

汤臣倍健 (300146)

立足好赛道&渠道优势，完善产品组合促发展

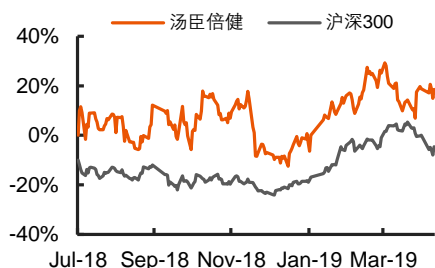
强烈推荐 (首次)

现价: 21.64 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.by-health.com
大股东/持股	梁允超/48.38%
实际控制人	梁允超
总股本(百万股)	1,469
流通 A 股(百万股)	879
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	317.85
流通 A 股市值(亿元)	190.72
每股净资产(元)	3.65
资产负债率(%)	35.98

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
0755-33547894
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

- 摘要:** 保健食品行业因消费群体和人均消费额增加，市场规模有 10 倍增长空间。汤臣倍健是行业非直销龙头，决策层拥有丰富的渠道和产品布局经验，公司已在药店&电商渠道形成优势。公司拥有蛋白粉和健力多两款知名产品，并通过并购和研发培育益生菌等后续产品梯队。立足于好赛道和渠道优势，通过完善产品组合，公司未来 3 年有望获得营收 30%和净利 25%的复合增长。
- 消费群体&人均消费额双增，行业规模有望增长 10 倍。** 2018 年我国现代保健食品市场规模超 1,600 亿元，04-18 年复合增长率 9.3%。由于人口老龄化、城市人口亚健康化和人均医保支出的不断增加，消费群体和人均消费水平将持续增加。行业在未来数年内有望维持 10%的年复合增速，参照发达国家水平，长远看市场规模或能增长 10 倍。
- 公司为行业非直销龙头，高层渠道&产品布局经验丰富。** 汤臣倍健自 2002 年起进入保健食品行业，现已成为行业中非直销领域的龙头。2008-2018 年营收年复合增速 45.3%，归母净利年复合增速 25.6%。公司决策层多在行业中工作超 20 年，渠道和产品布局经验丰富。因此公司在面临渠道或产品结构变化时，能通过及时和准确的调整来推动公司发展。
- 药店&电商双龙头优势，为业绩增长打下根基。** 汤臣倍健在药店渠道上的高速扩张是公司 2012 年以前快速成长的主因。公司持续与经销商&药店终端保持良好合作关系，并通过领先的保健食品证书储备巩固龙头地位。面对行业药店渠道被电商所取代的趋势，公司自 2016 年起着力发展电商渠道，现已站稳第一梯队，并将通过电商品牌化战略不断扩大市场份额。
- 并购+研发完善产品组合，品类叠加促公司发展。** 汤臣倍健不断完善产品组合，瞄准新兴细分领域布局产品。公司通过集中资源先后培育出蛋白粉和“健力多”两款高市占率产品，源源不断为公司提供收益。公司正积极培育后续产品梯队，于 2018 年收购 LSG 进军益生菌的蓝海市场。目前公司负债率较低、现金流充足，可继续收购“小而美”的海外品牌，或通过自身研发来培育后续产品梯队，造就新增长点。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,111	4,351	5,887	7,763	9,740
YoY(%)	34.7	39.9	35.3	31.9	25.5
净利润(百万元)	766	1,002	1,303	1,636	2,020
YoY(%)	43.2	30.8	30.0	25.5	23.5
毛利率(%)	67.1	67.7	66.3	65.8	65.5
净利率(%)	24.6	23.0	22.1	21.1	20.7
ROE(%)	15.7	18.7	22.2	25.2	27.9
EPS(摊薄/元)	0.52	0.68	0.89	1.11	1.38
P/E(倍)	41.5	31.7	24.4	19.4	15.7
P/B(倍)	6.2	5.7	5.2	4.6	4.1

- **积极应对渠道、产品&监管变化，公司有望保持 25%以上的营收&净利润增速。**汤臣倍健在渠道变革中，掌握传统药店&新兴电商渠道上的龙头优势；在产品上不断完善产品布局，抢占新兴细分领域的市场；在监管规范化的趋势下，作为龙头有望受益于行业集中度的提升。公司未来 3 年有望获得营收 30%和净利 25%的复合增长，预测 2019-2021 年公司营收 58.9、77.6、97.4 亿元，增 35.3%、31.9%、25.5%；归母净利 13.0、16.4、20.2 亿元，增 30.0%、25.5%、23.5%，对应 EPS 0.89、1.11、1.38 元，PE 24、19、16 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、食品安全事故风险：国内消费者对此较为敏感，若被爆出严重食品安全事件，将对产品销售产生极大负面影响。2、原材料供应风险：保健食品对原材料的质量要求较高，若公司某一重要原材料供应出现问题，将对公司的产能造成影响。3、LSG 业绩未达预期：汤臣倍健收购 LSG 的溢价较高，产生的商誉较大，若 LSG 业绩未达预期存在商誉减值的风险。4、行业政策风险：保健食品所受监管较多，相关政策颁布和执行力度变化较难预测，可能对行业的发展造成影响。

正文目录

一、保健食品非直销龙头，高层渠道&产品布局经验丰富	6
1.1 产品覆盖健康多领域，非直销领域的领军者	6
1.2 公司股权较为集中，高层渠道&产品布局经验丰富	8
二、消费群体&人均消费额双增，行业规模有望增长 10 倍	9
2.1 市场规模超 1,600 亿，行业巨头多为直销企业	9
2.2 消费群体持续扩张，人均消费额上升空间大	11
2.3 渠道变革改变竞争格局、新产品红利推动行业发展&监管规范化利于龙头	12
三、药店&电商双龙头优势，为业绩增长打下根基	14
3.1 08-12 年着力药店渠道扩张，加大品宣力度打造形象产品	14
3.2 12-16 年多途径转型未见明显成效，17 年大单品战略刺激重入增长期	15
3.3 发挥品牌&批文优势，药店渠道龙头地位稳固	17
3.4 电商品牌化战略，加大线上领先优势	18
四、并购+研发完善产品组合，品类叠加促公司发展	20
4.1 品类叠加推动公司发展，下一代大单品已就位	20
4.2 收购 LSG 进军益生菌领域，线下渠道扩张空间大	21
4.3 积极海外并购&自身研发，持续培育后续产品梯队	22
4.4 参照海外龙头发展史，产品线扩展仍有大空间	23
五、投资建议	24
六、风险提示	25

图表目录

图表 1	汤臣倍健主要架构	6
图表 2	公司发展历程	6
图表 3	主要产品	7
图表 4	2018 年产品营收占比	7
图表 5	公司市占率稳步提升	7
图表 6	主要渠道管理体系	7
图表 7	1-3Q18 渠道分布 (%)	7
图表 8	08-18 年营收 CAGR45.3%	8
图表 9	08-18 年归母净利 CAGR25.6%	8
图表 10	十大股东 (2019 年一季报)	8
图表 11	现任高管	9
图表 12	现代&传统保健食品对比	9
图表 13	现代保健食品市场规模 (亿元)	10
图表 14	膳食补充剂市场规模占比最大	10
图表 15	膳食补充剂 2018 年 CR5 (%)	10
图表 16	运动营养领域 2018 年 CR5 (%)	11
图表 17	体重管理领域 2018 年 CR5 (%)	11
图表 18	我国各年龄段保健品渗透率均远低于美国	11
图表 19	人口老龄化趋势明显 (单位: 亿人)	11
图表 20	保健品增速开始高于 GDP&可支配收入增速	12
图表 21	我国保健食品人均消费额仍有较大上升空间	12
图表 22	药店消费者年龄分布 (%)	13
图表 23	保健食品电商渠道占比快速上升	13
图表 24	我国膳食补充剂领域各渠道占比 (%)	13
图表 25	我国膳食补充剂领域 CR5 (%)	14
图表 26	07-12 年药店终端覆盖数大幅提升	14
图表 27	产品覆盖百强药店数 (家)	14
图表 28	2008 年起品牌推广费用率大幅上升	15
图表 29	2008 年起蛋白粉增长迅速	15
图表 30	2017 年城市零售药店保健食品销售额前三	15
图表 31	2010 年起药店终端增长速度逐渐下滑	16
图表 32	2016 年销售费用增速大幅下降	16
图表 33	2017 年城镇药店中保健食品细分领域增长情况 (%)	16
图表 34	2017 年起广告费用投入大幅上升	17
图表 35	2017 年起“健力多”回归快速增长	17
图表 36	汤臣倍健药店渠道营收增速高于行业	17

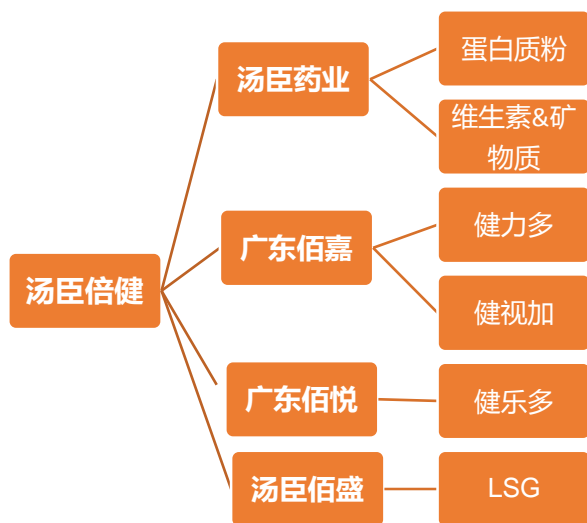
图表 37	2016 年城镇零售药店市场份额 (%)	18
图表 38	“蓝帽子”注册数遥遥领先	18
图表 39	保健食品备案&注册范围	18
图表 40	保健食品“蓝帽子”标识	18
图表 41	汤臣倍健电商渠道营收增速曾与行业相近 (单位: 亿元)	19
图表 42	蔡徐坤代言汤臣倍健 Yep 系列	19
图表 43	Yep 系列对应年轻人健康、时尚&美容需求	19
图表 44	电商占比持续提高	20
图表 45	电商营收增速高于行业 (单位: 亿元)	20
图表 46	产品生命周期理论	21
图表 47	各益生菌品牌在澳洲市占率 (%)	21
图表 48	中国益生菌保健食品市场 (亿元)	21
图表 49	合生元专攻儿童益生菌	22
图表 50	LSG 益生菌产品覆盖范围较广	22
图表 51	近年部分国内资本收购海外保健食品品牌案例	22
图表 52	消费者对保健食品品牌的信任度	23
图表 53	天猫部分保健食品品牌销量前三	23
图表 54	毛利率、净利率 (%) 稳定	23
图表 55	研发费用率 (%) 较高	23
图表 56	NBTY 拥有众多子品牌对应不同消费需求和消费场景	24
图表 57	可比公司比较 (2019.05.10)	24

一、 保健食品非直销龙头， 高层渠道&产品布局经验丰富

1.1 产品覆盖健康多领域， 非直销领域的领军者

汤臣倍健是国内膳食营养补充剂的领导品牌。公司初创于 1995 年 10 月，2002 年系统地将膳食补充剂引入中国非直销领域。2010 年姚明签约成为汤臣倍健形象代言人，同年 12 月 15 日，汤臣倍健在深交所创业板挂牌上市。2017 年公司首款大单品“健力多”取得优异销售成绩。2018 年汤臣倍健提出了“23 国营养，为 1 个更好的你”的口号，并收购澳洲益生菌品牌 Life-Space Group (LSG) 和拜耳旗下儿童营养剂品牌 Penta-vite。

图表1 汤臣倍健主要架构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司发展历程

时间	重大事件
1995	公司初创
2002	将膳食补充剂引入非直销领域
2006	体操冠军刘璇成为代言人，加大品宣力度
2008	制定品种推广战略，确定形象产品蛋白粉
2008	公司更名为汤臣倍健
2010	姚明成为代言人
2010	于创业板上市
2015	进军大健康产业
2017	“健力多”大单品战略取得成效
2018	提出“23 国营养，为 1 个更好的你”口号
2018	提出电商品牌化 2.0 战略
2018	收购澳洲益生菌企业 Life-Space Group

资料来源：公司公告，平安证券研究所

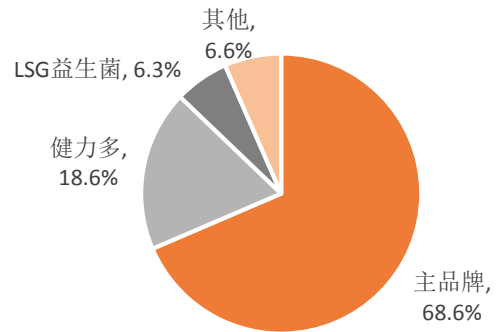
产品线覆盖健康多领域，市占率稳步提升。汤臣倍健主攻膳食补充剂和运动营养领域等现代保健食品。公司产品按功能用途划分已覆盖了蛋白质补充、维生素矿物质补充、骨骼健康、眼部营养和肠胃健康等多个领域。公司目前 70%的原料来自进口，原料产地分布于全球 23 个国家。汤臣倍健产品结构大致可分为主品牌汤臣药业、子品牌“健力多”、LSG 和其他子品牌。主品牌产品由蛋白质粉、维生素和矿物质等产品构成，2018 年在占比 69%。氨糖类骨关节产品“健力多”为子公司广东佰嘉旗下产品，收入贡献占比约 19%。LSG 于 2018 年 8 月并表，占比约 6%。根据欧瑞数据测算，公司市占率在 5 年内稳步提升，由 2014 年的 4%左右上升至 2018 年的 7.5%。

图表3 主要产品

产品	主要功效
蛋白粉	补充蛋白质，增强免疫力
胶原蛋白粉	美容
维生素&矿物质产品	补充各种维生素&矿物质
健力多	关节软骨退化问题
健视佳	缓解视觉疲劳
健乐多	健身健美
益生菌产品	消化系统问题

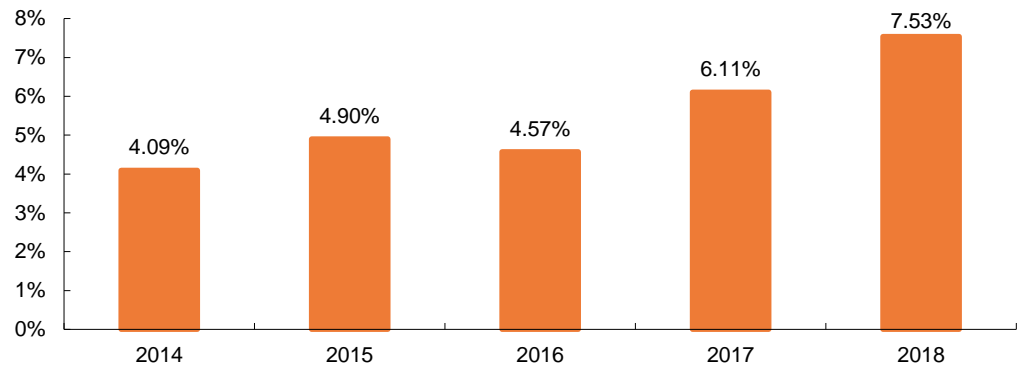
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 2018年产品营收占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

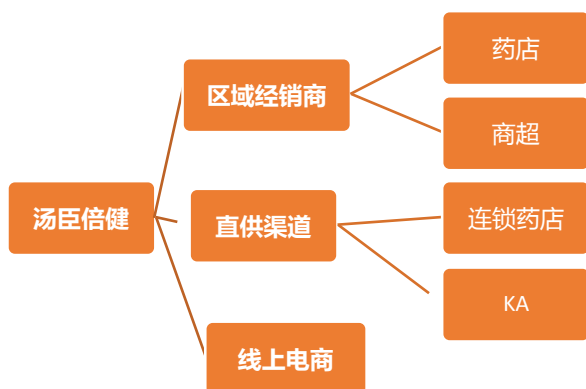
图表5 公司市占率稳步提升



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

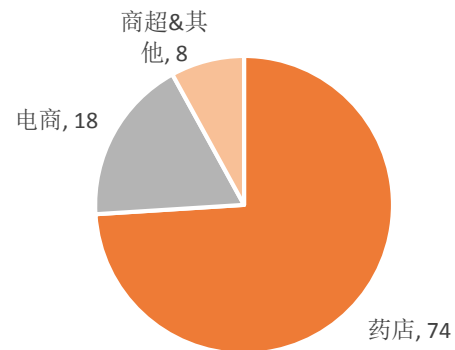
非直销领域的龙头，销售渠道以药店为主、电商为辅。汤臣倍健是国内保健食品非直销领域的领头羊。公司渠道管理大致可分为区域经销商、直供渠道和线上电商三大部分。公司近年来经销商数目比较稳定，维持在200多家，主要负责区域内药店、商超和母婴店等。按终端划分，2018年前三季度公司药店渠道占比约74%，电商占比18%，商超和其他渠道约占8%。

图表6 主要渠道管理体系



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

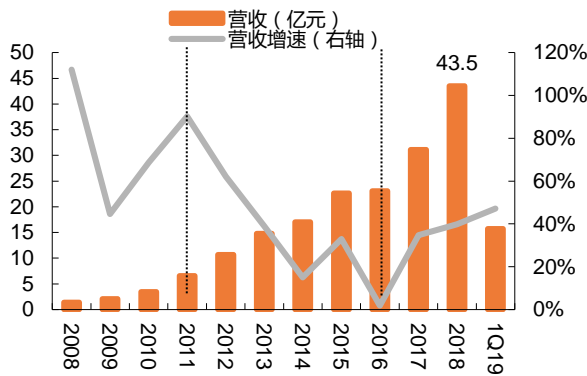
图表7 1-3Q18 渠道分布 (%)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

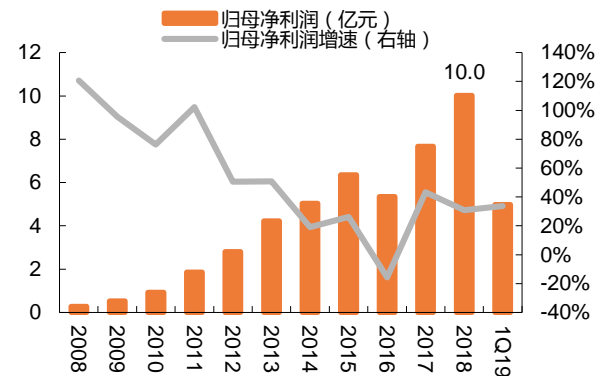
2008-2018 年间营收年复合增速达 45.3%，归母净利润年复合增速达 25.6%。汤臣倍健初期通过在药店渠道的迅速扩张进入了发展的快车道。2008 年公司将蛋白质粉列为形象产品并着力实行品牌推广，至 2011 年间业绩实现快速增长。2012-2015 年间，公司通过经销商考核改革和进军大健康产业等途径重新寻找增长点。至 2016 年，前期投资未有明显收益，再加上在产品销售上的投入增长不足，公司增长乏力。2017 年初以来由于“健力多”大单品战略的成功和在电商渠道的快速增长，公司重回高速增长期。公司 2018 年创 43.5 亿元营收，同比增长 39.9%；归母净利润 10 亿，同比增长 30.8%。2019 年第一季度创 15.7 亿元营收，同比增长 47.2%；归母净利润 5 亿，同比增长 33.7%。

图表8 08-18 年营收 CAGR45.3%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 08-18 年归母净利 CAGR25.6%



资料来源: wind, 平安证券研究所

1.2 公司股权较为集中，高层渠道&产品布局经验丰富

公司高层深耕行业多年，渠道&产品布局经验丰富。汤臣倍健董事长梁允超持股 48.38%，其余十大股东占股比例大多低于 2%，股权较为集中。公司现任董监高中，董事长梁允超、副董事长梁水生、董事汤晖和副总经理陈宏为公司初始发起人，且均曾于上世纪 90 年代任职于国内保健品的先行者广东太阳神。如董事长梁允超曾为太阳神江苏&上海市场负责人、市场推广公司的项目负责人，副董事长梁水生曾为江苏市场部经理。因此公司拥有一个稳定和经验丰富的决策层，在面临渠道或产品结构变化时，能通过及时和准确的调整来推动公司发展。

图表10 十大股东 (2019 年一季报)

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
梁允超	710,611,742.00	48.38
浙江义乌市檀真投资管理合伙企业(有限合伙)-正心谷	30,513,899.00	2.08
重庆新丰佳贸易有限公司	25,700,000.00	1.75
杭州三赢实业有限公司	25,600,000.00	1.74
梁水生	21,558,000.00	1.47
陈宏	21,200,000.00	1.44
香港中央结算有限公司(陆股通)	20,347,809.00	1.39
中央汇金资产管理有限责任公司	18,174,200.00	1.24
黄琨	13,904,000.00	0.95
全国社保基金一一七组合	13,831,832.00	0.94
合计	901,441,482.00	61.38

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 现任高管

	现任职位	入职时间	持股比例 (%)	曾于广东太阳神任职
梁允超	董事长	2008	48.38	√
梁水生	副董事长	2008	1.47	√
汤晖	董事	2008		√
林志成	总经理, 董事	2015		
陈宏	副总经理	2008	1.44	√
蔡良平	副总经理	2014		
吴卓艺	财务总监	2017		
唐金银	董事会秘书	2018		

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

二、 消费群体&人均消费额双增, 行业规模有望增长 10 倍

2.1 市场规模超 1,600 亿, 行业巨头多为直销企业

在我国, 保健食品是指声称具有特定保健功能或者补充维生素、矿物质为目的的食品, 即适宜于特定人群食用, 具有调节机体功能, 不以治疗疾病为目的, 并且对人体不产生任何急性、亚急性或者慢性危害的食品。保健食品同时具有食品与药品双重属性, 既具有食品的快消品属性, 也与药品一样受更严格监管。我国保健食品大致可分为主要依据中医理论的传统保健品, 和主要依据现代营养学和预防医学理论的现代保健食品。

图表12 现代&传统保健食品对比

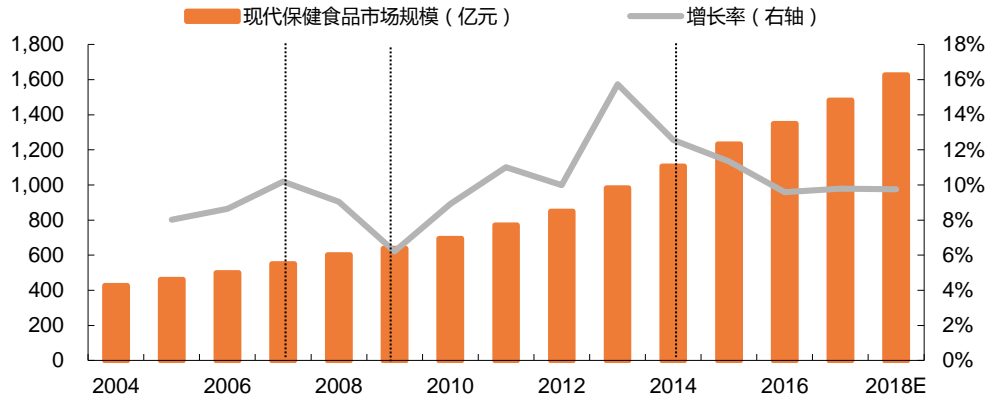
	现代保健食品	传统保健食品
定义	以维生素、矿物质及动植物提取物为主要原料, 通过口服补充人体必需的营养素和生物活性物质	以传统中医理论为基础, 具有特定保健功能的食品
理论依据	现代营养学和预防医学	多以中医理论为基础
原料	维生素、矿物质及动植物提取物等	药食同源理论下的中草药、动植物提取物
组方依据	根据各国国民饮食和生活方式而制定的膳食和营养素摄入量指南	多以传统中医配方
代表企业	汤臣倍健、安利、NBTY、GNC 等	无限极、东阿阿胶等
代表产品	维生素、矿物质、蛋白质	灵芝皇、阿胶、蜂胶产品
适用人群	较为普遍	仅针对特定需求的人群
细分领域	膳食补充剂、运动营养和体重管理	燕窝、人参、阿胶、蜂胶等各种中草药、动植物提取物

资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

2018 年市场规模超 1,600 亿, 2004-2018 年复合增长率达 9.3%。近 15 年来, 保健食品行业的市场规模随着我国的经济增长而增长。2003 年非典后人们愈加重视身体健康, 行业发展加快。08-09 年

受金融危机和三聚氰胺事件的影响，行业增速有所下滑。09年后经济恢复高速增长，海外知名品牌开始借助电商平台进入国内，行业再次进入高速增长期。15年以来，由于新的食品安全法出台、监管进一步规范化，行业规模增长相对平稳。至18年，我国现代保健食品市场规模超1,600亿元，04-18年复合增长率达9.3%。

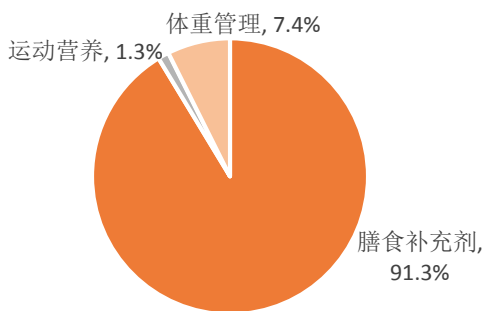
图表13 现代保健食品市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

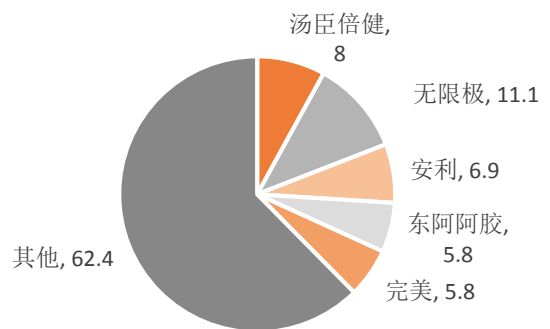
膳食补充领域占比大，行业龙头多为直销企业。若再将现代保健食品细分，大致可划分为膳食补充剂（维生素、矿物质等）、运动营养和体重管理三大领域。膳食补充剂在国内占主导地位，市场规模占比一直保持在90%以上，行业前五强无限极、安利与完美均为直销企业。运动营养领域虽占比较小，但为近年来增长速度最快的细分领域（CAGR 高达27%），远超膳食补充剂和体重管理领域。在体重管理领域中直销企业康宝莱一家独大，市占率接近50%。三大领域市占率靠前的企业名单重合度较小，只有安利、汤臣倍健等少数企业成功覆盖了复数领域。

图表14 膳食补充剂市场规模占比最大



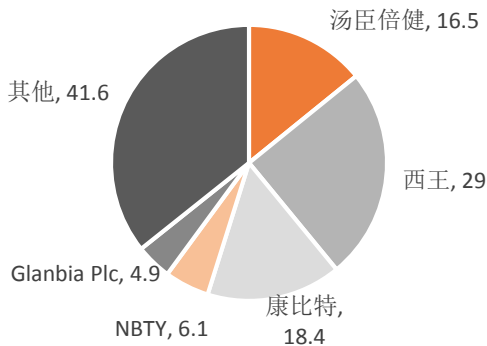
资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表15 膳食补充剂 2018年 CR5 (%)



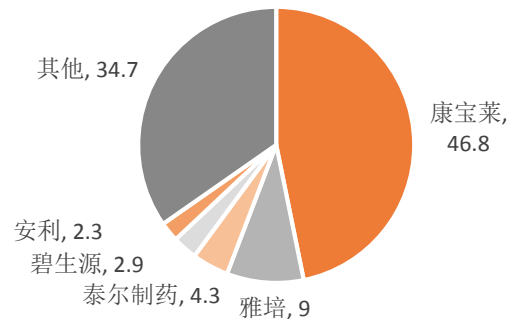
资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表16 运动营养领域 2018 年 CR5 (%)



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表17 体重管理领域 2018 年 CR5 (%)



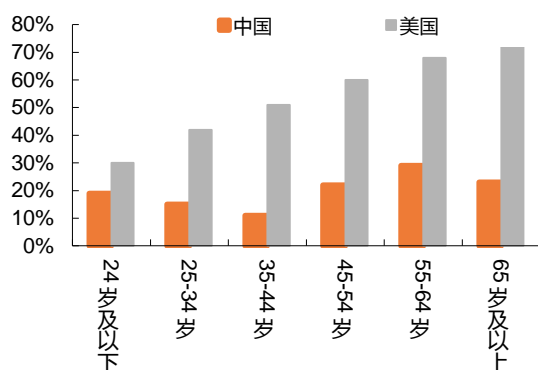
资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

2.2 消费群体持续扩张，人均消费额上升空间大

人口老龄化&城市人口亚健康化，消费人群继续扩大。目前我国保健食品渗透率约在 20%左右，远低于成熟市场如日本的 40%和美国的 50%以上。但我国面临的人口老龄化趋势较为明显，根据联合国 2015 年世界人口展望的预测，至 2020 年我国 65 岁以上的老人将达 1.7 亿，占总人口比例将超过 12%。至 2050 年老龄化巅峰时期 65 岁以上人口或达 3.7 亿，占比约 28%。随着重视预防疾病观念的普及，保健食品的受众和渗透率也将不断增加。

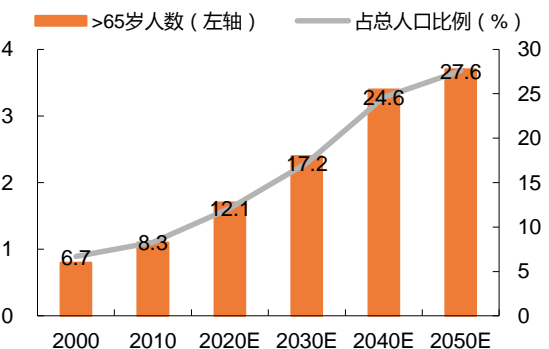
除老年人口外，亚健康的城市人群也是保健食品的重要消费群体。由于长时间处于高强度的生活和工作环境之中，越来越多劳动群体陷入亚健康状态。据《中国城市白领健康状况白皮书》统计，中国主流城市白领亚健康比例高达 76%，处于过劳状态的白领接近六成，真正意义上的健康人比例不足 3%。随着养生、美容和健身等意识的普及，保健食品在城市人群中的渗透率也将持续上升。

图表18 我国各年龄段保健品渗透率均远低于美国



资料来源: IQVIA, 平安证券研究所

图表19 人口老龄化趋势明显 (单位: 亿人)

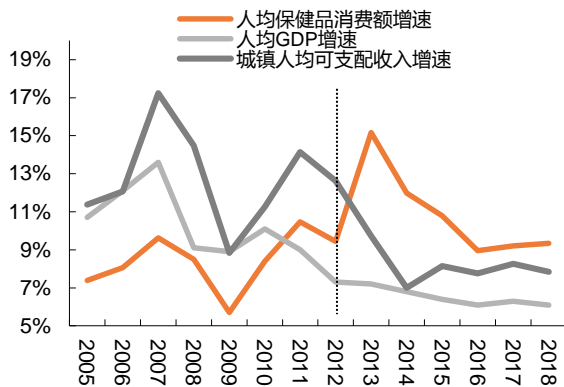


资料来源: 联合国世界人口展望 2015, 平安证券研究所

人均保健食品消费额增速快&基数低，有望升至全球高水平。随着人口老龄化和亚健康化的程度加深，2012年后我国人均保健食品消费额的增速开始高于人均 GDP 和城镇居民人均可支配收入的增速。但是，欧瑞数据估计 2018 年我国人均现代保健食品消费额不足 20 美元，距保健食品产业较为成熟的澳大利亚、美国和日本等市场差别较大，与同文化的中国香港和中国台湾地区相比也有很大

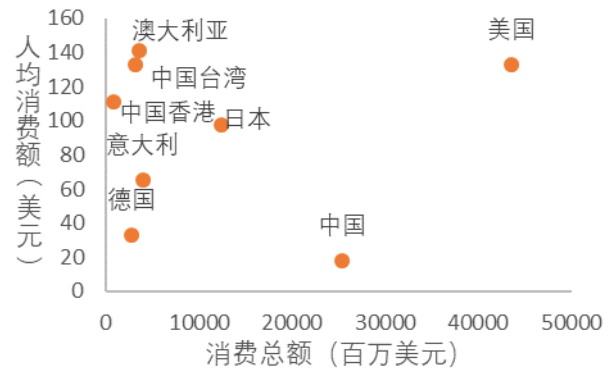
的差距。结合我国经济仍保持平稳较快增长，预计花费在保健食品领域的人均支出将向美日等发达地区的高水平靠拢。

图表20 保健品增速开始高于 GDP&可支配收入增速



资料来源: Euromonitor, Wind, 平安证券研究所

图表21 我国保健食品人均消费额仍有较大上升空间



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

行业有望维持 10% 的增长，市场规模或能超 1.6 万亿。我们认为行业持续受益于消费人群的持续扩张和人均消费水平的不断提升，在未来数年内仍能保持约 10% 的年复合增长率。随着我国经济的发展、人民对健康的愈加重视，保健食品的渗透率和人均支出额将继续提升。参照日本和美国等成熟市场的水平，渗透率仍有 2-2.5 倍的扩展空间、人均消费水平有 5-7 倍。长远看，我国现代保健食品的市场规模可能还有 10 倍的增长空间，总额或能超 1.6 万亿元。

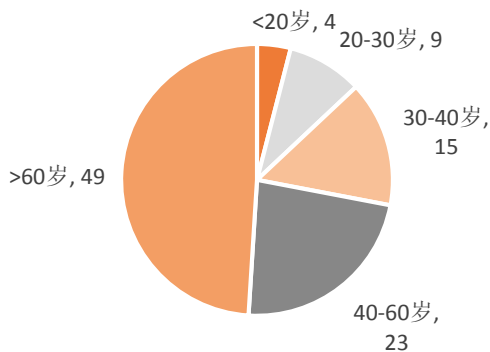
2.3 渠道变革改变竞争格局、新产品红利推动行业发展&监管规范化利于龙头

当前，保健食品行业的发展受渠道变革、新产品红利和监管规范化三大因素影响。

■ 渠道：药店衰退但仍受中老年消费者依赖、电商渠道逐步取代药店、直销模式承受压力。

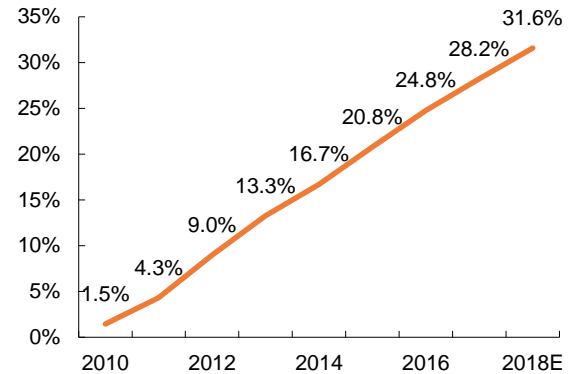
- 1) **药店**：线下零售药店是保健食品传统销售渠道，虽然受电商崛起的影响渠道占比持续下降。但由于药店配备了专业的医疗或销售人员，具备一定公信力，因此仍是中老年消费群体购买药物和保健食品的主要渠道之一。根据米内网数据，60 岁以上的药店消费者占比接近一半，40 岁以下的消费者比例不到药店总消费人群的 30%。
- 2) **电商**：保健食品单价高但质量轻、运输成本较低，且产品消费即时性弱、品类繁多，线上销售优势明显。再加上国外品牌大多依赖跨境电商或海外代购等线上渠道在国内销售，因此电商渠道自 2010 年以来发展较快。电商渠道上消费者多为年轻一代，在品牌和产品上的选择主要依靠消费者间互相推荐或是流量明星代言。
- 3) **直销**：在 2006 年直销牌照全面开放时，消费者对保健食品的认识度还比较低，因此直销凭借其强大的消费者教育和初期市场开拓属性，迅速成为了第一大渠道。但合法直销与非法传销之间的界限一直比较模糊，2018 年底以来直销巨头权健、无极限等被指从事传销，对直销产生了巨大的负面影响。我们估计未来有关部门对直销将实施更为严格监管，直销占比可能将下滑，消费者或向公信力较强的药店渠道转移。

图表22 药店消费者年龄分布 (%)



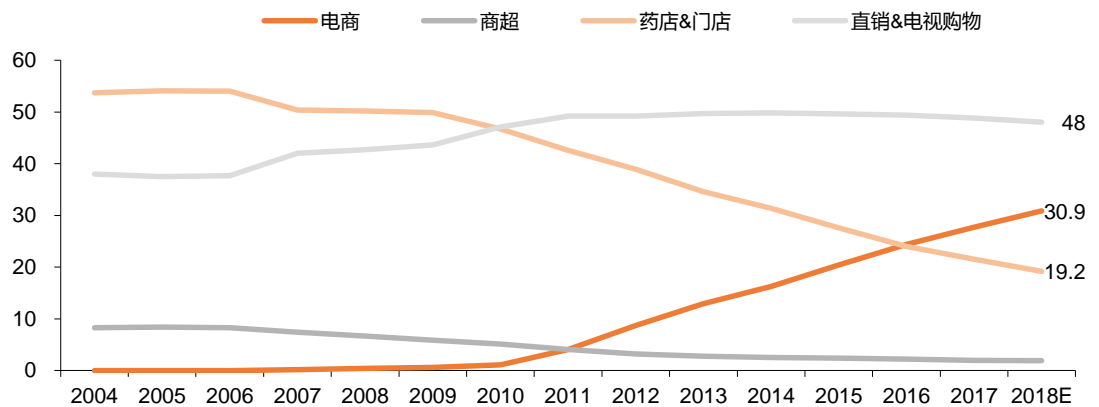
资料来源: 米内网, 平安证券研究所

图表23 保健食品电商渠道占比快速上升



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

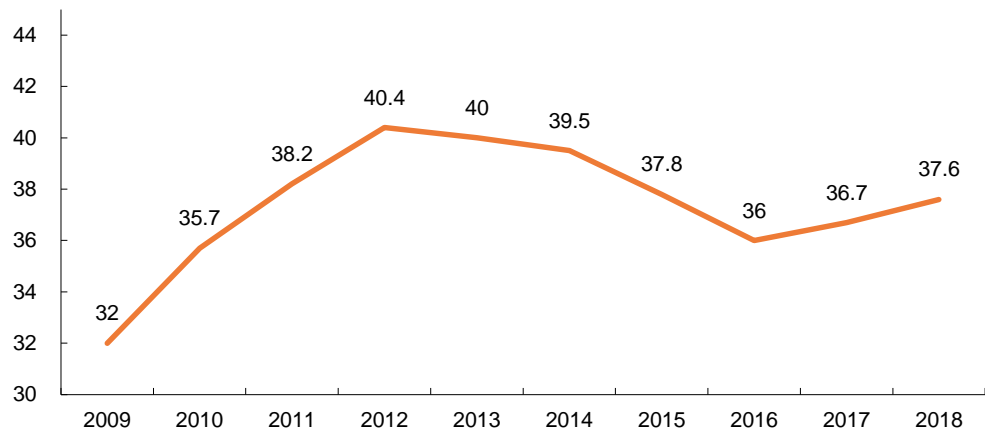
图表24 我国膳食补充剂领域各渠道占比 (%)



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

- 产品: 新兴消费需求推动细分领域发展, 新产品红利成为新的机会点。**回顾行业历史, 太阳神、脑白金和东阿阿胶等产品切中了空白的细分健康需求, 并迅速成为对应领域中名气最大、市占率最高的产品, 成功带动了厂商乃至整个行业的发展。目前行业中较为空白的细分领域还比较多, 各个细分领域发展也不均衡。根据欧瑞数据, 我国前十大细分领域合计占比超过 90%, 最大细分领域免疫系统占比超 20%。而对比日本前十大占比仅 50%左右, 最大细分领域占比不到 10%。我们预计空白或刚起步的细分领域将不断被发掘, 对应品类渗透率的提升将成为新的增长机会点, 推动整个行业持续发展。
- 监管: 规范化监管利于龙头, 行业集中度有望提升。**行业集中度与政府监管程度有关, 若监管程度低、产品只需备案即可上市流通, 行业集中度则有限。如 2017 年美国维生素及膳食补充领域 CR5 仅为 20.6%。若政府监管程度高, 保健食品需经严格审批才能获发证书, 则储备证书较多、生产销售较正规的龙头公司优势比较明显, 行业集中度将提高。以实行注册制为主的澳大利亚为例, 欧瑞数据显示同领域 CR5 高达 67.4%。我国 CR5 从 2009 年的 32% 上升至 2012 年的 40.4%, 2013 年后受海外知名品牌进场的冲击, 集中度有所下降。我国目前实行注册+备案制度, 但允许备案的范围较窄, 而且注册证书审批极其严格。随着国外知名品牌基本进场完毕, 预期严格和更为规范化的监管将加快淘汰中小品牌, 行业集中度将继续回升。

图表25 我国膳食补充剂领域 CR5 (%)



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

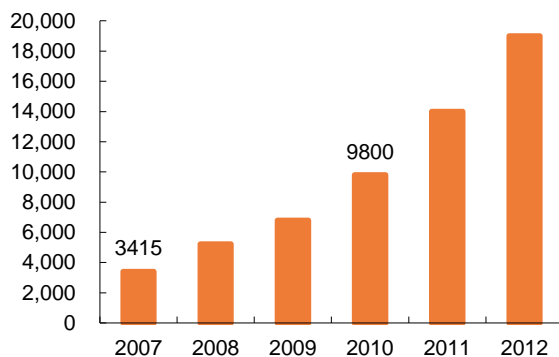
三、 药店&电商双龙头优势，为业绩增长打下根基

药店&电商双龙头优势已成，积极开拓线下商超&母婴店。凭借管理层较丰富的渠道开拓和管理经验，公司在药店渠道已成绝对龙头，在电商渠道已站稳第一梯队。此外，公司准备在商超推出软糖产品、在母婴店推出益生菌产品&儿童营养剂，积极试水除药店外的其他线下渠道。在直销模式饱受质疑的当下，公司作为非直销领域龙头有望进一步扩大市场份额。

3.1 08-12 年着力药店渠道扩张，加大品宣力度打造形象产品

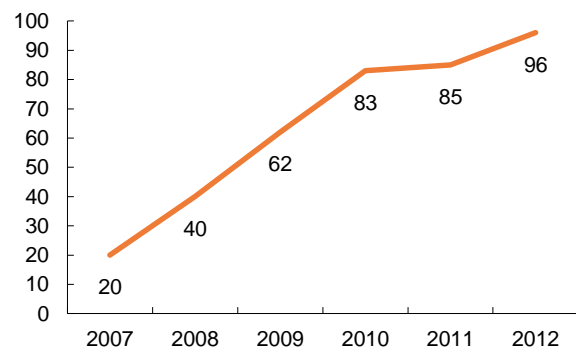
2008-2012 年渠道扩张助力公司发展，药店终端数大幅提升。汤臣倍健是国内为数不多一直坚持在药店渠道上发展的保健食品企业，2013 年以前药店收入占比一直高于 90%。药店渠道上的大力扩张也成为了公司早期发展的主要动力。公司的药店终端数从 2007 年的 3,415 个大幅提升至 2010 年的近一万个、到 2012 年近两万个。产品覆盖的国内百强药店数从 2007 年的 20 家迅速增至 2010 年的 83 家，并在 2012 年达到 96 家。

图表26 07-12 年药店终端覆盖数大幅提升



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

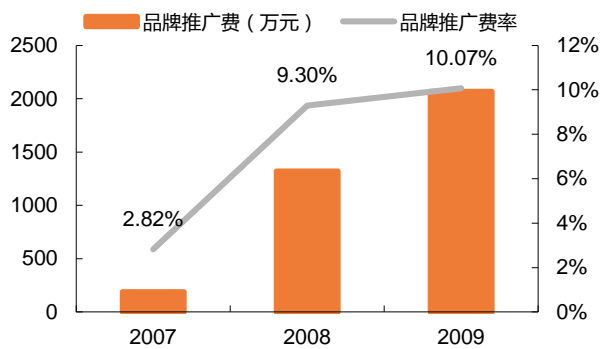
图表27 产品覆盖百强药店数 (家)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

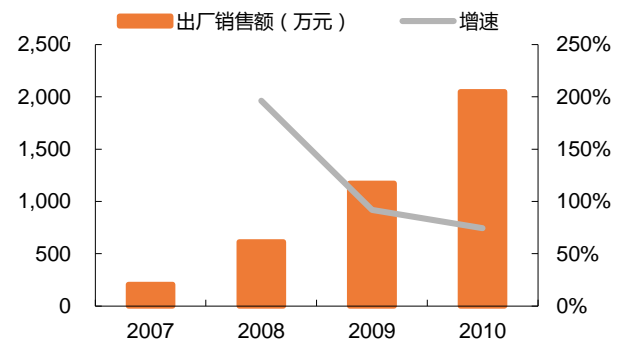
品牌推广费率大幅提升，蛋白粉持续贡献业绩增长。在药店渠道上快速扩张的同时，汤臣倍健将蛋白粉确立为公司的形象产品，并将品牌推广费率从不到 3%大幅提升至 10%。公司一方面依靠央视广告投入、聘请姚明为形象代言人等方式进行品牌推广，另一方面在药店终端大力促销。2008 年起蛋白粉销售额增长迅速，至 2010 年蛋白粉的出厂销售额翻了近 10 倍。公司后续停止对蛋白粉的大规模营销投入，但蛋白粉市占率长期超过 60%，也为公司提供了稳健的业绩增长。根据米内网数据，汤臣倍健的蛋白粉产品在 2017 年城市零售药店中销售额超 8 亿元，同比+19%；排名维持第一，同时也是前十中唯一一款蛋白粉产品。公司在 2019 年将再次以蛋白粉作为主品牌的形象产品，战略性进行资源投放以吸引年轻消费者，从而保持和稳固主品牌的增长态势，提升公司品牌力。

图表28 2008 年起品牌推广费用率大幅上升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表29 2008 年起蛋白粉增长迅速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表30 2017 年城市零售药店保健食品销售额前三

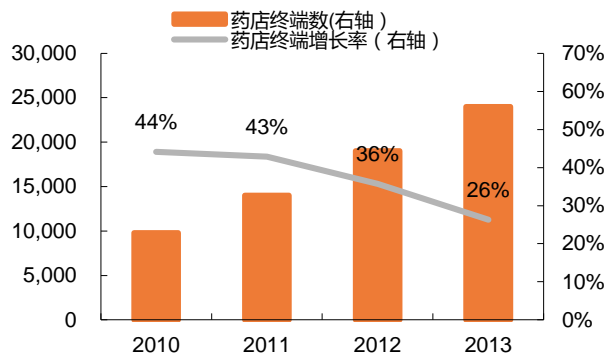
产品	公司	销售额 (万元)	增长率 (%)
蛋白粉	汤臣倍健	80,959	19.18
液体钙胶囊	汤臣倍健	65,176	21.67
维生素 E	养生堂	59,561	1.86

资料来源：米内网，平安证券研究所

3.2 12-16 年多途径转型未见明显成效，17 年大单品战略刺激重入增长期

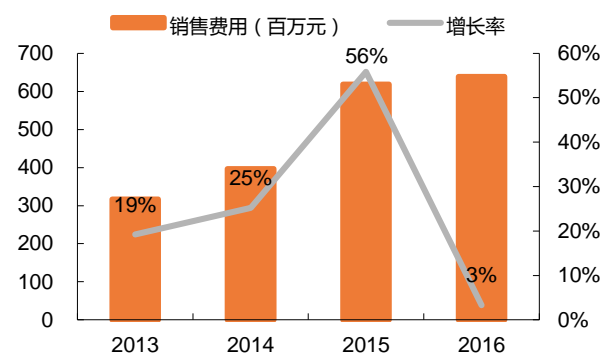
药店渠道遭遇瓶颈，2012-2016 年多途径转型未见明显成效。从 2012 年开始，汤臣倍健在药店渠道上的扩张开始遇到了瓶颈。百强药店已基本全部覆盖，药店终端的增长速度也开始下滑。公司于 2012 年下半年开始追求渠道精细化发展，不再将终端开拓数作为考核经销商的 KPI，但 12-14 年间公司营收&利润增速仍有所下滑。公司在 2015 年寄希望于大健康产业的发展，投资如掌上医院和基因检测等公司，但这些投入在短期内未见明显效益。公司战略变化也严重影响了次年产品销售上的投入，2016 年销售费用增长率仅为 3%，远低于 2015 年的 56%。同时第一大产品蛋白粉的增长速度也有所下滑，公司急需新的产品重新推动发展。

图表31 2010年起药店终端增长速度逐渐下滑



资料来源：公司公告，平安证券研究所

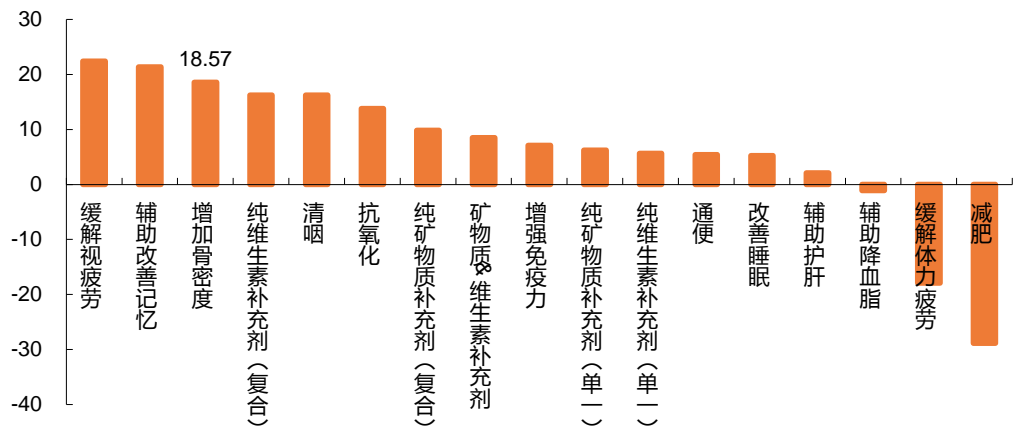
图表32 2016年销售费用增速大幅下降



资料来源：Wind，平安证券研究所

“健力多”瞄准中老年人需求，骨健康领域市场大&增速快。汤臣倍健于2012年看中了骨关节健康领域，推出了氨糖类产品“健力多”。关节疼痛是折磨众多中老年人的常见疾病，世界卫生组织估计60岁以上人群骨关节炎的发病率高达50%。米内网数据显示，在城市零售药店终端中，17年增加骨密度这一子领域销售额超过十亿，规模较大且增长率（18.57%）排名第三。“健力多”由子公司广东佰嘉独立运营，不使用主品牌的经销商与药店终端资源，独力通过KA模式和直营模式打开市场。产品在2015年创下近2亿的单品营收，但高销售额来源于极高的渠道建设费用投入，使得公司在“健力多”单品上产生近5,000万亏损。因此公司在16年将其转为利润考核制度，投入的销售资源被大幅减少。但当年“健力多”营收大幅下滑至1.3亿，且仍产生3,000多万亏损，拖累了公司的整体业绩。

图表33 2017年城镇药店中保健食品细分领域增长情况（%）

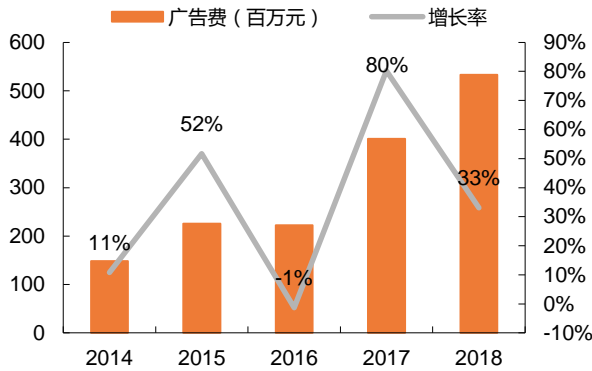


资料来源：米内网，平安证券研究所

2017年实施大单品战略，整合渠道+集中营销投入推动“健力多”高速增长，并带动公司在药店渠道重回增长期。汤臣倍健在检讨前期战略后，在16年底把“健力多”列入公司重点攻坚的大单品。公司首先将“健力多”的销售渠道与主品牌整合，并要求主品牌各经销商成立专门的“健力多”销售团队。同时公司仿照蛋白粉的做法，集中营销资源宣传“健力多”：公司广告费17年同比增80%，18年同比增33%。通过在大热门电视剧《人民的名义》中贴片、各级电视台高频率投放广告，和冠名央视节目《健康之路》，“健力多”知名度大幅提升。公司也在终端举行骨健康大讲堂等活动，伴以大量的促销活动打开市场。2018年全年“健力多”贡献超8亿元的营收，17&18两年营收增速均

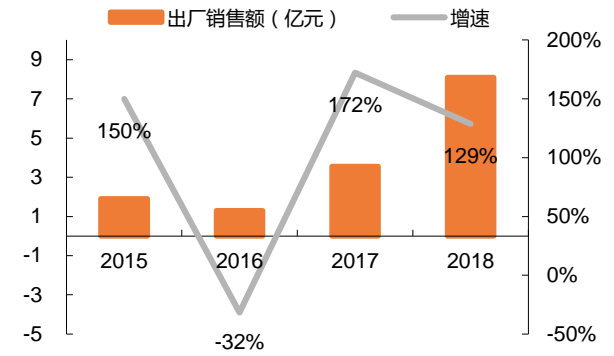
超过 100%。同时，“健力多”也成为了骨关节领域龙头产品，市占率约在 40%左右，其余竞品的市占率均不超过 10%。“健力多”的热销也带动了公司其他产品在药店渠道上的销售，17 年以来公司在药店渠道的营收增速远高于行业的整体水平。

图表34 2017 年起广告费用投入大幅上升



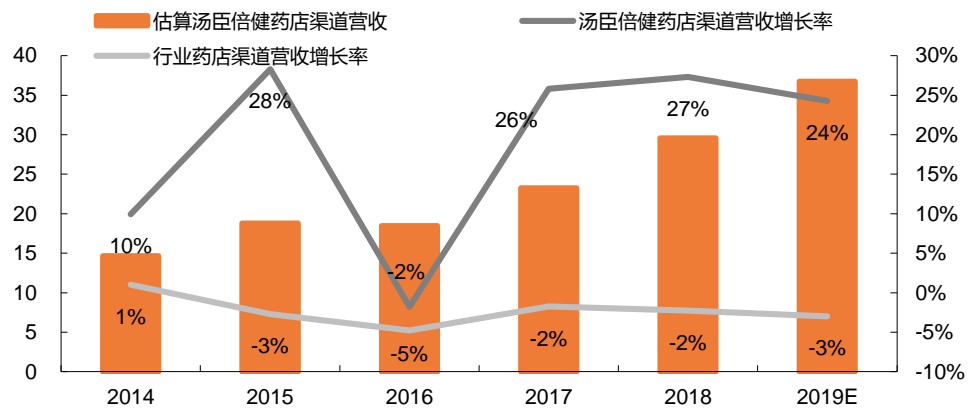
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表35 2017 年起“健力多”回归快速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表36 汤臣倍健药店渠道营收增速高于行业



资料来源：Euromonitor，公司公告，平安证券研究所

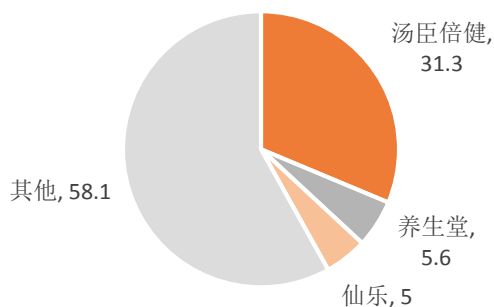
3.3 发挥品牌&批文优势，药店渠道龙头地位稳固

药店渠道品牌优势已成，经销商&药店终端粘性强。受益于多年以来在药店渠道的持续经营，汤臣倍健在城镇地区药店市占率超过 30%，排名第一并远高于竞争对手。在经销商方面，行业中优质药店经销商大多通过销售汤臣的产品发展起来，和公司的感情较为深厚。目前公司通过专营条款将竞品排除在外，并持续建设“营养家”会员店体系，为经销商提供更多增值服务。在药店终端上，公司也与大森林、老百姓等多家连锁药店龙头签署了合作协议，将产品置于终端的最佳位置。同时汤臣倍健的产品给与经销商的毛利高达 25%、药店终端的毛利高达 60%，利益共享下经销商与药店终端都有充足动力继续保持与公司的合作。

“蓝帽子”储备充足，药店渠道已形成护城河。另一方面，保健食品在药店渠道中的销售还与国家食品药品监督管理局（CFDA）所颁发的保健食品证书有关。保健食品在 CFDA 上注册或备案完成后方可用俗称“蓝帽子”标志，拥有此标识的产品才可标明保健用途并在药店渠道中合法售卖。截

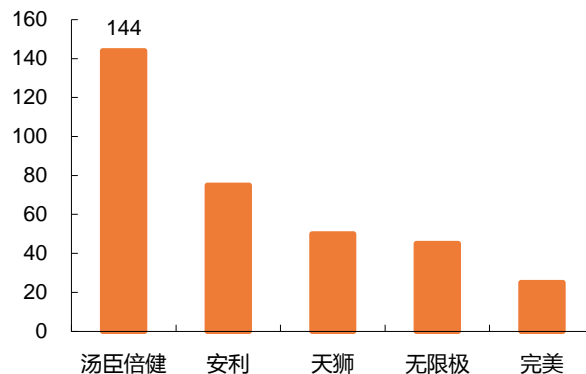
止至 2018 年底，汤臣倍健已获得 144 件注册和 85 件备案“蓝帽子”证书。公司拥有的证书数远高于国内外竞争对手。目前备案范围仍较狭隘，注册申请周期较长且审批仍然较严格，因此汤臣倍健大量储备的“蓝帽子”将巩固公司在药店渠道的优势地位。

图表37 2016 年城镇零售药店市场份额 (%)



资料来源：米内网，平安证券研究所

图表38 “蓝帽子”注册数遥遥领先



资料来源：CFDA，平安证券研究所

图表39 保健食品备案&注册范围

	备案	注册
非进口	保健食品原料目录以内	原料目录以外
进口	首次进口属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品	不属于补充维生素、矿物质等营养物质

资料来源：平安证券研究所

图表40 保健食品“蓝帽子”标识



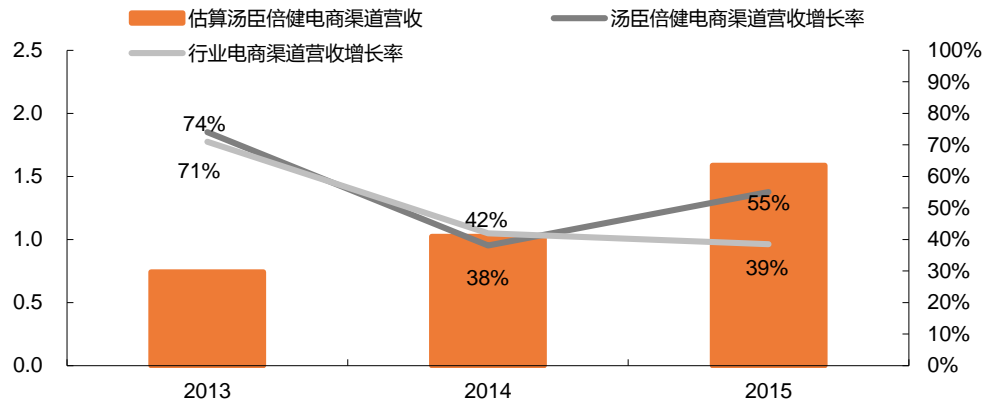
资料来源：网络图片，平安证券研究所

药店渠道绝对龙头优势已成，渠道下沉推动业绩增长。展望未来，公司有望借助其经销商、合作药店和批文优势，维持在药店终端的龙头地位，并紧紧抓住中老年消费市场。目前药店渠道开始向低线城市甚至县级市及以下地区渗透，而作为渠道龙头，公司产品大概率将率先进入这些相对空白的市场。在行业面临药店渠道低增长甚至负增长的同时，汤臣倍健有望维持在药店渠道上双位数的营收增长。

3.4 电商品牌化战略，加大线上领先优势

电商渠道取代药店趋势明显，2016 年以前公司线上增长幅度与行业整体相似。2010 年以来电商崛起趋势较为明显，而公司高层明显意识到了这一点，汤臣倍健是第一批在线上设立店铺的公司之一。2015 年以前公司担心线上线下互相干扰，未在电商上全面发力。但凭借前期积累的品牌名声和电商先行者优势，公司在电商渠道上的营收仍从 2012 年的 4,000 万左右上升至 2015 年的约 1.6 个亿，增速与行业整体相近。

图表41 汤臣倍健电商渠道营收增速曾与行业相近（单位：亿元）



资料来源：Euromonitor，公司公告，平安证券研究所

电商品牌化战略抢占年轻一代市场，Yep 系列引流年轻消费者。汤臣倍健于 2015 年起开始推出线上专供子品牌“每日每加”和“健乐多”。次年，公司设立主品牌专门的电商部门，真正开始着力电商渠道的发展，电商渠道营收占比相对 2015 年大幅提升。公司于 2017 年实施电商品牌化策略，至 2018 年提出电商品牌化 2.0 战略。公司通过线上专供子品牌等方式，对整个汤臣倍健品牌线上和线下的产品形成隔离，同时也对线下药店渠道难以触及的年轻消费者进行线上品牌推广。公司于 2018 年聘请人气偶像蔡徐坤和国际超模米兰达可儿代言旗下新品牌 Yep。Yep 系列均为电商专供的普通食品，包括胶原蛋白粉固体饮料等 10 款产品，主打营养健康、时尚、美容等概念。汤臣倍健借此塑造品牌年轻化的形象，培育线上的年轻消费者并将其引流至其保健食品领域。

图表42 蔡徐坤代言汤臣倍健 Yep 系列



资料来源：公司网站，平安证券研究所

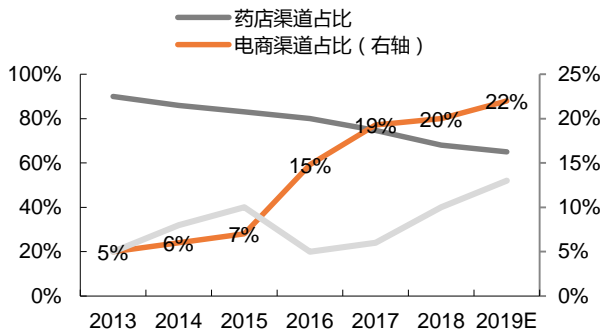
图表43 Yep 系列对应年轻人健康、时尚&美容需求



资料来源：天猫，平安证券研究所

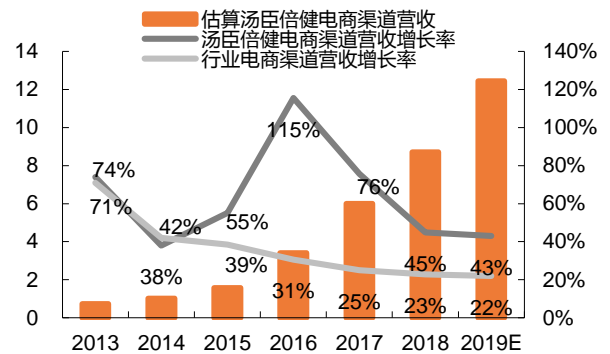
公司已站稳电商渠道第一梯队，19 年电商品牌化 3.0 战略巩固优势。汤臣倍健的电商品牌化策略取得良好成效，在 16-18 三年间电商渠道营收增速均维持在高位，在 2018 年双十一当天天猫店成交额超过 6,000 万元，同比增长 113%。目前公司在电商渠道上的营收占比约在 20%左右，低于行业整体水平的 30%，未来仍有提升空间。公司产品在阿里系电商平台市占率约在 7%左右，除 Swisse 外其余品牌市占率不超过 2%，因此公司在电商渠道也拥有龙头优势。电商品牌化战略在 19 年将升级为 3.0 版本，公司将建立专门的电商产品研发团队，打造线上的大单品和爆品。展望未来，汤臣倍健有望凭借电商品牌化战略持续发力电商渠道，在年轻消费者心中建立品牌形象，促进公司未来从渠道驱动向品牌驱动转变。

图表44 电商占比持续提高



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表45 电商营收增速高于行业 (单位：亿元)



资料来源：Euromonitor，公司公告，平安证券研究所

电商渠道集中度提升空间大，新电商法利于龙头。目前电商渠道上 CR5 不足 20%，集中度对比药店渠道仍有大幅提升的空间。此外，我国新电商法已于 2019 年 1 月 1 日始实行，大幅提升了个人海外代购的成本，将对不少依赖个人代购的海外品牌造成冲击。而国内品牌自营或授权网店和正规跨境电商店受影响较小，因此预计电商平台上集中度将提升。线上两大龙头之一的汤臣倍健有望率先受益，进一步提升线上份额。

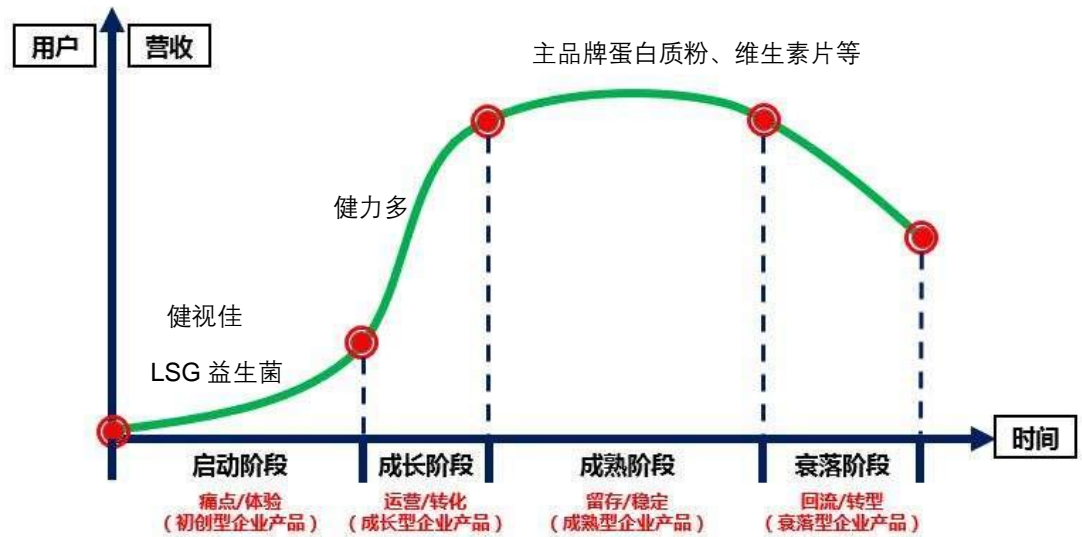
四、 并购+研发完善产品组合，品类叠加促公司发展

构建完善产品组合，由渠道驱动向品牌驱动转变。保健食品行业目前面临着消费者开始追求品牌消费与产品升级的趋势。行业中曾有产品“火不过 3 年，活不过 5 年”的说法，这种说法虽略显夸张，但也能说明消费者热点需求的更换速度比大多其他食品饮料子行业要快。这要求各公司通过不断推出优质产品来满足消费者新的需求，逐步形成完善的产品组合并建立起品牌知名度，以产品力和品牌力来抓住消费者。汤臣倍健在产品组合的建设上，通过现有的高市占率产品得到稳健的销售业绩增长，并通过并购海外品牌或自身研发来培育后续产品梯队，不断完善产品布局来打造综合性的保健食品企业。

4.1 品类叠加推动公司发展，下一代大单品已就位

蛋白粉&“健力多”仍有成长空间，19 年三大单品齐发。公司通过精准渠道投放+大幅度营销投入模式，先后将蛋白粉和“健力多”推向了各自细分领域中绝对龙头的位置，牢牢控制住了对应市场。这两款产品均有力推动了公司发展，验证了管理层在产品选择和运营上的眼光。参考产品生命周期理论，目前蛋白粉等主品牌产品已到成熟期，虽然与竞争对手产品同质化问题较大，但受益于“健力多”的带动和 2019 年加大品宣投入，主品牌仍有望在未来 2-3 年内保持双位数的收入增速。“健力多”市占率约在 40%左右，离蛋白粉长期保持的 60%市占率水平仍有提升空间，我们判断产品仍在成长期，预计在 2021 年前营收仍能保持 40%左右的年复合增速。除“健力多”外，目前汤臣倍健已储备另外两个大单品“健视佳”和 LSG 益生菌，2019 年将同时发力三大单品。“健视佳”用于缓解视疲劳，2019 年公司将继续进行品牌投放，扩大试点区域。“健视佳”有望继续复制“健力多”的成熟打法，步入快速增长期。

图表46 产品生命周期理论

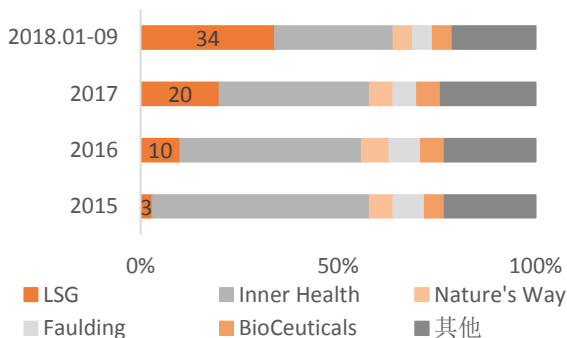


资料来源：百度图片，平安证券研究所

4.2 收购 LSG 进军益生菌领域，线下渠道扩张空间大

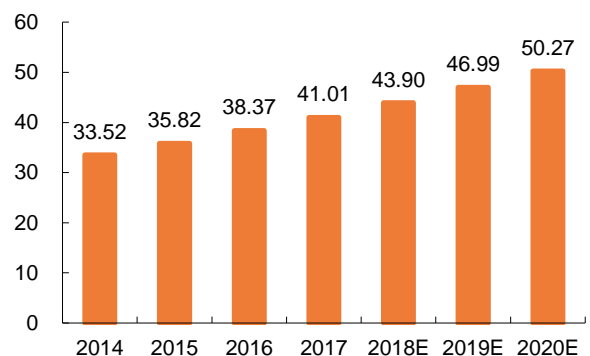
收购澳洲优质益生菌品牌，瞄准国内蓝海市场积极扩张。2018年8月汤臣倍健以约34亿元收购了澳洲益生菌品牌 Life-Space Group (LSG) 100%的股权。LSG 共有 26 种益生菌产品，剂型以易于携带和储藏的固体产品如粉剂和胶囊为主。覆盖人群从孕妇、婴儿、儿童、青少年、成年人到老年人群不等。由于产品优质且无需冷藏，LSG 益生菌在澳洲市占率从 2015 年刚上市的 3% 迅速上升至 2018 年 1-9 月的 34%，快速侵蚀其主要竞争对手 Inner Health 的市场份额。在国内，益生菌保健品的消费群体从儿童和孕妇向青少年、成人和中老年人等群体扩张。目前市场尚处于蓝海阶段，根据欧睿测算，2018 年国内益生菌保健食品市场或接近 44 亿元，未来数年复合增长率或有望保持 15%。

图表47 各益生菌品牌在澳州市占率 (%)



资料来源：Aztec，平安证券研究所

图表48 中国益生菌保健食品市场 (亿元)



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

差异化竞争造就优势，LSG 益生菌进军线下增长空间大。国内益生菌市场由龙头合生元主导，渠道集中于线下母婴店。而 LSG 已成为线上渠道的绝对龙头，在天猫等阿里系平台上市占率接近 50%，避开了合生元的优势战场。此外，合生元益生菌主要面向儿童或孕妇，但 LSG 产品覆盖范围较广，提供对应多个不同人群的益生菌产品。因此 LSG 与合生元在渠道和产品上都形成了差异化竞争，有

望把握国内益生菌市场爆发的契机，抢占益生菌的空白市场。汤臣倍健在收购 LSG 后，19 年将把“健力多”的大单品模式复制在 LSG 产品上，在集中资源投送大量广告后，LSG 产品渗透率有望大幅上升。同时 LSG 产品将能利用主品牌线下药店渠道，大幅扩大销售范围。考虑到国内益生菌线下空白市场大，再加上在澳洲本土的高速发展，LSG 产品线有望在三年内维持 50% 以上的收入年复合增长。

图表49 合生元专攻儿童益生菌



资料来源：百度图片，平安证券研究所

图表50 LSG 益生菌产品覆盖范围较广



资料来源：百度图片，平安证券研究所

4.3 积极海外并购&自身研发，持续培育后续产品梯队

瞄准“小而美”的海外品牌，产品线扩张抢占新市场。近年来国内企业和资本纷纷举牌优质海外品牌，2015 年健合（合生元）收购了澳洲知名品牌 Swisse，次年西王食品拿下肌肉科技的母公司，2018 年哈药集团收购 GNC。目前国内消费者普遍对海外保健品有更高的信任度，中国消费者协会的调查显示超过 40% 的消费者更信任国外品牌。其次，从国内外品牌竞争比较充分的电商平台来看，国内品牌在维生素、矿物质和蛋白质等泛用领域拥有优势，而国外品牌则长于葡萄籽胶囊、奶蓟草片等强功能性领域，两者差异较大，因此国内企业收购海外品牌对自身产品线将产生补充和协同效应。此外，保健食品技术壁垒和研发投入要求比一般食品高、“蓝帽子”证书审批周期较长，收购拥有成熟产品线的品牌也有助于企业实现迅速扩张。

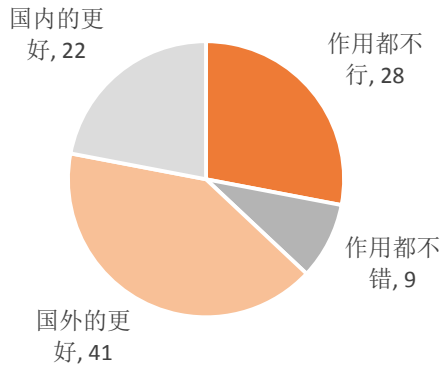
除了 LSG，汤臣倍健于 2018 年还收购了拜耳公司旗下的儿童营养剂品牌 Penta-Vite，同时也将 2018 年设为公司国际化的元年。目前汤臣倍健负债率较低、现金流充足，今后数年内有能力继续收购“小而美”的优质海外品牌，持续完善产品组合。

图表51 近年部分国内资本收购海外保健食品品牌案例

时间	收购方	标的	标的公司基地	价格（百万美元）
2015	合生元	Swisse	澳洲	245
2016	上海医药	Vitaco	新西兰	130
2016	西王食品	Kerr	加拿大	730
2017	飞鹤乳业	Vitamin World	美国	28
2018	汤臣倍健	Life-Space Group	澳洲	500
2018	哈药集团	GNC	美国	300
2018	中国建投	Nature's Care	澳洲	578
2018	汤臣倍健	Penta-Vite	澳洲	14

资料来源：庶正康讯，公司公告，平安证券研究所

图表52 消费者对保健食品品牌的信任度



资料来源：中国消费者协会，平安证券研究所

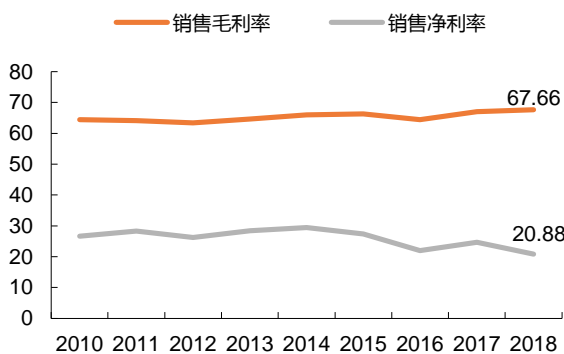
图表53 天猫部分保健食品品牌销量前三

品牌	总销量冠军	亚军	季军
汤臣倍健	液体钙	蛋白粉	钙铁锌
修正	左旋肉碱	芦荟胶囊	褪黑素
养生堂	维 E	维 C	复合维生素
Swisse	奶藓草片	钙+维 D	蔓越莓胶囊
NBTY	葡萄籽	维 B	钙镁锌
GNC	葡萄籽胶囊	辅酶 Q10 胶囊	左旋肉碱

资料来源：天猫，平安证券研究所

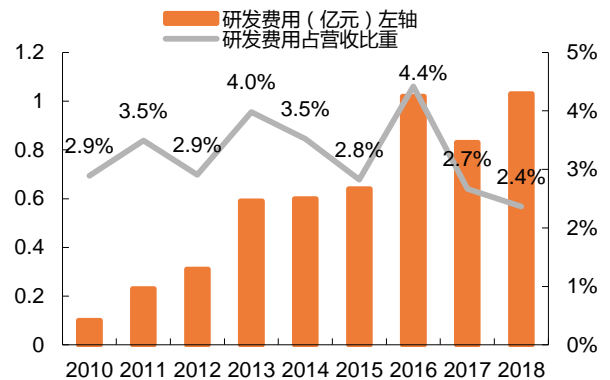
高比例研发投入，或能节约并购费用。除继续收购海外优质品牌外，汤臣倍健也着力自身研发投入以扩张产品线。受益于保健品领域的好赛道，公司销售毛利率保持在 60-70%之间，高毛利有力支撑了公司的高研发投入。公司每年将约 2.5-4.5%的营业收入投入至研发之中，高于目前国内保健食品产业的平均比例 1.5%，甚至高于不少国内医药企业。这意味着公司在并购的同时也重视新产品的研发，未来或能通过研发持续完善产品组合，大幅节约并购费用。2019 年公司将启动建设“汤臣倍健营养抗衰老研究中心”，积极筹划成立“海外研发中心”，以科研实力扩张产品线。

图表54 毛利率、净利率 (%) 稳定



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表55 研发费用率 (%) 较高



资料来源：Wind，平安证券研究所

4.4 参照海外龙头发展史，产品线扩展仍有大空间

回顾保健食品巨头 NBTY 历史，并购造就丰富产品线。环视全球，美国保健食品行业已发展至较为成熟阶段，两大巨头 NBTY 和 GNC 的产品线丰富，并享用较高的品牌名声。NBTY 于 1980 年起开始保健食品的生产与销售，其后公司开始收购一系列欧美知名生产或销售品牌。NBTY 的并购主要瞄准两方面：1. 拥有渠道优势的公司，这类公司能给 NBTY 带来市场份额的提升，如 1997 年收购欧洲第一的维生素及健康食品连锁店 Holland & Barrett 等。2. 能扩展自身产品线的公司，如 2005 年收购素食者专用的顶级营养素品牌 Solgar、06 年收购拥有独家专利酯化 C 营养片配方的 Zila Nutraceuticals。这些并购迅速扩展了 NBTY 的销售渠道和产品线，公司产品种类已超 3,000 种，而不断叠加的新渠道和新产品也成为 NBTY 持续增长的动力。

图表56 NBTY 拥有众多子品牌对应不同消费需求和消费场景



资料来源：百度图片，平安证券研究所

汤臣倍健产品种类数目偏少，相比国外巨头仍有巨大提升空间。NBTY 拥有 3,000 多种产品，在全球产生了超过 20,000 个 SKU（即产品单品数）；美国的另一保健食品龙头 GNC 在产品品类上也超过 1,500 种，SKU 超 3,000 个。澳洲两大巨头中 Blackmores 拥有 1,300 多种产品，Swisse 产品线更精于女性健康，但产品数也超过 200。而汤臣倍健目前在国内拥有约 100 种产品，距离海外企业仍有较大差距。考虑到目前国内空白领域远多于国外，汤臣倍健产品线扩张的空间较大。未来公司有望通过并购或研发持续拓宽产品线，通过不断满足消费者新的需求来制造新增长点。

五、投资建议

目前行业发展存在三大趋势：渠道变革改变竞争格局、新产品红利推动行业发展&监管规范化利于龙头提升份额。汤臣倍健在渠道变革中，掌握传统药店&新兴电商渠道上的龙头优势，有望在直销承压的情况下扩大市场份额。在产品上持续关注新兴的细分领域，不断完善产品梯队以抢占蓝海市场。在监管规范化的趋势下，作为行业龙头之一，有望受益于中小品牌的加快离场，进一步提升市场份额。我们判断公司未来 3 年有望获得营收 30%和净利 25%的复合增长，预测 2019-2021 年公司营收 58.9、77.6、97.4 亿元，增 35.3%、31.9%、25.5%；归母净利润 13.0、16.4、20.2 亿元，增 30.0%、25.5%、23.5%，对应 EPS 0.89、1.11、1.38 元，PE 24、19、16 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表57 可比公司比较 (2019.05.10)

证券简称	最新收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
汤臣倍健	21.64	317.85	0.68	0.89	1.11	31.7	24.4	19.4
东阿阿胶	41.05	268.48	3.19	3.22	3.39	12.9	12.8	12.1
西王食品	8.66	66.77	0.62	0.68	0.78	14.0	12.7	11.1
H&H 国际控股	37.55	239.74	1.30	2.24	2.70	28.9	16.8	13.9

注：东阿阿胶、西王食品、H&H 数据取自万得一致预测（币种：人民币）资料来源：Wind，平安证券研究所

六、风险提示

- **食品安全事故风险：**国内消费者对此较为敏感，若被爆出严重食品安全事件，将对产品销售产生极大负面影响。
- **原材料供应风险：**保健食品对原材料的质量要求较高，若公司某一重要原材料供应出现问题，将对公司的产能造成影响。
- **LSG 业绩未达预期：**汤臣倍健收购 LSG 的溢价较高，产生的商誉较大，若 LSG 业绩未达预期存在商誉减值的风险。
- **行业政策风险：**保健食品所受监管较多，相关政策颁布和执行力度变化较难预测，可能对行业的发展造成影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,096	5,020	6,285	7,640
现金	1,813	2,406	3,214	4,062
应收票据及应收账款	249	339	446	560
其他应收款	32	74	78	110
预付账款	56	53	88	101
存货	671	793	1,061	1,346
其他流动资产	1,274	1,354	1,397	1,461
非流动资产	5,695	5,511	5,378	5,251
长期投资	250	250	250	250
固定资产	658	591	542	502
无形资产	1,563	1,364	1,205	1,064
其他非流动资产	3,224	3,306	3,381	3,434
资产总计	9,790	10,531	11,663	12,891
流动负债	1,491	1,786	2,392	2,991
短期借款	158	0	0	0
应付票据及应付账款	339	490	626	798
其他流动负债	994	1,296	1,766	2,193
非流动负债	1,411	1,411	1,411	1,411
长期借款	893	893	893	893
其他非流动负债	519	519	519	519
负债合计	2,902	3,197	3,803	4,402
少数股东权益	1,296	1,173	1,018	826
股本	1,469	1,469	1,469	1,469
资本公积	2,023	2,023	2,023	2,023
留存收益	2,188	2,757	3,437	4,259
归属母公司股东权益	5,592	6,160	6,841	7,663
负债和股东权益	9,790	10,531	11,663	12,891

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,349	1,565	1,850	2,137
净利润	1,002	1,303	1,636	2,020
折旧摊销	149	287	262	245
财务费用	-21	-37	-35	-31
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-201	135	142	95
其他经营现金流	420	-123	-155	-192
投资活动现金流	-4,041	-116	-122	-122
资本支出	-176	-116	-122	-122
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-3,865	0	0	0
筹资活动现金流	1,744	-856	-920	-1,168
短期借款	158	-158	0	0
长期借款	893	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	693	-698	-920	-1,168
现金净增加额	-948	593	808	847

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,351	5,887	7,763	9,740
营业成本	1,407	1,983	2,654	3,364
营业税金及附加	63	90	115	145
营业费用	1,280	1,736	2,335	2,894
管理费用	401	452	627	811
研发费用	103	186	213	269
财务费用	-21	-37	-35	-31
资产减值损失	89	93	98	103
其他收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	26	28	29	30
投资净收益	48	53	58	64
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	1,103	1,465	1,843	2,281
营业外收入	48	51	53	56
营业外支出	22	23	24	25
利润总额	1,129	1,492	1,872	2,311
所得税	221	312	392	483
净利润	908	1,180	1,481	1,828
少数股东损益	-94	-123	-155	-192
归属母公司净利润	1,002	1,303	1,636	2,020
EBITDA	26	19	15	13
EPS (元)	0.68	0.89	1.11	1.38

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	39.9	35.3	31.9	25.5
营业利润(%)	25.5	32.8	25.8	23.8
归属于母公司净利润(%)	30.8	30.0	25.5	23.5
获利能力				
毛利率(%)	67.7	66.3	65.8	65.5
净利率(%)	23.0	22.1	21.1	20.7
ROE(%)	18.7	22.2	25.2	27.9
ROIC(%)	17.9	16.7	21.9	27.9
偿债能力				
资产负债率(%)	29.6	30.4	32.6	34.1
净负债比率(%)	-3.5	-13.6	-22.9	-31.2
流动比率	2.7	2.8	2.6	2.6
速动比率	2.3	2.4	2.2	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	20.3	20.0	19.8	19.4
应付账款周转率	4.6	4.8	4.8	4.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.89	1.11	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	1.07	1.26	1.45
每股净资产(最新摊薄)	3.81	4.19	4.66	5.22
估值比率				
P/E	31.7	24.4	19.4	15.7
P/B	5.7	5.2	4.6	4.1
EV/EBITDA	26.3	18.7	15.4	12.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033