

汤臣倍健 (300146)

2018年08月03日

汤臣倍健：膳食营养补充剂龙头，大单品+电商助力腾飞

买入（首次）

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 杨默曦

021-60199793

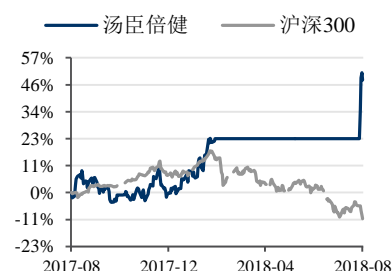
yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,111	4,135	5,074	6,124
同比（%）	34.7%	32.9%	22.7%	20.7%
净利润（百万元）	766	998	1,229	1,502
同比（%）	43.2%	30.2%	23.1%	22.2%
每股收益（元/股）	0.52	0.68	0.84	1.02
P/E（倍）	38.25	29.37	23.85	19.52

投资要点

- **看行业：千亿市场有望10%+高增长。**保健食品经历四十年发展，监管规范开放度提高；受益于消费需求扩容+政策利好+监管规范，行业未来仍将保持10%+高增长，预计2020年膳食补充剂市场规模超过2200亿。
- **分渠道：直销高占比、线上高增速、药店高门槛，预计未来直销份额不断下降。**目前直销渠道占比近50%，龙头如安利，弱“产品力”限制未来增长；药店占比23%，龙头为汤臣倍健，提升服务专业性为增长关键；线上占比24%，龙头如汤臣倍健、Swisse，预计未来仍将保持40%+高增速。未来直销市场份额将不断下降，利好线上和药店龙头企业。
- **比公司：膳食营养补充剂龙头，“四力”构筑深广护城河。**公司是膳食营养补充剂行业药店和线上双渠道龙头，现已初步形成以汤臣倍健主品牌为中心，多子品牌布局的“大药业”格局。20余年深耕膳食营养补充剂行业，铸就了以“四力”为核心的宽广护城河：**产品力先行**，取自全球的原料采购战略构筑产品差异化地位；**渠道力跟随**，药店-多年深耕，绝对龙头且壁垒高；**电商-近两年发力**，定位年轻消费群体塑造品牌年轻化形象，龙头优势持续扩大；**品牌力提升**，高举高打，品牌深入人心；**服务力铺就未来**，ToC端营养家会员+ToB端营养师工程，布局服务是为成就未来竞争力。同时，公司管理优秀激励到位，向心力足。
- **探增长：大单品战略与电商品牌化齐飞，线下空间打开，平台化优势凸显。**1) 公司2017年开始推行大单品战略，成效明显。18年H1佰嘉收入4.6亿（YOY+338%）。单品成功背后体现的是汤臣成熟的策略和平台化运营能力，公司后续有多个单品储备，预计成熟的模式运作有望持续带来高增长。2) 大单品战略提升主品牌拉力，品牌推广拉动线下其余品类高增。2018H1药店渠道同比增长+44%，其中汤臣主品牌同比增长+26%，远高于公司过去两年和行业平均水平，破解药店VMS增速放缓困境。3) 线上继续高增，龙头地位巩固。受益于电商行业高增红利和公司不断扩大的线上市场份额，电商业务维持50%以上高增速。2018年公司推行“电商品牌化2.0”战略，线上定位年轻化，通过多营销“组合拳”打造品牌年轻化形象，品牌效应和龙头地位不断增强。
- **盈利预测与投资评级：**公司是非直销膳食营养补充剂行业药店+线上双渠道龙头，通过大单品战略+电商品牌化战略拉开新一轮增长空间。预计18-20年公司净利+30.2%、+23.1%、+22.2%，EPS分别为0.68元、0.84元、1.02元，PE分别为30X、24X、20X，给予“买入”评级。
- **风险提示：**大单品和电商品牌化战略进展不及预期，行业食品安全事故冲击，保健品行业增长不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.95
一年最低/最高价	12.83/21.30
市净率(倍)	5.47
流通A股市值(百万元)	17473.55

基础数据

每股净资产(元)	3.65
资产负债率(%)	12.38
总股本(百万股)	1469.03
流通A股(百万股)	875.87

内容目录

1. 看行业：千亿市场有望保持 10%+高增	5
1.1. 传统滋补品→营养补充剂，行业四十年成长监管规范开放度提高	5
1.2. 消费需求扩容+政策利好+监管规范，预计行业仍将保持 10%+高增	6
2. 分渠道：直销占主体，线上高增速，预计未来直销份额将下降	9
2.1. 直销高占比，药店高门槛，线上高增速	9
2.2. 直销：增速放缓竞争激烈，预计未来市场份额收缩	10
2.3. 药店渠道：进入门槛高，提高服务专业性为行业增长关键	12
2.4. 电商：高增红利期，销售占比不断提升	18
2.5. 跨境品牌，冲击几何？	20
3. 论公司：膳食营养补充剂龙头，“四力”构筑护城河	20
3.1. 非直销行业膳食营养补充剂龙头	20
3.1.1. 横向看业务：以汤臣倍健主品牌为中心，多品牌布局的“大药业”格局	20
3.1.2. 纵向看历史：好赛道，好公司，擅调整	21
3.1.3. 看架构：子公司专业管理，合力打造“大药业”	22
3.1.4. 理管理：股权结构集中，管理团队利益紧密绑定	23
3.2. 话壁垒：产品+渠道+品牌+服务，“四力”铸就护城河	24
4. 探成长：大单品与电商齐飞，线下空间打开，平台化优势凸显	27
4.1. 大单品战略：精心筛选的品种，行之有效的策略	27
4.1.1. 健力多：大单品战略先下一城，成长空间仍广	28
4.1.2. 举一反三：单品策略突出重围，持续推出单品	30
4.2. 电商品牌化 2.0：行业高增，已成龙头，趁胜追击	31
4.3. 线下空间打开：药店渠道为绝对龙头，大单品带动其余品类增长	32
4.4. 布局长远：拟收购 Life-space，看好未来益生菌市场布局	33
5. 财务分析&公司复盘	33
5.1. 毛利率仍有提升空间，销售费用率有望下行	33
5.2. 经营高质量，现金流充足稳定	34
5.3. ROE：净利率行业居前，资产负债率低	35
5.4. 公司复盘：预计正处新一轮增长期	35
6. 盈利预测及估值	37
6.1. 核心假设	37
6.2. 盈利预测与投资建议	37
7. 风险提示	38

图表目录

图 1: 保健品行业发展阶段图	5
图 2: 保健食品市场分类	6
图 3: 不同行业消费升级对应人均可支配收入水平	6
图 4: 2013 与 2017 年居民消费支出比较	6
图 5: 2013-2017 不同行业 CPI 变动	7
图 6: 央视 2017 调查: 影响幸福因素对比	7
图 7: 2017 年中美日三国保健品人均年消费额 (美元)	8
图 8: 中美保健品行业渗透率和粘性用户比例对比	8
图 9: 中美保健品行业发展阶段对比	8
图 10: 2012-2020E 中国膳食补充剂类市场规模及增速	9
图 11: 2011-2016 年不同渠道占比及增速	9
图 12: 直销渠道历史发展历程	10
图 13: 2013-2017 年直销企业市场规模 (单位: 亿元)	11
图 14: 代表性直销企业产品 VS 汤臣倍健产品价格对比	11
图 15: 实体药店市场规模、增速及保健品增速	13
图 16: 药店不同品类产品销售额占比	13
图 17: 消费者认为药店待改善方面	14
图 18: 2016 年中国城市零售药店保健品销售额 TOP10 品牌	14
图 19: 2016 年中国城市零售药店保健品 TOP10 产品销售情况	15
图 20: 2010-2017 进口保健品获得注册批文数量 (单位: 个)	16
图 21: 2017 年获得注册/备案的进口产品类别及数量 (单位: 个)	16
图 22: 药店消费者不同指标满意度和重要性排序	17
图 23: 中美日三国药品销售渠道对比	17
图 24: 药店消费者年龄结构	17
图 25: 线上零售及跨境电商销售额变化及增速	18
图 26: 天猫平台保健品 TOP10 品牌市场份额及热销产品情况	19
图 27: 公司当前业务格局	21
图 28: 不同业务渠道结构及增速情况	21
图 29: 百度指数变化趋势——汤臣热度居高不下	22
图 30: 汤臣倍健主要业务框架示意图	23
图 31: 汤臣倍健股权结构图	23
图 32: 汤臣倍健核心竞争力和优势图解	25
图 33: 汤臣倍健维生素具备品牌溢价 (单位: 元/日)	26
图 34: 汤臣倍健原材料全球布局	26
图 35: 汤臣倍健销售及广宣费率变化趋势	26
图 36: 姚明代言汤臣倍健	27
图 37: 汤臣新品牌广告在各大机场播放	27
图 38: 2012-2017H1 年广东佰嘉营收及增速	29
图 39: 健力多的电视媒体宣传	30
图 40: 线下销售终端宣传促销活动	30
图 41: 蛋白粉单品大大受益于姚明代言	30
图 42: 免疫提升类产品规模大增速高	30

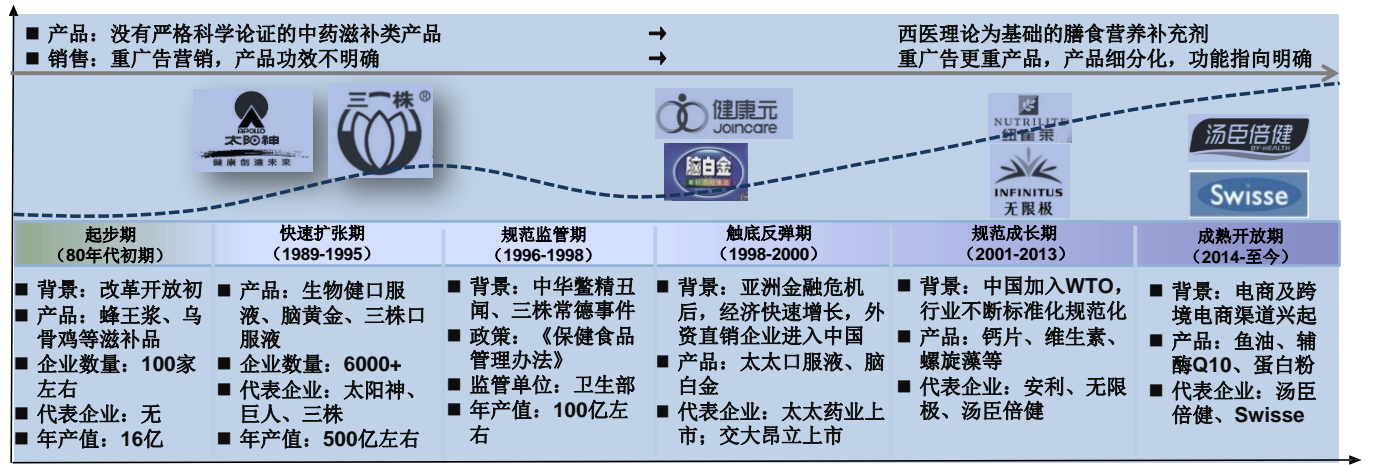
图 43: 蔡徐坤&米兰达·可儿代言汤臣倍健	31
图 44: 联手大英博物馆&Linefriends 塑造年轻化形象	31
图 45: 汤臣对经销商和药店分成模式图	32
图 46: 标的公司 LSG 收购前股权关系图	33
图 47: 标的公司 LSG 收购后股权关系图	33
图 48: 同行业销售费用率 (%) 对比	34
图 49: 同行业毛利率 (%) 对比	34
图 50: 汤臣倍健历史复盘	36
图 51: 目前估值处于历史低位	37
表 1: 营养保健产业主要法律法规	7
表 2: 保健品三种主要销售渠道综合对比	10
表 3: 直销 TOP5 企业与汤臣倍健产品对比	12
表 4: 三大上市连锁药店不同类别产品销售占比及毛利率	13
表 5: 保健品许可证发行演变	15
表 6: 《保健食品注册与备案管理办法》相关规定	16
表 7: 药店保健品发展阶段	18
表 8: 2015-2018 年阿里巴巴平台各品牌销售额排名变化	19
表 9: 重要高管简介	23
表 10: 汤臣倍健股权激励授予条件	24
表 11: 中国氨糖类市场空间测算	28
表 12: 公司历史财务指标对比	34
表 13: 公司经营性现金流情况 (单位: 百万元)	35
表 14: 2013-2017 杜邦分析法同行业对比	35
表 15: 行业可比公司估值	38

1. 看行业：千亿市场有望保持 10%+高增

1.1. 传统滋补品→营养补充剂，行业四十年成长监管规范开放度提高

由传统中医保健品到膳食营养补充剂，产品质量提升、企业竞争力增强、监管日趋规范。看产品：从迷信功效的中医保健类到强调营养素补充的科学产品。国内保健品行业起步于 80 年代，受“药食同源”思想影响，第一阶段产品主要以动植物提取物为原料，产品功能未经严格的科学论证，典型产品如鳖精、蜂王浆等滋补品；第二阶段保健食品技术含量稍有提升，主打功效调节，典型产品如三株口服液、脑白金、太太口服液；第三阶段保健食品主打营养素补充，要求说明书详细说明产品的成分、参数，目标明确、成分可量化，代表性产品有维生素、鱼油、辅酶 Q10 等。看企业发展历程：传统中医保健品企业多经历“迅速起步→家喻户晓→急速陨落”的过程，从太阳神、三株到脑白金、太太，大多逃不过昙花一现的宿命。这是因为传统保健品企业高度依赖广告推广、过度迷信功效、单一产品打天下、产品基础不牢。而以汤臣倍健为代表的新一代膳食营养补充剂企业，借鉴国外成熟的行业经验，深耕产品本身，产品力媲美甚至领先国际知名品牌。看监管政策：从行业发展初期没有法规限制，到 1996 年《保健食品管理办法》的制定，再到注册制管理、旧食安法的规定，直至最近，新《食品安全管理办法》对保健品的广告、审批、原料等做出了详细的说明，我国保健品的监管政策也不断趋于规范。

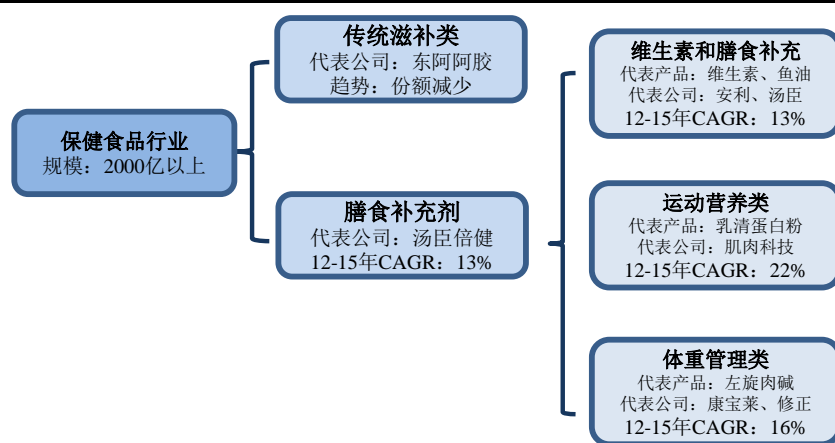
图 1：保健品行业发展阶段图



数据来源：食品商务网，东吴证券研究所整理

目前，我国保健食品可分为传统滋补品和膳食营养补充剂两大类，传统滋补品市场日渐萎缩，膳食补充剂未来份额将持续扩大。按照罗兰贝格数据，膳食补充剂可分为运动营养、体重管理和维生素及补充剂类，维生素及补充剂类占比最多，运动营养类产品近年增速最快。

图 2：保健食品市场分类

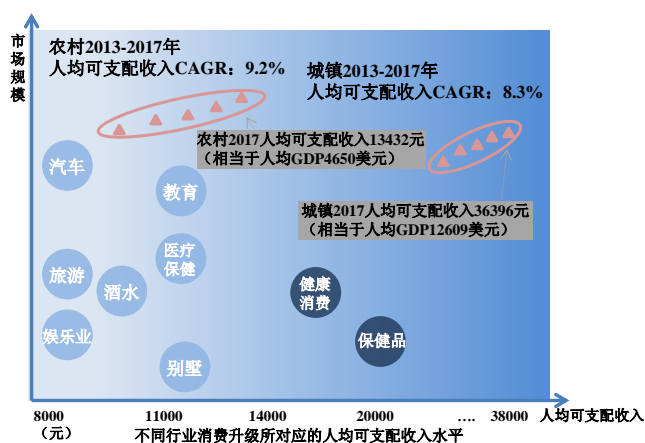


数据来源：罗兰贝格，产业信息网，东方财富网，东吴证券研究所

1.2. 消费需求扩容+政策利好+监管规范，预计行业仍将保持 10%+高增

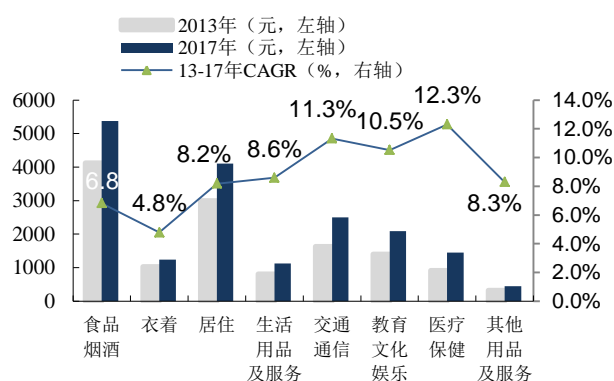
消费者层面，人均可支配收入提高与全球领先的健康意识共同催化，助力个体健康消费快速增长。我们认为近年来消费升级的一个趋势是居民的消费需求向医疗保健等高级消费需求的切换，且这个趋势未来仍将持续。从行业历史数据看：过去五年人均医疗保健支出的复合增长率为全行业最高，医疗保健 CPI 明显跑赢其他品类。从微观个体层面看，居民消费能力和消费意愿确保保健需求持续增长。消费能力层面：和君咨询研究显示，人均 GDP 达到 5000 美元以上时，医疗卫生成为消费增长点，7000 美元以上时保健品支出增加。2017 年中国城镇和农村人均可支配收入分别为 36396 元和 13432 元，按中国人均可支配收入/人均 GDP≈43.1%的比例，折算成人均 GDP 分别约为 12600 和 4650 美元，对应和君研究，城镇收入水平正处于保健品支出快速增长阶段；农村即将踏入初期健康消费支出显著提高阶段。消费意愿层面：BCG 咨询 2014 年调研数据显示，73% 的中国消费者愿意“升级消费”来为“更健康”的产品支付溢价，比全球平均水平高 12%；央视 17 年《中国经济生活大调查》数据显示，在所有“影响幸福因素”选项中，“健康状况”因素占比 54.19%，位列第一，中国居民健康消费意愿强烈。

图 3：不同行业消费升级对应人均可支配收入水平



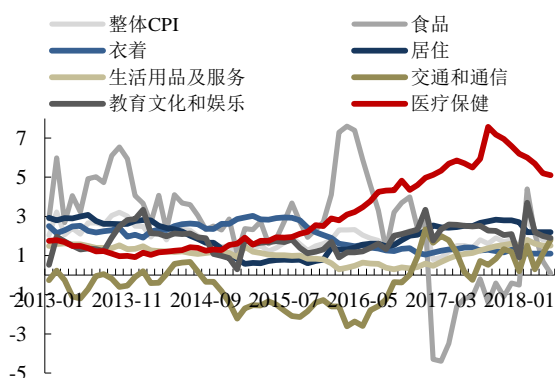
数据来源：国家统计局，和君咨询，东吴证券研究所

图 4：2013 与 2017 年居民消费支出比较



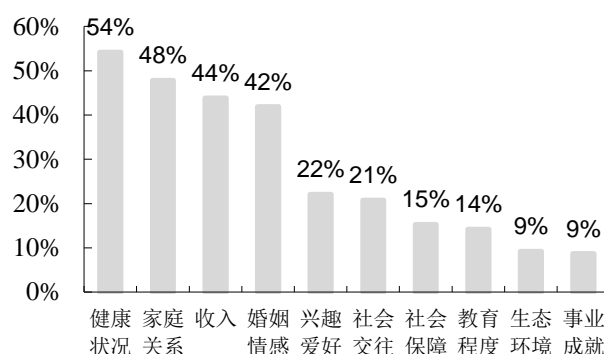
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 5：2013-2017 不同行业 CPI 变动



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 6：央视 2017 调查：影响幸福因素对比



数据来源：《中国经济生活大调查》，东吴证券研究所

国家层面，多项政策出台利好健康产业发展。人口老龄化趋势和中国医保体制使中国医保资金面临着入不敷出的压力，在此背景下，中国医改政策的方向也从治疗到预防逐渐转变。2013 年，国务院出台《关于促进健康服务业发展的若干意见》，将营养保健食品列为重点支持产业之一；2014 年，《中国食物与营养发展纲要（2014-2020 年）》制定了明确的营养素摄入指标，维生素和矿物质等微量营养素摄入量要基本达到居民健康需求；2016 年 8 月，全国卫生与健康大会上提出要努力把健康产业培育为国民经济的重要支柱产业，这是中国政府第一次明确把“大健康”提升为国家战略；2016 年 10 月，中共中央、国务院发布《“健康中国 2030”规划纲要》，定下明确目标：到 2020 年，健康服务业总规模超 8 万亿，到 2030 年达 16 万亿。

表 1：营养保健产业主要法律法规

时间	具体法规	内容
2013 年	国务院《关于促进健康服务业发展的若干意见》	将 健康服务业 列为重点支持产业之一
2014 年	《中国食物与营养发展纲要（2014-2020 年）》	制定了明确的营养素摄入指标， 维生素和矿物质 等微量营养素摄入量要基本达到居民健康需求
2015 年 10 月	新《食品安全法》	监管规范化，涉及保健食品规定达 13 条 ，对 原料、功能声称、市场监管、广告代言 等作出规定
2016 年 8 月	全国卫生与健康大会	把健康产业培育为国民经济的重要支柱产业，这是中国政府第一次明确把“ 大健康 ”提升为 国家战略
2016 年 10 月	《“健康中国 2030”规划纲要》	到 2020 年，健康服务业总规模超 8 万亿 ，到 2030 年达 16 万亿

数据来源：中国政府网，CFDA，新华网，东吴证券研究所整理

监管层面，《食品安全法》规范保健品市场，利好龙头企业。2015 年 10 月开始实施的新《食品安全法》对保健品做了 13 条规定，涉及广告、原料、功能声称等多方面，同时将保健食品入市前管理由注册制调整为注册+备案双轨制。新《食品安全法》对行业要求更为规范严格，短期将冲击一些不合标准的中小企业，利好行业龙头；长期

来看，将促进行业健康发展，受益整个行业。

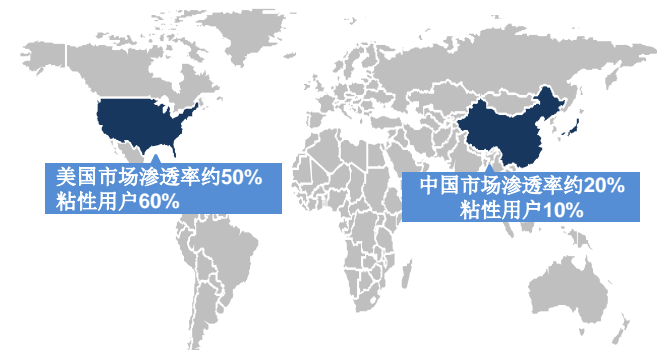
全球来看，渗透率和人均消费金额远低于发达国家水平，对标美国未来增速仍将超过 10%。目前国际上没有关于保健食品的统一定义，但各国保健食品定义的内涵均指“超越普通食品的价值，强调特定保健目的的功能性食品”。因此即使各国定义不完全统一，我们仍可针对其保健功能的内涵进行比较。目前我国保健品规模已超过 2000 亿元，是仅次于美国的第二大保健品市场，但对比国际水平仍有较大空间。**对比全球：**人均年消费金额相比美国 214 美元和日本 148 美元，中国人均消费金额 2017 年仅为 26 美元，远低于国际水平；相比美国 60%粘性用户和 50%渗透率，中国仅有 10%粘性用户和 20%渗透率。**对标美国：**中国目前城镇居民人均可支配收入处于美国 70 年代水平，而 70 年代是美国保健品行业高速成长的起始期，70 年代至今美国保健品行业规模扩张了数十倍。按照美国经验，中国保健品行业尚在高速成长期。

图 7：2017 年中美日三国保健品人均年消费额（美元）



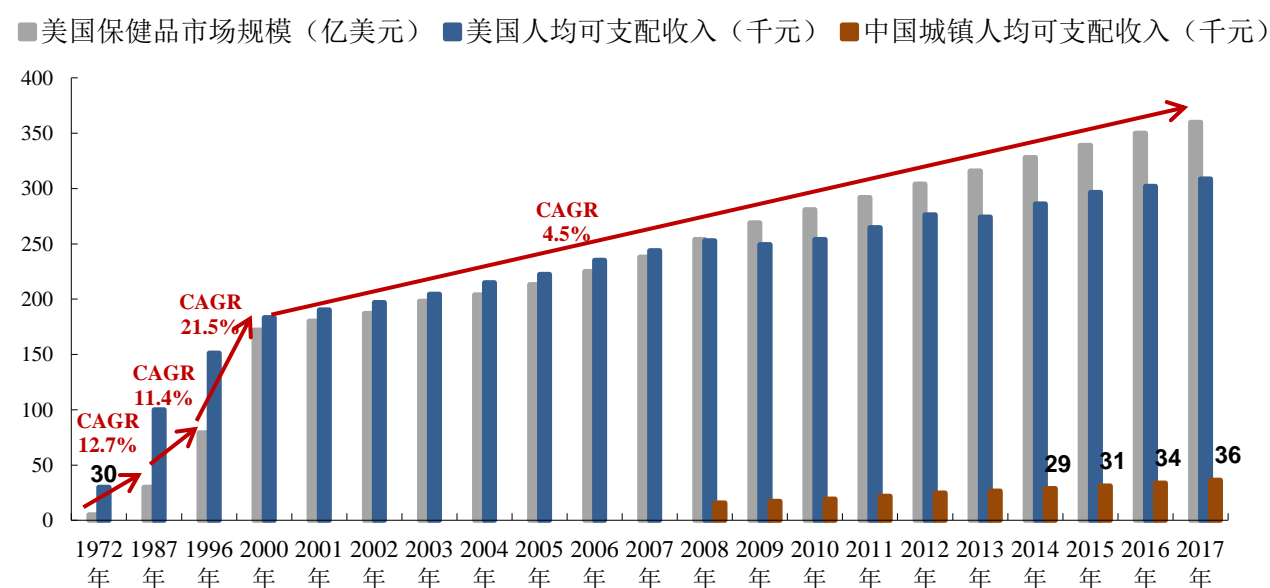
数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图 8：中美保健品行业渗透率和粘性用户比例对比



数据来源：罗兰贝格，东吴证券研究所

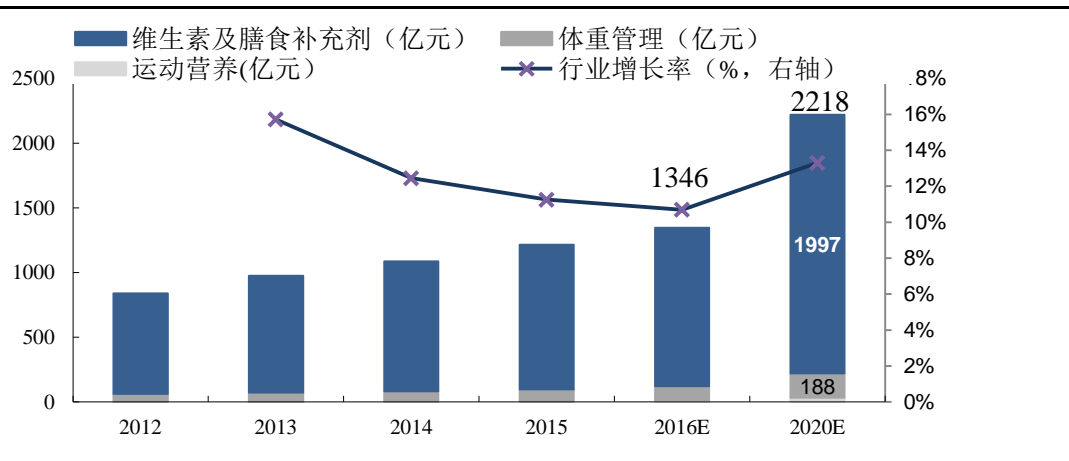
图 9：中美保健品行业发展阶段对比



数据来源：NCBI, Statista, BEA, 国家统计局，东吴证券研究所整理

根据罗兰贝格预测，2016年中国膳食补充剂类市场规模达1346亿。综合国内经济政策环境和国际发展经验，我们假设运动营养类、体重管理类和维生素及膳食营养补充剂类2016-2020年CAGR分别为25%、15%和13%，则2020年市场规模将达2218亿元，2017-2020CAGR约为14%。

图 10：2012-2020E 中国膳食补充剂类市场规模及增速



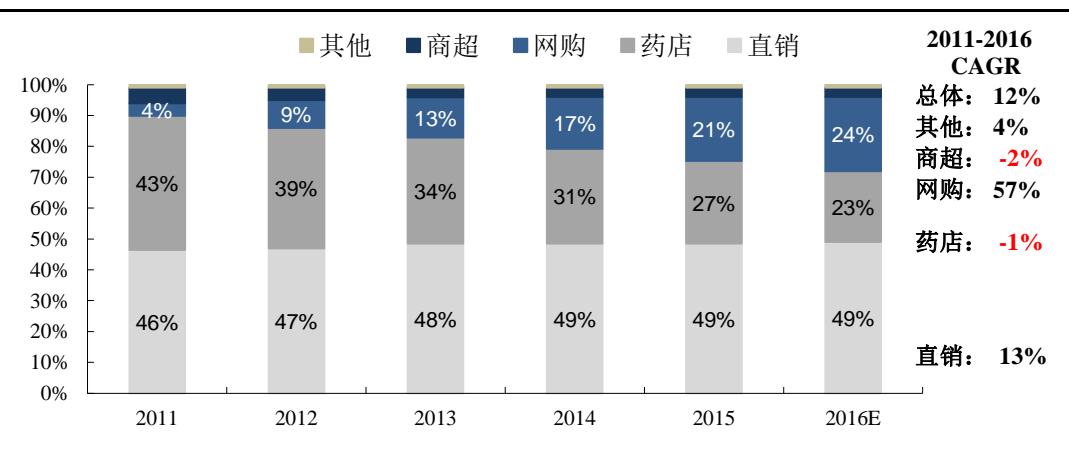
数据来源：罗兰贝格（不含2020年预测），东吴证券研究所

2. 分渠道：直销占主体，线上高增速，预计未来直销份额将下降

2.1. 直销高占比，药店高门槛，线上高增速

保健品主要销售渠道有直销、药店、线上、商超四种，企业分渠道错位竞争特征明显。不同于白酒、乳制品等行业，保健品的销售渠道较为特殊，主要有直销、药店、商超、线上四类。受历史和政策因素影响，品牌在不同渠道间的错位竞争特性明显，如安利、完美、无限极等品牌基本只通过直销渠道销售，而跨境电商品牌受制于政策门槛目前只通过线上渠道销售。企业在行业市场份额=所属渠道占比*企业在所属渠道市占率，因此目前占比最大的直销渠道孕育了市场份额最大的安利、无限极等直销品牌。

图 11：2011-2016 年不同渠道占比及增速



数据来源：罗兰贝格（含预测），东吴证券研究所

线上高增速，药店高门槛，未来直销份额预计下降。目前我国保健食品销售以直销渠道为主，但近年来增速趋缓，预计未来市场份额将下降；药店作为传统渠道主体，近年来占比不断下降，专业化与服务力是未来保持竞争优势关键；线上电商渠道最近几年快速发展，预计未来市场份额还将继续扩张。

表 2：保健品三种主要销售渠道综合对比

渠道类别	传统渠道	直销渠道	线上电商渠道
优势	①信任度高：药店保健品监管严格，消费者对其保留较高的信任度； ②网络覆盖面广：城镇到农村，药店网络健全； ③服务专业：药店拥有执业药师、堂诊专家等资源，能提供更专业、权威的服务	覆盖面广，推介新品新牌灵活，在品牌推广初期利于进行消费者教育	方便灵活，成本低
劣势	可控性差，终端铺面竞争激烈，与竞争对手区隔难，容易遭受终端拦截	申请直销牌照难，管理复杂，人员管理成本高	不能提供售后服务
现状及成长性	相当长的时间内仍然是主要渠道，主要包括药店和商超，未来增速低	目前主要渠道，未来增速放缓	增速快，未来继续保持高速增长
模式	生产厂家-渠道经销商-药店-消费者	生产厂家-销售代表-消费者	生产厂家-电商平台-消费者
门槛	蓝帽子	直销牌照	无门槛
典型企业	汤臣倍健、养生堂	无限极、安利、完美	汤臣倍健、Swisse
CR10	60%	63%	<30%（天猫平台）

数据来源：米内网，直销行业业绩报告，天猫数据，东吴证券研究所整理

2.2. 直销：增速放缓竞争激烈，预计未来市场份额收缩

直销占比近 50%，为保健品第一大渠道。从 20 世纪 90 年代发展至今，直销行业经历了初期的“无法规”阶段、“一刀切”禁止阶段、“两个条例”后的整顿阶段，逐渐走向规范。目前，进入直销行业须获得商务部批准的直销牌照。截至 2018 年 6 月，中国共有 91 家企业获得直销牌照，其中外商投资企业 33 家。

图 12：直销渠道历史发展历程

无相应的法规监管规范直销行业，直销发展不规范，多层次直销模式普遍	直销模式被全面取缔	<ul style="list-style-type: none"> 十家外国直销公司允许做在中国的直销业务，包括雅芳、玫琳凯和安利 这十家公司皆采取“零售+销售代表”模式 	新公布的《直销管理条例》规定，所有多层直销企业需要在2006年年底转为单层直销结构；所有的销售代表应直接与公司签订合同，销售代表的提成最高上限为公司的30%	<ul style="list-style-type: none"> 需要在每个省获得直销牌照，每个销售区域都要设立服务点，销售活动只能在服务范围内进行； 进入壁垒提高：每个新成立公司需要2000万保证金，并根据销售额15%进行调整 	2015年起牌照速度明显加快，截至2017年，中国获得直销牌照的企业共90家
无法规阶段 1998年前	“一刀切” 1998年4月	小心试水期 1998年6月-2005年	转型期（两个条例） 2005年8月-2006年	逐步开放+高度管制期 2006年12月-2015年	发牌加快期 2015-至今

● 2006-2017年直销牌照发放数量（个）

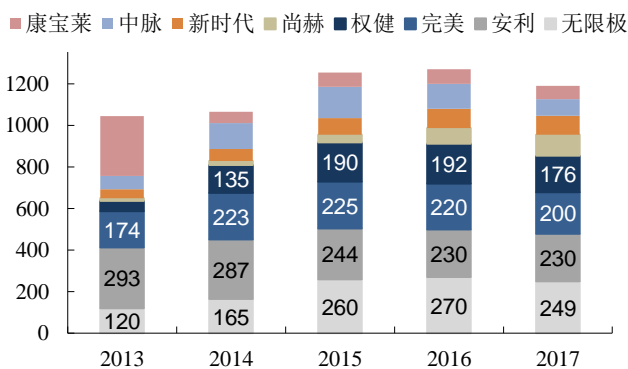


数据来源：罗兰贝格，商务部，东吴证券研究所整理

行业集中度下降，企业间竞争激烈，近两年增速下滑。2017年直销企业CR10为63%，销售额排名前三的企业分别为无限极、安利和完美。从集中度变化趋势看，CR10由2013年79%下降至2017年63%，中小企业不断抢占市场份额；从TOP10品牌分布看，除前三名外前十强企业排名每年都会变化，行业竞争激烈，近几年一些内资企业如权健、尚赫等增长势头较好；从行业整体增速看，2015年前行业保持较快增长，近两年行业增长率下滑明显，龙头企业业绩均出现负增长，2017年行业同比增长率仅为1.27%。

强“渠道力”驱动行业历史高增长。直销行业从90年代兴起发展至今，驱动行业高速发展的核心因素是其颇具竞争力的销售模式。相比其他渠道，直销的优点是：1)流通环节少，从厂家到销售代表再到消费者，模式灵活；2)销售代表激励目标明确，动销积极性高；3)销售代表与消费者沟通方便，可以起到较好的消费者教育功能。在行业发展初期，消费者对保健食品认知不足，因此能解决认知水平这一行业痛点的企业往往能获得高速增长，直销便自然成为最有效的销售模式。

图 13：2013-2017 年直销企业市场规模（单位：亿元）



数据来源：直销行业业绩报告，东吴证券研究所

图 14：代表性直销企业产品 VS 汤臣倍健产品价格对比



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

弱“产品力”限制行业未来增长空间。未来，我们预计直销渠道的市场份额将不断下降，主要理由为：1) 随着消费者对保健食品认可度的提升，销售代表作用减弱，驱动保健食品消费的关键由“销售力”转为“产品力”，有竞争力的产品成为企业制胜关键；2) 相比药店和线上品牌，**直销企业产品定价较高，产品种类少**，相比线上著名国际品牌竞争力不足。如表 2 所示，直销 TOP5 企业中，除安利产品类别较丰富外，其他几家产品品类较少，且多为中药补剂，产品功能不清晰，与汤臣倍健等非直销品牌相比竞争力较弱。3) 直销高激励模式有利有弊，**过度营销**长期损伤行业信誉。直销行业的快速发展很大程度上得益于清晰的激励目标，从而有效调动了基层销售代表的积极性。但销售代表高积极性背后不可避免的会产生**过度/虚假营销、夸大产品功能**等行为。这些行为短期可能会提高产品的销售量，但长期则会影响品牌甚至整个行业的信誉。一直以来，直销企业总是逃不开“传销”的诟病，这甚至影响到了整个保健食品行业的健康发展。4) **直销行业发展较依赖销售代表水平**。数据显示，2015 年直销行业大专以下学历占三分之二，40 岁以上直销员占半数以上，在消费年轻化和注重体验的趋势下，直销行业将面临较大挑战，预计未来直销市场份额下降。

表 3：直销 TOP5 企业与汤臣倍健产品对比

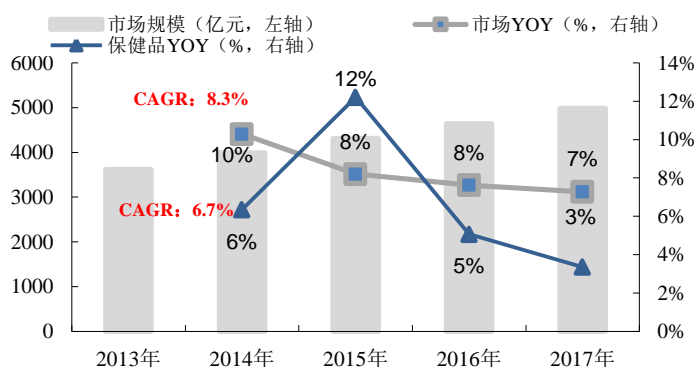
品牌	安利	无限极	完美	权健	尚赫	汤臣倍健
主要渠道	直销					非直销线下&线上
官网产品数量	37	21	<30	——	18	81
产品类别	产品线丰富	中草药补剂居多		中草药胶囊居多		产品线丰富
蓝帽子数量	67	40	25	16	5	87

数据来源：公司官网，CFDA，东吴证券研究所

2.3. 药店渠道：进入门槛高，提高服务专业性为行业增长关键

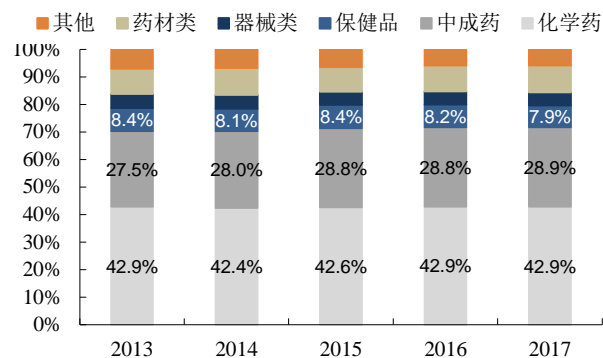
现状：保健品毛利高受药店青睐 VS 销售增速不断下滑。药店销售产品主要有中成药、化学药、保健品、器械类、药材类和其他几大类，保健品占总销售额 8% 左右。尽管销售额占比较小，但保健品的销售毛利率可达 50%-70%，远高于全品类 30%-40% 的水平，是药店利润的重要来源。得益于高毛利率和高周转率的特点，保健品广受药店销售青睐。与保健品在药店的受欢迎程度相对的，却是不断放缓的销售增速。2013 到 2017 年，保健品在药店所有品类中占比从 8.4% 下降到 7.9%，16 和 17 年增速下滑最为明显，2013-2017 年 CAGR 仅 6.7%，低于药店 8.3% 的平均水平。

图 15: 实体药店市场规模、增速及保健品增速



数据来源：米内网，东吴证券研究所

图 16: 药店不同品类产品销售额占比



数据来源：米内网，东吴证券研究所

表 4: 三大上市连锁药店不同类别产品销售占比及毛利率

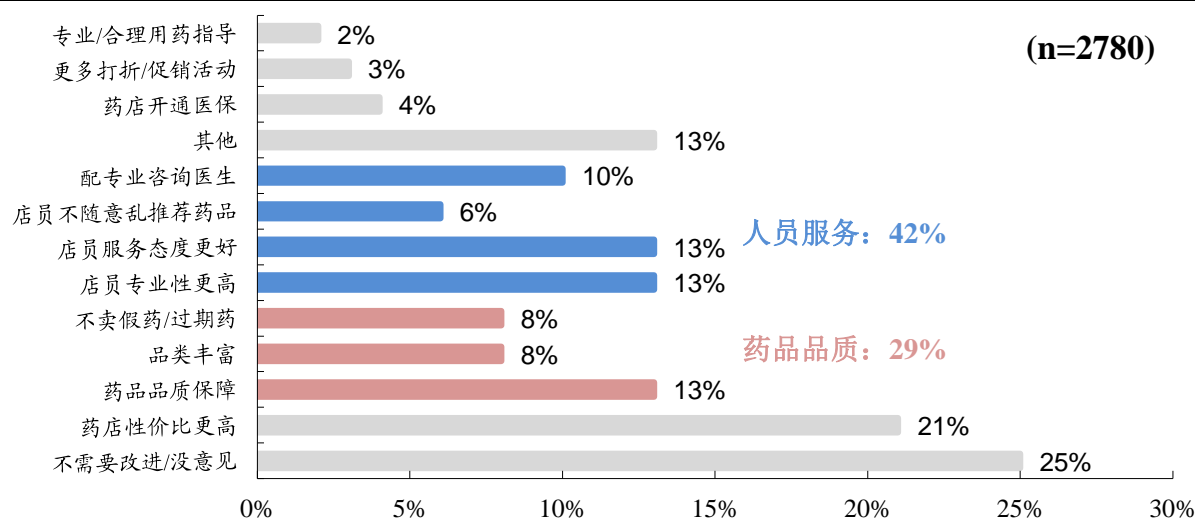
项目		大参林	老百姓	益丰药房
		(2016 年)	(2014 年)	(2015 年)
销售占比	保健品	8.7%	9.7%	10.5%
	医疗器械	4.4%	5.4%	5.9%
	中西成药	61.6%	67.6%	76.1%
毛利率	保健品	68.9%	50.3%	61.6%
	医疗器械	65.6%	40.9%	49.3%
	中西成药	35.5%	32.5%	39.2%
	全品类	40.2%	37.0%	34.3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：因为大参林/老百姓/益丰药房 2016/2014/2015 年之后改变了主营业务的分类方式，2016/2014/2015 年之后保健品类别的毛利率不可得，所以分别选取了 2016/2014/2015 年的数据

份额下滑原因：内部产品和服务缺乏保障，外部线上渠道冲击明显。根据中康 CMH 对 9607 家药店调研数据及国家相关政策，我们认为近年来药店保健品销售增速下降的原因主要有：**1) 产品多样性差：**保健品进入药店需要有 CFDA 的保健品许可证批文。注册许可证审批一般需要花费三年时间，国外品牌时间更长。较高的监管门槛限制了多数国际品牌的进入，产品多样性受限。同时，2016 年《保健食品注册与备案管理办法》规定不允许保健品贴牌生产，对不少连锁药店自营保健品品牌造成了较大影响。**2) 线上渠道冲击：**近年来线上渠道快速增长，根据罗兰贝格数据，线上渠道占比由 2011 年 4% 上升至 2016 年 24%。相比药店，线上渠道性价比高、产品品类更丰富，对药店渠道造成一定挤出。**3) 专业性和产品品质尚待提高：**药店相比其他渠道，核心竞争力在于“医药”背书下服务的专业性和可靠性。然而，根据中康 CMH 调研，42% 的消费者认为药店在服务、专业性、推荐产品方面有待提高。因此，近几年药店渠道增速的下降根本上是药店专业化不足和服务体验差的体现。

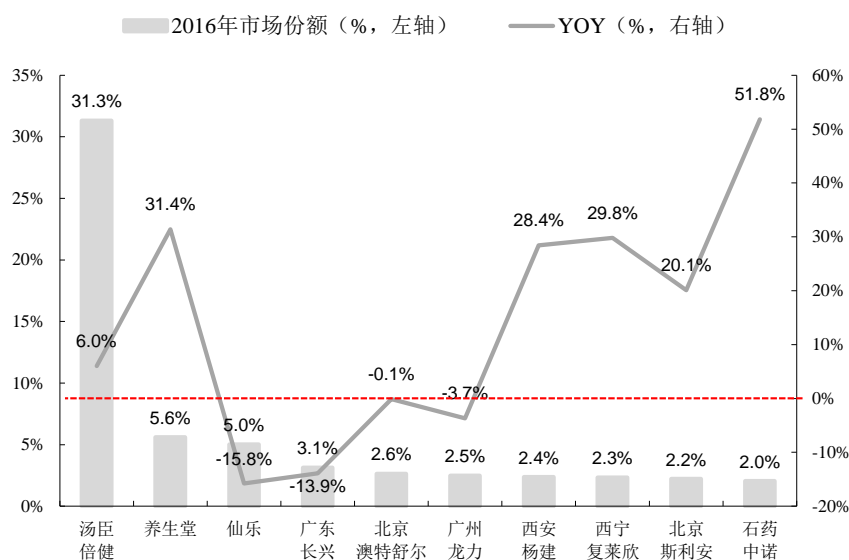
图 17：消费者认为药店待改善方面



数据来源：中康 CMH，东吴证券研究所

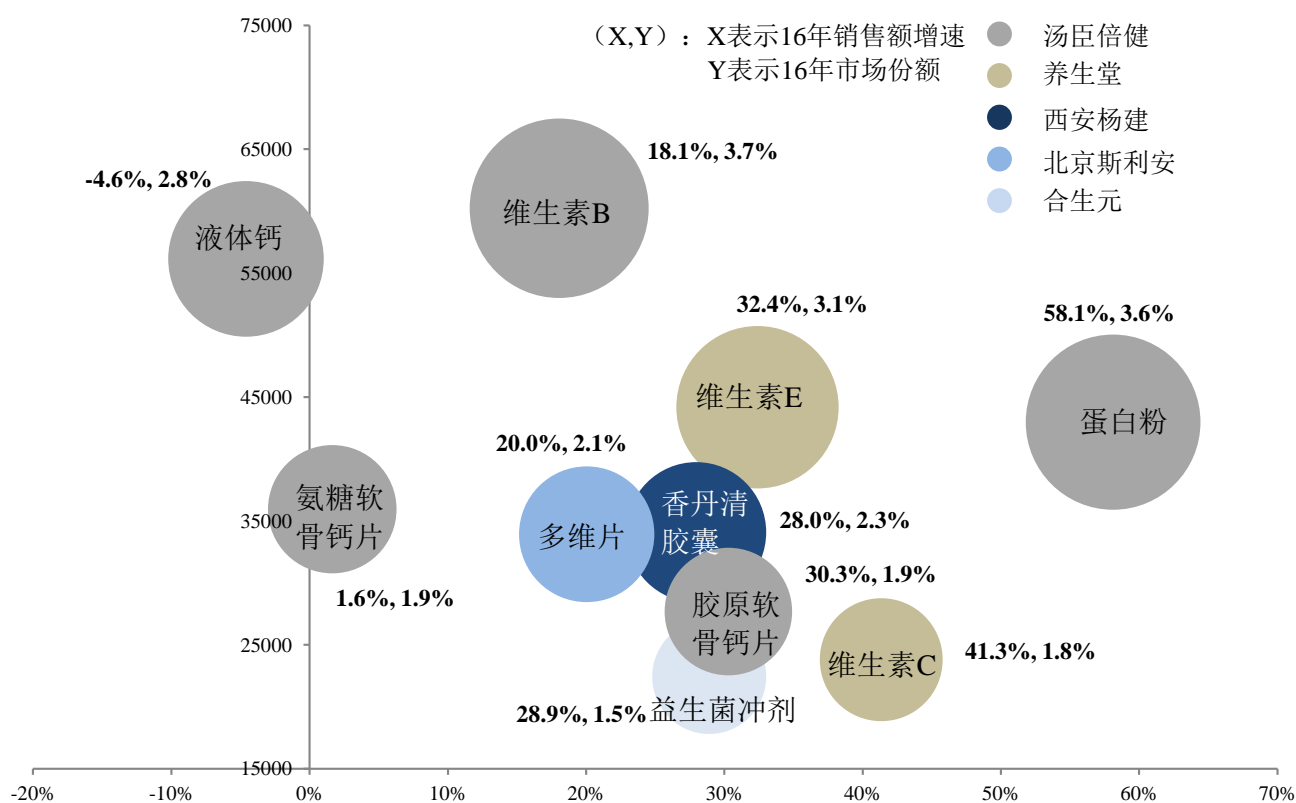
品牌集中度：汤臣市场份额 31.3%，是绝对龙头，第二名养生堂不足 6%，汤臣是唯一一家拥有多个畅销子类的平台型公司。目前零售药店保健品竞争格局呈“一超 N 强”局面。汤臣倍健市场份额超过 30%，具有绝对领先优势，剩余品牌份额都在 6% 以下，CR10 不足 60%。从畅销产品看：其他公司多靠单一产品打天下，如养生堂维 E、碧生源减肥茶等，企业尚处单一品类阶段；而汤臣拥有蛋白粉、液体钙、氨糖软骨素钙片等多款畅销单品，药店前十大保健品销售单品中有 5 个是汤臣倍健品牌，平台化优势凸显。

图 18：2016 年中国城市零售药店保健品销售额 TOP10 品牌



数据来源：米内网，东吴证券研究所

图 19：2016 年中国城市零售药店保健品 TOP10 产品销售情况



数据来源：米内网，东吴证券研究所

注：横坐标表示 2016 年销售额增长率，纵坐标表示 2015 年销售额（万元），圆圈大小表示 16 年市场份额

“注册+备案”政策分析：短期不会改变药店品牌格局，长期将缩短审批成本。 保健品入驻药房的门槛较高，需拿到国家食品药品监督管理局（CFDA）的保健品许可证。2016 年 7 月，CFDA 出台《保健食品注册与备案管理办法》，许可证审批方式由注册制转变为注册+备案双轨制。根据庶正康讯估计，备案制下保健品获批大约花费半年到一年，远低于注册制下 2~3 年时限。长期看，新规精简了审批模式，将有效缩短保健品审批时间且降低申报成本。但由于目前保健食品原料目录中仅有矿物质、维生素、烟酸、叶酸、泛酸、胆碱、生物素七种类别，能享受备案制政策的保健品种类有限，因此短期内政策的出台不会降低保健品获批门槛。相比国外品牌进入对电商品牌竞争格局的影响，短期内“注册+备案”制度不会改变药店品牌竞争格局。

表 5：保健品许可证发行演变

时间	审核方式	许可证颁布机构	期限	相关法案	批准文号
1996-2005.7	注册	卫生部	终身制	《保健食品管理办法》	卫食健字
2005.7-2016.7	注册	国家食品药品监督管理局	5 年	《保健食品注册管理办法（试行）》	国食健字
2016.7-至今	注册+备案	国家食品药品监督管理局	5 年	《保健食品注册与备案管理办法》	国食健注 食健备

数据来源：CFDA，东吴证券研究所

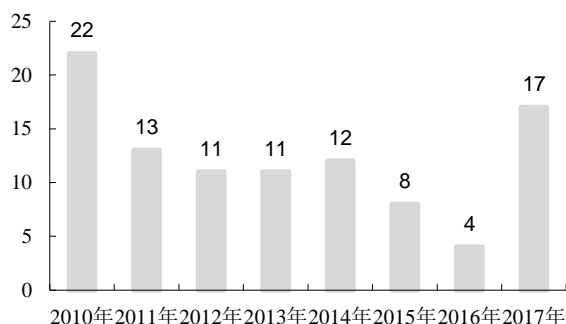
表 6:《保健食品注册与备案管理办法》相关规定

	国产	进口
注册	使用保健食品原料目录以外原料的保健食品	首次进口的保健食品【是指非同一国家、同一企业、同一配方申请中国境内上市销售的保健食品】
备案	使用的原料已经列入保健食品原料目录的保健品	首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品【其营养物质应当是列入保健食品原料目录的物质】

数据来源: CFDA, 东吴证券研究所

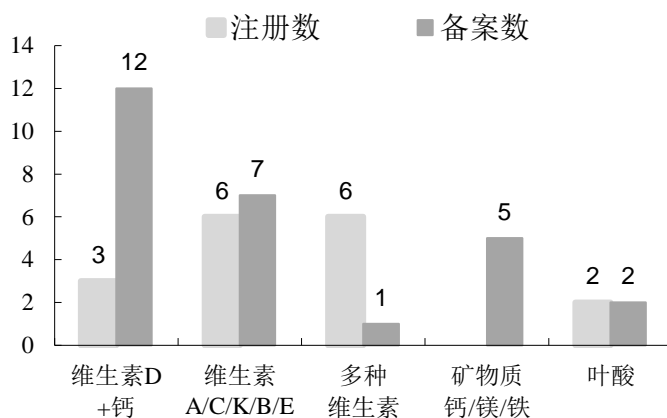
以 2017 年为例, 尽管政策出台后进口保健品获得批文的数量较 15、16 年有较大增加, 但获批产品全部为维生素、矿物质和叶酸类。销售该类产品的企业仍为国内企业, 像 Swisse 的“拳头产品”如胶原蛋白液、葡萄籽精华, 澳佳宝的“拳头产品”如黄金营养素、深海鱼油, 即使有意进入药店渠道也仍需经历漫长的注册流程, 因此未来几年政策不会对药店保健品的竞争格局造成较大影响。

图 20: 2010-2017 进口保健品获得注册批文数量 (单位: 个)



数据来源: CFDA, 东吴证券研究所

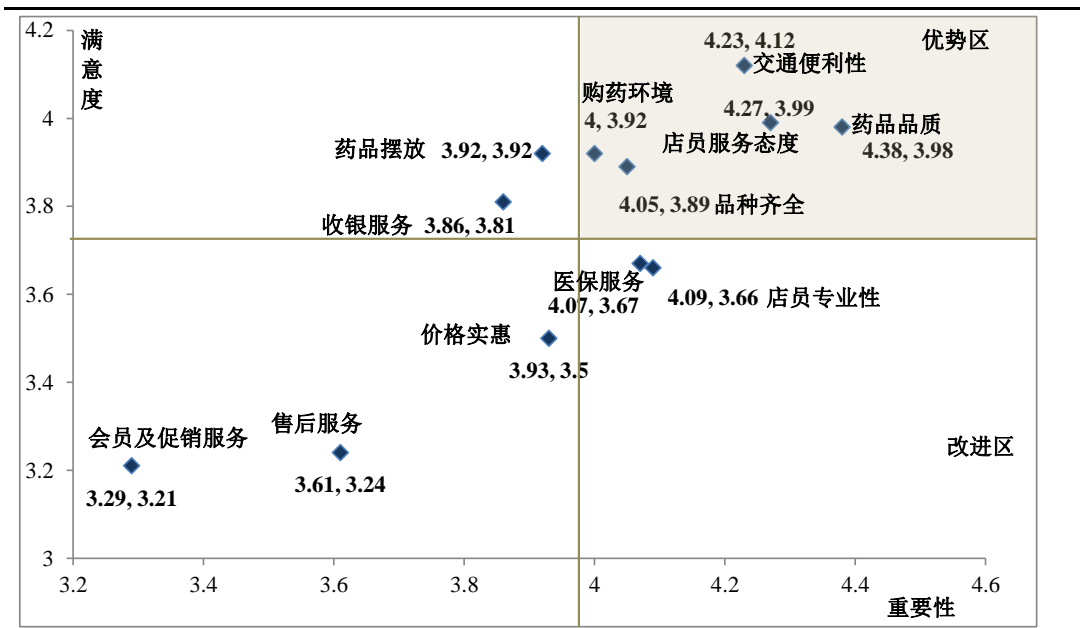
图 21: 2017 年获得注册/备案的进口产品类别及数量 (单位: 个)



数据来源: CFDA, 东吴证券研究所

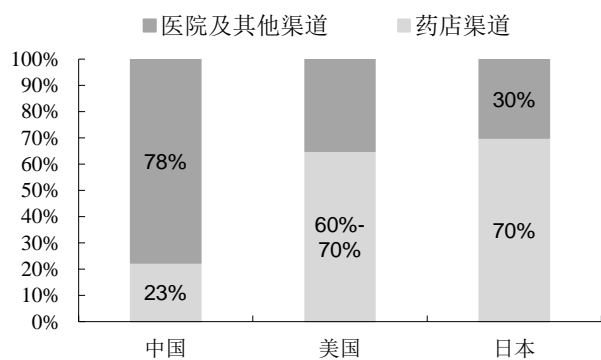
药店渠道未来: 专业化为渠道制胜法宝。 药店保健品市场未来增速取决于**药店整体规模增速**和**单店保健品销售增速**。“医药分开”趋势下**药店规模增长确定性高**: 美国、日本药品销售渠道中药店占比在 60% 以上, 相比之下中国药店渠道仅占 23%, 罗兰贝格预测直至 2020 年, 药店市场年平均增速在 10%-15% 之间。专业化和品牌力是提高单店保健品销售增速的关键: 尽管线上渠道近年来快速增长, 但药店渠道与之相比仍具备独特的竞争优势: 根据中国消费者协会调查, 超五成消费者购买保健食品时选择“蓝帽子”标志, 药店品牌认可度较高; 同时药店消费群体近 50% 为 60 岁以上老年人群, 电商渠道吸引力弱, 直销渠道信赖度低, 如果药店能较好的解决服务和员工专业性痛点, 未来单店保健品销售额仍有较大提升空间。

图 22：药店消费者不同指标满意度和重要性排序



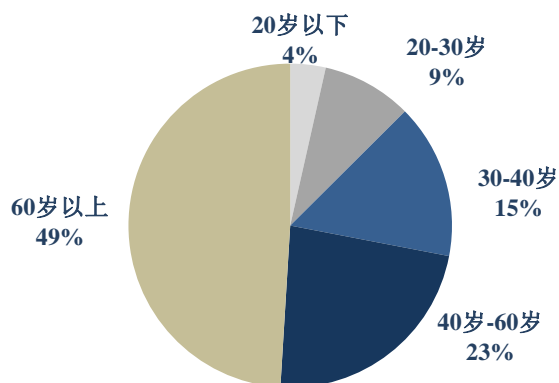
数据来源：中康 CMH，东吴证券研究所

图 23：中美日三国药品销售渠道对比



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图 24：药店消费者年龄结构



数据来源：中国药店研究部，东吴证券研究所

表 7：药店保健品发展阶段

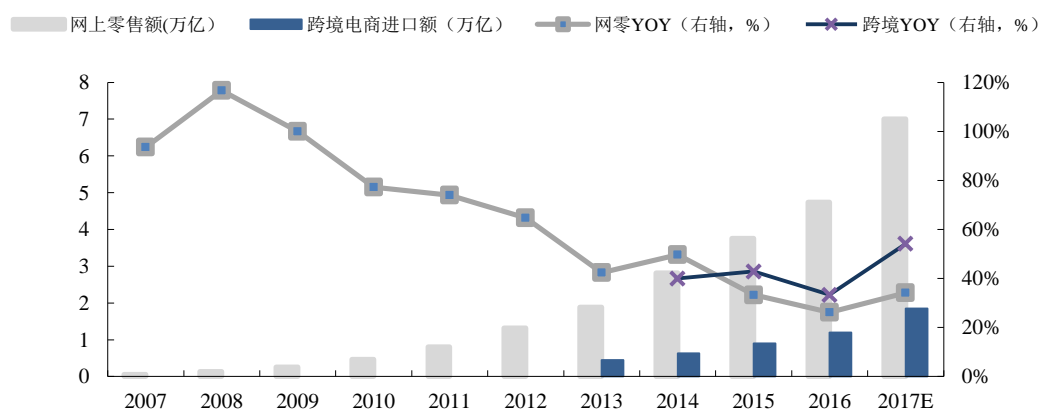
阶段	发展契机	特点	典型产品	产品销售	面临的问题
2005-2010	品类多元化需求	快速扩充药房产品类别	有强大广告支持的减肥、增强免疫力类产品，如碧生源	生产商强力广告宣传驱动，店员销售能力差	消费者认知不足，缺乏合适的动销方法和销售动力
2010-2014	药房成本高企压力	高毛利驱动下的店员动销	鱼油、卵磷脂、维矿等基本营养素产品	店员专业水平不足，对产品了解程度低，高毛利驱动下的过度销售	店员不专业，过度营销，消费者信任度低
2015-至今	提高销售专业化水平	“对症用药”为出发点的专业化销售	精细化分类下的产品类别，如氨糖软骨素	产品功效指向性增强，店员推销专业化度提高	线上渠道的挤压
未来	以消费者需求为导向	“新零售”下由“产品销售→健康服务”转变	——	线上渠道快速发展，信息不对称程度降低背景下，需要以消费者需求为销售核心	——

数据来源：第一药店财智，东吴证券研究所整理

2.4. 电商：高增红利期，销售占比不断提升

受益于电商自身增长红利，保健品线上渠道保持高增速。在保健品的所有销售渠道中，电商是近年来增速最快的渠道。根据罗兰贝格数据，电商渠道 2011-2016 年销售额 CAGR 超 50%。保健品线上渠道的快速增长主要得益于电商行业的高速发展，根据《中国电商年度发展报告》，网上零售市场从 2007 年兴起到如今不断成熟，十年来 CAGR 超过 60%，其中跨境电商市场也在近五年经历快速增长，根据阿里研究院估计，跨境电商 2017 年市场交易规模将达 1.85 万亿，增速快于一般网上零售。

图 25：线上零售及跨境电商销售额变化及增速



数据来源：中国电商年度发展报告，阿里研究院，东吴证券研究所

马太效应-龙头品牌份额不断扩大。目前阿里平台线上销售额前三品牌依次是汤臣倍健、Swisse 和肌肉科技，CR3 超过 15%，而 CR10 不足 30%，头部两家企业拉开与其余竞品的差距。而京东平台销售前两名分别为汤臣倍健和善存钙尔奇，汤臣倍健占据绝对优势。以阿里平台为例，品牌竞争格局从跨境品牌和国内二三线品牌主导变为跨境品牌和国内一线品牌主导，目前汤臣和 Swisse 市占率超过 6%，其他品牌市占率均不足 3%，汤臣和 Swisse 龙头优势明显。

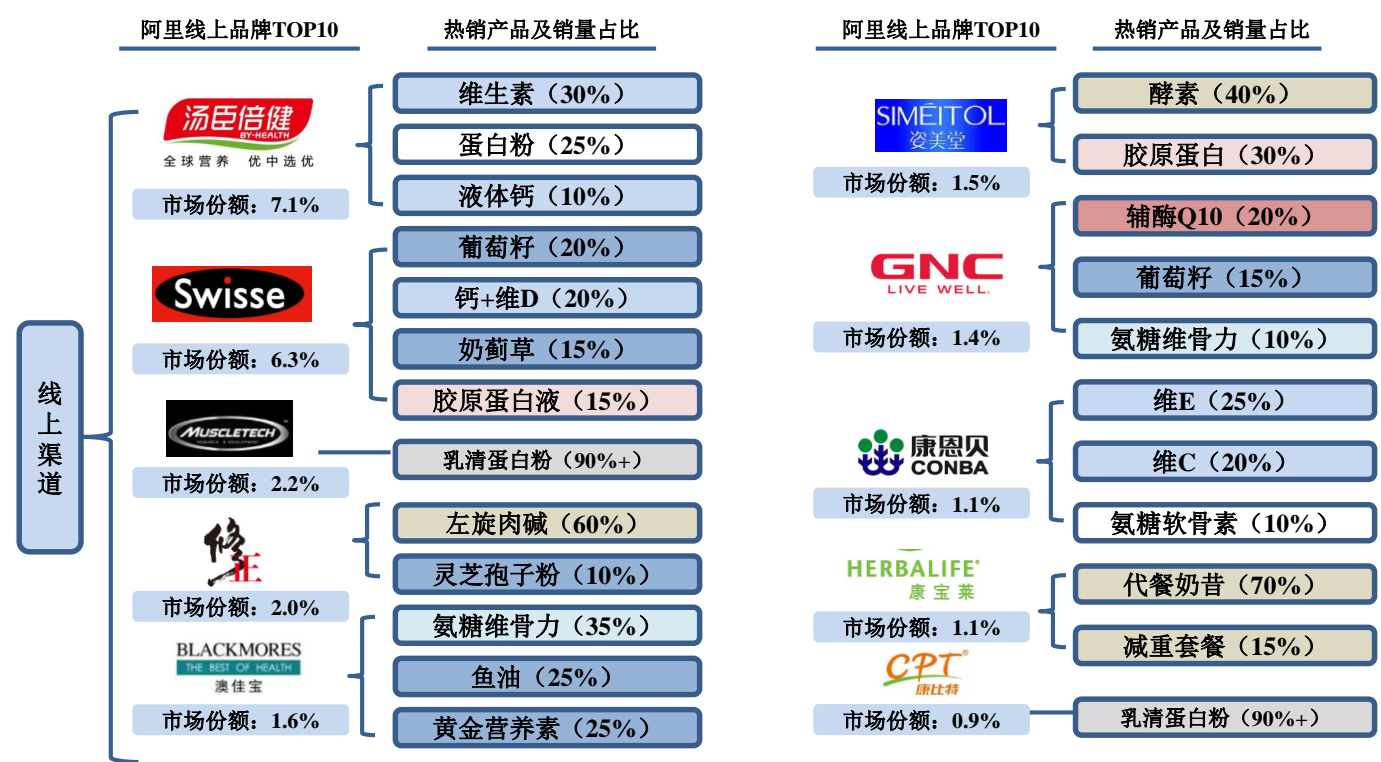
表 8：2015-2018 年阿里巴巴平台各品牌销售额排名变化

品牌排名	1	2	3	4	5	6	7	8
2015 年 7 月	Swisse	CPT	姿美堂	—	GNC	康宝莱	普丽普莱	蒂芬妮
2016 年 5 月	Swisse	康宝莱	修正	肌肉科技	CPT	GNC	澳佳宝	普丽普莱
2017 年 5 月	汤臣倍健	Swisse	修正	肌肉科技	康恩贝	澳佳宝	GNC	普丽普莱
2018 年 5 月	汤臣倍健	Swisse	肌肉科技	修正	澳佳宝	姿美堂	GNC	康恩贝

数据来源：淘宝网，卖家网，东吴证券研究所

各品牌产品类别错位竞争。由于线上渠道是多数海外品牌进入中国市场的唯一渠道，所以相比药店和直销，电商渠道品牌数量较为丰富。然而线上品牌热销品类重合度不高，呈现错位竞争特点。如汤臣热销品类是维生素和蛋白粉，而 Swisse 热销品类主要是葡萄籽、奶蓟草等草本类补充剂。

图 26：天猫平台保健品 TOP10 品牌市场份额及热销产品情况



数据来源：天猫，东吴证券研究所

注：TOP10 品牌市场份额及热销单品销量占比数据是通过爬取天猫平台保健品品类所有产品过去一个月单价及销量数据后，计算而得。

2.5. 跨境品牌，冲击几许？

受制“蓝帽子”和跨境电商制度，海外品牌进驻中国仍有较大阻碍，但海外品牌助力消费者教育，做大市场蛋糕。市场对于海外品牌对国内市场的冲击一直有所担忧，1) 我们认为保健品严格的审批制度是海外品牌进入中国市场的一大阻碍；2) 国外保健品牌加强国内消费者的品类教育，反而为行业扩容提供支撑；3) 对中国消费者的了解和对国内电商平台运营策略的选择将是国内龙头品牌的竞争优势所在。

跨境电商为跨境品牌首选渠道，政策风险仍旧存在。在保健品销售的三条主要渠道中，直销对销售团队要求高且当前格局已较为稳定，药店需要“蓝帽子”批文耗时3-5年时间长，所以电商成为跨境品牌首选渠道。目前阿里平台跨境品牌销售额约占保健品总销售额50%，跨境电商按照个人物品监管，政策限制很少，未来跨境电商政策的走势是跨境品牌面临的最大不确定性。

跨境品牌进驻对产品竞争力提出更高要求，国内龙头品牌在竞争中依旧具有优势。由于跨境品牌拥有所在国家的背书，因此对国内电商品牌将产生一定冲击，最终胜出的将是有较强产品竞争优势的龙头企业。从阿里品牌格局的演变我们可以看出，1) **表现较好的跨境品牌是被国内企业收购的品牌。**阿里销售TOP3品牌中，除汤臣倍健，Swisse和肌肉科技均被国内企业收购，且两个品牌销量快速增长期也是在收购之后，这说明跨境品牌单靠品牌背书并不足以稳占胜局，本土的运营管理等经验是加速关键。2) **国内龙头如汤臣反超国外品牌成为龙头。**汤臣从2017年4月超越Swisse成为阿里销售TOP1后，一直保持着领先优势，且优势不断扩大。

3. 论公司：膳食营养补充剂龙头，“四力”构筑护城河

3.1. 非直销行业膳食营养补充剂龙头

汤臣倍健创立于1995年10月，2002年系统地将膳食补充剂引入中国非直销领域，并迅速成长为中国膳食补充剂领导品牌和标杆企业。2010年8月，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。汤臣倍健致力于为用户健康创造价值，坚持“一路向C”的核心战略，致力于从单一产品提供商逐步升级至健康干预的综合解决方案提供商，成为膳食补充剂行业的领导企业，为消费者的健康创造更大价值。目前，公司业务由汤臣倍健、广东佰嘉、广东佰悦、广东佰腾、香港佰瑞和大健康产业布局等构成。

3.1.1. 横向看业务：以汤臣倍健主品牌为中心，多品牌布局的“大药业”格局

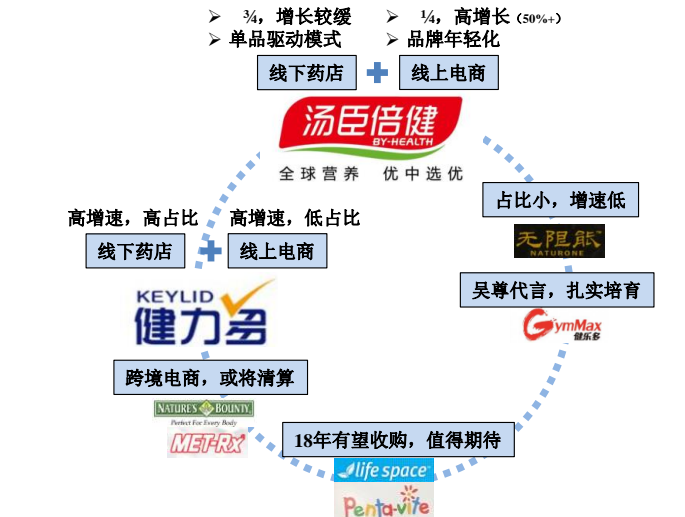
多品牌储备，汤臣主品牌（包含健力多）贡献收入主要来源。公司的收入由汤臣主品牌、健力多（大单品）、健之宝（自然之宝和美瑞克斯）以及无限能、健乐多等品牌贡献。根据草根调研，汤臣主品牌收入占比最多，截至2018H1，占比超70%，主要产品类别有维生素类、蛋白粉、液体钙等；健力多单品17、18年增速强劲，截至2018H1

占比已近 20%；跨境电商品牌（自然之宝和美瑞克斯）由于双方股东在未来方向、运营和供应上有较大分歧，目前已就自主清算达成共识；线上无限能、健乐多等品牌占比较小，目前仍在品牌培育期。公司 2018 年新推出线上 YEP 系列产品和 F6 功能饮料，定位年轻化，看好未来发展。

药店渠道高占比，线上渠道快增速。目前汤臣主品牌的销售收入主要来源于药店渠道，受制于渠道高速扩张期接近尾声，行业增速放缓，但公司 2017 年推出“大单品战略”并取得较大成功，目前单品对主品牌动销效应已初现，预计为线下增长打开空间；公司适时推出电商品牌化 2.0 战略，并相继推出线上专供品、邀请米兰达·可儿和蔡徐坤为 YEP 系列产品代言，预计未来主品牌线上占比不断提高。健力多产品定位中老年，因此药店占比远超线上，但目前线上线下渠道均在高速增长；自然之宝和美瑞克斯品牌由于双方股东在运营和供应等方面上有较大分歧，拖累整体增长，目前已就自主清算达成共识。

图 27：公司当前业务格局

图 28：不同业务渠道结构及增速情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所推算

资料来源：公司公告，东吴证券研究所推算

3.1.2. 纵向看历史：好赛道，好公司，擅调整

汤臣从 2001 年选择膳食营养补充剂赛道后，近 20 年一直专注该领域增强自身竞争力，目前已成长为产品有差异化优势，渠道广布局，品牌知名度高，服务不断深耕的膳食营养补充剂龙头企业。受益于管理层丰富的行业经验和灵活的组织结构，公司能及时应对行业变化作出调整，逐渐成为非直销膳食营养补充剂行业龙头。

1995-2001 年：错误方向愈挫愈勇，积累宝贵行业经验。汤臣倍健成立于 1995 年，公司初创时的四位“元老”为 90 年代风靡一时的保健品品牌“太阳神”原职工。公司最初选择保健酒方向，经历销售滑铁卢；后进军蜂王浆产品，仍旧销路不佳；1998 年瞄准“丙酮酸钙”类产品，虽创一时销量奇迹，最终仍旧“英雄气短”。这一阶段的汤臣团队屡败屡战，虽多次失败，但积累了宝贵的创业经验和行业资源。

2001年-2010年：借鉴国外经验专注营养补充剂，好赛道中快跑。企业发展方向的转变来自于董事长梁允超的美国考察：不同于当时中国保健品行业靠“广告+功能”拉动销售的盈利模式，美国基础营养类的膳食营养补充剂市场已较为成熟。随后，汤臣转变企业定位，由强调产品功效的功能模式转变为营养基础模式，专注做中国的膳食营养补充剂。2004年，汤臣确立了“取自全球，健康全家”的品牌理念，在全球范围采购原材料，打造高品质产品。2008年，公司在非直销膳食营养补充剂领域市场占有率达10%，位居第一名。2010年，汤臣签约姚明为品牌代言人，品牌知名度大幅提高。2010年底，汤臣在A股成功上市。

2010年-2015年：蓝海行业中的龙头企业，护城河不断拓宽。上市后，公司持续在产品、渠道和品牌等方面发力，加深品牌护城河。这一阶段公司发展方向清晰，渠道端不断扩大终端渠道覆盖度，品牌端依靠姚明及广告投入扩大影响力，产品端继续执行差异化战略、增强产品竞争力。这一阶段虽然发生了螺旋藻和毒胶囊等行业负面事件，但企业凭借其值得信赖的产品品质躲过一系列“惊涛骇浪”。

2015年-2016Q2，行业新格局下的阵痛期。2015年是公司战略调整的一年。从行业格局看，线上渠道不断挤占药店渠道份额，跨境品牌冲击国内品牌，药店增速放缓。从公司看，消费者年龄层偏大，新品占比较低等问题凸显。

2016Q2-2017年底，业务整合和结构调整期。2016Q3成立电商事业部，独立于市场中心；2016年底成立大药业，佰嘉商务团队并入药业。

2018年-2020年，大单品+电商品牌化 2.0 助力腾飞，开启新一轮增长周期。

以大单品战略+电商品牌 2.0 为抓手，助力腾飞。同时基于长远布局考虑，2018年为国际化元年，积极布局细分子领域的国际品牌。比如公司作价1亿元收购儿童营养剂 penta-vite，公告拟作价35.6亿元收购益生菌品牌 Life-space，意在丰富公司产品线，迈出公司“品牌全球化”战略的重要一步。

图 29：百度指数变化趋势——汤臣热度居高不下



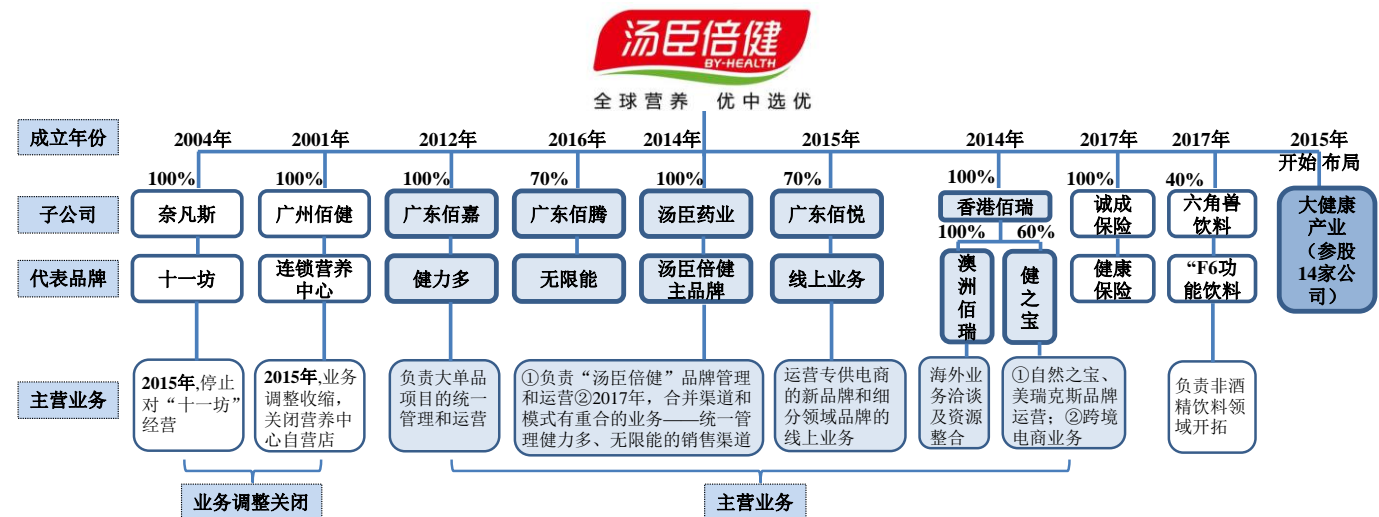
数据来源：百度指数，东吴证券研究所

3.1.3. 看架构：子公司专业管理，合力打造“大药业”

公司目前拥有5家全资子公司，7家控股子（孙）公司和14家参股公司。12家控股公司主要涉及线下、线上渠道，主品牌、大单品、运动营养、跨境品牌等多个业务板块，而14家参股公司主要发力于大健康产业的布局。对公司业绩有重要影响的子公司包括：汤臣药业（负责“汤臣倍健”主品牌运营和健力多、无限能渠道管理）、广东佰嘉（负责

大单品项目健力多运营)、广东佰悦(负责专供电商的新品牌和细分领域品牌的线上业务)、健之宝(负责自然之宝和美瑞克斯的跨境购业务)、广东佰腾(负责无限能品牌的运营)。

图 30: 汤臣倍健主要业务框架示意图

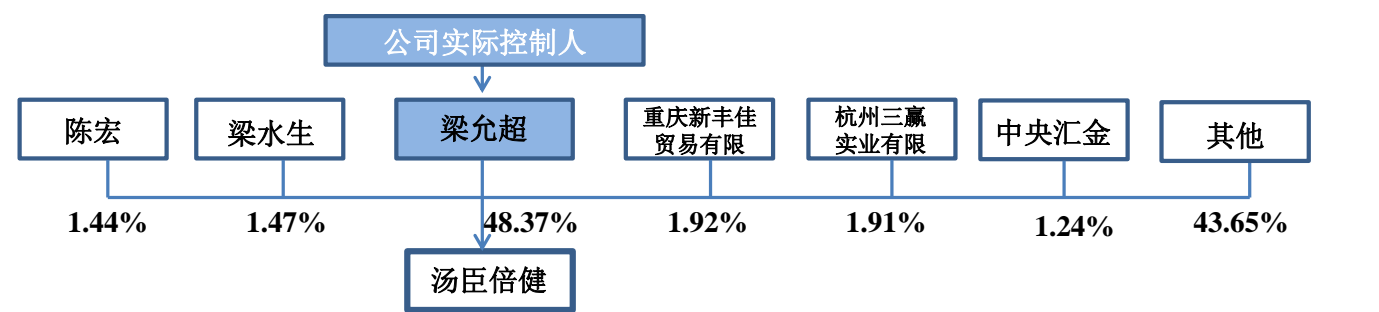


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.1.4. 理管理: 股权结构集中, 管理团队利益紧密绑定

实际控制人持有公司 48.4% 的股权, 股权集中度高。梁允超先生为公司董事长, 同时也是公司控股股东和实际控制人, 持有公司 48.4% 的股份, 其他股东持股比例均未超过 2%。上市以来公司实际控制人未发生变化, 股权结构稳定。

图 31: 汤臣倍健股权结构图



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

管理团队深耕膳食营养补充剂行业, 从业多年经验丰富。汤臣倍健的主创团队多年深耕保健品行业, 创业团队平均从业资历超过 20 年, 具有丰富的行业经验。汤臣倍健内部分工明确, 董事长梁允超主管战略和人力, 汤晖主管销售, 陈宏主管品牌, 梁水生主管生产, 各司其职, 互不干预。

表 9: 重要高管简介

姓名	职务	薪资 (万元)	截至 2017 年末 持股市值(亿元)	个人简历
----	----	---------	---------------------	------

梁允超	董事长	75	106.73	硕士研究生。曾任广东太阳神集团有限公司上海分公司负责人;2002年至2008年历任广州佰健执行董事,总经理,监事;2008年担任海狮龙董事长;2008年9月至今任本公司董事长。
汤晖	董事	430	1.39	硕士研究生。曾任广东太阳神集团有限公司市场部经理;2002年至2006年历任广州佰健市场总监,副总经理;2006年底起历任海狮龙董事,总经理;2008年9月至今任本公司董事;2008年9月至2015年2月任公司总经理;2015年2月至今任汤臣倍健药业有限公司董事长。
梁水生	副董事长	350	3.24	硕士研究生。曾任广东太阳神集团有限公司江苏市场部经理;2002年至2004年历任广州佰健华南市场部经理,副总经理;2005年至2008年历任海狮龙董事长兼总经理,董事,副总经理;2008年9月至2011年9月任本公司董事,副总经理;2008年9月至2012年7月任本公司董事会秘书;2011年9月至今任本公司副董事长。
林志成	董事、 总经理	340	0.15	本科。2011年7月加入本公司任投资发展中心总监;2012年6月至2015年2月任公司副总经理;2012年7月至2014年9月任公司董事会秘书;2014年9月至今任公司董事;2015年2月至今任公司总经理。
陈宏	副总经理	312	3.18	硕士研究生。曾任广东太阳神集团有限公司广告策划部经理;2002年至2008年历任广州佰健品牌总监,总经理,董事长;2007年至2008年兼任海狮龙副总经理;2008年9月至2014年9月任公司董事;2008年9月至今任本公司副总经理。
蔡良平	副总经理	433	0.12	EMBA。2009年10月进入本公司,任生产中心总监;2011年11月起至今任本公司珠海厂总经理;2014年9月至今任本公司副总经理。

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

事业部制+股权激励,员工与业绩高度绑定。作为一家民营企业,汤臣倍健推出一系列股权激励和管理层持股计划,保证管理层与公司紧密绑定。公司2015年调整经营架构,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,旨在形成以项目公司团队为核心的老板/事业合伙人文化。目前,广东佰腾和广东佰悦两个子公司的管理层各持有30%和30%的子公司股权,充分调动了每个子公司核心管理层的积极性。同时,公司于2016年10月推出新一轮股权激励方案,拟向36名董事、高管以6.35元/股的价格授予1430万股限制性股票(2016年10月19日股票收盘价12.74元/股)。股权激励覆盖对象包括股份公司、汤臣药业、广东佰嘉、广东佰悦、广东佰腾及健之宝相关高管合计36人。

表 10: 汤臣倍健股权激励授予条件

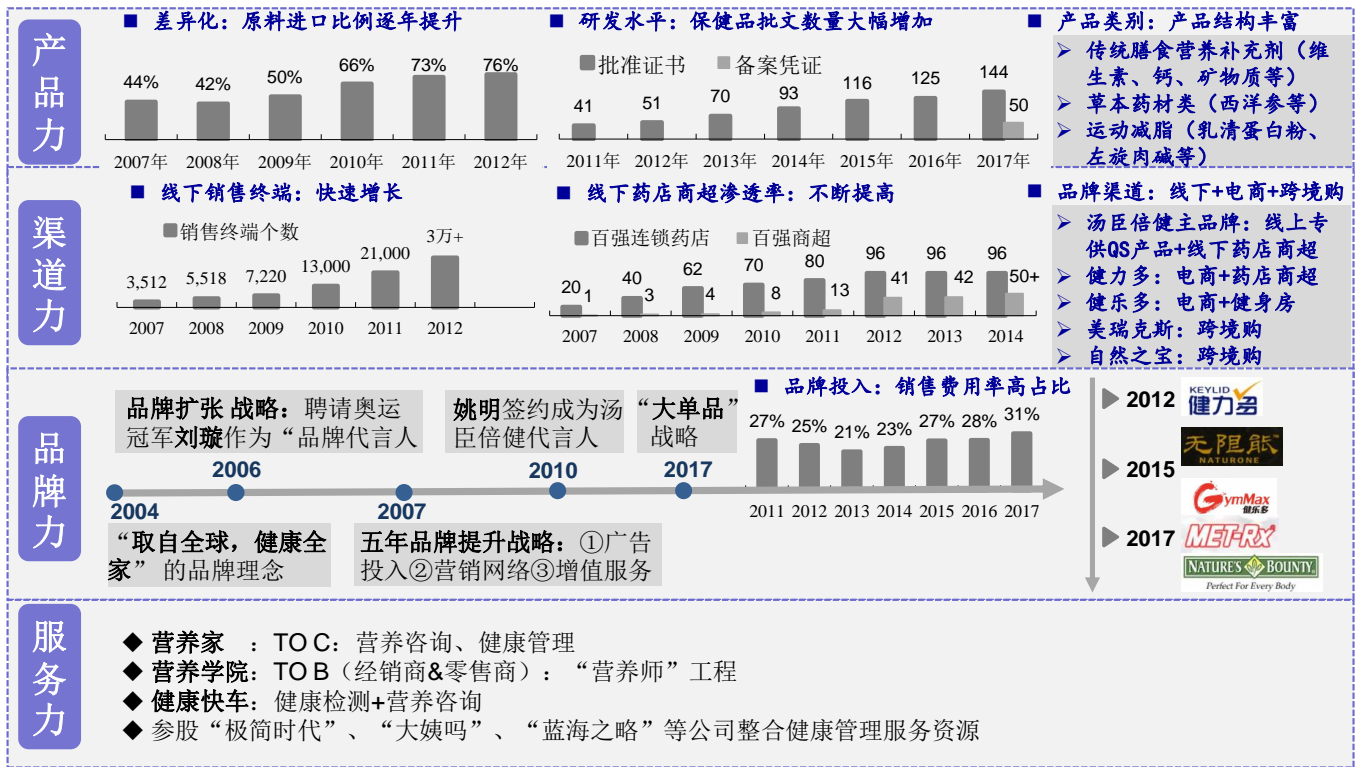
首次授予行权期	要求	行权比例
第一个行权期	以2016年营收为基数,2017年营收增长率不低于10%	30%
第二个行权期	以2016年营收为基数,2018年营收增长率不低于21%	30%
第三个行权期	以2016年营收为基数,2019年营收增长率不低于33%	40%

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

3.2. 话壁垒:产品+渠道+品牌+服务,“四力”铸就护城河

汤臣倍健以高品质、差异化的“产品力”为基石，以“品牌力”与“渠道力”为依托，重点致力于“服务力”核心竞争力的建设，由产品营销向价值营销转变，全面构建公司综合竞争能力。目前，汤臣倍健在产品、渠道、品牌和服务多个维度均全面领跑行业：

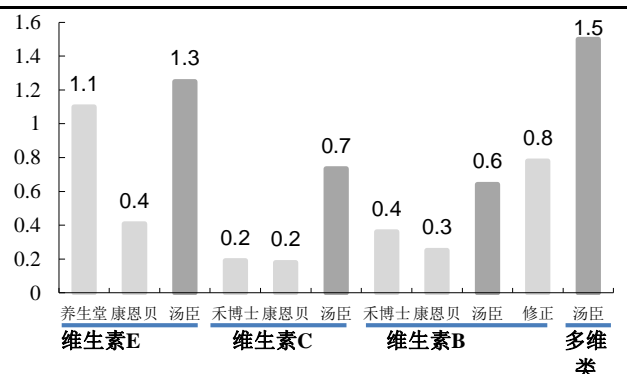
图 32：汤臣倍健核心竞争力和优势图解



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

产品力：“高品质+差异化”，多年深耕形成深厚“护城河”。传统保健品面临的主要问题是产品同质化严重，因此往往竞争激烈，品牌间替代性强。汤臣倍健从2004年便确立了产品差异化战略，坚持“取自全球，健康全家”的品牌理念，在全球范围内甄选优质原材料。截至目前，汤臣原材料来自23个国家和地区，原料进口比例超过75%，在行业内树立起高品质标杆；公司持续加大研发力度，不断开发新产品，保健食品批文数量快速增长。以维生素这种目前产品竞争较为激烈的品类为例：从产品类别看，汤臣不仅有单一维生素类别，而且针对六类群体开发出不同品类多维片，定位精准，差异化明显；从产品价格看，取自全球的高品质原材料为汤臣的产品带来了较高的品牌溢价，保证汤臣产品在竞争激烈的同品类产品中脱颖而出。

图 33：汤臣倍健维生素具备品牌溢价（单位：元/日）



资料来源：天猫数据，东吴证券研究所

图 34：汤臣倍健原材料全球布局



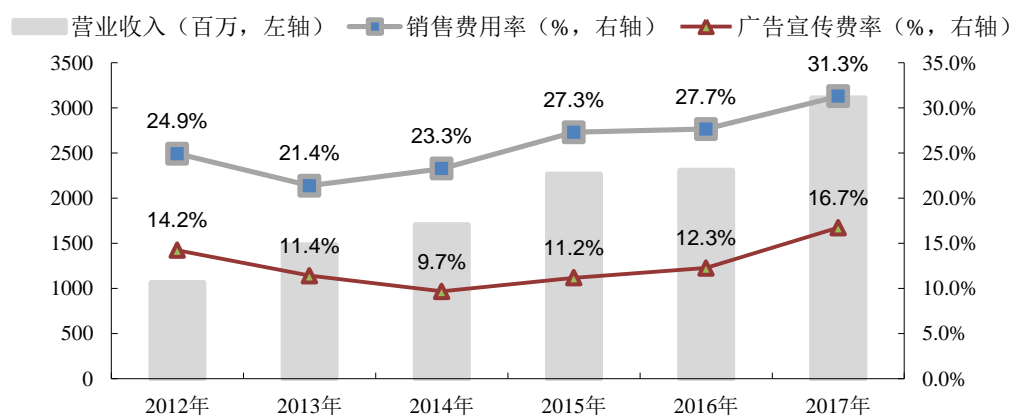
资料来源：天猫，东吴证券研究所

渠道力：线下药店高壁垒，线上电商猛发力，全渠道布局引领企业高速增长。1)

公司深耕线下非直销渠道，多年市占率保持第一，线下竞争壁垒高。截至 2014 年，目前公司线下已布局 96 家百强药店和 50 余家百强商超；2012 年起实施终端精细化管理项目，在扩张数量的同时提高单店产出质量。2017 年，在线上渠道挤占线下份额的趋势下，仍能借助健力多单品拉动药店渠道较高增长，未来线下渠道仍具看点。

2) 对于线上渠道，公司从 2015 年布局线上业务以来，采取多项战略措施抢占市场份额。2018 年，公司提出“电商品牌化 2.0”战略，复制线下的差异化竞争优势到线上，通过加大线上渠道费用投放和推出电商渠道专供产品发力主品牌，不断扩大“汤臣倍健”品牌在电商保健食品类目的领先优势。

图 35：汤臣倍健销售及广宣费率变化趋势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

品牌力：从“广告代言”到“全球化战略”，汤臣品牌知名度不断提升。品牌是消费者购买保健品时的重要考量。汤臣倍健不仅高度重视品牌的建设和推广，而且每一步品牌战略都与公司发展阶段恰当融合：**第一阶段**，将汤臣打造成知名大众消费品牌。在公司具有坚实的产品力基础后，2006 年始开始在品牌运作层次发力：先后聘请刘璇、姚明两位知名奥运明星代言，迅速提高品牌知名度；5 年品牌提升战略，在央视、地方卫视、杂志等媒体全方位发力，进行品牌输出。**第二阶段**，结合汤臣自身

战略及优势精准推广：2017年集中推广大单品，卫视+杂志+药店+自媒体平台多渠道发力提高健力多品牌影响力；**第三阶段**，2018年借助全球原料的竞争力树立汤臣“高品质”形象，主打“23国营养，为1个更好的你”品牌形象，并继续推动大单品的品牌宣传。

图 36：姚明代言汤臣倍健



资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

图 37：汤臣新品牌广告在各大机场播放



资料来源：全媒通，东吴证券研究所

服务力：营养家+营养学院，布局未来的正确方向。“品牌力”增加了产品被选择的概率，而“服务力”则是维持消费者粘性的长期保证。汤臣倍健从2011年起便提出将“服务力”作为核心竞争力之一，经过多年布局，体系日渐完善：一方面，B端营养学院持续提高经销商和零售商的专业服务能力；另一方面，C端“营养家”会员体系为消费者提供更多增值服务，不断增强品牌竞争优势；同时，公司持续投入资源（如成立保险公司、设立健投基金等）布局大健康产业，战略眼光长远。

4. 探成长：大单品与电商齐飞，线下空间打开，平台化优势凸显

4.1. 大单品战略：精心筛选的品种，行之有效的策略

大单品战略简而言之就是通过好产品（强功效），强渠道（广分销），行之有效的营销策略（提升认知度和专业度），集中投放资源，带动某一个单品爆发式成长，成为相应品类绝对领先品牌，进一步的，通过大单品的成功提升品牌拉力，品牌效益延伸至其余品类。

公司自大单品战略推广以来，精心筛选品种，并以成熟的策略导入，效果良好。以2017年起爆发成长的健力多为例看大单品战略，健力多的氨糖软骨钙片大单品从2012年开始培育，到2017年正式爆发，主要得益于三个方面：1）细分行业定位精确；2）营销策略成熟优秀；3）渠道借力主品牌。目前健力多终端销售额超过10亿，但离天花板尚远，18年将继续成为拉动营收的主要驱动力之一，预计18年终端销售额有望达到20亿元以上。

同时不可忽视的是，大单品战略大大提升了公司主品牌的品牌拉力，助力整个线下汤臣主业的提速。评判大单品战略成功有三个标准：（1）单品零售规模绝对领先，比如健力多，目前线下市场份额稳居第一；（2）可复制性和可持续性；（3）品牌效益延伸至

全品类，比如健力多带动了主品牌高增（2018H1 汤臣主品牌 YOY+26%，远高于 16、17 年线下增速和行业平均水平）。

健力多的成功是表象，我们认为本质是汤臣平台化运营的能力和成熟策略的可复制性。从蛋白粉→健力多→健视佳，本质是公司品类运营能力，这种能力是公司二十年来对差异化产品、高壁垒渠道、品牌知名度和服务力不断深耕的结果。目前公司大单品储备 3 个以上，预计战略复制将持续带动未来单品成功，贡献收入增长。

4.1.1. 健力多：大单品战略先下一城，成长空间仍广

健力多聚焦骨关节健康，骨关节细分市场未来空间广阔。骨关节炎在老年人群中患病率非常普遍，数据显示，2017 年患骨关节炎的老人超 1 亿人，随着老龄化进程的加剧，患病人群还将继续扩大。氨糖类产品是预防骨关节炎的有效产品，目前美国、日本氨糖类产品分别占骨关节市场的 46% 和 69%。相比之下，中国消费者对氨糖产品认知度不足，根据汤臣倍健 2017 年国民健康调查，大部分居民选择钙类作为骨关节保护的主成分。未来，随着人口老龄化的加重和消费者认知度的提升，氨糖类产品市场空间广阔。对标美日水平（从人种角度，我们认为中国氨糖市场测算时的参考比例与日本更为接近），假设骨关节产品占整个保健品市场 6%，氨糖占骨关节市场 60%，2020 年氨糖市场将达 80 亿市场空间。

表 11：中国氨糖类市场空间测算

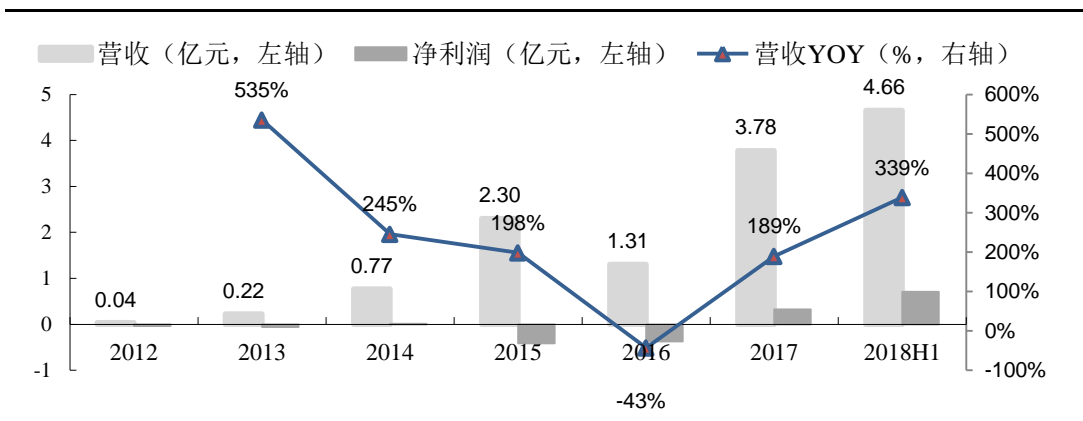
单位：亿元	保健品市场	骨关节健康品市场	骨关节占比	氨糖类占骨关节市场	氨糖市场
美国 2015	——	110	5%	46%	48.76
日本 2015	——	58	6.20%	69%	44.85
中国测算 2020	2218	133	6.00%	60%	79.8

数据来源：庶正康讯，东吴证券研究所

注：美国日本 2015 年骨关节健康品市场规模单位分别为美元和日元，我们按照 2015 年底的汇率水平换算单位。

借力汤臣主品牌优势，打通渠道障碍，营收净利高增长。健力多的销售市场可分为线上和线下药店两类，线下药店为销售主体。健力多由广东佰嘉子公司负责，最初市场与运营均由子公司团队负责，采取直供模式，提高市场份额的同时也耗费了较多的推广费用。2017 年，公司重新整合组织结构，借力汤臣主品牌经销商渠道优势，打通渠道阻碍，同时配合精确资源投放，因此营收大幅增长，净利扭亏为盈。2018 年，健力多延续高增长，H1 营收达 4.66 亿元，超过 2017 年全年水平，同比增长 339%。

图 38：2012-2017H1 年广东佰嘉营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

对于**线下渠道**：根据草根调研数据，健力多目前年线下市场份额位居第一，龙头地位稳固。对于**线上市场**：根据天猫数据，move free、健力多、澳佳宝是销量最高的三个品牌，市场份额分别约为 37%、27%和 10%，其中健力多是电商平台氨糖品类**唯一**正增长品牌。相比 move free，健力多产品在成份上多添加了汉方骨碎补，产品有竞争力，且健力多日服用成本比 move free 高出较多，具有品牌溢价，预计未来在线上渠道至少可以守住 TOP2 的优势，甚至可以通过性价比和后续品牌认可度提高的竞争优势超过 move free 成为第一名。

高密度媒体覆盖，宽广度专业化营销，口碑积淀核心用户群。2017 年公司的广告投入主要聚焦大单品。在媒体渠道，从 6 月份起持续进行多月高密度高频次的央视+卫视+地方台的宣传活动，快速地建立了健力多的产品知名度，核心 50 岁以上人群覆盖人次高达 500 多亿，观看人数到达 4 亿；推出《新老人三部曲》微视频和《关节有话说》趣味短视频，实现氨糖品类教育；以权威媒体“人民日报”树高度，全网总曝光量高达 5.2 亿，视频播放量近 6500 万。在药店终端，主题促销活动同时覆盖了 8 万个药店连锁门店，终端活动参与率高达 50% 以上；专业化营销，针对全国重点核心城市开展了 13 场广场舞形式的健力多品牌路演活动，配合骨健康检测、骨健康讲座等销售手段，将营销力转化为销售力。提升口碑、圈层口碑、各大精准圈层吸引种子用户。进行社群运营，教育、增加消费者忠诚度。

图 39：健力多的电视媒体宣传



资料来源：搜狐财经，东吴证券研究所

图 40：线下销售终端宣传促销活动



资料来源：搜狐财经，东吴证券研究所

4.1.2. 举一反三：单品策略突出重围，持续推出单品

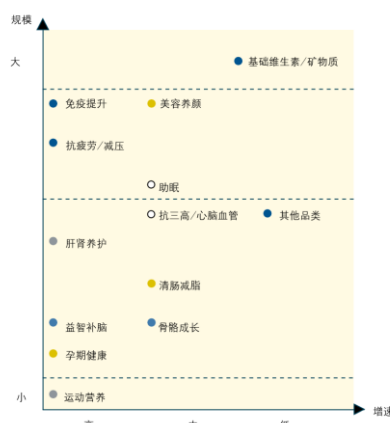
汤臣成立至今，蛋白粉和健力多均属于营收占比超过 10% 的大单品，我们认为成功原因为定位需求+打通渠道供给+营销强力支持的结合。**需求端**：蛋白粉主打“增强免疫力”，虽未精准定位至细分市场，但功能迎合消费者需求，且市场没有较强竞争对手；氨糖软骨素钙片瞄准中老年骨健康市场，功能定位精确，相比一般钙产品更能切中痛点，且培育期较长，市场没有先入者。**渠道端**：汤臣在线下药店渠道具有绝对优势，可以迅速进行终端铺货和渠道拓广。蛋白粉推广时线下尚未受线上冲击，增长势头较好；而健力多目标人群为中老年，与药店主要消费群体高度契合。**营销端**：蛋白粉依靠姚明迅速提高知名度，醒目的广告宣传在消费者心中建立起“蛋白粉-姚明-汤臣倍健”的品牌联想；健力多营销结合多方媒体和终端药店，在投入费用和重视程度均高举高打。

图 41：蛋白粉单品大大受益于姚明代言



资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

图 42：免疫提升类产品规模大增速高



资料来源：罗兰贝格，东吴证券研究所

下一单品健视佳，预计仍可继续复制以往单品成功模式。从市场空间看：1.6 亿学生中近视率为 40%，中国受蓝光伤害的网民规模有 7.1 亿，患眼部老化和视力退化的老年人群有 2.2 亿，市场规模可达数百亿元。从渠道端看：公司线下渠道具备绝对优势，线上目

前护眼类保健品市场尚小；从产品看：欧洲越橘+美洲叶黄素酯+澳洲β-胡萝卜素，越橘花色苷含量为常用蓝莓四倍，产品具备较强的竞争优势；从营销看，目前已在辽宁和四川卫视试点，预计未来推广将延续高密度集中投放模式，迅速打造产品知名度。

4.2. 电商品牌化 2.0：行业高增，已成龙头，趁胜追击

行业高增：电商行业有望保持 40%+增长。 保健品电商近两年增速一直维持较高水平。根据历史表现，结合对行业未来的判断，我们预计保健品电商渠道的增速稳定保持在 30% 以上，仍处高速成长阶段。根据目前品牌格局，我们认为在线上渠道具备较强竞争优势的，不是海外跨境品牌，而是熟知中国市场特点的国内企业或被国内企业收购的国外品牌，如汤臣倍健（阿里销售 TOP1），并入 H&H 国际控股的 Swisse（TOP2），并入西王食品的肌肉科技（TOP3），而汤臣预计有望继续拉开与竞品份额差距，巩固龙头地位。

阿里京东排名第一，龙头优势不断稳固。 2017 年，公司在阿里、京东和唯品会保健品排名分别位居第二、第一、第二，根据最新阿里数据，公司目前已成为阿里保健品第一品牌，且 2018 年来增速持续高于第二名 Swisse，领跑行业，强者恒强。公司 2018 年进入“电商品牌化 2.0”阶段，随着线上渠道投入力度的扩大，预计市场份额将进一步提高，线上高增速将拉动汤臣主品牌保持较快增长。

乘胜追击，电商渠道运营能力领跑。 不同于药店定位中老年消费群体，电商渠道消费者 18-35 岁人群占比 70%，因此动销关键是**定位年轻化**。汤臣倍健 2018 年打出一系列出色“组合拳”推进“电商品牌化”战略，塑造年轻化品牌形象：1) 启动双代言人作为子品牌代言人。国际超模米兰达·可儿+流量明星蔡徐坤代言子品牌 YEP 系列产品，精准定位年轻化群体；2) IP 联合。17 年联合变形金刚，18 年联合大英博物馆、LINEFRIENDS 等，这些符合年轻人口味的 IP 营销在提升销量的同时，也成功提升了品牌知名度和影响力；3) 新包装针对个性化需求，追求差异化、年轻化；4) 全新店铺形象。充分发挥“取自全球”的原材料优势，提出“让 23 国原料自己讲故事”，把产品差异化战略深入产品、品牌的方方面面。

图 43：蔡徐坤&米兰达·可儿代言汤臣倍健



资料来源：天猫，东吴证券研究所

图 44：联手大英博物馆&Linefriends 塑造年轻化形象



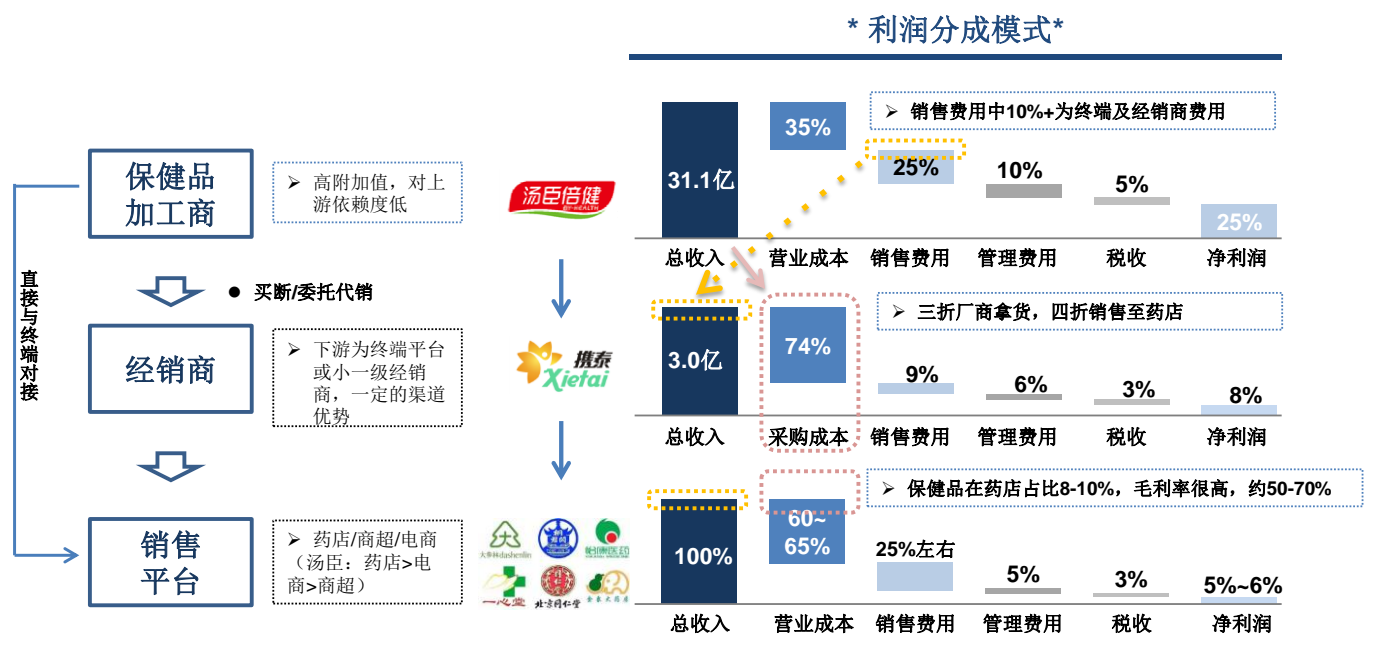
资料来源：搜狐网，东吴证券研究所

4.3. 线下空间打开：药店渠道为绝对龙头，大单品带动其余品类增长

渠道高毛利+品牌保障+贴心服务力，高占比药店渠道铸就高壁垒。药店渠道为汤臣销售主体，经过近二十年深耕，药店渠道构筑高壁垒在众多品牌中占据绝对优势。

1) 渠道高让利。公司非常注重与经销商合作，在招股书中指出，“经销商是整个营销网络至关重要的一环……区域管理中心和营销办事处，目前大多与各地经销商合署办公”。对经销商的重视也体现在产品的收入分成模式上，汤臣对经销商和药店给与足够渠道分成：举例来说，一般药店终端售价 100 元产品，渠道端进价 40 元左右，渠道商从汤臣拿货成本 30 元左右，目前，公司最大的经销商安徽携泰已在三板上市。**2) 贴心服务力。**公司重视终端销售人才的培育，汤臣“营养学院”工程承担主要费用培育一线销售人员，服务力优势不断累积。**3) 品牌保障。**随着消费者对保健品认知度的提高，目前终端销售特点已逐渐由渠道驱动（渠道铺什么消费者买什么）转变为品牌驱动（品牌美誉度成为动销的主要因素）。经过多年广告宣传费用的投入，汤臣成长为有较高知名度的全国性品牌，因此预计在未来与药店的博弈中，能占据更多优势。

图 45：汤臣对经销商和药店分成模式图



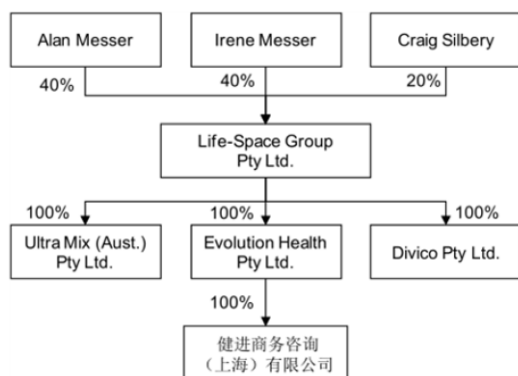
数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

大单品带动其他品类增长，品牌溢价带来提价能力。药店渠道历史增长的驱动因素主要是终端数量的扩张和单店收入改善，近两年药店增速有所下滑，主因为渠道扩张速度放缓和药店渠道增速放缓。17年推行大单品战略后，提升品牌拉力和渠道推力，拉升其余品类销量，带动线下增速回升。2018年H1，汤臣线下药店渠道同比增加+44%，其中汤臣主品牌同增+26%，健力多同比+316%，远高于公司往年及行业平均的个位数增长水平，体现了单品较强的主品牌动销效应。未来，大单品战略及其对主品牌的动销作用有望带动线下空间打开。价上，公司对线下渠道一般每2年会进行提价，因此价增也有望贡献增量，历史上2010、2012、2016年公司均有提价。

4.4. 布局长远：拟收购 Life-space，看好未来益生菌市场布局

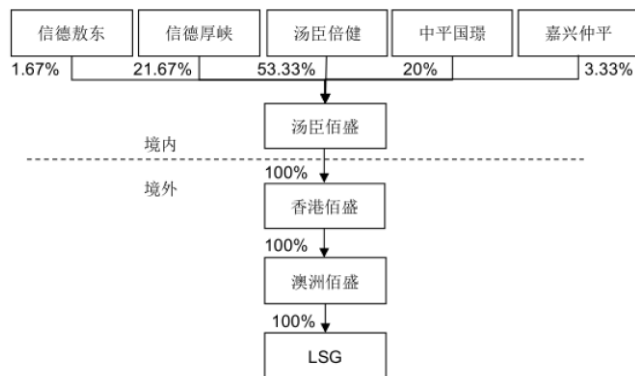
汤臣 2018 年 7 月 12 日发布公告,拟作价 35 亿元收购澳大利亚益生菌品牌 Life-space, 是公司上市以来最大的国外品牌并购案。汤臣倍健拟由持股 53.33% 的子公司汤臣佰盛通过境外平台公司以现金对价向卖方购买 LSG100% 股权, 其中, 拟分别向 LSG 公司董事 Irene Messer、Alan Messe、LSG 公司 CEO Craig Silbery 购买 40%、40%、20% 股权, 拟分别向中平国瓌、嘉兴仲平、信德教东、信德厚峡发行股份购买其合计持有汤臣佰盛 46.67% 股权, 本次发行股份购买资产后, 汤臣佰盛将成为上市公司的全资子公司。

图 46: 标的公司 LSG 收购前股权关系图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 47: 标的公司 LSG 收购后股权关系图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

澳洲益生菌龙头, 品牌知名度高。标的公司 Life-Space 总部位于墨尔本, 创立于 1993 年, 是澳洲益生菌市场领先的企业之一。2015 年, Life-Space 品牌开始在澳洲大药房销售, 并建立了在中国的出口及网上销售渠道, 目前 Life-Space 益生菌产品在澳洲和中国市场积累了良好的品牌基础: 以 33.9% 位列澳大利亚市占率第二名, 仅落后第一名 Inner health Plus 约 1.4%; 与阿里、京东等电商平台合作, 在益生菌市场市占率排名前二。

“小而美”细分市场并购, 看好公司间协同效应。与公司对 NBTY 的收购不同, 此次并购专注益生菌市场, 标的公司 LSG 也可谓“小而美”的细分龙头公司。益生菌市场未来前景广阔, 目前国内并无较强品牌, 此次并购将一方面发挥 LSG 的品牌优势, 一方面发挥汤臣倍健渠道终端优势, 帮助 LSG 快速开拓市场, 同时进一步完善汤臣产品线布局, 打造汤臣“品牌联合国”。

5. 财务分析&公司复盘

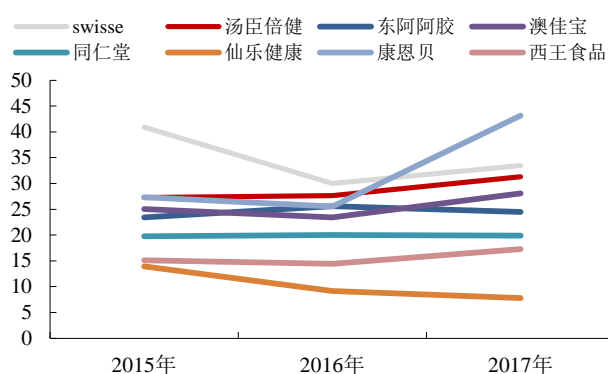
5.1. 毛利率仍有提升空间, 销售费用率有望下行

公司毛利率处于行业较高水平, 结构升级将带来提升空间。与国际龙头相比依然有较强竞争力。且公司一直执行取自全球的产品差异化战略, 原料采购成本较高, 同多数国际品牌的成本领先战略相比, 毛利率仍能维持较高水平, 体现了公司较强的品牌溢价。

2017 年毛利率为 67.08%，相比历史有较大改善，这主要得益于毛利率较高的细分品牌健力多的大幅增长，2018 年是公司大单品战略的第二年，健力多继续维持较高增长趋势，预计公司毛利率仍有提升空间。

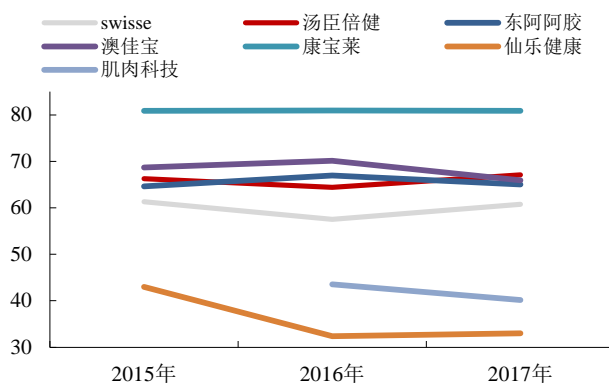
公司销售费用率近年来呈上升趋势，预计 2018 年仍将保持较高水平，未来有下降空间。2017 年公司销售费用率达到历史最高，主要因为：1) 2015 年《食品安全法》禁止明星代言后，姚明带来的品牌效应减弱，公司加大广告宣传投入塑造品牌力；2) 2017 年为大单品战略第一年，公司调动大量资源投入健力多，产生了良好的动销作用。2018 年，公司推动品牌升级，通过“23 for 1”的品牌主张塑造国际化形象；线上签约米兰达·可儿和蔡徐坤，塑造年轻化形象；单品上继续推动第二单品健视佳的营销，因此预计 2018 年公司销售费用率仍保持较高水平。对标同业和公司过去水平，预计未来有下降空间。

图 48：同行业销售费用率（%）对比



数据来源：公司公告，Bloomberg，东吴证券研究所

图 49：同行业毛利率（%）对比



数据来源：公司公告，Bloomberg，东吴证券研究所

表 12：公司历史财务指标对比

财务指标	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
毛利率（%）	64.47	64.16	63.37	64.70	65.98	66.28	64.40	67.08
销售费用（%）	24.79	27.49	24.93	21.39	23.29	27.30	27.67	31.29
管理费用（%）	7.98	7.80	9.46	10.39	10.37	9.42	10.59	9.84
财务费用（%）	-0.44	-5.53	-3.33	-2.32	-2.57	-2.26	-1.87	-1.49
净利率（%）	26.61	28.34	26.28	28.45	29.48	27.38	21.99	24.65

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 经营高质量，现金流充足稳定

2013-2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金持续高于营业收入，经营性现金流净额高于净利润，现金流充足稳定。公司 2014-2017 年销售商品、提供劳务收到的现金与各期含税营业收入比值分别为 111.2%、112.9%、117.3%、113.7%，经营活动产生的现金流量净额与各期净利润比值分别为 111.5%、102.3%、134.9%和 124.5%，比例始终大于 100%且较为稳定，说明公司销售回款能力良好且现金流较充足。

表 13: 公司经营现金流情况 (单位: 百万元)

财务指标	2013	2014	2015	2016	2017
销售商品、提供劳务收到的现金(a)	1704.2	1896.6	2558.0	2708.8	3535.8
营业收入(b)	1482.2	1705.0	2266.0	2309.1	3110.8
a/b	115.0%	111.2%	112.9%	117.3%	113.7%
经营现金流净额(c)	626.5	560.6	634.9	684.6	954.3
净利润(d)	421.7	502.6	620.3	507.7	766.8
c/d	148.6%	111.5%	102.3%	134.9%	124.5%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.3. ROE: 净利率行业居前, 资产负债率低

净资产收益率处于平均水平, 主要受资产周转率和权益乘数拖累。公司 2017 年净资产收益率为 15.67%, 低于可比公司中的仙乐健康和东阿阿胶。对比同业, 公司 2017 年销售净利率达 24.65%, 处于行业较高水平, 拉低公司净资产收益率的因素主要有权益乘数和资产周转率, 公司运营稳健, 资产负债率低。

表 14: 2013-2017 杜邦分析法同行业对比

可比公司	杜邦分析	2013	2014	2015	2016	2017
康恩贝	净资产收益率 (%)	18.38	21.42	12.71	10.44	14.17
	销售净利率 (%)	15.53	20.32	9.50	6.71	13.79
	资产周转率	0.64	0.66	0.66	0.66	0.58
	权益乘数	1.98	2.08	2.29	2.14	1.79
仙乐健康	净资产收益率 (%)	29.38	35.89	29.60	200.13	20.02
	销售净利率 (%)	7.81	7.89	6.82	89.51	7.84
	资产周转率	1.47	1.46	1.33	0.72	0.96
	权益乘数	2.56	3.12	3.26	3.09	2.65
东阿阿胶	净资产收益率 (%)	26.01	25.00	25.12	24.10	22.46
	销售净利率 (%)	30.37	34.23	30.05	29.37	27.73
	资产周转率	0.70	0.59	0.67	0.67	0.65
	权益乘数	1.22	1.23	1.24	1.21	1.23
汤臣倍健	净资产收益率 (%)	20.27	21.48	18.13	11.58	15.67
	销售净利率 (%)	28.45	29.48	27.38	21.98	24.65
	资产周转率	0.64	0.65	0.59	0.44	0.54
	权益乘数	1.10	1.10	1.09	1.11	1.17
H&H 国际控股	净资产收益率 (%)	23.49	20.07	3.03	7.55	7.49
	销售净利率 (%)	17.98	17.04	6.08	16.16	11.47
	资产周转率	1.12	0.84	0.47	0.46	0.57
	权益乘数	1.69	2.07	3.30	4.34	3.84

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.4. 公司复盘: 预计正处新一轮增长期

公司 2010 年 12 月上市以来, 市值增长主要受三轮驱动: 2010-2014 年, 线下终端

数量的扩张拉动业绩增长；2015年，随市场经历一波估值拉升；2017年-至今，线上渠道和大单品战略驱动增长。

第一阶段：2010-2014年，药店渠道扩张驱动增长。中间经历两次较大的业绩回调：2012年主要受行业负面事件冲击，同时公司自身进行“市场整理”，对经销商提出精细化管理政策，弱化数量扩张KPI；2014年回调一受重大资产重组停止事件影响，二受新西兰乳清蛋白事件冲击，同时公司2014年公司KPI将数量扩张取代为单店收入增加，多方面因素叠加导致2014年整体营收不及预期。

第二阶段：2015年，一方面受整体市场影响，另一方面公司调整战略，子公司合伙人制度调动积极性，公司大单品和主品牌（线下渠道扩张）均有较好增长。

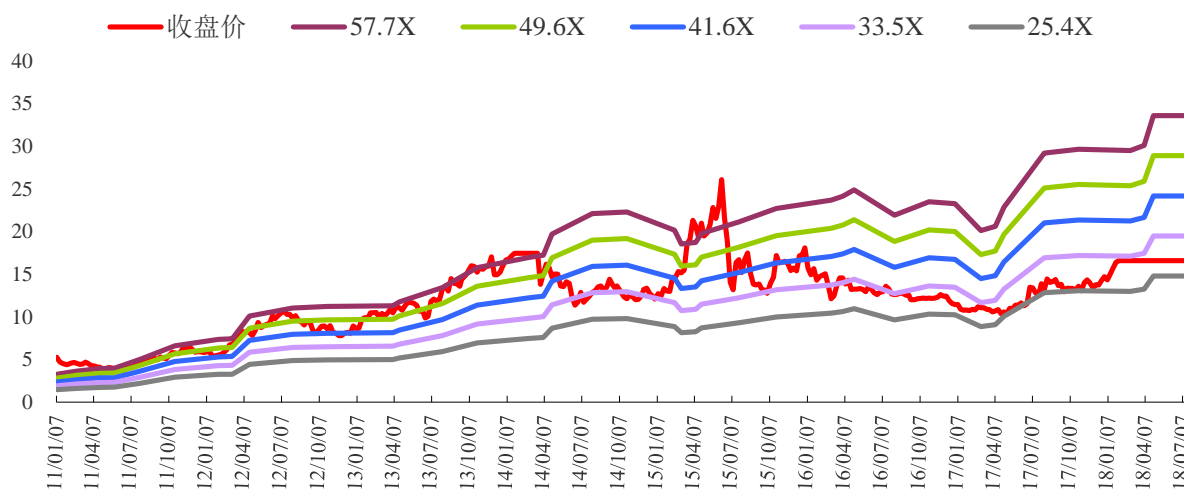
第三阶段：2017年-至今，针对公司内部结构问题和外部行业趋势变化，公司确立“大单品”、“电商品牌化”和“跨境电商”三大战略。受益于大单品的出色表现（2017年同比增长160%）和电商渠道高增长，公司2017年分别实现营收和净利润34.7%和43.2%高增长，2018年，公司大单品成功+单品战略动销药店渠道+电商渠道高增长三轮驱动，业绩向好确定性高，有望步入新一轮上升周期。

图 50：汤臣倍健历史复盘



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图 51: 目前估值处于历史低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

6. 盈利预测及估值

6.1. 核心假设

- 1) 大单品导入, 带动线下渠道增长。健力多仍处于放量周期, 健视佳循序渐进导入。由于对应客户人群年龄层次偏高, 草根调研显示健力多单品主要收入来自线下渠道, 同时带动其余品类增长。预计 18、19 年线下渠道增速预计分别约为 20%, 10%。
- 2) 电商品牌化战略推进, 预计线上龙头优势持续巩固, 增速跑赢行业, 预计 18-19 年线上增速 60%, 50%。

6.2. 盈利预测与投资建议

公司是非直销膳食营养补充剂行业药店+线上双渠道龙头, 通过大单品战略+电商品牌化战略拉开新一轮增长空间, 基于行业自身高增长+汤臣作为龙头持续扩大市占率, 加之公司具备平台化优势, 理应享受一定估值溢价。我们预计 18-20 年公司净利+30.2%、+23.1%、+22.2%, EPS 分别为 0.68 元、0.84 元、1.02 元, PE 分别为 30X、24X、20X, 给予 19 年 28X 估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 15：行业可比公司估值

股票名称	代码	最新市 值(亿 元)	净利润(亿元)			PE (倍)		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020
汤臣倍健	300146.SZ	293.07	9.98	12.29	15.02	29.37	23.85	19.52
海天味业	603288.SH	1864.10	43.03	51.77	61.50	43.32	36.01	30.31
涪陵榨菜	002507.SZ	222.60	6.24	7.88	9.73	35.67	28.26	22.87
安琪酵母	600298.SH	276.15	10.95	13.58	16.71	25.22	20.33	16.52

注：海天味业、涪陵榨菜和安琪酵母未来净利润为 Wind 一致预期，市值为 8 月 3 号市值。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

1) 食品安全事故：食品安全事故会对整个行业造成重创，如 2008 年“三聚氰胺”事件造成中国乳制品行业多年低迷，2012 年“毒胶囊”事件对医药保健行业产生冲击，因此若未来行业内发生较大的食品安全事故，将对公司业绩产生不利影响。

2) 电商业务增速不及预期：公司 2017 年推行“电商品牌化”战略以来，电商业务取得了较强劲的增长，但因为电商渠道已保持多年较高增速，因此未来有可能面临增速下滑风险，如果未来电商行业增长低迷，将对公司线上渠道业务产生冲击。

3) 大单品战略推进情况不及预期：公司从 2017 年实行大单品战略后，取得了较大成功。尽管公司产品、渠道和品牌有较强的竞争优势，但仍存在后续大单品市场推广不及预期风险，由于大单品是拉动公司营收增长的重要推手，因此如果后续单品战略不及预期，将对公司业绩产生较大影响。

4) 公司跨境并购业务后续整合不及预期：并购后的整合通常具有较大难度和较高挑战性，如果本次收购之后的整合工作不及预期，公司将面临较大的商誉减值风险，对公司业绩产生重大影响。

汤臣倍健三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4058	4597	5204	6359	营业收入	3111	4135	5074	6124
现金	2655	2994	3485	4396	减:营业成本	1024	1378	1672	2010
应收账款	154	123	217	194	营业税金及附加	46	60	77	91
存货	422	602	641	853	营业费用	973	1199	1446	1733
其他流动资产	827	878	861	916	管理费用	306	411	502	606
非流动资产	2055	2236	2357	2478	财务费用	-46	-47	-47	-60
长期股权投资	147	68	-13	-92	资产减值损失	64	38	60	85
固定资产	660	852	1007	1169	加:投资净收益	126	66	77	89
在建工程	10	56	89	115	其他收益	0	0	0	0
无形资产	224	247	264	283	营业利润	878	1161	1441	1748
其他非流动资产	1014	1012	1010	1003	加:营业外净收支	7	15	13	11
资产总计	6114	6833	7561	8837	利润总额	885	1176	1454	1759
流动负债	913	1145	1258	1541	减:所得税费用	118	203	257	283
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	1	-25	-32	-25
应付账款	275	344	408	497	归属母公司净利润	766	998	1229	1502
其他流动负债	637	800	850	1045	EBIT	805	1091	1356	1641
非流动负债	69	69	69	69	EBITDA	917	1176	1465	1772
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	69	69	69	69	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	982	1214	1327	1610	每股收益(元)	0.52	0.68	0.84	1.02
少数股东权益	31	6	-26	-51	每股净资产(元)	3.47	3.82	4.26	4.95
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	5101	5614	6260	7278	股)	1469	1469	1469	1469
负债和股东权益	6114	6833	7561	8837	ROIC(%)	13.5%	15.9%	17.7%	18.8%
					ROE(%)	14.9%	17.3%	19.2%	20.4%
					毛利率(%)	67.1%	66.7%	67.0%	67.2%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	24.6%	24.1%	24.2%	24.5%
经营活动现金流	954	977	1179	1497	资产负债率(%)	16.1%	17.8%	17.6%	18.2%
投资活动现金流	77	-200	-152	-163	收入增长率(%)	34.7%	32.9%	22.7%	20.7%
筹资活动现金流	-379	-438	-536	-423	净利润增长率(%)	43.2%	30.2%	23.1%	22.2%
现金净增加额	634	339	491	911	P/E	38.25	29.37	23.85	19.52
折旧和摊销	111	85	108	131	P/B	5.75	5.22	4.68	4.03
资本开支	154	260	202	201	EV/EBITDA	29.18	22.44	17.66	14.06
营运资本变动	170	32	-2	39					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

