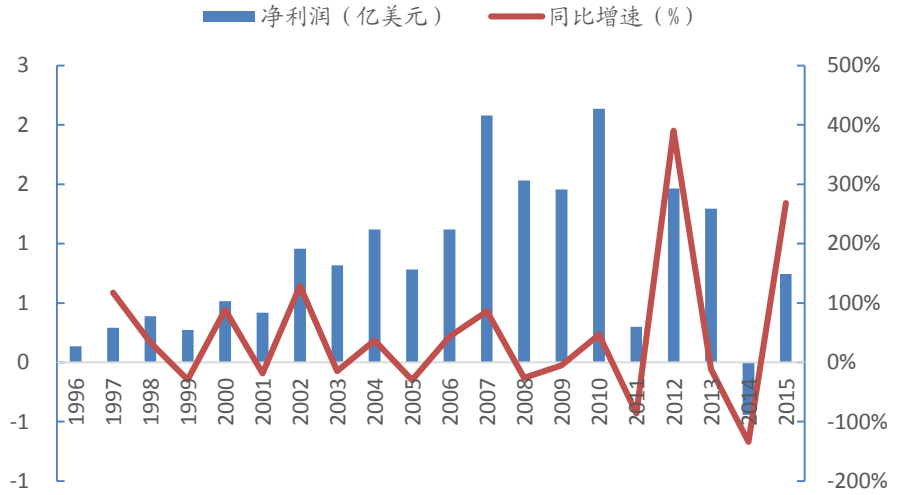


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

NBTY1996-2010 年期间，源于规模效应提升带来的生产成本节约以及高毛利的新产品收入占比不断提升 NBTY 保持了利润增长态势，年复合增速为 22.1%；2010 之后净利润方面，NBTY 出现了较大幅度的波动。一方面，杠杆收购后公司的负债率提升，利息费用上升明显，另一方面，为了应对来自凯雷公司的压力，自 2012 年财年开始，NBTY 每年需支付其一定股利作为 15.5 亿美元股权投资的投资的回报。NBTY 需要通过债券融资或贷款的方式进行周转，尽管有部分杠杆收购时的借款被提前偿还，但是公司对循环借贷额度的依赖程度上升，延长了循环借贷额度的到期日，导致利息费用依然居高不下。

为了减少利息费用对公司业绩的影响，2013 年 3 月 12 日，NBTY 发起了精简业务计划，重组出售或关闭七个制造/包装和分销基地。2015 年 3 月，NBTY 又与 NelsonNutraceutical, LLC 签署协议，以最终 16.7 百万美元价格出售营养棒和营养粉资产，同时与 Nelson 签署长期供应协议，NBTY 从 Nelson 购买营养棒和营养粉。通过这一系列的出售，在排除利息费用对公司净利润的影响后，公司的净利率在 2015 年出现明显的回升。

图 16: NBTY1996-2015 净利润及同比增速



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

NBTY 通过并购畅销品牌及重新梳理品牌打开市场, 旗下拥有超过 150 个国际知名品牌, 产品品类逾 3000 种, 单品超过 22000 个, 主要包括: Nature's Bounty, Puritan's Pride, MET-Rx, Sundown, 和 American Health 等。

其中两大主打品牌自然之宝 (Nature's Bounty) 与美瑞克斯 (MET-Rx) 于 2006 年底正式登陆中国, 现已在全国一线城市的各大商超开设了近 200 家直营专卖店, 并通过连锁超市、药店、营养品专卖店等方式在全国铺设了 8000 多家零售终端。2015 年汤臣公司全资子公司香港佰瑞与 NBTY 共同设立合资公司, NBTY 将原有在中国的自然之宝和美瑞克斯两大品牌及跨境电商业务注入合资公司。

表 9: NBTY 旗下主要品牌

维他命和膳食补充剂	NATURE'S BOUNTY	SOLGAR	Osteo Bi-Flex	Ester-C
	AMERICAN HEALTH	SISU	SUNDOWN NATURALS	SUNDOWN NATURALS KIDS
	organic doctor	Physiologics	home health Paraly Bazaar	Natural Wealth
活性营养品	Balance	MET-RX	PURE PROTEIN	BODY FORTRESS
线下零售和电商	Puritan's Pride		VITAMINS.COM	

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

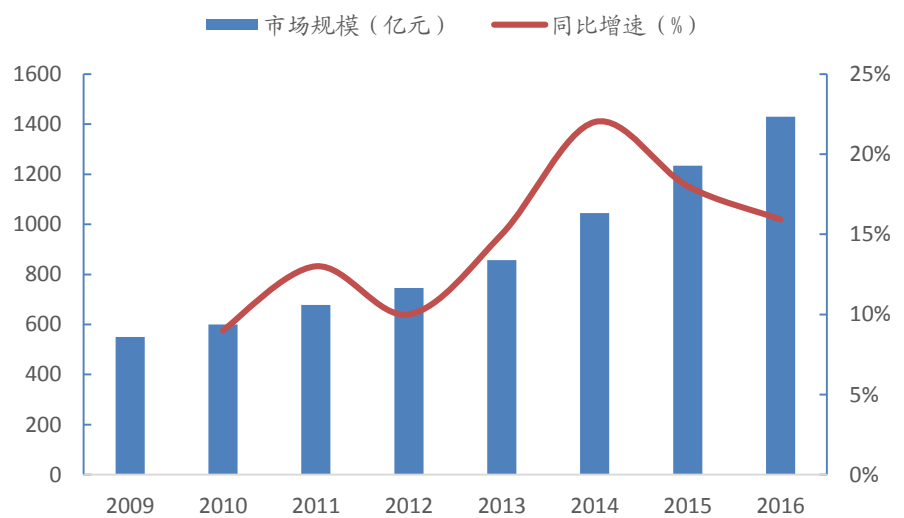
演变格局: 国内或处于美国 90 年代保健品行业爆发期

目前中国保健食品生产企业约有 2600 家、经营企业约 32000 家、从业人员约

600 万人，规模庞大的保健食品产业在整个中国食品工业中的占比还比较低，存在着巨大的发展空间，同时老龄化的进展和严峻的慢性病形势也使得保健食品产业存在着不可估量的发展潜力。健康中国 2030 明确了方向和目标，是今后 12 年推进健康大健康产业的发展已经上升至国家战略，在“大健康”领域包括膳食补充剂等在内的细分领域都有着广阔的市场需求，行业将迎来一轮快速增长。

根据前瞻研究院数据显示，2009-2016 年我国膳食补充剂市场规模呈现出明显的持续上升趋势。2009 年，我国膳食补充剂市场规模约为 550 亿元，2016 年我国膳食补充剂市场规模为 1430.3 亿元，是 2009 年市场规模的 2.6 倍，年复合增长率达到 14.6%。

图 17：中国膳食补充剂市场规模



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

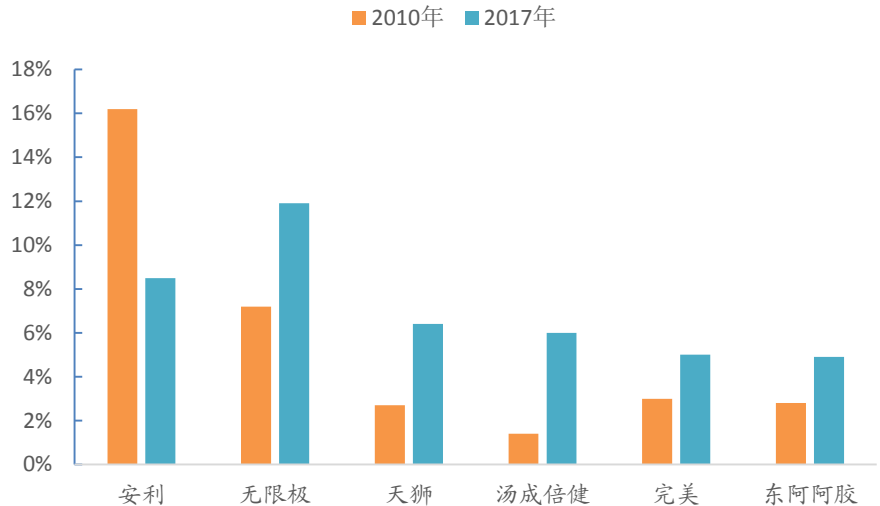
中国膳食补充剂企业竞争格局：安利份额下降，汤臣品牌份额提升，直销模式仍占据主导。2017 年中国膳食补充剂市场占比前 5 位企业分别是李锦记有限公司（无限极）、安利公司、天狮集团、汤臣倍健以及完美日用品公司。直销模式由于节约宣传推广成本，在国内市场仍占据稳定份额，相较于大面积的广告渲染，直销产品反而将更多的成本投入到产品研发、生产、销售上；药店模式的利润占比更高，渠道高差价，而直销模式则在成本上颇具竞争力，通过有效的缩短产品通路，更加贴近消费者需求的优势，将产品更快送达到客户手中，从而将产品各级代理商、分销商、广告投入中的部分利润转移给直销员和消费者，在扩大产品销售额的同时，也稳定了直销员和消费群体，从而实现了忠实客户向经销商的转化。

2010 至 2017 年，安利的市场占有率呈现下降的趋势，由 2010 年的 16.2% 下降至 2017 年的 8.5%，同时，李锦记有限公司（无限极）的市场占比呈现上升趋势，由 2010 年的 7.2% 上升为 2017 年的 11.9%，在 2016 年超过安利公司后，拉开更大的差距。而天狮集团、完美日用品公司以及汤臣倍健的市场占有率也有所上升，并且差距逐渐缩小。下一个梯队的企业是山东阿胶、中建国际以及香港辉瑞有限公司，其市场占有率也有小幅上升，且彼此之间的差距越来越小，竞争更加激烈。

近七年来，我国膳食补充剂行业 CR5 从 33.5% 升至 42.7%，汤臣品牌份额由 2010 年的 1.4% 提升至 2017 年的 6%，未来膳食补充剂产业将向集中化方向发

展，以汤臣倍健为代表的龙头企业将成长为行业领导者。

图 18: 2010 年&2017 年我国膳食补充剂类保健品市场品牌份额



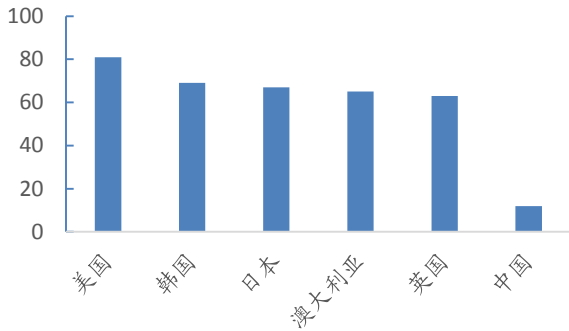
资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

中国 80 后、90 后或将效仿美国 X 世代，国内保健食品或将加速渗透。美国保健食品行业在 X 世代（通常指 1960-1980 年代初进入成年期的美国年轻人）后迎来消费升级的黄金 30 年，消费者对健康、有机和保健品消费支出持续增加，我们判断中国保健食品行业正处于黄金发展期，未来至少有 2 倍以上增长空间。中国 80 后、90 后成为重要消费主体后大幅提升保健品行业的渗透率和粘性用户比例。以前市场普遍都认为健康养生是老年人才关心的事情，但目前这一格局正在发生变化，由于工作压力大和亚健康现象的社会化蔓延，青壮年群体对补充维生素、提高免疫力、美容养颜等方面保健品需求越来越高。同时 80 后、90 后年龄段的消费者更善于社交，他们经常和朋友和家人一起购物，会使用多种渠道购物，例如社交媒体、电商网站等，还会利用社交媒体与品牌沟通。

市场需求：人口老龄化加速、功能多样性提高潜在需求

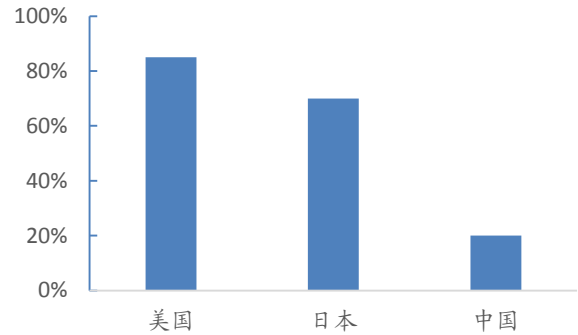
现阶段我国不论是从人均保健品支出上还是保健支出占人均可支配收入方面，我国都处于比较落后的阶段。近年我国膳食营养补充剂发展很快，但由于发展历史尚短，居民消费意识尚未完全建立。目前世界主要国家和地区的保健品消费相对而言都比较高，美国人均保健品消费高达 81 美元，其次是韩国的 69.3 美元，而我国的人均消费相对而言比较低，平均人均消费在 12.2 美元左右。消费渗透率方面，美国的膳食补充剂渗透率已超 60%，而中国仅为 20%，中国仅为美国的 1/3。其中，美国有 60%的保健品消费者属于粘性用户，而中国仅有 10%，中国膳食补充剂市场仍有较大发展空间。

图 19: 中国膳食补充剂人均消费额家 (单位: 美元/人)



资料来源: 前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

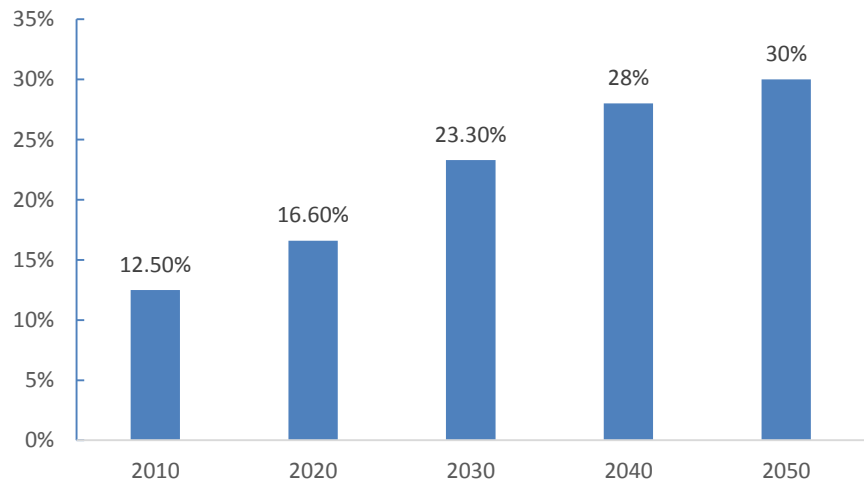
图 20: 中国膳食补充剂渗透率远低于美国和日本



资料来源: 中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

截止 2017 年底, 我国 60 岁以上老年人口 2.41 亿, 占总人口的 17.3%。2 亿老年人口数几乎相当于印尼的总人口数, 已超过了巴西、俄罗斯、日本等人口大国的总人口数。预计 2033 年前后将翻番到 4 亿, 到 2050 年左右, 老年人口将达到全国人口的三分之一, 国内居民的预期寿命也相应地变长, 相对较长的寿命同样会使整个社会增加膳食营养补充剂的需求, 这将推动我国膳食营养保健品行业必将迎来较大的增长。

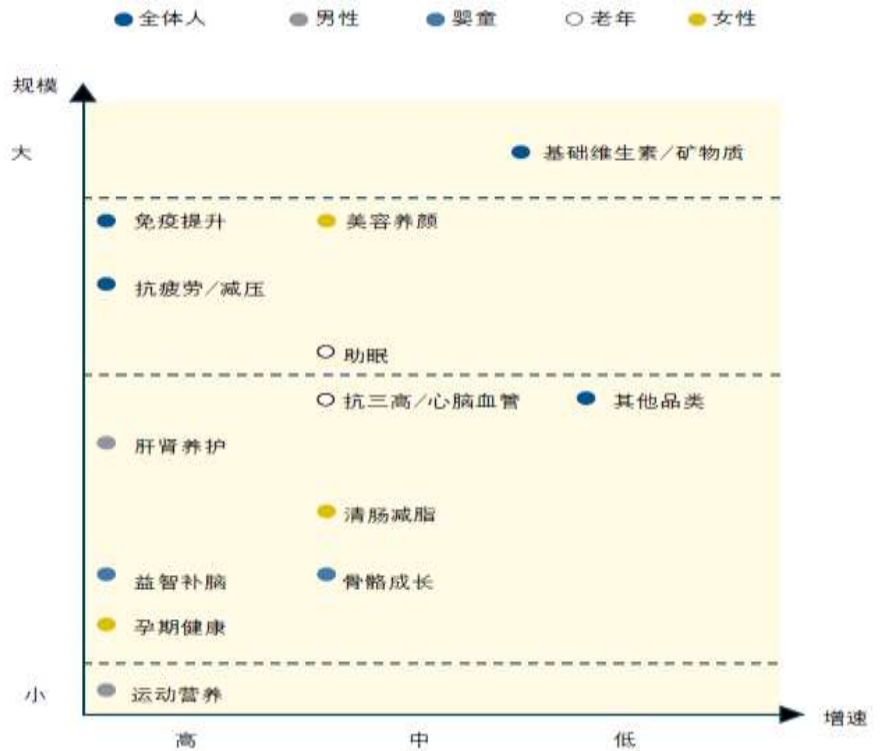
图 21: 中国 60 岁以上人口占比趋势图



资料来源: 中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

国内消费者对于保健品功能需求呈现出细分化的趋势。根据罗兰贝格 2016 年消费者市场研究的结论发现, 女性更关注美容养颜、清肠减脂、孕期健康等功能, 男性则对肝肾养护、运动营养等有更高的需求, 婴童的需求多为益智类、骨骼类产品, 老年人则关注助眠、心血管健康类的产品。各人群均对基础营养、免疫提升、抗疲劳减压类产品有所需求。

图 22: 中国保健品市场分人群/功能需求分析



资料来源: 罗兰贝格 2016 年消费者问卷调查(样本 800)、国信证券经济研究所整理所整理

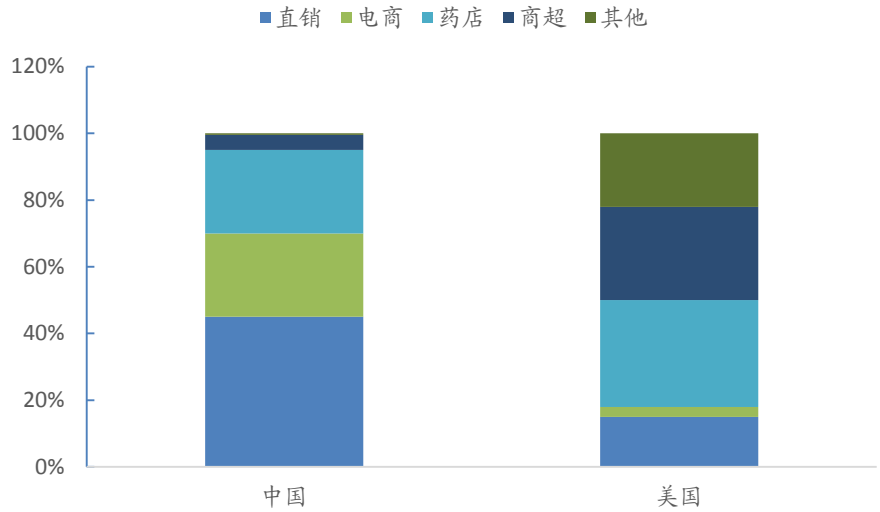
渠道对比: 美国销售渠道分散, 中国直销渠道主导

从美国膳食补充剂销售渠道的分布来看, 超过 66% 的产品销售通过健康产品专卖店和综合商超 (包括大型超市、药店、便利店等) 产生, 直销渠道的市场占有率仅为 17%。与其他销售渠道强劲而稳定的增长势头相比, 直销模式的销售额增幅缓慢, 甚至出现负增长, 市场占有率也在逐年降低。其他销售渠道还包括专业的营养诊所、邮购及广播电视购物、电子商务等多种营销模式。

在我国, 保健食品市场的销售规模已经达到 1000 亿元, 但从产品分布和销售渠道分布来看, 仍处于欧美市场发展历程中的初级阶段。截至 2016 年底, 直销公司的产品占据了半壁江山, 直销与分销模式在未来还将长期共存。

截至 2016 年, 我国保健食品市场直销模式占据约 40% 的市场份额, 美国保健品市场的高超渠道销售占比在 20% 以上, 药店模式中国市场份额略低于美国市场份额。国内当前保健品在药店的销售增速出现放缓趋势, 商超渠道保健品则主要满足礼赠需求, 未来随着人均可支配收入和健康意识的提升, 保健品将走向日常消费品化, 国内商超与线上渠道增长潜力十足。

图 23: 2016 中国与美国保健品销售渠道对比



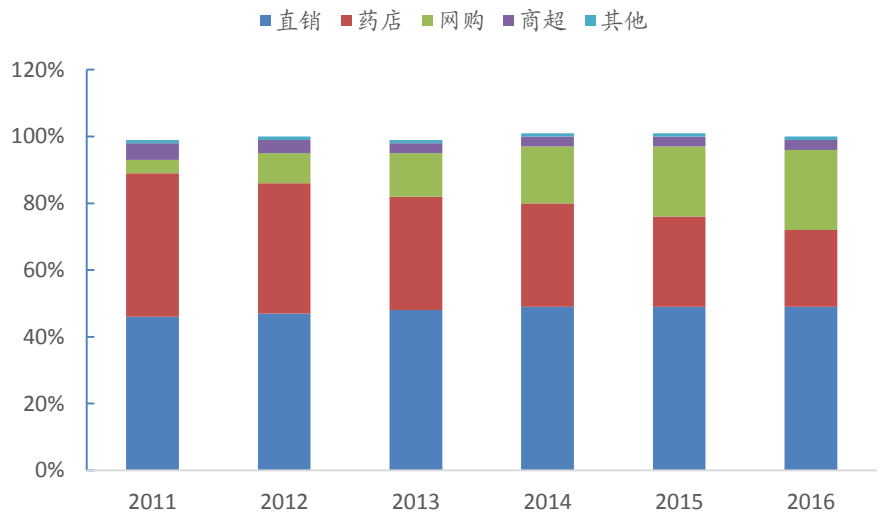
资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

直销渠道。直销是我国保健食品市场最重要的销售模式，占据约 40% 的市场份额。国内于 2006 年开放直销牌照，过去十年是保健品直销企业发展的黄金时期。国内保健品市场最早由以安利纽崔莱为代表的企业开发，推广成本较低、效率高的直销模式最早被这类企业所采用，随后国内产生了包括无限极、天狮和完美等在内的大型保健品直销企业，占据了较大的市场份额。

非直销渠道。非直销渠道主要包括药店和商超，国内非直销保健食品较为成功的企业包括汤臣倍健、东阿阿胶等，其中汤臣倍健的终端数量超过了 3 万个。

国内保健品各销售渠道 CAGR2011-2016 增速情况: 直销 13%、药店-1%、网购 57%、商超 1%、其他渠道 4%，线上和商超未来潜力大。

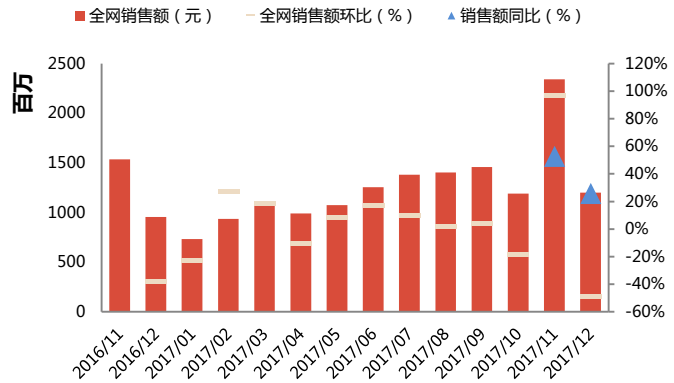
图 24: 中国保健品各销售渠道份额占比情况



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

近年来，电商快速兴起，网购已逐渐取代药店成为仅次于直销的第二大销售渠道。2017年保健食品全年天猫和淘宝销售额共计150.7亿，全年来看，9月中秋和11月“双十一”是最佳销售旺季。

图 25: 17 年淘宝和天猫总销售额 (百万) 及增速 (%)



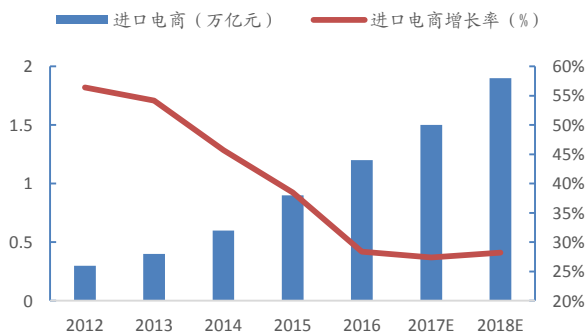
资料来源: 淘数据、国信证券经济研究所整理

跨境电商快速兴起。中国进口电商整体交易规模自2012年的0.3万亿元，已经上涨到2016年的1.2万亿元，2012-2016年复合增速达到41%，并且始终保持平稳增长态势。

2017年上半年，中国跨境电商交易规模3.6万亿元，同比增长30.7%。其中，出口跨境电商交易规模2.75万亿元，增长31.5%；进口跨境电商交易规模8624亿元，增长66.3%。进口跨境电商也是目前境外膳食营养补充剂产品进入中国的一条便捷通道，国际领先企业深入中国市场，尤其是海外品牌借助跨境电商等新业态进入中国市场。

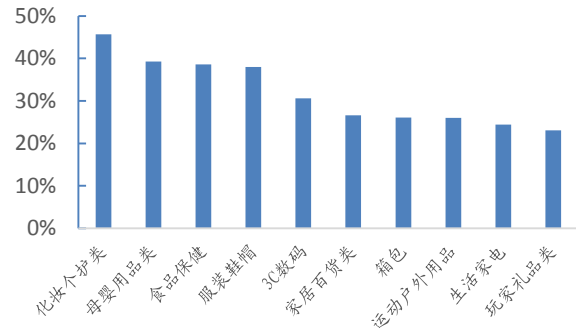
38.6%的跨境购物消费者购买过食品保健产品。食品保健是消费者跨境网购的重要品类之一。根据艾瑞咨询的数据统计显示，38.6%的跨境购物消费者曾经购买过食品保健类产品，仅次于化妆品个护品类的45.7%和母婴用品的39.3%。值得一提的是，**汤臣“国际版”18年也将顺势扩张版图，去国界化将成为膳食补充产品行业的发展态势，汤臣倍健也将进一步推进跨境电商落地。**

图 26: 2012-2018 中国进口电商市场交易规模及增速



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 27: 食品保健产品占据消费者跨境网购品类 TOP3



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

四轮驱动：健康平台、渠道拓宽、产品优异、外延并购构筑优势

健康平台：重回高增长赛道，大健康产业布局不断深化

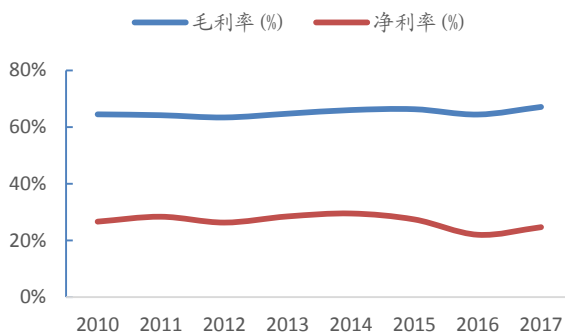
2010-2017 年汤臣倍健的毛利率稳定在 63%-67%，净利润稳定在 21-28% 之间，国外类似企业中，BLAKMORES 和汤臣的毛利率差不多，其他主要企业毛利率在 40-50%左右。公司通过长期建立起来的品牌维持高毛利率，新产品研发周期远低于药品而且风险较小，生产扩张又不受地域限制，原材料可以全球采购，汤臣所处的保健品行业具备药企和酒企的优势。

从汤臣主营业务的构成上看，当前的公司主营的片剂产品基本上毛利率都在 70% 以上，胶囊以及粉剂的毛利率也在 60%以上。公司 2016 年营收增长放缓，毛、净利率有所下滑，主要系汤臣倍健主要产品构成里，片剂占了销售收入的很大一部分，片剂渠道布局的是药店销售及导购模式，但因后期的政策的改变和医改，药店自身的渠道受到了冲击。

公司与 16 年 Q3 开始着手尝试调整模式，由药店销售主导，逐步转变为大单品线上销售模式，公司对部分子品牌业务进行了相关调整，自第三季度开始全面启动以“汤臣倍健”主品牌升级为核心的系列调整同时因为线上的定位是年轻一类的群体，所以在广告上也砸下去不少钱，主要集中在湖南电视台以及湖南卫视的快乐大本营的冠名等等。公司加大了品牌推广的投入力度，期间费用较去年同期有一定幅度的增加

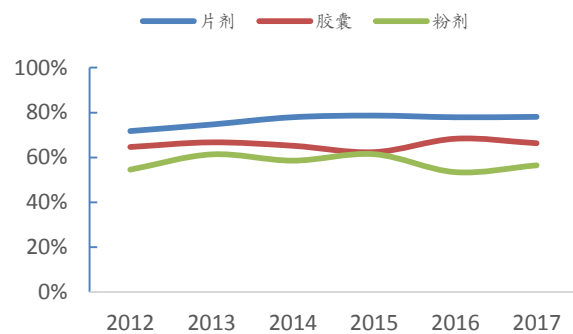
根据 17 年报显示，片剂、胶囊、粉剂的毛利率分别为 78.09%、66.34%、56.49%，三类产品较去年毛利率变化幅度分别是+0.19%、-2.00%和+3.04%，汤臣倍健已成功跨过品牌调整的阵痛期。

图 28：公司整体毛利率及净利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 29：汤臣倍健产品毛利占比情况



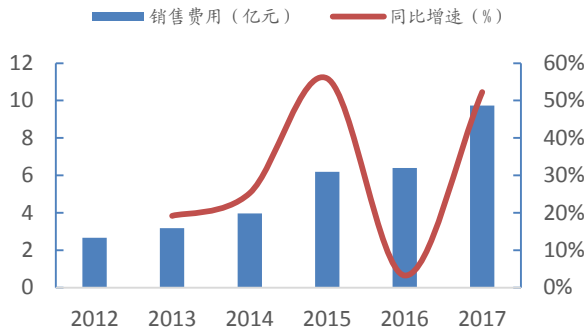
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

过去几年来，销售费用的持续投放拉着汤臣倍健的业绩增长。汤臣倍健 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年以及 2017 年，销售费用分别为 2.66 亿元、3.17 亿元、3.97 亿元、6.19 亿元、6.39 亿元以及 9.73 亿元，同比分别增长 47.02%、19.23%、25.24%、55.8%、3.27%以及 52.35%；广告费用占销售费用比例分别为 45.69%、42.29%、37.41%、36.40%、34.81%、41.20%。

2006 年，公司开启品牌扩张战略后就开始与国内著名运动员开始了合作，公司上市前曾请了刘璇和姚明代言公司品牌，运动员阳光健康、诚信负责的形象与公司和产品有很高契合度，并且汤臣从 2010 年起在各大媒体进行广告投放，

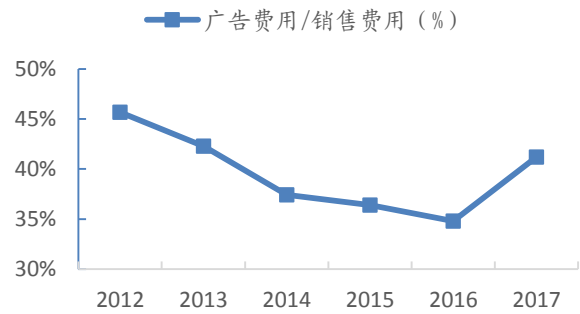
使公司的知名度美誉度都有了极大的提高。继刘璇、姚明代言汤臣倍健主品牌之后，“无限能”签约功夫巨星李连杰作为形象代言人，延续公司产品健康、可靠的商业形象。近期汤臣倍健宣布人气男团“NINE PERCENT”队长蔡徐坤正式成为旗下 Yep 系列产品代言人，产品包括胶原蛋白粉固体饮料(水蜜桃味)、香瓜橄榄压片糖果等，汤臣的产品推广正在聚集追求健康、活力、时尚的年轻一代。

图 30: 公司销售费用及同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 31: 广告费用占销售费用比例



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

汤臣倍健经过多年产生的品牌积累，目前拥有丰富的产品线。公司旗下产品及子品牌的不断拓展，同时还引入国外保健品品牌补充产品线汤臣倍健，外还有针对不同细分市场 and 人群的专业品牌，有“汤臣倍健”、健力多、无限能、自然之宝、美瑞克斯等众多品牌。

表 10: 汤臣倍健主要产品线

BY - HEALTH/汤臣倍健	无限能	健力多
		
每日每加	健乐多	美瑞克斯
		

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

渠道拓宽: 药店渠道稳固, 商超探索, 电商发力

汤臣倍健子公司旗下不同的产品，销售渠道的模式都不相同。除了传统的线下药店模式，汤臣近年一直努力改变渠道结构，探索过膳食营养补充剂连锁营养中心、电商渠道、线下商超等销售模式。

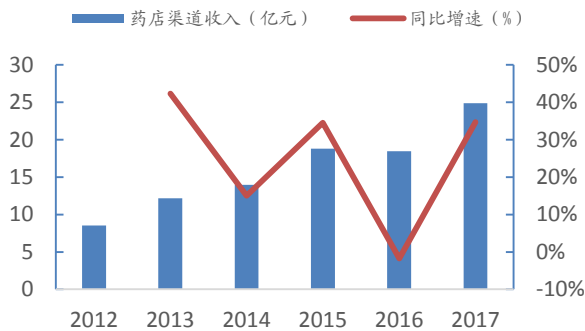
表 11: 汤臣倍健旗下不同产品对应不同的销售渠道模式

品牌系列	渠道模式
汤臣倍健“主品牌”系列产品	线下的药店和商超
广东嘉佰药业有限公司	全渠道模式
广州百悦网络科技有限公司	每日每加和“健康多”品牌主要在线上销售。
健之宝公司	自然之宝”品牌也借力汤臣倍健在渠道和批文上的优势,整合资源快速卡位国内市场;“美瑞克斯”则全力发展线上电商平台,建立国内旗舰店和海外官方旗舰店。

资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

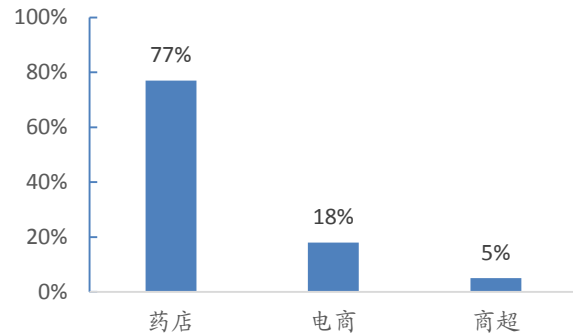
传统药店终端销售在过去六年一直是支撑汤臣倍健业绩增长的主要渠道,2012-2017 药店渠道收入 CAGR24%,同时汤臣倍健也将部分销售渠道从药店转向线上和商超,培育线上渠道、商超成为新的利润增长点。目前年汤臣倍健的药店渠道占比 77%,电商渠道占比 18%,电商占比 5%左右,2018 年公司商超渠道仍处于探索阶段中,电商品牌业务继续保持较快增长,线上占比预计将超 20%。

图 32: 公司药店渠道营业收入及同比增速



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 33: 当前汤臣倍健各渠道销售占比情况 (%)



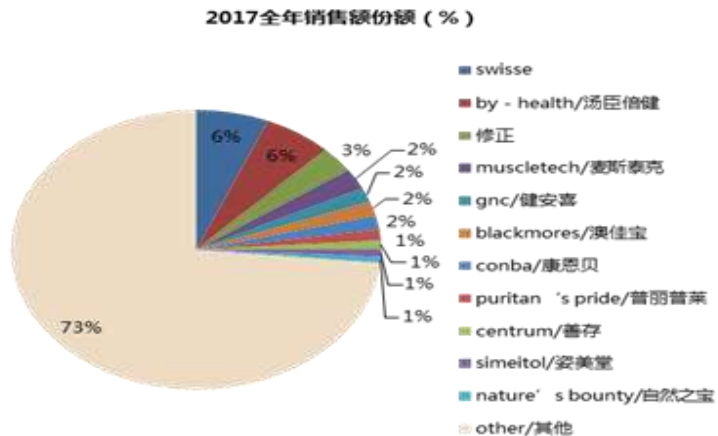
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

汤臣倍健 2017 年将更多注意力放在了电商渠道中,并首次推出电商渠道专供产品,保持并扩大“汤臣倍健”品牌在电商保健食品类目的领先优势,线上份额不断赶超 Swisse。

2017 年保健食品全年天猫和淘宝销售额共计 150.7 亿,从体量来看,17 年全年销售额占比最高的品类依次为 Swisse (6%)、By-health/汤臣倍健 (6%)、修正 (3%)、Muscletech/麦斯泰克 (2%)、GNC/健安喜 (2%)。全年来看,9 月中秋和 11 月“双十一”是最佳销售旺季。此外,我们发现线上品牌的份额占比在增长,前十五大品牌集中度在提升。2016 年-2017 年,Swisse 全年销售额 9.5 亿,汤臣倍健 9.0 亿紧随其后。

汤臣倍健电商品牌化 2.0 战略也在 18 年开启。将通过独立的电商品牌体系、线上线下有区隔的品牌策略、电商数字化等措施,承担起在年轻消费者中的品牌塑造职责,同时进一步提高跨境电商产品供应链的响应速度,充分发挥“自然之宝”和“美瑞克斯”品类丰富和国际品牌的优势,巩固跨境电商业务。2018 年 H1 阿里系方面汤臣倍健反超 Swisse 成为保健品龙头,汤臣在阿里系等多家电商平台保健食品排名第一,具体来看 2018 年 H1 汤臣倍健完成销售 5.82 亿(+60%),Swisse 完成销售 5.24 亿元(+44%),品牌份额看,汤臣占比由去年同期 6.0% 提升至 6.3%,Swisse 占比由 6.0% 下滑至 5.7%。

图 34: 保健食品线上品牌市场份额占比一览 (%)



资料来源:淘数据、国信证券经济研究所整理

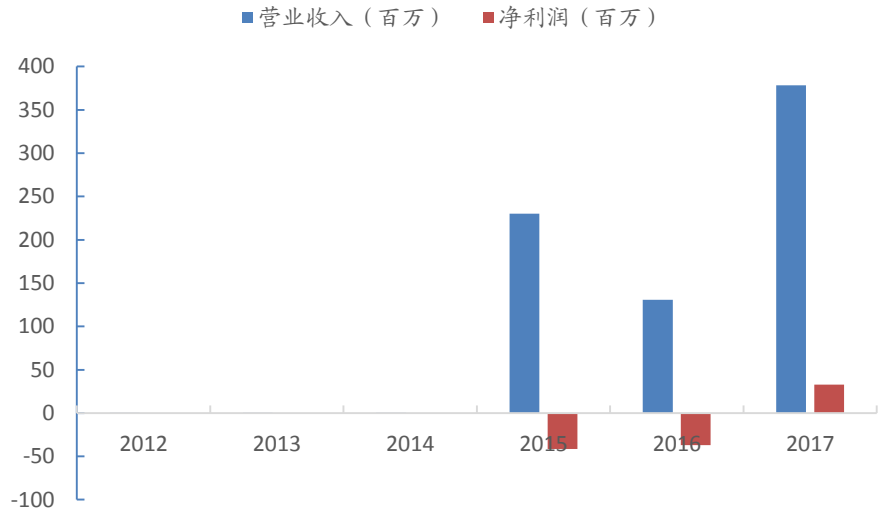
产品优异: 产品线齐、上游稳固、聚集创新

汤臣药业老品牌稳健成长。汤臣药业板块主营“汤臣倍健”，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。2007-2017 年间，汤臣药业有限公司贡献收入从 6,685 万增至 23.5 亿，毛利维持在 60%-70% 区间，而归母净利率也保持在 20% 以上，汤臣主品牌目前占公司收入营收比例 75%。值得一提的是，2017 年汤臣蛋白质粉品牌以终端零售价计算，产品销售额已经超 25 亿规模，是公司销售额第一的单品。

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。广州佰嘉药业的单品项目是有别于主品牌“汤臣倍健”的一种全新营销模式的试点。旗下两大主力品牌为健力多和无限能。健力多主打补钙更补软骨，加强关节养护，作为大单品战略的第一个品种，健力多氨糖产品集中了汤臣倍健的优势资源，在短时间内形成新的价值生态链，2017 年实现超 160% 的增长，终端零售额达到 10 亿元（报表收入口径约 3.5 亿）；2018H1 健力多销售额同比增长超过 300%，收入近 4.1 亿，占比 19%，第二个大单品“健视加”已在在辽宁、四川等市场进行重点推广，佰嘉药业总体实现报表 4.66 亿元收入，超 17 年全年。这不仅意味着汤臣倍健超额完成了大单品战役的首年目标，同时也为开启新的市场增长提供了创新可行的营销模式。

无限能是公司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。

图 35: 2012-2017 广州佰嘉药业收入及净利润



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

广东佰嘉通过线上电视广告的高空轰炸以及线下整合营销活动的全方位启动大单品策略，带动了整个产品线的新生，单店收入提升超 20%。近几年中国的护眼市场潜力巨大，数量庞大的护眼三大族群“学生族、视屏族、银发族”的强大刚需驱动护眼市场规模高达 600 亿元，其中 1.6 亿学生族中近视率高达 40%，而中国饱受蓝光伤害的网民规模更是高达 7.10 亿，同时老龄化也导致 2.2 亿以上的老人患上眼部老化和视力退化等问题，中国护眼市场不仅规模巨大而且潜力巨大，未来护眼品类将会大有可为。2017 年大单品模式的巨大成功给予企业强大信心和经验，汤臣倍健顺势决定在 2018 年借鉴此模式启动第二个大单品战略—健视佳。

图 36: 巨量蓝海市场，护眼品类大有可为



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 37: 汤臣倍健顺势推出第二个大单品



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

广东佰悦试水“互联网+”模式。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”、针对健身运动人群的“健乐多”子品牌以及健康管理品牌“十二篮”。

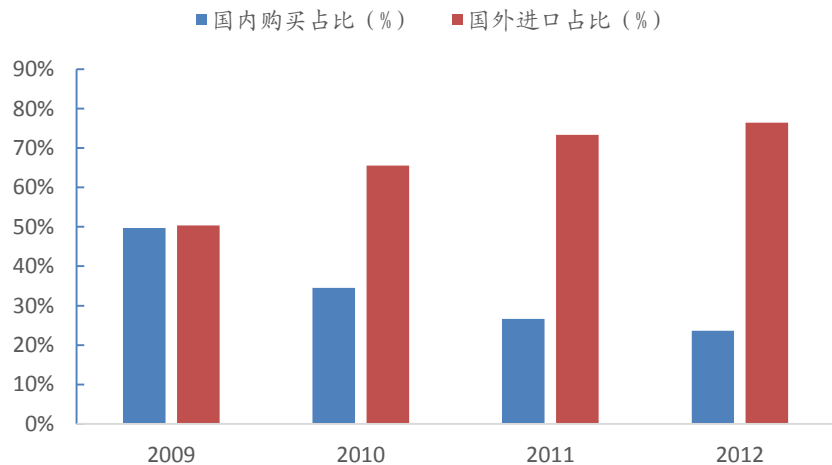
表 12: 广东佰悦旗下三大品牌

产品名称	产品属性
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。
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。
"十二篮"健康管理体系	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。

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

公司产品追求全球原料, 全球品质。汤臣倍健拥有行业内第一个“透明工厂”, 是全球领先、品控严格的膳食补充剂生产基地之一, 公司在全球范围内不懈甄选优质原料, 汇聚世界各地的营养精粹, 不断强化在优质原料上的掌控力度, 构筑起优中选优的营养品联合国。公司原材料采购价格是同行业的 1-3 倍, 公司 70%以上的原料进口自世界各国。目前, 汤臣倍健已与 23 个国家、100 多个顶尖原料供应商建立了良好的合作关系, 并在巴西、澳大利亚等地建立了五个原料专供基地, 截至 2012 年底, 原料进口比例已经达到 73.35%。

图 38: 原料进口比例已经达到 73.35%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

保健品原材料成本相对较低, 产品具有健康功能溢价, 美国多以厂家直销为主, 国内厂商普遍采取高额定价来覆盖渠道价差从而维持企业高利润率。在国外成熟市场上, 保健品企业也有 50%左右的毛利率, 美国保健品龙头自然之宝, 2015 退市前几年毛利率也稳定在 45%左右。而我国保健品制造企业平均毛利率可以达到 40%以上, 净利率在 15-20%之间, 汤臣倍健作为龙头企业毛利率达 60%以上, 净利率稳定在 20-30%之间, 是 GNC、NBTY 的数倍。这源于保健品在中美定位的不同, 美国保健品已是日常消费品, 价格平易近人, 吃保健品就像吃饭一样; 而在国内保健品定位为非必需品, 吃保健品就像吃药一样, 价格相比较, 如一瓶高纯深海鱼油, 在美国售价约 1-2 元 (人民币) 一粒, 在国内终端售价通常是 3-5 元一粒。

公司构建国际化的供应链体系。原材料的高品质为最终产品的高质量提供前提条件, 这也是保障汤臣位列品牌第一阵营的必要条件。在纯净的新西兰, 公司发现了高品质的牛乳钙和乳清蛋白; 在巴西原始森林, 公司发现了独含阿特匹林 C 的绿蜂胶和富含维 C 的针叶樱桃; 在挪威和冰岛, 公司发现了野生鲑鱼和

富含维生素 A、D 的鳕鱼甘油。

图 39: 部分产品原材料产地



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

公司研发优势突出，紧跟消费升级浪潮。保健品企业要想生产新产品，其产品必须要有 CFDA 的批文，一个批文从提出申请到拿到批文大约要 2-3 年，且目前随着国内居民需求的多样化，单一品种的保健品需求已经逐渐转向到多种保健品需求，拥有较多批文的企业在市场上具有极强的竞争力。

汤臣倍健是行业内拥有营养素补充剂和保健食品批准证书较多的企业之一，具有产品研发优势。

截至 2017 年 12 月 31 日，汤臣倍健拥有 87 项国家食品药品监督管理局批准的营养素补充剂和保健食品批准证书，远高于安利的 41 和无限极的 40，是行业内拥有此类批准证书较多的企业之一。

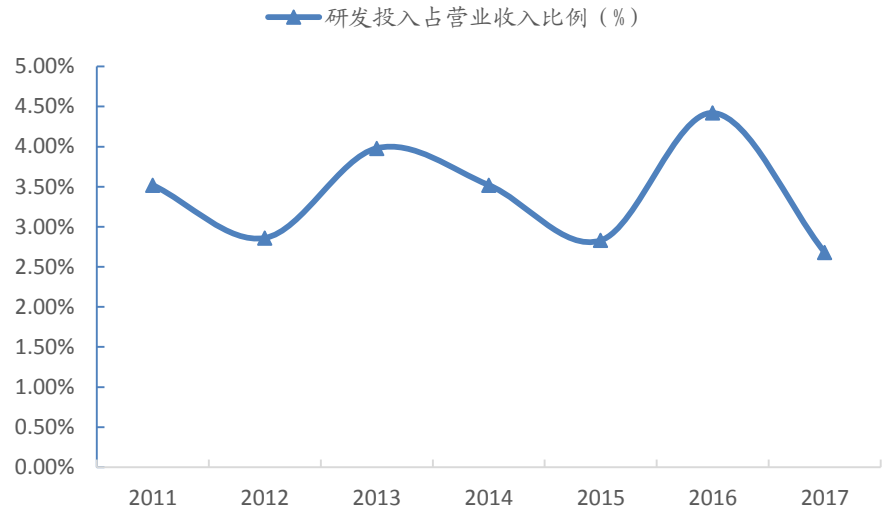
表 13: 国内主要保健品公司获批证书情况统计（截至 2017 年末）

汤臣倍健	东阿阿胶	养生堂	天狮	安利(中国)	无限极	完美
87	75	52	50	41	40	25

资料来源:国家食药监总局、国信证券经济研究所整理

汤臣倍健公司非常注重产品的研发，每年会拿出 2.5-4% 的销售收入投入到新产品的研发，比例远远高于同行。截至 2014 年 11 月 30 日，公司已拥有 40 项专利技术：其中发明专利 10 项，实用新型专利 21 项，外观专利 9 项。由于供给非常注重研发，使得公司的产品线是行业内最健全的企业之一，能够满足不同人群对保健品的消费升级需求，这也是公司保持快速增长的重要原因。

图 40: 公司未来研发投入仍有提升空间



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

并购突围: 公司通过并购平台孕育膳食营养补充剂行业龙头

以澳大利亚和美国为主要国家的保健品行业较为成熟, 而中国保健品市场空间广阔, 国内企业想通过外资品牌占据市场份额, 同时, 很多国外企业想与中国市场寻求合作机会, 未来会有更多的国内企业收购外资品牌。

在此背景下 2014-2018 年间, 诸多中国企业纷纷以收购、合作等多种方式, 嫁接国际资源, 实现中外互补。2016 年 12 月, 3.11 亿澳元(约 2.31 亿美元)收购澳大利亚 Swisse 公司剩余小股东 17% 的股权, 2018 年 2 月哈药集团与 GNC 签署《购买协议》以约 3 亿美元认购 GNC 发行的可转换优先股, 国内企业收购海外成熟保健品公司, 将为国内保健品市场引进更多先进、优秀的保健品产品。

表 14: 近五年中国企业海外并购及合作案例

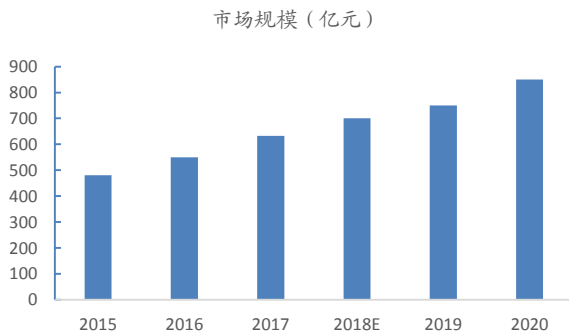
	本土企业	国际企业	时间	主要考量
合资公司	汤臣倍健	NBTY	2016.3.11	内资: 可以获得更强的品牌, 并进行产品线拓展 - 外资: 获取有力的销售渠道, 规避对外资企业的政策限制
兼并收购	汤臣倍健	Penta-vite	2018.5	内资: 扩展产品线, 提升品牌形象, 整合上游资源, 获取海外渠道 - 外资: 在本内市场增长受挫的情况下, 挖掘中国市场新机遇 > Kerr 在北美市场已经进入成熟期, 希望寻找新兴市场机会 > Vitaco 希望与上海医药实现资源互补, 并顺利打开中国市场 > Swisse 母国澳大利亚市场体量有限, 难以支撑其进一步发展, 且先前赴美国际化进程未达到预期
	汤臣倍健	Life-space	2018.2(拟收购)	
	哈药股份	GNC	2018.2	
	西王	Kerr	2016.9	
	澳优乳业	Nutrition Care	2016.8	
	上海医药	Vitaco	2016.8	
	艾兰得	Perrigo	2016.6	
	新希望	Natural Care	2016.6	
	艾兰得/IVC	Perrigo	2016.6	
	艾兰得	Bloem Health	2016.3	
	合生元	Swisse	2015.9/ 2016.7	
	金达威	Doctor's Best/ Vitatch	2015.1-6	
中生联合	Good Health	2014.11		
复星医药	Nature' Sunshine	2014.10		

资料来源: 罗兰贝格、国信证券经济研究所整理

汤臣近年来并购了几个国内外保健品品牌公司，公司管理层希望在原有的业务基础上再进一步，三年翻一倍。2016年初汤臣倍健与美国最大的保健品企业NBTY在中国建立合资公司，此后2016年12月份，汤臣倍健投入自有资金3000万元入股江苏省东台市赐百年生物工程有限公司持有该公司16.67%的股权，2017年12月汤臣又增资扩股，完成后赐百年的注册资本由人民币6316万元增加至人民币7018万元，汤臣倍健持股比例将由16.67%增加至25.00%。参股赐百年，汤臣获得协同效应明显，赐百年生物工程有限公司主营微藻养殖、生产、加工及藻产品销售，不仅是我国最早研究、开发、养殖螺旋藻的生物高新技术企业，也是全球主要的螺旋藻供应商之一，旗下拥有三个生产基地，将有效缓解公司膳食补充剂产品主要原料的供应风险，赐百年研发生产的高端产品可用于汤臣新产品研发，将大大有益于公司协同创新研发战略的推进。

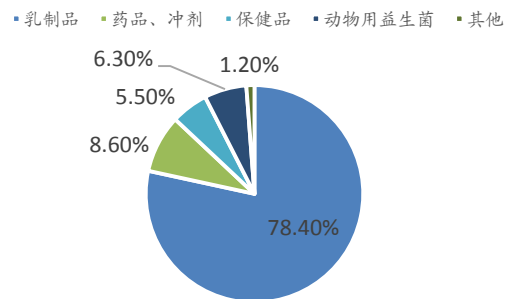
2018年是汤臣倍健的国际化布局元年。公司于7月12日晚间公布发行股份收购资产及重组方案，拟作价逾35亿元人民币收购Life-Space Group Pty Ltd（以下简称LSG）100%股权。欧睿数据显示，2017年全球益生菌产品市场规模已经达到360亿美元，每年增速约15%~20%；中国的益生菌市场发展速度也极快，平均每年增速约15%，预计2022年将增长到896亿元。作为增速最快的细分领域之一，益生菌市场已成为下一个健康风口，牵动乳业的未来发展，也牵动所有国民的健康。2017年我国益生菌市场容量达到633亿元，平均增长率约17%，预计至2020年国内益生菌市场消费规模可达到850亿元。益生菌产品主要可分为乳制品、药品冲剂剂和保健品三大类，分别占比78.40%、8.6%、5.50%。在益生菌食品领域，目前主要以乳制品为主，酸奶类产品占比高达46.6%。

图 41：我国益生菌市场规模及预测



资料来源：中商产业研究院、国信证券经济研究所整理

图 42：我国益生菌市场需求结构



资料来源：中商产业研究院、国信证券经济研究所整理

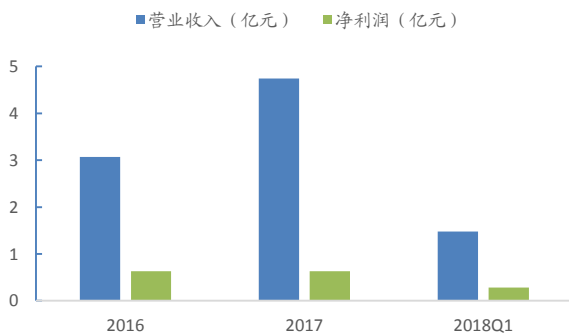
Life-Space 集团创立于 1993 年，是澳洲益生菌市场规模最大的企业之一，总部位于墨尔本。Life-Space 集团旗下最主要的品牌为 Life-Space，产品覆盖全年龄段人群，Life-Space 的业绩过去 10 年迅速增长，年营业收入由 2005 年的 1400 万澳元猛增至 2017 年的 7100 万澳元（约为 4.7 亿人民币），复合增长 14.5%。2014 年，Life-Space 通过“跨境电商”进入中国市场，2017 年益生菌补充剂（不含益生菌酸奶）阿里系线上销售额为 1.47 亿元，Life-Space 全年阿里系线上总销售额约为 4633 万元，市场份额为 31.6%，目前位居国内阿里系线上益生菌销售排行第一。

LSG2018 第一季度实现收入 1.48 亿人民币，净利润 0.28 亿人民币。2018H1 整体来看 LSG 在澳大利亚市场方面，增加了广告牌展示面积以及时间，同时推出液体装新产品，在中国方面，聘请著名演员刘涛作为形象代言人，加大宣传力度，同时推出中国人喜欢的袋装产品。LSG 受益于 2018 下半年节假日以及

中国线上市场的双 11 节日，对销售收入有一定提振，根据公司公告我们预计 2018 年将实现营业收入约 7.33 亿人民币，净利润约 1.35 亿人民币（截至 2018 年 7 月 13 日折算汇率 4.9399），对应 2018 年 PE26 倍（按 LSG 收购资产 35.6 亿元人民币计算），我们认为结合国内益生菌巨大的市场空间，收购标的 LSG 仍处于合理估值区间。

我们预计汤臣将充分整合 Life-Space 在益生菌细分市场的资源与优势，实现双方在产品与业务层面的协同效应，发掘出新的增长机会，为公司股东创造更大价值。

图 43: LSG 近两年一期的营收及净利情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

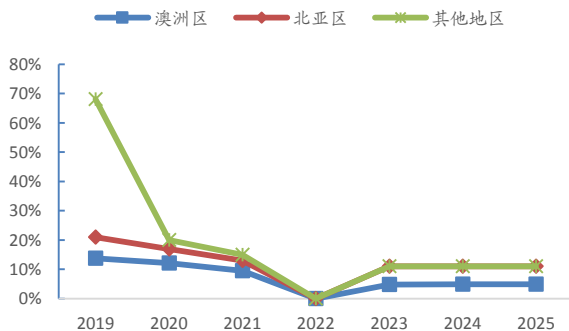
图 44: 刘涛担任 Life-Space 中国爱心大使



资料来源: 天猫国际、国信证券经济研究所整理

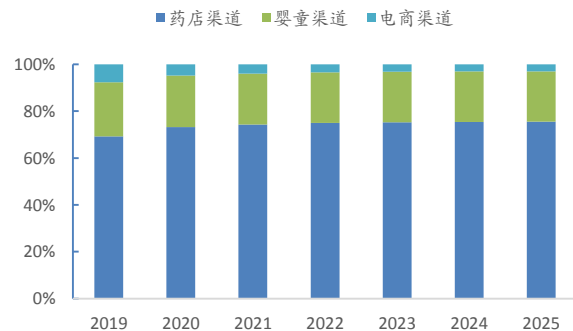
从销售地区看，LSG 产品主要销往澳大利亚本地，北亚及其他地区。渠道方面，以药店渠道为主，同时开发婴童渠道和电商渠道。

图 45: LSG 三大销售区域未来增速情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 46: LSG 三大销售渠道未来收入占比情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

相比儿童药研发到上市的长周期，儿童营养补充剂则短得多，同时儿童营养补充剂在保健食品行业的占有率达 5%，营养补充剂发展空间大于儿童药且保持逐年上升的趋势。2018 年 5 月 31 日，公司又以 1 亿元价格收购拜耳旗下具有 70 多年历史的儿童营养补充剂品牌 Penta-vite 业务资产。

Penta-vite 品牌于 1940 年在澳洲创立，曾属于在国际健康事业领域居世界领先地位的世界 500 强企业罗氏公司 (Roche)；2004 年，Penta-vite 被另一世界知名 500 强企业拜耳公司 (Bayer) 收购。Penta-vite 品牌专注于 0-12 岁儿童的营养补充剂产品，是澳洲儿童营养领域的专业领导品牌之一。旗下主要有 4 个系列，包括复合维生素滴剂 0-3 岁、复合维生素含铁滴剂 1-12 岁、复合维生素软糖系列、Omega-3 深海鱼油等，公司目前营收规模较小，未来若能进入中

国儿童补剂市场则营收规模扩张空间巨大，根据欧睿数据显示，预计 2018 年中国儿童营养补充剂市场规模超过人民币 100 亿元，并将持续较快增长。

目前，通过澳洲连锁药店 ChemistWarehouse 天猫旗舰店在中国进行销售。汤臣目前婴童线（子品牌：天然博士）的收入占比在 0.7%左右，此次收购 Penta-vite 品牌，是继汤臣倍健宣布收购 life-space 后又一国际化举措，将进一步完善汤臣倍健在儿童营养细分市场的布局。

图 47：汤臣倍健天然博士系列益生菌



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 48：澳洲儿童营养补充剂品牌 Penta-vite



资料来源：天猫国际、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持买入评级

目前中国已经是世界保健品产业最大的原料生产国，正在成为世界制剂中心，拥有世界上最大的潜在市场。虽然中国竞争力与产品科技含量与世界先进水平相比还有提升空间，但在领头羊的带领下，未来完全有机会主导世界保健品产业的发展。综上所述，在国内消费结构升级和保健品行业发展动因推动下，国内保健品市场将迎来市场蓝海，国内膳食营养补充行业龙头汤臣倍健具有可投资价值，

公司夯实“大单品”战略，破局显成效。2017 年汤臣倍健积极推进“大单品”战略，这是汤臣倍健继姚明代言之后的第二个重大市场战略。已拥有较好市场基础和广阔市场空间的健力多氨糖产品作为首个大单品，被纳入“汤臣倍健”品牌之下。通过大力度的市场推广，“大单品”模式已经初显成效，17 年完成健力多 10 亿零售规模的预期目标，为突破药店 VMS 增长乏力的僵局、加速培育甚至开辟新的品类细分市场做出应有贡献，开启汤臣倍健新的增长周期。

电商品牌化系统性发展，推出线上专供产品。汤臣倍健实施“电商品牌化”策略，提出电商品牌 2.0 思路，加大力度布局线上平台，系统性地加速电商平台发展，为公司业绩贡献了较大增量。在电商平台，汤臣倍健不仅实现了品牌线上全品类供货，还针对年轻消费群体首次推出线上电商渠道专供产品，以增加客户粘性。主品牌则严格推行“保线下、保价格、保品牌”的“三保”核心原则。通过线上线下的品种区分，汤臣倍健将构建差异化的电商品牌体系，以此推动电商品牌 2.0 的迅猛发展。

集中资源发力跨境电商，蓄势高增长。今年 6 月 3 日，自然之宝邀请品牌形象代言人汤唯打造了首场品牌欢聚日、活动，数据显示，3 天成交金额达 414 万元，排名亦迅速提升至第 8 名，成为天猫保健食品类目 TOP 前十商家之一。美瑞克斯作为成熟的运动营养品牌，于今年 6 月的“ChinaFit 中国健身大会”重装亮相，吸引了更多运动人群关注，未来有望占领更大的市场份额。

我们认为 2017 年公司通过实施“大单品”、“电商品牌化”等战略，公司基本完成了业务整合与结构调整，这也将为未来的业绩发展奠定基础 and 空间，开启新一轮的增长周期。在 2018 年，汤臣倍健将继续围绕“夯实大单品”、“开启电商品牌化 2.0”等战略，全面布局提速。我们认为 2018 年汤臣倍健将继续围绕“夯实大单品”、“开启电商品牌化 2.0”、“国际化并购”等战略，开启新一轮的增长周期。暂不考虑最新的收购并表及增发摊薄，我们预计公司 18-20 年营业收入为 42.41/54.60/70.59 亿元，净利润为 10.17/13.13/16.97 亿元，对应 EPS 为 0.69/0.89/1.15 元，结合绝对估值和相对估值来看，给予 19 年 PE 27 倍，对应合理估值为 24.03 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 终端消费环境持续疲软；
- 新品扩张低于预期；
- 费用投入增加较快。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2655	2722	2700	2802	营业收入	3111	4241	5460	7059
应收款项	190	174	224	290	营业成本	1024	1333	1689	2150
存货净额	422	548	714	927	营业税金及附加	46	53	90	116
其他流动资产	792	1315	1693	2188	销售费用	973	1336	1687	2174
流动资产合计	4058	4760	5331	6208	管理费用	306	403	519	692
固定资产	670	742	806	858	财务费用	(46)	(55)	(49)	(47)
无形资产及其他	184	178	171	165	投资收益	126	7	3	11
投资性房地产	1054	1054	1054	1054	资产减值及公允价值变动	(64)	(4)	(5)	(7)
长期股权投资	147	147	147	147	其他收入	9	0	0	0
资产总计	6114	6881	7509	8432	营业利润	878	1174	1522	1977
短期借款及交易性金融负债	0	300	242	300	营业外净收支	7	18	18	18
应付款项	275	319	403	529	利润总额	885	1192	1540	1995
其他流动负债	637	760	973	1207	所得税费用	118	190	242	313
流动负债合计	913	1379	1618	2036	少数股东损益	1	(15)	(15)	(15)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	766	1017	1313	1697
其他长期负债	69	69	69	69					
长期负债合计	69	69	69	69	现金流量表 (百万元)				
负债合计	982	1448	1687	2105	净利润	766	1017	1313	1697
少数股东权益	31	27	22	18	资产减值准备	52	6	4	4
股东权益	5101	5406	5800	6309	折旧摊销	98	85	94	104
负债和股东权益总计	6114	6881	7509	8432	公允价值变动损失	64	4	5	7
					财务费用	(46)	(55)	(49)	(47)
关键财务与估值指标					营运资本变动	132	(461)	(293)	(410)
每股收益	0.52	0.69	0.89	1.15	其它	(52)	(11)	(9)	(9)
每股红利	0.26	0.48	0.63	0.81	经营活动现金流	1061	641	1116	1393
每股净资产	3.47	3.68	3.95	4.29	资本开支	(15)	(161)	(161)	(161)
ROIC	14%	18%	22%	27%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	19%	23%	27%	投资活动现金流	58	(161)	(161)	(161)
毛利率	67%	69%	69%	70%	权益性融资	6	0	0	0
EBIT Margin	24%	26%	27%	27%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	28%	28%	29%	29%	支付股利、利息	(379)	(712)	(919)	(1188)
收入增长	35%	36%	29%	29%	其它融资现金流	271	300	(58)	58
净利润增长率	43%	33%	29%	29%	融资活动现金流	(480)	(412)	(977)	(1130)
资产负债率	17%	21%	23%	25%	现金净变动	639	67	(22)	102
息率	1.3%	2.4%	3.1%	4.0%	货币资金的期初余额	2016	2655	2722	2700
P/E	38.5	29.0	22.5	17.4	货币资金的期末余额	2655	2722	2700	2802
P/B	5.8	5.5	5.1	4.7	企业自由现金流	875	401	885	1157
EV/EBITDA	35.5	25.8	19.9	15.6	权益自由现金流	1146	747	868	1254

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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032