



Research and
Development Center

抛开偏见，正视保健品行业的投资机会

保健品子板块投资策略

2019年10月16日

王见鹿 行业分析师

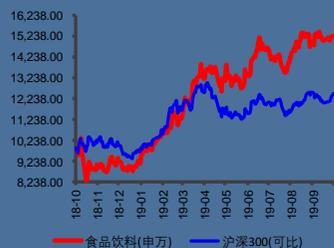
毕翹楚 行业分析师

证券研究报告

行业研究

食品饮料行业

食品饮料行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

行业规模及信达覆盖

股票家数 (只)	97
总市值 (亿元)	39152
流通市值 (亿元)	15049
信达覆盖家 (只)	5
覆盖流通市值 (亿元)	347

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

王见鹿 行业分析师

执业编号：S1500517100001
 联系电话：+86 21 61678591
 邮箱：wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 行业分析师

执业编号：S1500519090001
 联系电话：+86 21 61678587
 邮箱：biqiaochu@cindasc.com

抛开偏见，正视保健品行业的投资机会

保健品子板块投资策略

2019 年 10 月 16 日

本期内容提要：

- ◆ **我国已是全球第二大保健品市场。**截止 2017 年，中国已跃升为全球购规模第二大的保健品市场，市场规模达到约 188 亿美元（折合约 1315 亿人民币），且其 CAGR 增速达到 11.5%，远高于全球平均增速的 6.0%。
- ◆ **保健品板块虽易受到短期政策及舆论波动影响，但极具防御性。**保健品行业易受单一事件、政策、媒体和社会舆论导向的影响，很可能发生短期的波动事件；但保健品行业的高频消费、较高利润贡献和强防御性凸显了板块的长期投资价值。
- ◆ **我国保健品市场和发达国家相比尚存不足。**从人均保健品消费来看，我国的人均保健品消费额约为 14.8 美元/人；而发达地区的日本和美国则分别录得 81.8 美元和 123.4 美元的人均消费额。对比成熟市场，我国保健品企业更重视大单品的发展，往往欠缺有生命力的明星产品以及针对细分人群的产品矩阵。考虑到保健品行业的“长尾属性”，随着消费理念的日趋成熟，“通吃”的产品结构一定会逐渐被有针对性、定制化的产品所替代。从渠道端来看，随着“百日行动”以及 9 月实施的“百日行动回头看”，意味着国家对直销渠道的管理趋严；药店渠道陷入深度调整期，给予了新进入中国保健品市场的品牌以弯道超车的机会；此次“重启”对于保健品行业健康发展十分重要。
- ◆ **但社会、政策、经济和科技（PEST）等宏观条件为保健品行业长远发展奠定了基础。**在顶层政策的支持下，我国保健品行业将显著受益于消费者健康意识的提升和科技进步带来的营销手段及渠道变迁；其中，“银发一族”和“年轻一代”将是行业增长的主要驱动人群；“全民健身”、“精准营养”则将引领产品结构变化的趋势。我们预计，到 2022 年末，我国人均保健品消费额达到 20.7 美元/人的合理水平，对应 2017-2022CAGR5 整体规模增速为 7.5%，优秀的保健品企业将享受行业约 65 亿美元（折合约 450 亿人民币）的增量市场空间。
- ◆ **保健品板块投资策略：**关注具备广阔空间的运动营养、口服美容和婴童保健品市场的投资机会。关注核心“四要素”——信赖感、敏锐性、市场力和产品矩阵能够帮助发掘具备竞争力的企业。
- ◆ **风险因素：**因中美消费者差异导致新产品市场推广不及预期的风险；线下渠道发展不健全的风险；SKU 增加导致库存积压的风险；食品安全风险。

目录

投资聚焦	2
关注中国保健品市场	3
一、中国已是全球保健品市场的核心增量市场	3
保健品行业的商业属性	5
一、什么是保健品?	5
二、保健品的商业属性	6
三、小结	13
保健品价值链的核心	14
一、市场营销和流通渠道环节是价值链的核心	14
保健品赛道的现状	15
一、中、美保健品市场对比	15
从 PEST 维度看保健品行业的增长驱动力	28
一、Social: 人口结构变化带来保健品消费规模增长	28
二、Political: 政策影响	31
三、Technology: 科技驱动的渠道革命和营销手段革命	33
四、Economy: 并购推动我国保健品企业规模扩张	35
关注快速发展的保健品子版块	37
一、运动营养板块——从小众到大众	37
二、美容健康板块——口服美容增速快	44
三、婴童保健板块	46
四、剂型变化	50
保健品赛道的成功路径	50
一、保健品赛道的未来市场空间	50
二、以“四要素”形成核心竞争力	51
行业竞争格局	52
一、产业链上布局	52
二、保健品业务相对估值	55
投资策略	55
风险因素	55

表目录

表 1 中、美、日、欧、澳对保健品的定义及规范法规	5
表 2 2018 年下半年开始的保健品行业相关政策	11
表 3 “百日行动”对直销行业的影响	20
表 4 NBTY 集团在美国市场的市占率 (%)	27
表 5 年轻一代消费群体对保健品品牌的启示	29
表 6 一般贸易和跨境电商 (保税备货) 的差异	33
表 7 近年来我国企业主导的海外并购	36

图目录

图 1 2017 年全球保健品行业规模及增速 (亿美元, %)	3
图 2 2014-2017 年全球保健品 vs 快消品子板块的增速对比 (%)	3
图 3 2017 年保健品消费区域构成 (亿美元, %)	4
图 4 2011-2017 年全球保健品区域规模与增速对比 (亿美元, %)	4
图 5 全球保健品规模及增速 (亿美元, %%)	4
图 6 美国消费者服用保健品的原因 (N=1,528)	6
图 7 全球消费者对健康的定义 (N=20,000; 20 国; %)	7
图 8 我国化妆品市场表现出明显的长尾效应 (%)	7
图 9 美国保健品市场也有长尾效应 (%)	7
图 10 养生堂儿童 VC 定位“好爸爸”+增强免疫力	8
图 11 养生堂儿童 VC 地铁互动广告宣传其产品有机可溯源	8
图 12 移动互联网时代的精准营销手段与保健品的商业特性十分契合	9
图 13 保健品市场的规模受覆盖客群和渗透率影响, 仍处在快速发展阶段	10
图 14 360 大数据显示, 医药保健的消费者和化妆品关注者重合度较高	10
图 15 我国保健品的销售模式-Ole 超市	11
图 16 美国保健品的开柜销售模式	11
图 17 美国 2005-2018 保健品子板块的规模增速 (%)	12
图 18 保健品的行业属性所体现的商业特性	13
图 19 保健品产业链	14
图 20 2017 年美国保健品各环节的规模、加价率及增速 (亿美元, %)	15
图 21 美国保健品渗透率变化 (%)	16
图 22 我国保健品老年人消费占比 (美元/人)	16
图 23 2017 年各地区人均保健品消费额 (美元/人)	16
图 24 我国的人均可支配收入与美国和日本的对比 (美元/人)	16
图 25 2018 年我国保健品子板块规模占比 (%)	17
图 26 2017 年美国保健品子板块规模占比 (%)	17
图 27 2013-2018 年我国保健品子板块复合增速对比 (%)	17
图 28 2012-2017 年美国保健品子板块复合增速对比 (%)	17
图 29 2012-2015 我国复合维生素产品对应人群 (%)	18
图 30 2012-2015 美国复合维生素产品对应人群 (%)	18
图 31 2017 年美国和中国保健品的渠道占比 (%)	19
图 32 2013-2018 我国保健品各渠道增速 (%)	19
图 33 2018 年我国保健品行业中直销企业占比 (%)	19
图 34 2008-2022E 我国保健品线上渠道规模及增速 (亿美元, %)	20
图 35 10M2018vs10M2017 我国跨境电商零售进口总额 (亿元)	21
图 36 2008-2018 年我国 VMS 进口规模 (百万元)	21
图 37 截止 1Q2019, 天猫和网易合计占跨境电商比例为 56.1 (%)	22
图 38 1M2019-6M2019 拼多多平台一二线城市 GMV 占比变化	22
图 39 药店渠道全品类增速 (%)	22
图 40 药店渠道保健品销量及增速 (亿元, %)	22
图 41 美国保健品各渠道增速 (%)	23
图 42 2009vs2017vs2020E 美国各渠道占比变迁 (%)	23

表 8 2018 年膳食营养补充剂排名 (亿美元, %)	37
表 9 由上市公司主导的婴幼儿保健品领域并购动态	48
表 10 天猫平台儿童保健品领先品牌 (按累计销售额排名)	48
表 11 行业内上市公司估值对比 (亿元, 倍, %)	55

图 83 受访消费者对营养品喂养的困惑主要仍处在初级阶段 (%)	49
图 84 2017 年美国软糖剂型的成人 vs 儿童保健品比例 (%)	50
图 85 2017 年美国保健品剂型市场非片剂剂型细分占比 (%)	50
图 86 我国保健品市场规模 (亿美元, %)	51
图 87 亚马逊 Elements 的扫码溯源技术	52
图 88 Olly 强调保健品功效的软糖	52
图 89 保健品产业链	53
图 90 2018-1H2019 保健品行业竞争对手收入规模对比 (亿人民币)	54
图 91 2018-1H2019 保健品行业竞争对手毛利率对比 (%)	54
图 92 2018-1H2019 保健品行业竞争对手净利润率对比 (%)	53

图 43 2008-2020E 美国保健品线上渠道规模及增速 (亿美元, %)	24
图 44 2017 年部分亚马逊自有品牌的规模及增速 (百万美元, %)	25
图 45 亚马逊 Elements 和 Solimo 品牌的保健品	25
图 46 2018 年美国保健品线上渠道市场份额 (% , n=1,000)	25
图 47 2018 年中国保健品市场份额 (%)	26
图 48 2019E 美国保健品市场份额 (%)	26
图 49 美国保健品品牌按消费者关注度排序 (%)	27
图 50 2007-2017 年我国 65 岁以上老年人口规模及占比 (%)	28
图 51 不同代际保健品消费人群规模及渗透率 (百万人, %)	28
图 52 2017.7-2018.6 不同代际健康产品消费占比及增速 (%)	29
图 53 截止 2018 年美国的网购人群结构 (%)	29
图 54 2013-2017 年人均医疗保健消费额支出 (元/人)	30
图 55 2018 年人均消费支出规模及增速 (元/人, %)	30
图 56 2018 年国民新年愿望 (%)	31
图 57 美国保健品在 DSHEA 实施前后的规模变化 (十亿美元)	32
图 58 我国受访者对社交推荐产品的态度 (%)	34
图 61 社交电商运行机制图	35
图 62 2004-2018 年全球保健品子板块增速变化 (%)	38
图 63 运动营养的边界在持续扩大	38
图 64 2015-2019 年美国运动营养各子板块规模及增速, 其中日常运动营养板块规模最大, 增速最快 (亿美元, %)	39
图 65 2018 年美国运动营养板块规模占比 (%)	40
图 66 2018-21E 美国运动营养板块规模及增速 (十亿美元, %)	40
图 67 2018 年美国运动营养主要企业占比 (剔除运动饮料) (%)	41
图 68 2018 年美国运动饮料主要公司销售规模及占比 (%)	41
图 69 2010-2023E 我国运动营养子板块增速 (%)	42
图 70 健身房及健身人群规模变化及 CAGR (家, 万人, %)	43
图 71 我国的健身房渗透率与其他国家及地区的对比 (%)	43
图 72 2018 年路跑产业发展情况 (次, 人, %)	43
图 73 2018 年我国运动营养主要企业占比 (%)	43
图 74 MAT2018vs2019 天猫线上口服美容人数及金额增速 (%)	44
图 75 天猫 2019 线上“颜值经济”相关品类消费增速	44
图 76 MAT2017-2019 天猫国际口服美容品类消费趋势	45
图 77 MAT2017-2019 天猫国际的口服美容细分 SKU 变化	45
图 78 2019 年全球消费者美容/皮肤健康的营养补充剂选择 (%)	45
图 79 2019 年 1-5 月阿里系平台婴幼儿食品各子品类市场规模及份额占比 (亿元, %)	46
图 80 2016-2018 年天猫婴幼儿辅食子品类占比规模 (%)	47
图 81 2016-2018 年婴幼儿辅食子品类规模增速 (%)	47
图 82 我国不同年龄婴儿使用的保健品消费金额分布 (%)	47

投资聚焦

关键假设点

截止 2017 年，中国已跃升为全球购规模第二大的保健品市场，市场规模达到约 188 亿美元（折合约 1315 亿人民币），且其 CAGR 增速达到 11.5%，远高于全球平均增速的 6.0%

在顶层政策的支持下，我国保健品行业将显著受益于消费者健康意识的提升和科技进步带来的营销手段及渠道升级；其中，“银发一族”和“年轻一代”将是行业增长的主要驱动人群；“全民健身”、“精准营养”则将引领产品结构变化的趋势。

我们预计，到 2022 年末，我国人均保健品消费额达到 20.7 美元/人的合理水平，消费规模达 268 亿美元，对应 2017-2022CAGR5 整体规模增速为 7.5%，优秀的保健品企业将享受行业约 65 亿美元（折合约 450 亿人民币）的增量市场空间。保健品行业的投资机会一方面来源于从粗放到精细化管理的行业升级，另一方面来自于保健品行业价格逐步合理化带来的低线消费新动能，所以行业整体的市场空间实质比起增量要来的更大。

有别于大众的认识

2018 年末至 2019 年上半年，药店渠道医保卡禁刷、“百日行动”和跨境电商法正式实施，对国内保健品市场造成一定短期波动。但从长期趋势来看，保健品作为高频、刚需和具备“口红效应”的品种，将受益全球范围内的人口变化和渠道变迁。

推荐逻辑

保健品行业高频消费、较高利润贡献和强防御性凸显了板块的长期投资价值。

市场表现催化剂

保健品板块复苏，海外运动营养板块并购不断：SMPL10 亿美金现金并购 Quest 营养、好时 4 亿美金并购能量棒企业 OneBar，宝氏集团下属的 Belling 预计以 5.25 亿美金登陆纳斯达克。

2019 年 1 月 1 日起，《电子商务法》正式开始实施，一系列跨境电商的新政策也开始执行。规范个人代购工商注册和依法纳税，抬高个人代购成本，对个代占比较高的海外品牌有一定影响，对正规引进海外品牌的跨境电商平台是利好。

保健品板块投资策略

我们看好保健品板块的投资机会，建议关注板块内企业：金达威。

风险因素

因中美消费者差异导致新产品市场推广不及预期的风险；线下渠道发展不健全的风险；SKU 增加导致库存积压的风险；食品安全风险。

关注中国保健品市场

一、中国已是全球保健品市场的核心增量市场

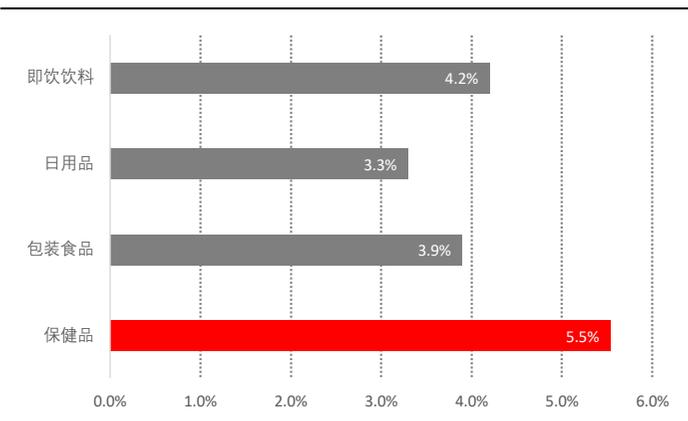
根据 NBJ 杂志，截止 2017 年，全球营养保健品行业零售总额已达 1280 亿美元（折合约 8,900 亿人民币），较上年同期增长 5.57%。保健品板块是少数几大经历全球金融危机仍维持正增长的板块，2014-2017 年，保健品板块的复合增速达到 5.5%，明显快于其他快消品子板块。

图 1 2017 年全球保健品行业规模及增速（亿美元，%）



资料来源：NBJ，信达证券研发中心整理

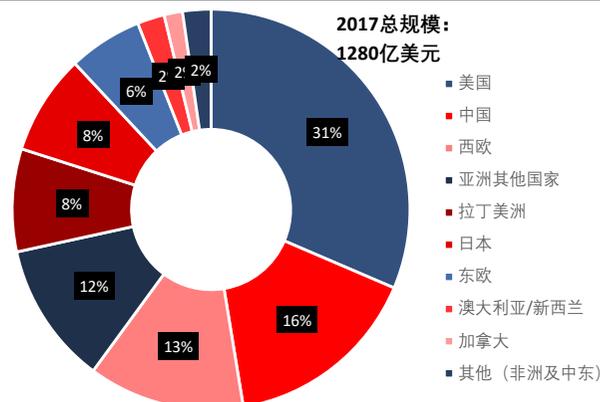
图 2 2014-2017 年全球保健品 vs 快消品子板块的增速对比 (%)



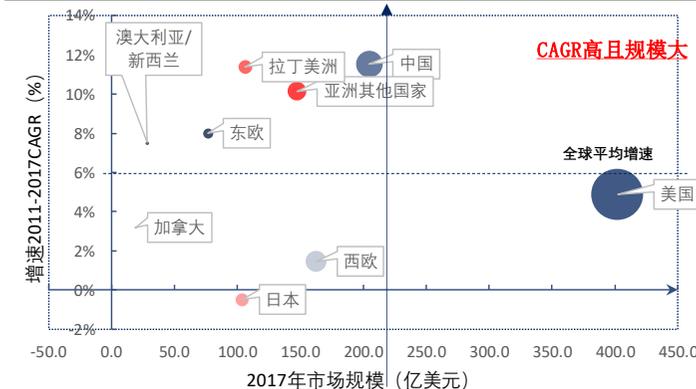
资料来源：Euromonitor, NBJ, 信达证券研发中心整理

从区域构成来看，保健品的消费国主要分布在北美洲、欧洲和亚洲；美国和西欧的保健品行业发展较早，市场成熟，需求较为稳定；与之对应的是以中国、拉丁美洲、东欧为代表的发展中国家及地区。

随着人均收入水平的提高，健康意识崛起，保健品行业高速发展。根据 NBJ 统计，截止 2017 年，中国已跃升为全球购规模第二大的保健品市场，市场规模达到约 188 亿美元（折合约 1315 亿人民币），且其 CAGR 增速达到 11.5%，远高于全球平均增速的 6.0%。

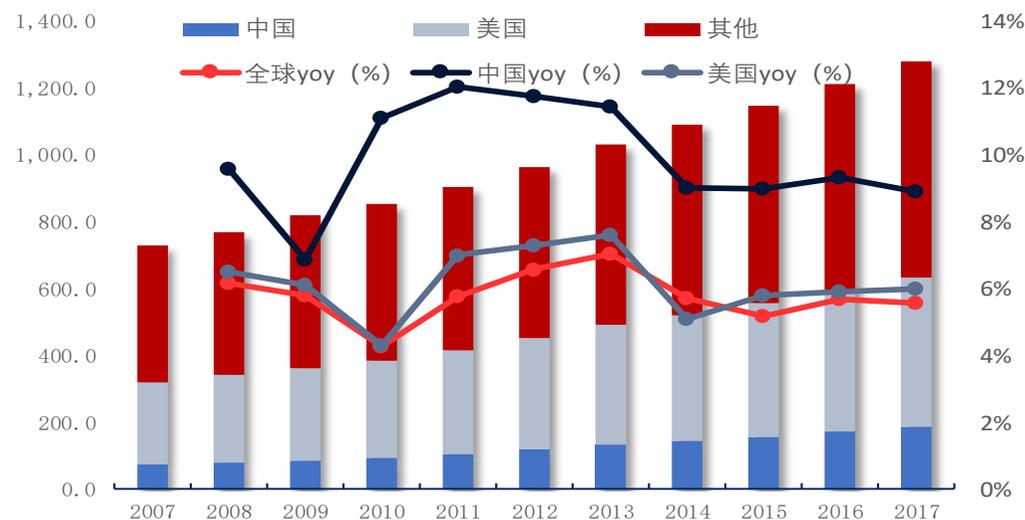
图 3 2017 年保健品消费区域构成 (亿美元, %)


资料来源: NBJ, 信达证券研发中心整理

图 4 2011-2017 年全球保健品区域规模与增速对比 (亿美元, %)


资料来源: Euromonitor, NBJ, 信达证券研发中心整理

下图显示了我国保健品占全球的比例及增速, 2007 年到 2017 年的十年间, 该比例由 10% 上升至 15%。

图 5 全球保健品规模及增速 (亿美元, %)


资料来源: NBJ, 信达证券研发中心整理

保健品行业的商业属性

当提到保健品，很多人脑海中便会浮现“蒙派”的广告轰炸或过度宣传疗效的“金字塔型传销”，这些负面标签体现出我国保健品行业鱼龙混杂、缺乏有效监管的现实，也使得保健品行业屡被打击；但另一方面，随着科学技术的提高以及国民健康意识的觉醒，规模快速扩张的保健品赛道正不断吸引着投资者。

如何不再对保健品全盘否定，去伪存真，把握行业快速增长机遇，我们希望从保健品行业的商业属性开始分析。

一、什么是保健品？

根据我国食药监局，“保健品也称保健食品，是指声称具有特定保健功能，或以补充维生素、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，不以治病为目的，且对人体不产生任何急性、亚急性或者慢性危害的食品。”保健食品在宣传时不能使用成功率、有效率等相关字眼。所有符合保健品的国内产品都会有一个蓝帽子的标识，这个标识是需要申请国家食品药品监督管理局对产品进行认证后才能享有的，申请了保健食品的产品可以标示出产品的保健功效，保健功效仅限国家到目前为止规定的 27 种范围内。

表 1 中、美、日、欧、澳对保健品的定义及规范法规

项目	中国	美国	日本	欧盟	澳大利亚
定义	保健品：声称具有特定保健功能或者以补充维生素、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。	膳食补充剂：是指含一种或多种膳食成分，维生素、矿物质、氨基酸、草药或其他植物，用以增加每日总摄入量来补充膳食的食物成分。不能代替普通食品或作为餐食的唯一品种。此类产品必须是片剂、硬（软）胶囊、粉状或液体形式，不能以“代餐”或“普通食品”形式出现。	1) 特定保健用食品：是指适用于特定人群食用，具有调节机体功能的保健机能食品。2) 营养机能食品：是指以补充特定的营养成分为目的的保健机能食品。包括 12 种维生素和 5 种矿物质。	食品补充剂：属于食品类别，应当具有营养或者生理作用的营养索及其他营养成分，不含有太多的热量。目的是补充正常膳食供给的不足，但不能替代正常的膳食，以一定的剂量，形式生产销售，其形态应该是片、胶囊、滴剂和粉。	补充药品：政府承认在食品和药品之间确实存在一类在安全和功效上与药品有交叉的产品，没有法定定义，将草药、传统药物、维生素和矿物质、营养补充剂、芳香性植物产品和顺势疗法产品称
监管部门	国家食品药品监督管理局	食品药品监督管理局（FDA）	消费者事务厅	欧盟食品安全局(EFSA)	澳大利亚治疗物品管理局（TGA）
相关办法	《保健食品监督管理条例》（2017 年颁布）	《膳食补充剂健康与教育法（DSHEA）：包括对原料、功能声称、生产等方面的监督（1994 年颁布）	《营养改善法律》（1962 年颁布） 《健康促进法》（2001 年颁布，先行采用该法）	《欧盟食品补充剂导则》（2002 年 6 月 10 日颁布，现在大部分欧盟成员国已实施）	《澳大利亚治疗物品法令 1989》
主要异同	同：1) 多数由卫生或食品药品监督管理局负责监督管理、监管部门制定了产品及其原料安全性及功效性的评价要求，对功能声称进行规范；2) 多数监管部门制定了产品及其原料安全性及功效性的评价要求，对功能声称进行规范；3) 对产品标签和生产经营进行严格管理，大多要求符合 GMP 要求；4) 监管仍属于探索阶段，仍需要逐步完善。				

异：1) 定义及范围不完全一致，美国、澳大利亚范围较广，我国与日本类似，但不完全一致；2) 美国、欧盟、日本、中国，作为食品的特殊种类对待，而澳大利亚作为药品的特殊种类对待；3) 美国和欧盟不需要注册审批，而澳大利亚、日本和中国需要注册审批。

资料来源：《上海食品药品监管情况研究》，信达证券研发中心整理

上表汇总了中、美、日、欧、澳五大主要国家对保健品的定义及规范法规。尽管叫法和定义不尽相同，但对比来看，各国对保健品有基本共识：

1. 是以帮助人体“补充”某类营养成分为目的的，有很强的“结果导向”性；
2. 是帮助我们达到健康状态的辅助手段，但并不能治愈疾病；
3. 指的是在合理剂量和剂型下的维生素、矿物质、动植物提取物等食品；
4. 保健品需要有对应的监管部门进行认证，具备一定认证门槛。

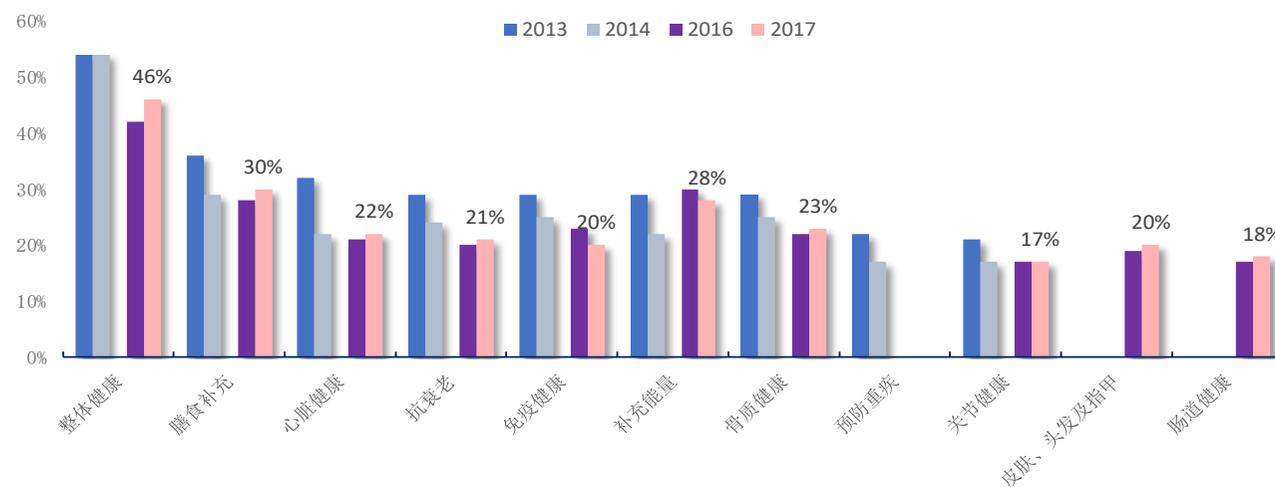
二、保健品的商业属性

正是由于上述特征，保健品行业兼具了多个行业的商业属性：

1) 细分需求驱动的长尾行业

人们对“健康”的理解大相径庭，加上人们的身体条件千人千面，因此保健品注定是一个受众细分的“长尾行业”。

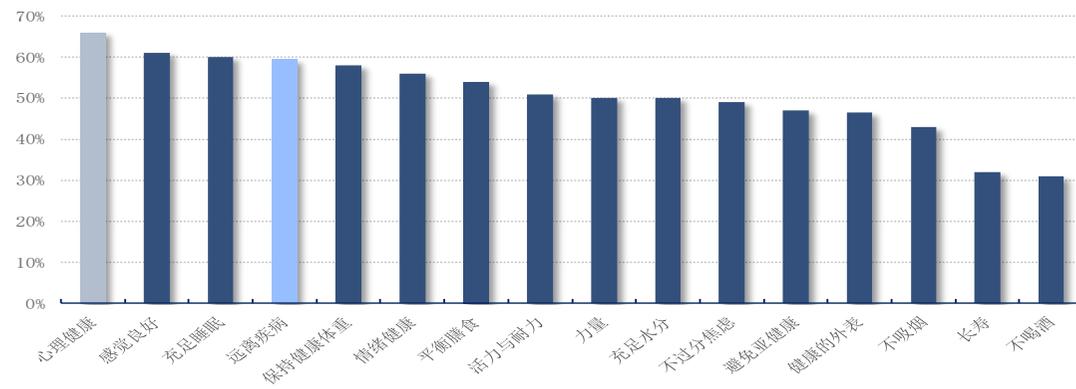
图 6 美国消费者服用保健品的原因 (N=1,528)



资料来源：CRN《保健品消费调查》，信达证券研发中心整理

保健品也是一个“潮流行业”——人们对“健康”的定义会随着潮流而改变，曾经健康便是远离病痛，但如今，越来越多的人开始关注“心理健康”，保健品需要及时响应这些新的需求。

图 7 全球消费者对健康的定义 (N=20,000; 20 国; %)

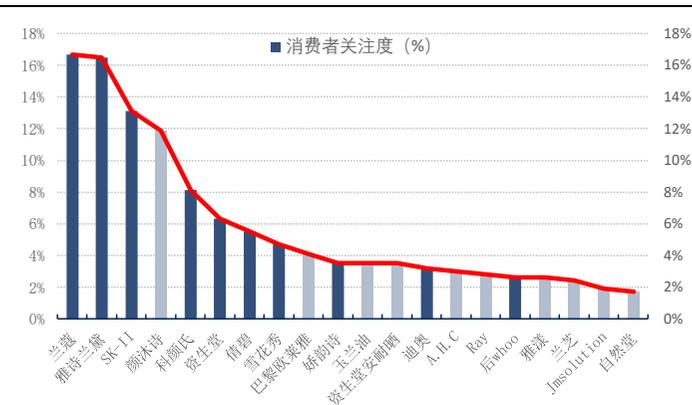


资料来源：欧睿国际《2019年消费者健康与营养调查》，信达证券研发中心整理

这一点与我国目前的化妆品行业十分类似：由于消费个性化特点，使得消费诉求多样，单一产品难以满足所有需求，形成较大的个性化需求缺口，因此，优质与个性化中小品牌存在较大的市场空间。

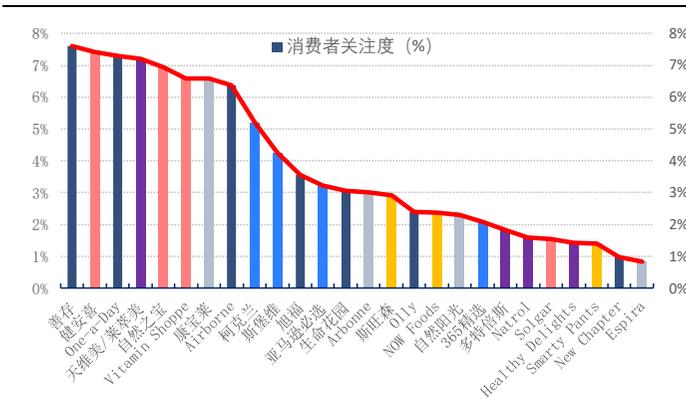
下图展示了我国化妆品市场和美国保健品市场关注度居前的品牌，两个市场的核心品牌（CR5）并没有获得超过合计 60% 的消费者关注度，可见其均未遵循“二八法则”，而是有明显的长尾效应。

图 8 我国化妆品市场表现出明显的长尾效应 (%)



资料来源：360 大数据 2018 年，信达证券研发中心

图 9 美国保健品市场也有长尾效应 (%)



资料来源：艾意凯咨询 2Q2019，信达证券研发中心

2) 有效性与感性结合，适合精准营销和社群营销

类似医疗服务，保健品消费存在信息不对称。因此许多见效快的保健品更容易向消费者推广；而部分保健品需要长期服用才有效果，针对这种特点，保健品品牌需要持续的对特定人群进行营养知识的宣传教育、科学合理的指导消费者。

另一方面，建立消费者的“信任感”十分重要。保健品营销需要从心出发，想其所想，供其所需，让消费者感知到有人在关心他们，并希望他们过上幸福健康的生活。正因如此，保健品营销很依赖人与人之间的感情纽带：销售与消费者、消费者与消费者之间的口碑传播，对保健品来说是很高效的营销方式。

图 10 养生堂儿童 VC 定位“好爸爸”+增强免疫力



资料来源：养生堂，熊猫公关

保健品营销需要兼顾理性与感性，再叠加其长尾属性，也就不难理解为何许多成功的保健品企业均是直销或多层级营销（MLM）的个中好手，为何许多人容易被保健品宣传的华丽辞藻所“忽悠”。

但从正面角度来看，随着大数据和互联网科技的发展，用户画像、精准营销、社群电商、个性化服务体系等新兴营销手段，均与保健品十分契合。当前很受追捧的直达消费者（D2C）模式，保健品行业其实一直在践行。

图 11 养生堂儿童 VC 地铁互动广告宣传其产品有机可溯源



资料来源：养生堂，熊猫公关

图 12 移动互联网时代的精准营销手段与保健品的商业特性十分契合



资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心整理

相对其他消费品，拥有自己可控制的营销渠道、团队和忠实用户是保健品行业不可或缺的护城河。海外历史上成功的保健品品牌主要以自营渠道（健安喜、自然之宝和 Vitamin Shoppe）、直销（康宝莱、自然阳光、雅芳等）和自有品牌（渠道即品牌，好市多、沃尔玛和亚马逊）为核心驱动力，而运用好新的科技手段，将大幅强化这一竞争力。

3) 高频消费叠加“口红效应”，市场空间广阔且防御性强。

不同于传统快消品，消费者在决定购买保健品时决策流程更复杂，很难冲动消费，但一旦形成使用习惯，其具备很明显的高频消费属性。和化妆品相比，保健品大多需要每日服用，使用频次更快，复购频率更高，需求刚性；和药品相比，保健品的“无害”特性使其有机会找到多个细分受众的共性，并从细分市场走向大众市场。我国人口众多，真正的健康消费意识也刚刚觉醒，保健品渗透率的提升有望带来明显的规模效应。

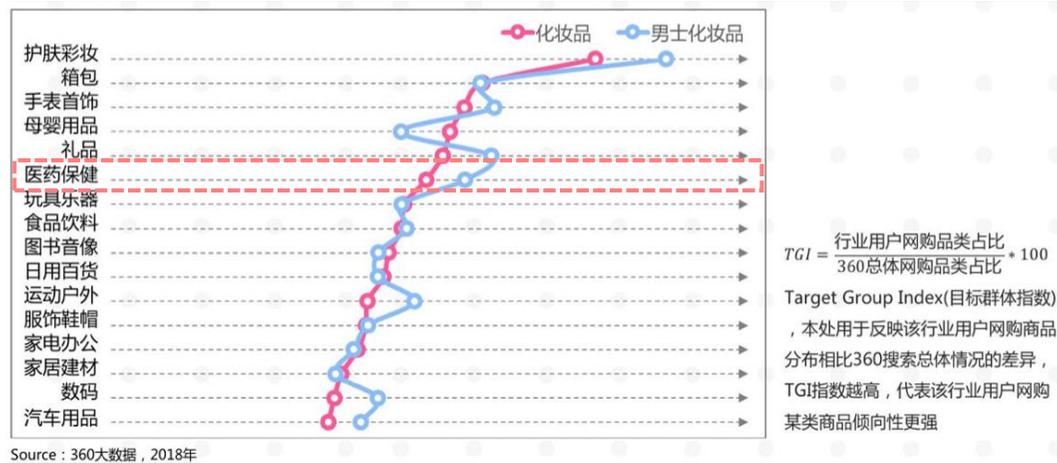
图 13 保健品市场的规模受覆盖客群和渗透率影响，仍处在快速发展阶段



资料来源: 信达证券研发中心

保健品也有较明显的抗经济周期甚至逆经济周期属性，这一点和化妆品所体现的“口红效应”有异曲同工之妙。

图 14 360 大数据显示，医药保健的消费者和化妆品关注者重合度较高



资料来源: 360 大数据, 信达证券研发中心整理

从上图可见，医药保健与化妆品的消费者重合度仅次于可选消费的箱包、手表首饰和礼品，高于大部分必选及耐用品；在经济周期进入下降趋势时，消费者的可支配收入增速放缓，可选消费的热情下降，但消费化妆品和保健品的意愿却可能上升。

4) 保健品门槛不高，需要产品力和渠道力形成品牌忠诚度

保健品具备一定功效，因此消费者愿意给予保健品相对一般食品更高的产品溢价。

但保健品并不是药品，其监管和研发门槛并不高，除了部分稀缺药材外，日常服用的保健品差异化程度并不高，并不是能支撑起极高单价的行业。

再加上保健品的高频消费属性，往往意味着消费者可选择的机会更多，对单一品牌的粘性较弱。因此，保健品行业的竞争仍是十分激烈的，需要通过强品牌力和渠道力占据消费者心智。

图 15 我国保健品的销售模式-Ole 超市



资料来源：信达证券研发中心

图 16 美国保健品的开柜销售模式



资料来源：信达证券研发中心

5) 行业易受外界因素影响

2018 年被媒体曝光的“鸿茅药酒事件”和“权健事件”，随之而来的“百日行动”极大的打击了我国保健品行业 2019 年上半年的销售额，许多消费者也进入了“谈保健品色变”的不信任周期。

表 2 2018 年下半年开始的保健品行业相关政策

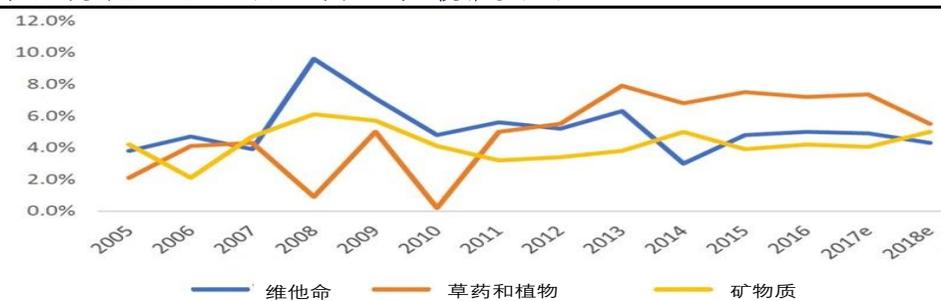
日期	名称	起草单位/执行单位	主要内容
2018/7/29	设立特殊食品安全监督管理局	国家市场监督管理总局	分析掌握保健食品、特殊医学用途配方食品和婴幼儿配方乳粉等特殊食品领域安全形势，拟定特殊食品注册、备案和监督管理的制度措施并组织实施。组织查处相关重大违法行为。
2018/8/31	《中华人民共和国电子商务法》	全国人大常委会	利好在于将过渡期内“暂按个人物品监管”的原则固化下来。渠道方面，政策调整明确“已经购买的跨境电商零售进口商品不得进入国内市场再次销售”，更加规范了跨境电商政策适用范围，将会对海淘代购和微商形成一定程度的打击。同时，“原则上不允许网购保税进口商品在海关特殊监管区域外开展‘网购保税+线下自提’模式”，封死了采取该类模式开展业务的线下店的道路。

2018/9/27	《关于防范保健食品功能声称虚假宣传的消费提示》	国家市场监督管理总局	帮助广大消费者理性识别选购保健品。
2018/11/27	《欺诈骗取医疗保障基金行为举报奖励暂行办法》	国家医疗保障局办公室、财政部办公厅	明确指出盗刷医疗保障身份凭证，为参保人员套取现金或购买营养保健品、化妆品、生活用品等非医疗物品为欺诈骗保行为。而且，举报骗保最高可获得 10 万元奖励。
2019/1/8	百日行动	国家市场监管总局、工信部、公安部、卫健委等 13 个部门	加大对“保健”市场重点行业、重点领域、重点行为的事中事后监管力度，依法严厉打击虚假宣传、虚假广告、制售假冒伪劣产品等扰乱市场秩序、欺诈骗消费者等各类违法行为。
2019/5/20	《中共中央国务院关于深化改革加强食品安全工作的意见》	国务院	实施保健食品行业专项清理整治行动。全面开展严厉打击保健食品欺诈和虚假宣传、虚假广告等违法犯罪行为。加大联合执法力度，大力整治保健食品市场经营秩序，严厉查处各种非法销售保健食品行为，打击传销。完善保健食品标准和标签标识管理。
2019/6/14	《2019 年食品安全重点工作安排的通知》	国务院食品安全委员会	实施保健食品行业专项清理整治行动。严厉打击保健食品欺诈和虚假宣传、虚假广告、传销等违法犯罪行为。开展以老年人识骗、防骗为主要内容的宣传教育活动。大力整治保健食品市场秩序，严厉查处各种非法销售保健食品行为。
2019/6/27	新组建食品药品犯罪侦查局	公安部	针对当前食品安全犯罪的突出问题：1) 突出重点领域。包括重点打击保健食品犯罪及其他高发类别食品犯罪。2) 突出重点部位。紧盯以化工产品名义制售原料药、医药中间体并可能用于向食品、保健食品中非法添加的工厂、企业等，主动深入排查犯罪线索。3) 突出网上侦查。紧盯食品、保健食品、生物制品购销网络社群。

资料来源：庶正康讯，信达证券研发中心整理

类似事件在美国也屡有发生。2008 年多篇夸大维 D 效用的报导及论文得到了广泛传播，对维 D 的消费热情导致当年整个维生素子板块的销售额激增了约 10%，同比上升约 6 个百分点；2010 年，FDA 发文警告劣质药物产品可能用于膳食补充剂，导致公众对草本提取物是否掺假产生怀疑导致草本提取物销售下滑；2013 年，约翰霍普金斯学院的一篇论文称补充维生素没有明显效用，维生素消费额当年大幅滑坡。由此看出，政府监管及公众对产品质量信任感下降是引起行业波动的主要原因。

图 17 美国 2005-2018 保健品子板块的规模增速 (%)



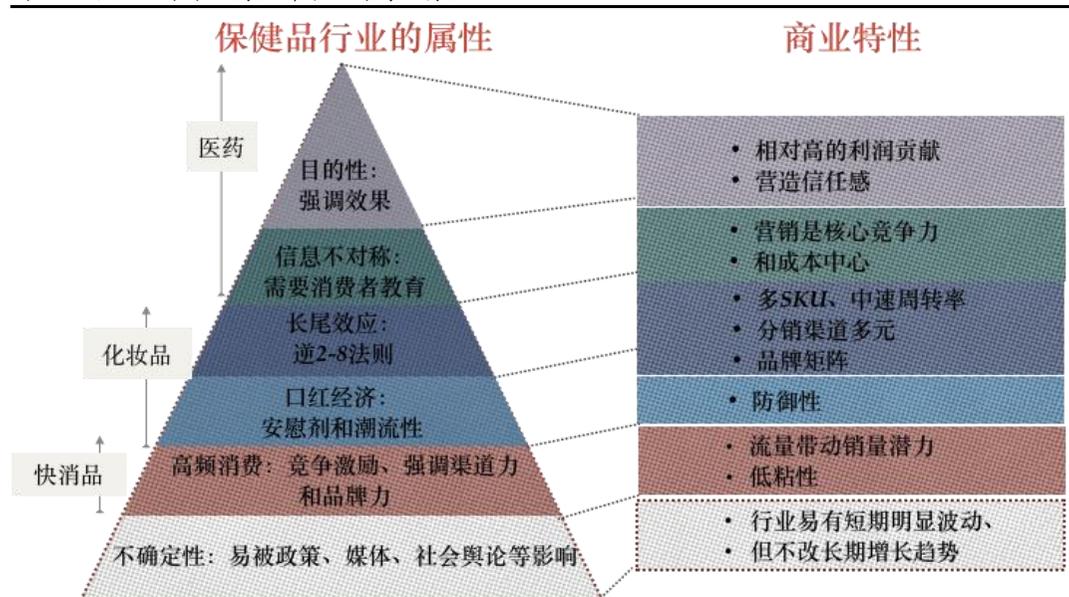
资料来源：NBJ，信达证券研发中心整理

但短期波动不改板块长期增长的趋势，因此，我们建议积极关注每一次板块回调的机会。

三、小结

下图总结了保健品和其他相似行业的异同，其高频消费、较高利润贡献和强防御性凸显了板块的长期投资价值；但保健品行业易受单一事件、政策、媒体和社会舆论导向的影响，很可能发生短期的波动事件。

图 18 保健品的行业属性所体现的商业特性



资料来源: 信达证券研发中心整理

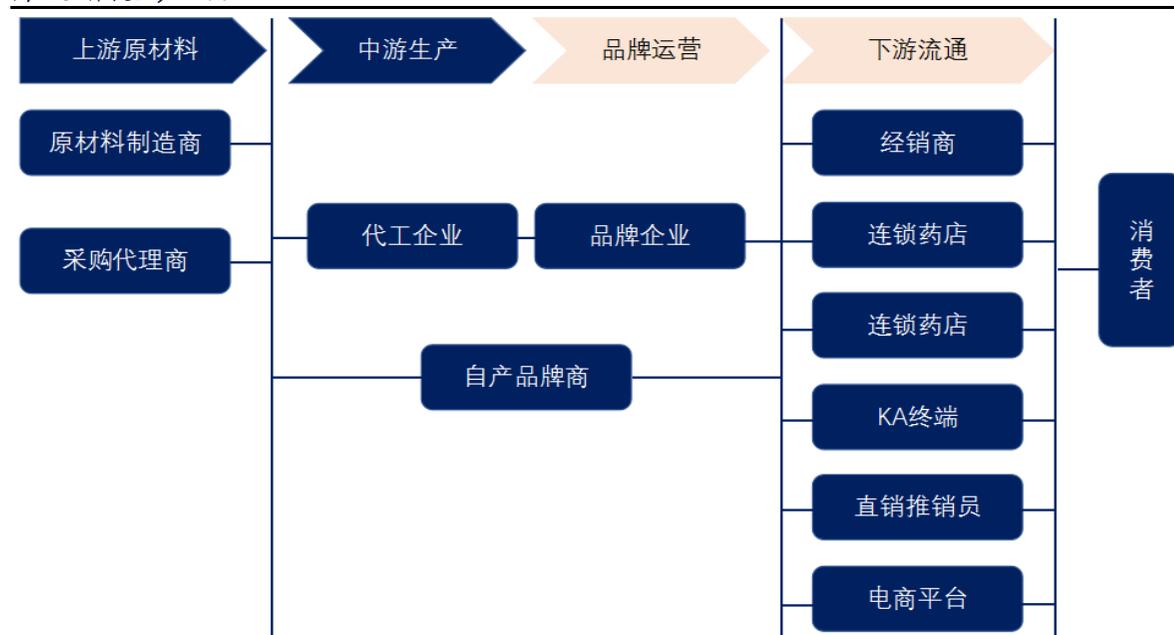
当前仍然有许多投资者和企业认为保健品是赚几笔就跑的暴利行业，衡量其成功与否的标准就是大单品推销的成功度；但作为一个由细分及多元化需求驱动的行业，我们认为**成功的保健品企业是能够最大程度占据消费者心智的企业**。因此，营销是其核心竞争力也是其成本中心，一旦出现失误，很有可能对企业的发展造成长期影响；同时，由于SKU较多且有一定潮流属性，企业也需要关注合理库存，避免渠道库存积压对其后续的增长形成负面影响；最后，**保健品行业的门槛实质不高**，因此渠道力、产品力和品牌力仍是保健品企业需要持续打造的核心竞争力。

保健品价值链的核心

一、市场营销和流通渠道环节是价值链的核心

保健品产业链有四大环节：1. 上游原材料；2. 中游生产制造；3. 下游品牌运营；4. 终端流通渠道。

图 19 保健品产业链



资料来源：前瞻网，信达证券研发中心整理

上游原材料的供需变动、价格波动及安全生产情况，将直接影响营养保健食品制造商的采购成本和/或产品可靠性。

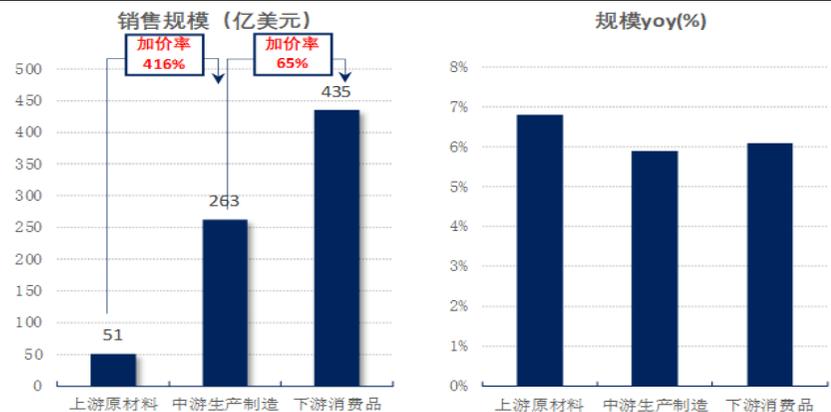
中游生产制造企业以需定产，一般需要重资产投入，加工利润率固定。盈利点在于其规模效应、大客户粘性和产品质量的稳定性，部分企业在 OEM（生产代工）的基础上衍生出 ODM（设计生产代工）能力，其新配方获得下游客户认可后，往往带来营业收入的较大提振。

下游行业主要是保健品品牌商以及电商、药店等流通领域的各种渠道运营商。

鉴于保健品行业对营销能力的依赖，能够和消费者产生直接互动的市场营销和流通渠道环节是价值链的核心，因此，许多保健品品牌商愿意与终端的流通渠道进行深度合作，甚至自建渠道或采取 D2C 模式。

另一方面，部分流通渠道在获得消费者的认可后，积极反向布局自有品牌保健品，如亚马逊的亚马逊精选、好市多的柯克兰等。在前互联网时代，保健品品牌商和渠道商的界限便有所模糊，而随着电子化趋势持续，这两大环节将进一步相辅相成，能够充分利用这一点的保健品企业将在后移动互联网时代获得制胜先机。

图 20 2017 年美国保健品各环节的规模、加价率及增速（亿美元，%）



资料来源: NBJ, 信达证券研发中心整理

保健品赛道的现状

一、中、美保健品市场对比

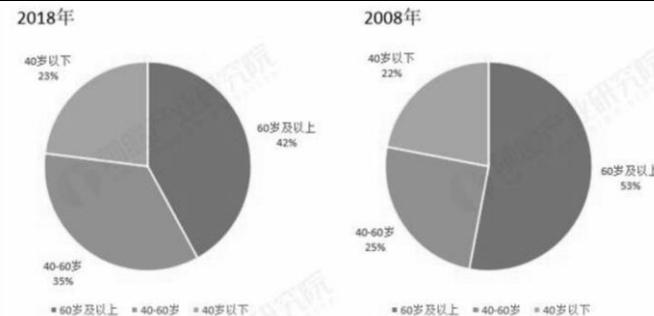
1) 渗透率和人均消费: 中国与发达国家尚有很大差距

尽管我国保健品行业已初具规模，且人均保健品消费额也已接近全球平均水平，但由于我国消费者、监管者和商家对保健品行业认识不足，导致我国保健品市场大而不强。

对比中美保健品消费结构可以发现，CRN 统计的美国保健品渗透率由 2009 年的 65% 上升至 2017 年的 76%；而根据艾昆伟咨询 (IQVIA)，截止 2018 年，我国保健品渗透率仅为 20%，且据前瞻产业研究院的调查数据显示，中国消费市场以老年人消费为主，40 岁以下的中青年仅占 23%。

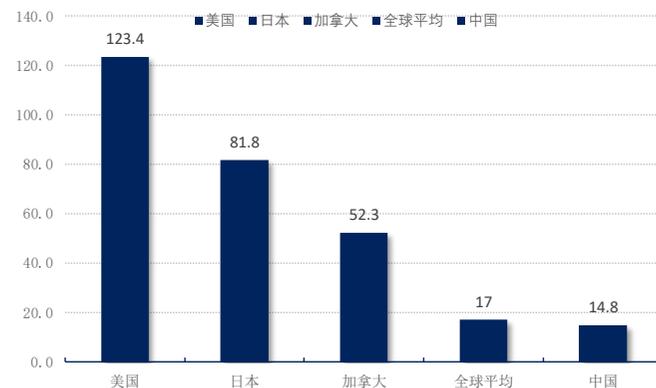
图 21 美国保健品渗透率变化 (%)


资料来源: CRN, 信达证券研发中心整理

图 22 我国保健品老年人消费占比 (美元/人)


资料来源: 前瞻产业研究院; 注: 中青年指 20-40 岁人群

从人均保健品消费来看,我国的人均保健品消费额约为 14.8 美元/人;而发达地区的日本和美国则分别录得 81.8 美元和 123.4 美元的人均消费额;我国的人均收入水平是日本的 1/4、美国的 1/6,对应当前合理的人均消费额应在 20-21 美元区间,尚有 35%-42%的增长空间。同时,过去 5 年间(2013-2018 年),我国折合美元的人均收入水平增速为 6.7%,有理由相信随着人均收入的持续增长,我国的保健品市场也将有所发展。

图 23 2017 年各地区人均保健品消费额 (美元/人)


资料来源: NBJ, 信达证券研发中心整理

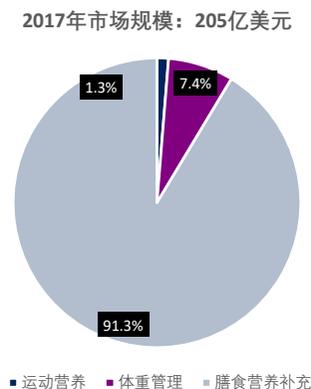
图 24 我国的人均可支配收入与美国和日本的对比 (美元/人)


资料来源: NBJ, 世界银行, 信达证券研发中心整理

2) 产品结构: 运动营养增速领跑; 但我国细分产品差异化不足

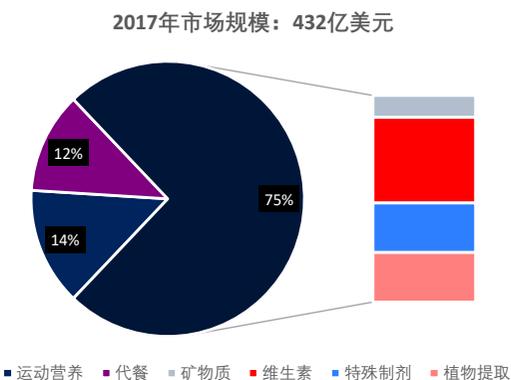
根据欧睿和 NBJ, 保健品行业又可以进一步分别为维生素和膳食营养补充剂 (VMS)、运动营养 (Sports Nutrition) 和体重管理 (代餐) (Meals) 三大类。在中国, 三大子板块占比分别为 **91.3%、1.7%和 7.4%**。美国的保健品发展规模略均衡, 维生素和膳食补充剂占比约为 **75%、运动营养为 14%、代餐则为 12%**。

图 25 2018 年我国保健品子板块规模占比 (%)



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心整理

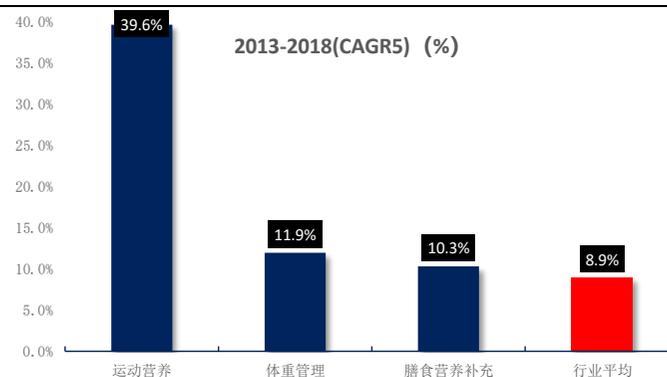
图 26 2017 年美国保健品子板块规模占比 (%)



资料来源: NBJ, 信达证券研发中心整理

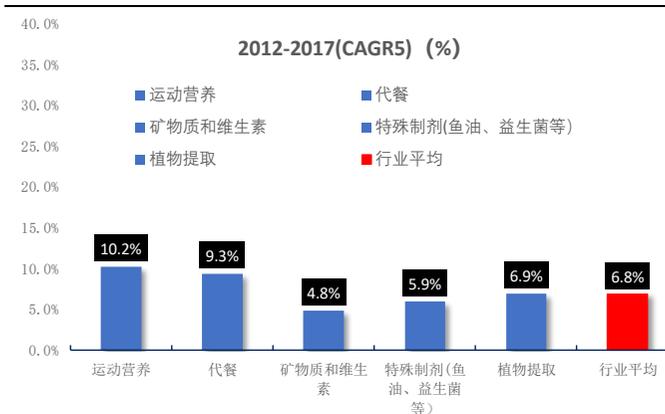
不论中国还是美国, 运动营养均是增速最快的板块。一方面, 该板块基数较小, 在行业发展前期易取得更快增速; 另一方面, 随着功能性食品概念的兴起, 专业的运动营养和面向大众的功能性食品之间的界限越发模糊, 使得运动营养从小众跨向主流。

图 27 2013-2018 年我国保健品子板块复合增速对比 (%)



资料来源: NBJ, 信达证券研发中心整理

图 28 2012-2017 年美国保健品子板块复合增速对比 (%)

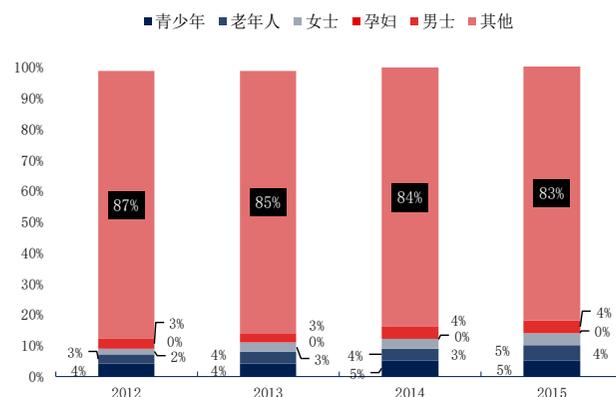


资料来源: NBJ, 信达证券研发中心整理

进一步审视各子板块的产品结构，会发现中国保健品企业产品同质化现象严重。对比成熟市场，我国保健品企业更重视大单品的发展，往往欠缺有生命力的明星产品以及针对细分人群的产品矩阵。

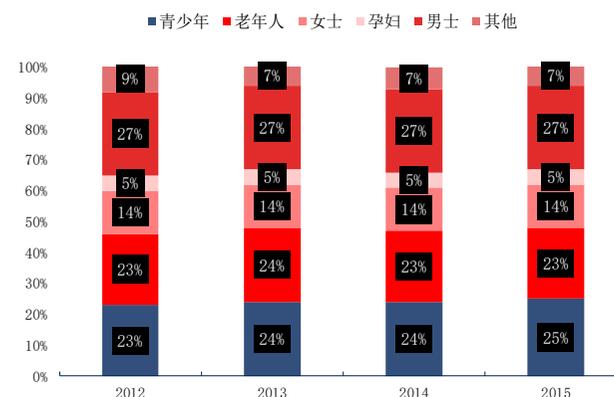
以复合维生素类产品为例，美国市场已将系列产品细化至不同人群，并根据人群的年龄、膳食结构、性别等予以分类；但中国 80% 以上的产品仍为覆盖全人群的粗放式产品。虽然保健品在产品开发难度上低于药品，但若推出适合中国不同人群的产品线，仍需要对细分市场消费者需求有深入了解，持续投入产品研发，并培育消费者习惯。

图 29 2012-2015 我国复合维生素产品对应人群 (%)



资料来源：欧睿、凯度、罗兰贝格

图 30 2012-2015 美国复合维生素产品对应人群 (%)

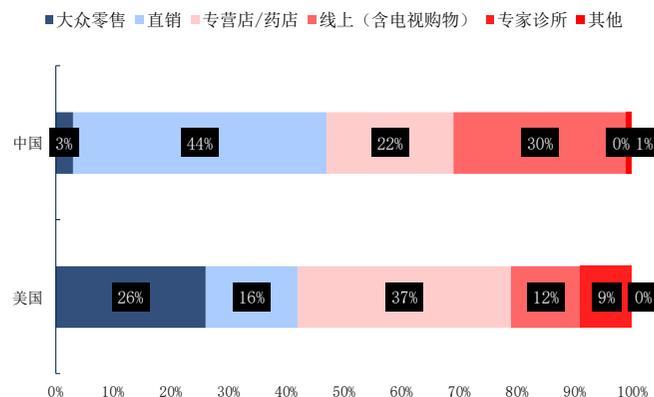


资料来源：欧睿、凯度、罗兰贝格

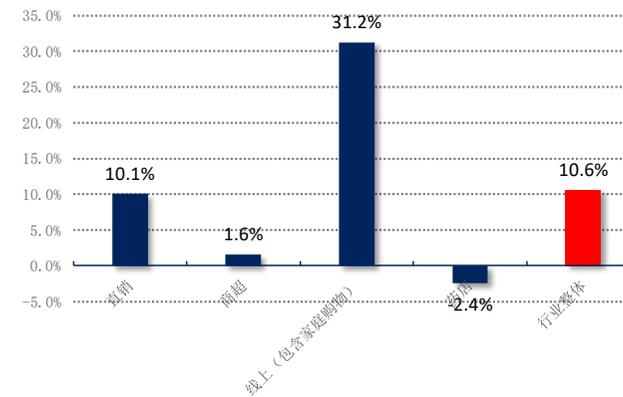
我们认为，对消费者群体的长尾需求予以重视，并进行细分品类创新，是保健品行业增长的驱动力之一。我们将在第五节重点介绍具备增长潜力的细分品类。

3) 渠道与营销：电商渠道是重中之重

截止 2017 年，我国的保健品渠道结构如下图所示，其中占比最大的为直销渠道，约占总销售额的 44%，其次为线上和药店渠道，占比分别为 30% 和 22%，大众商超渠道只占 3%。从渠道增速情况来看，新兴的线上渠道增速最快，其次为直销渠道。

图 31 2017 年美国和中国保健品的渠道占比 (%)


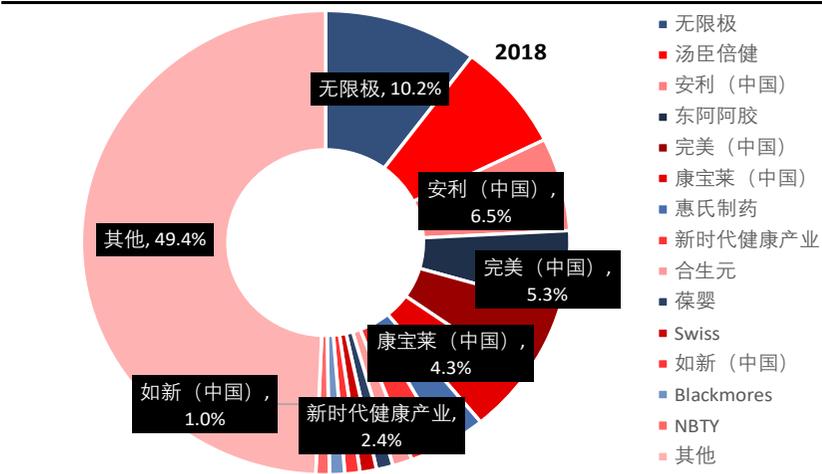
资料来源：欧睿，NBJ，信达证券研发中心整理

图 32 2013-2018 我国保健品各渠道增速 (%)


资料来源：欧睿，NBJ，信达证券研发中心整理

1. 直销：我国政府于 2006 年放开直销牌照，过去十余年是保健品直销企业发展的黄金时期。

截止 2018 年，在我国相对分散的保健品市场中，前 10 大品牌中有 5 家是直销企业，可见直销渠道在我国的深刻影响力。

图 33 2018 年我国保健品行业中直销企业占比 (%)


资料来源：欧睿，信达证券研发中心整理

但是，经过“权健事件”后，直销企业率踩法律红线的本质再一次暴露在消费者面前，包括虚假宣传、未经批准从事直销及传销活动等。尽管许多直销企业在加强培训经销商上耗费巨大人力、物力、财力，且取得了不错的效果。但是，新进的经销商妄想一夜暴富的心态仍是无法通过强化培训就能轻易消除的。

随着 2019 年 1 月开展的“百日行动”以及 9 月实施的“百日行动回头看”，一方面意味着国家对直销渠道的管理趋严，另一方面则意味着短期内新企业希望获得直销牌照无望，渠道进入存量规范化发展时期，对于一度被诟病“野蛮生长”的直销渠道，此次“重启”对于保健品行业健康发展十分重要。

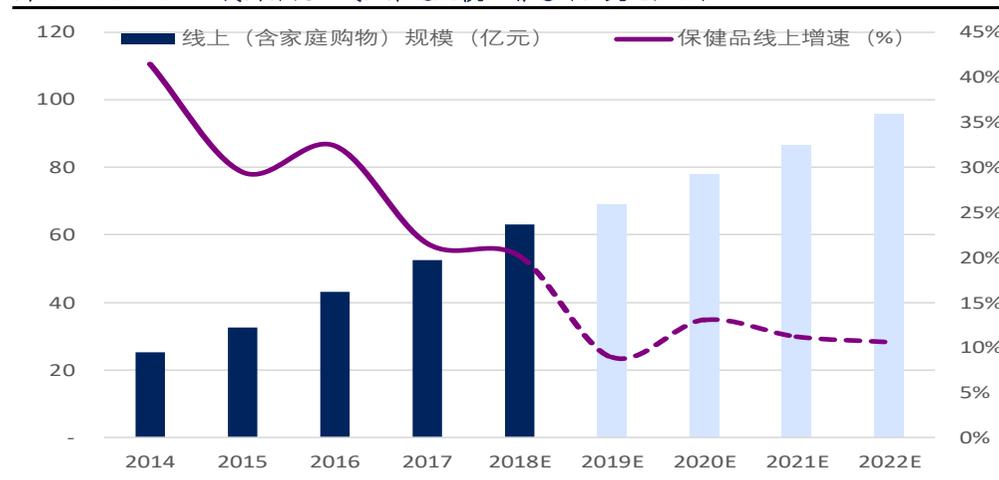
表 3 “百日行动”对直销行业的影响

项目	“百日行动”前	“百日行动”后	变化 (%)
直销企业数量	91	89	-2.2%
直销备案产品数量 (种)	4304	2387	-44.5%
直销培训员 (人)	2935	2457	-16.3%
直销员 (万人)	391.8	326.7	-16.6%

资料来源：商务部

2. 线上渠道：近年来，随着移动互联网的普及，线上渠道捕捉了新一轮流量红利，并很好地契合了保健品消费者长尾的需求。线上亦成为仅次于直销的第二大销售渠道，且近五年的复合增速高达31.2%。跨境电商的兴起与国际保健品牌的进入是关键推动因素。另一方面，以拼多多、贝店、环球捕手、各大社区团购app等以互联网为载体的社交电商融合了保健品所需的“熟人网络”和“长尾效应”，成为保健品销售新的关注点。

图 34 2008-2022E 我国保健品线上渠道规模及增速 (亿美元, %)



资料来源：欧睿，NBJ，信达证券研发中心整理

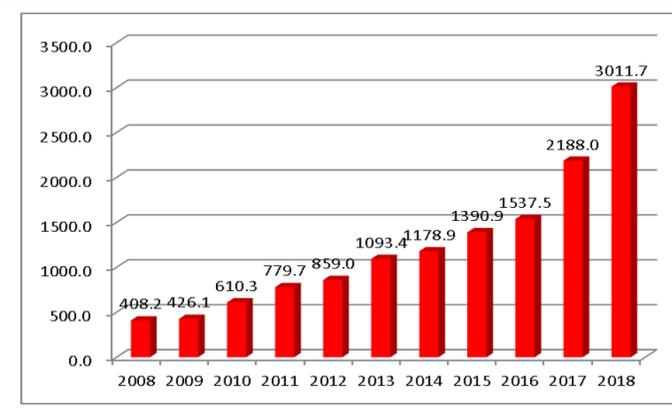
根据天猫国际的跨境消费新常态报告，2018年前十个月我国跨境电商零售总额已达到672亿元，较上年同期的437亿元增长53.8%。根据中国医药保健品进出口商会膳食营养补充剂专业委员会主办的《2019年膳食营养补充剂行业发展报告》，2018年膳食营养补充剂的进口额为30.01亿美元，同比增长37.7%。

图 35 10M2018vs10M2017 我国跨境电商零售进口总额（亿元）



资料来源：天猫国际《2018跨境消费新常态年轻人群洞察报告》

图 36 2008-2018 年我国 VMS 进口规模（百万元）

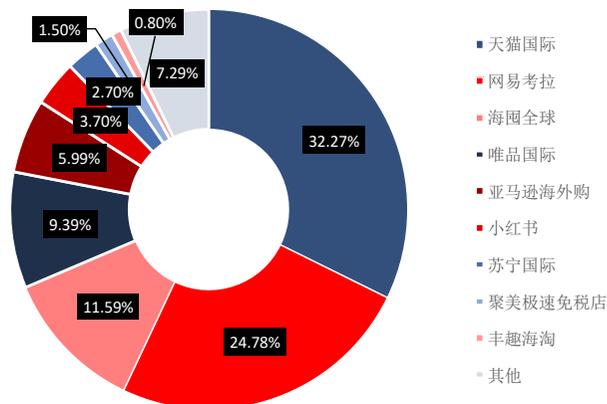


资料来源：《2019年膳食营养补充剂行业发展报告》

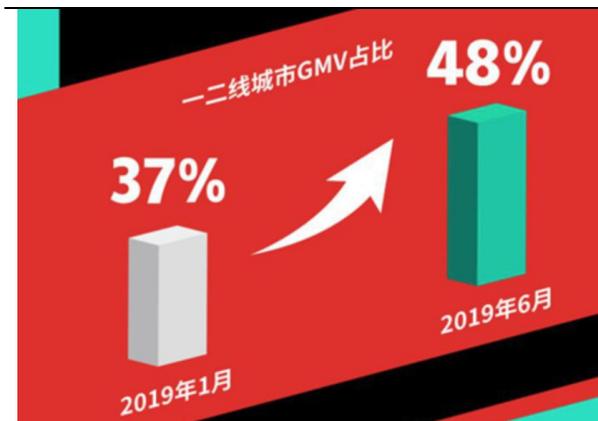
尽管2019年1月新实施的《电商法》规定了所有线上商户（包括代购）均需向市场监管总局注册并向税务局申报纳税，且禁止各大平台销售不含中文标签的产品，对保健品“海淘”市场形成冲击。但整体来看，这一影响是短期的，且主要影响在国内尚未正式开展业务的保健品品牌，无形中增强了已在境内开展业务品牌的护城河。

展望未来，阿里系于今年9月确认以20亿美元收购网易考拉，完成了进口跨境电商并购“第一案”；此举普遍认为是对拼多多进入跨境电商进行的狙击策略，也意味着跨境电商平台在各大电商体系内的战略地位凸显。

我们预计，随着跨境电商进入“后流量红利”时代，其将更专注于提升消费体验，也包括为消费者以更低廉的价格买到其心仪品牌的产品，拼多多屡次利用戴森、贵州茅台等进行爆款引流便是佐证。随着我国消费者海淘频次和长尾需求的逐步提升，对于有一定消费者基础的品牌商，其将获得平台方面更好的服务支持，从而享受与平台一同成长的过程。

图 37 截止 1Q2019, 天猫和网易合计占跨境电商比例为 56.1(%)


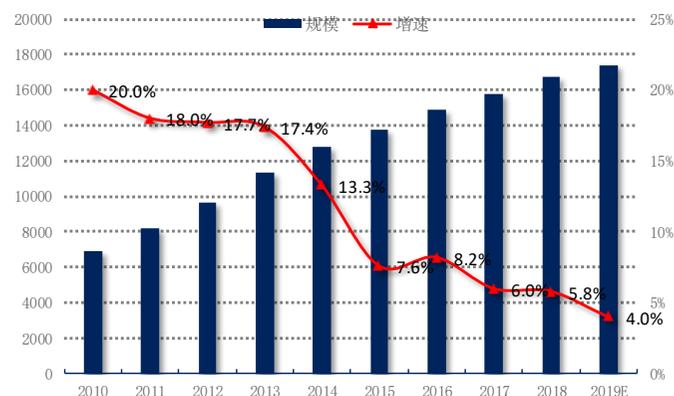
资料来源: 欧睿, NBJ, 信达证券研发中心整理

图 38 1M2019-6M2019 拼多多平台一二线城市 GMV 占比变化


资料来源: 拼多多, CBN Data

3. 线下渠道: 受到线上渠道和直销企业的冲击, 我国线下以药店为主的保健品零售渠道近年来遭遇增速放缓。叠加各地陆续出台更严格的医保控费政策, 以医保卡结算保健品的行为将成为历史。

中康 CMH 预计, 2019 年全国药品终端市场的增速仅为 4%。截止 1Q2019, 药店零售非药品占比进一步下降至 23.7%, 其中保健品销量录得 MAT352 亿元, 增速仅为 2%。

图 39 药店渠道全品类增速 (%)


资料来源: 中康 CMH, 信达证券研发中心整理

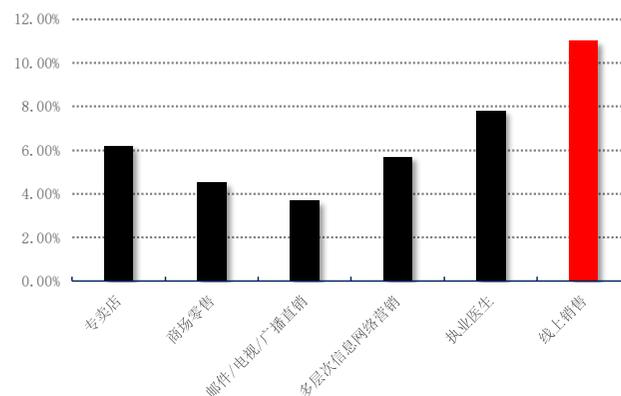
图 40 药店渠道保健品销量及增速 (亿元, %)


资料来源: 中康 CMH, 信达证券研发中心整理

药店渠道陷入深度调整期，给予了新进入中国保健品市场的品牌以弯道超车的机会；而传统保健品商为了持续获得新增市场份额，也必须考虑如何拥抱全渠道策略。

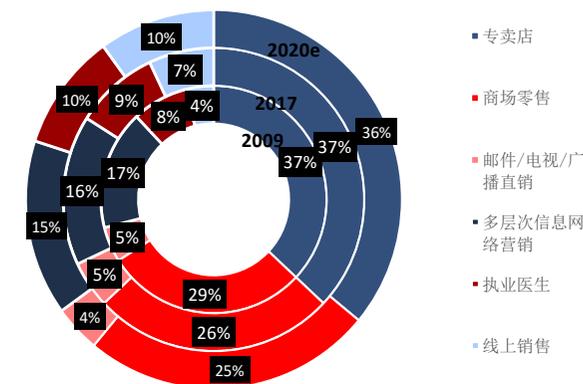
再来看美国市场，由于其发展时间早，渠道较为固定，所以渠道变迁进程相对缓慢。其位居前三的销售渠道分别为线下专门店（37%）、商超（26%）和直销（16%），而增速方面，发展最快的线上渠道增速为 11.0%，其次为药剂师（7.8%）和线下专门店（6.2%）。

图 41 美国保健品各渠道增速（%）



资料来源：欧睿，NBJ，信达证券研发中心整理

图 42 2009vs2017vs2020E 美国各渠道占比变迁（%）

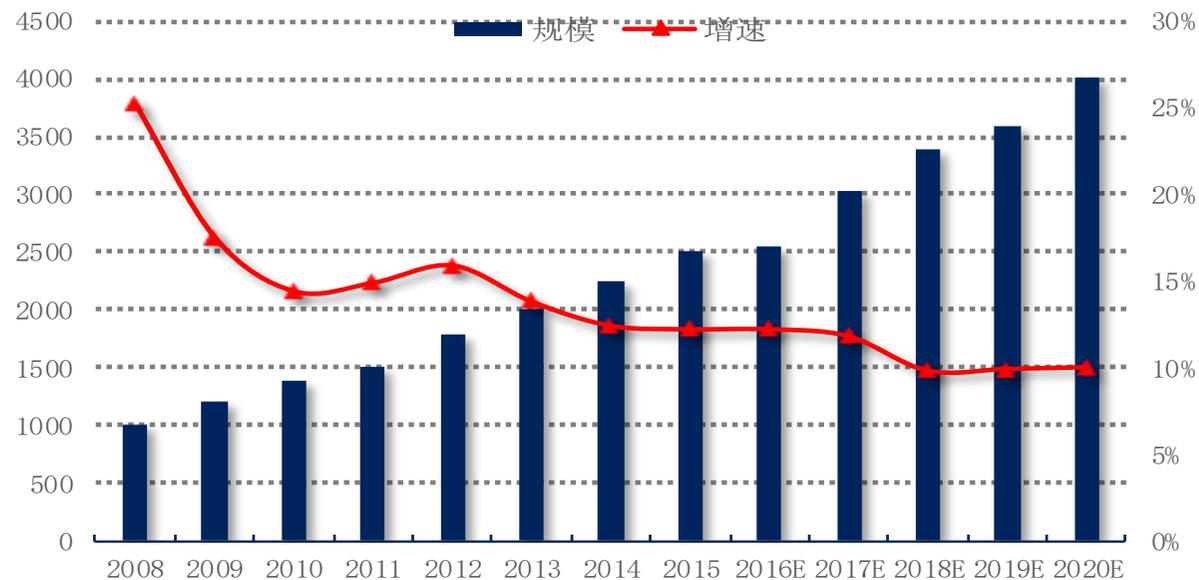


资料来源：Euromonitor, NBJ, 信达证券研发中心整理

但以下两大渠道特性仍值得关注：

1. 线上渠道占比虽小，但增速最快。

NBJ 预计，到 2020 年，线上渠道有望占据 10% 的市场份额，即约 45 亿美元的额销售收入规模。到 2022 年，美国线上渠道仍将保持 10.9% 的平均复合增速。

图 43 2008-2020E 美国保健品线上渠道规模及增速（亿美元，%）


资料来源：NBJ，信达证券研发中心整理

推动这一变革的行业巨头之一便是亚马逊，其野心并不仅满足于作为一家线上分销商，而是一家从品牌运营到分销到触达终端消费者全流程、全渠道覆盖的平台商。自 2009 年推出首个自有品牌 Amazon Basics 以来，截止 2019 年 7 月，亚马逊已拥有超过 140 余个自有品牌，较 2017 年翻了一倍有余，且其自有品牌的数量可能还在增加。和其他品牌商不同，亚马逊已有庞大的 Prime 用户，利用其平台对自有品牌产品进行推广，可以迅速实现业绩放量。

2017 年，亚马逊以婴儿湿巾品牌 Amazon Elements 为依托退出了四款保健品，分别为维生素 K、维生素 D、姜黄素和钙片；当年该品牌便实现了近 1000 万美元的销售收入。2018 年，Amazon Elements 迅速扩充 SKU 至近 100 个，并顺势推出了性价比更高的 Solimo 品牌，稳固了其在保健品行业的市场份额，总销售规模超 2000 万美元。

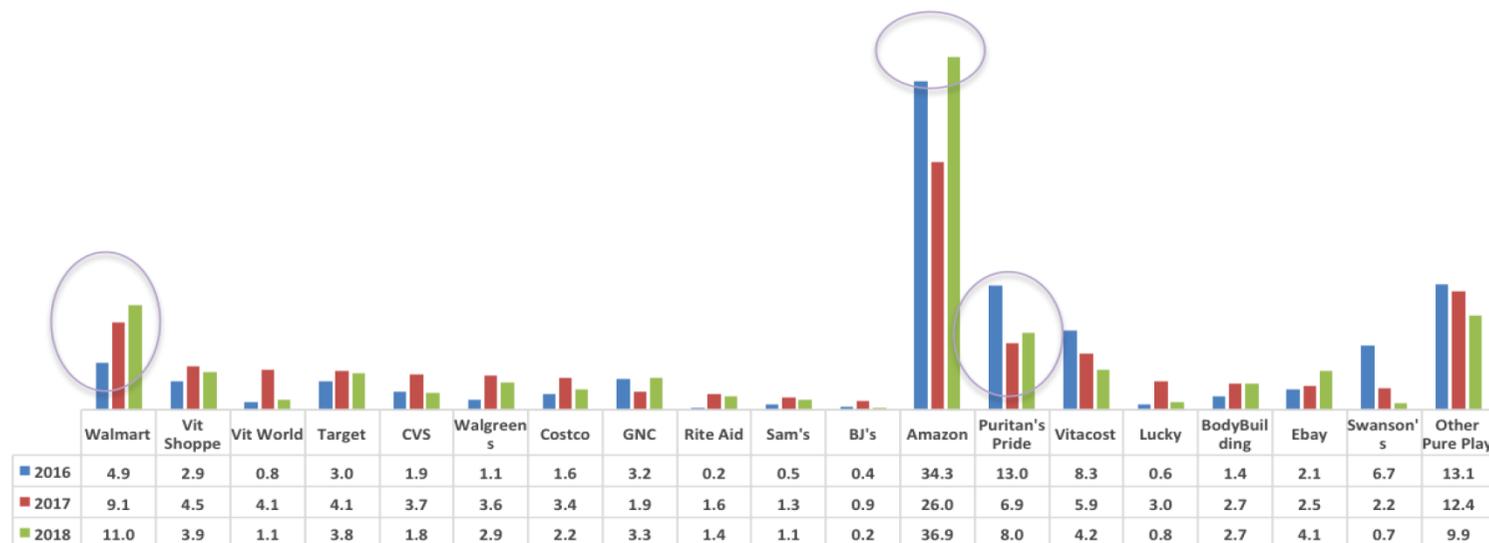
图 44 2017 年部分亚马逊自有品牌的规模及增速 (百万美元, %)


资料来源: OneClick Retail

图 45 亚马逊 Elements 和 Solimo 品牌的保健品


资料来源: 亚马逊, 信达证券研发中心整理

除了亚马逊之外, 线下零售商如沃尔玛、塔吉特等也持续在线上发力。根据 TAB 的市场调查, 2018 年, 沃尔玛在保健品线上销量的份额占比已达 11.0%。另外, 品牌商利用线上的 D2C 策略也开始奏效, 截止 2018 年, 自然之宝 (NBTY) 旗下主打线上的普丽普莱 (Puritans Pride) 品牌已获得约 8% 的线上市场份额。近年来, 美国也涌现出了诸如 Vitacost, Bodybuilding 这样的 VMS 垂直电商, 以“内容+导购”的模式增强用户粘性, 形成差异化竞争。

图 46 2018 年美国保健品线上渠道市场份额 (% , n=1,000)


资料来源: TAB, 信达证券研发中心整理

2. 品牌商和渠道商的界限持续模糊。

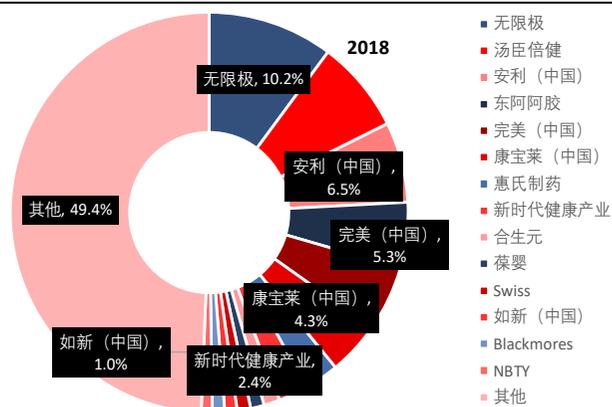
相对于我国保健品牌对渠道商的依赖，美国的品牌商和渠道商之间的界限一直很模糊。我们认为这是美国保健品行业经过多年发展和洗牌后，消费者对“产品力”的认同度强于“品牌力”和“渠道力”的体现。在拥有好产品的前提下，作为渠道商的健安喜、好市多、沃尔玛、塔吉特和亚马逊等均推出了省去中间加价环节的自有品牌保健品，以此满足消费者对价廉物美产品的需求。

对于我国保健品牌的启示在于：一方面，线上渠道布局的重要性刻不容缓；另一方面，随着消费者心态的逐渐成熟，仅靠渠道铺货的简单策略，很容易遭遇渠道商和海外品牌商的降维打击。

5) 市场格局：品牌集中度弱，但不挡企业并购整合决心。

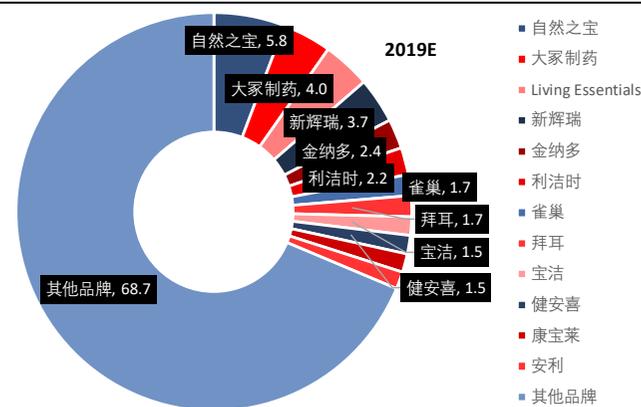
不论中美，保健品品牌的集中度显著低于其他快消品板块，甚至于美国的保健品市场的 CR12 仅为 31.3%，集中度更低于我国。

图 47 2018 年中国保健品市场份额 (%)



资料来源：欧睿，NBJ，信达证券研发中心整理

图 48 2019E 美国保健品市场份额 (%)



资料来源：欧睿，NBJ，信达证券研发中心整理

造成我国保健品行业十分分散的原因之一是由于在过去较长时期内，行业准入门槛较低，注册审批时间比药品短，临床试验难度比药品低，但行业利用消费者心理进行暴利定价，从而吸引了大量食品厂家进入。同时，由于过往“蓝帽子”资质管理不严格，大量低质保健品企业得以通过“贴牌”进入市场。

对比来看，美国的保健品市场的品牌集中度在发展了数十年后，也并没有呈现出强者恒强的局面。收入规模最大的 NBTY 仅占整个市场的 5.8%，行业 CR5 不足 20%。保健品消费者对于产品差异化的诉求，是导致市场分散的根本原因。

在分散的品牌的背后，是多品牌集团的运筹帷幄。从美国的经验看来，集团化运营是在细分的保健品市场持续获得增长的主

要手段之一。以 NBTY 为例，公司的主品牌自然之宝占比约 2.3%。但是其通过并购或自我培育延伸出的副品牌如普丽普莱、Sundown、Solgar、Rt-mex 和 Osteo Bi-Flex 等均在美国保健品市场规模居前，从而维持了其整体市占率。

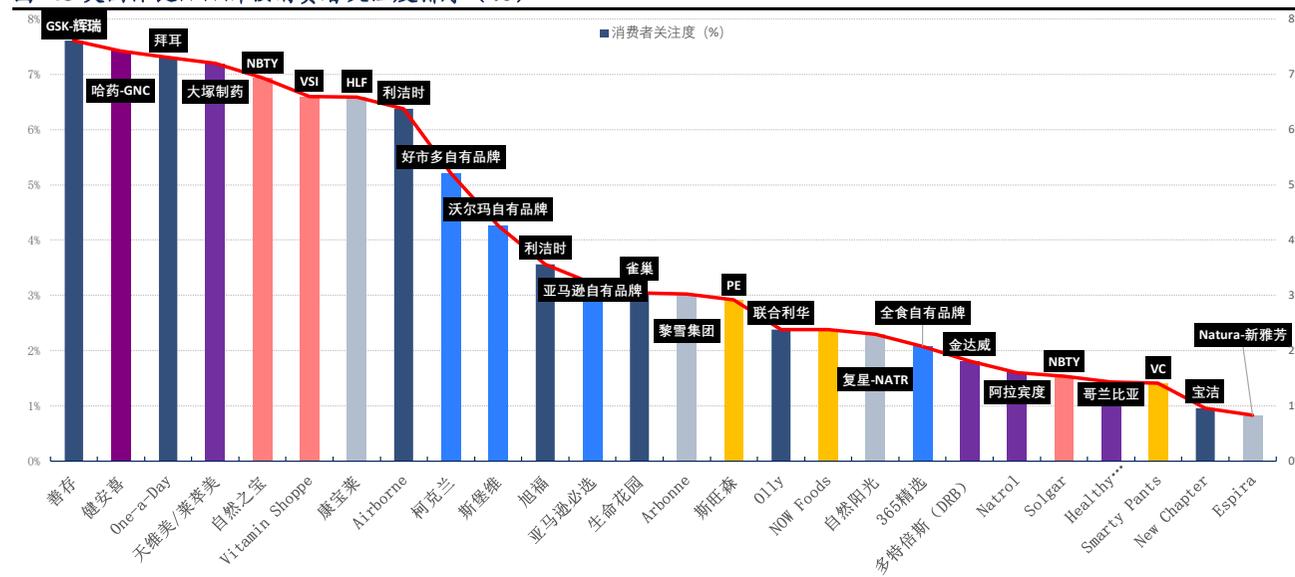
表 4 NBTY 集团在美国市场的市占率 (%)

市占率 (%)	2018	2019E
NBTY Inc.	6.0%	5.8%
主品牌 (自然之宝)	2.4%	2.3%
副品牌 (普丽普莱、Solgar、Sundown 等)	3.6%	3.5%

资料来源：欧睿，信达证券研发中心整理

我们在下图中总结了当前美国保健品市场消费者认知度较高的品牌，其背后几乎都有快消品巨头或龙头制药集团的身影。其中深蓝色为跨国快消品及制药集团、淡蓝色为直销品牌、亮蓝色为渠道自有品牌、紫色为海外集团并购、黄色为 PE 及 VC 持有的独立品牌。

图 49 美国保健品品牌按消费者关注度排序 (%)



资料来源：LEK 咨询，信达证券研发中心整理

对于国内的品牌商来说，保健品行业的分散性结构也意味着偌大的行业市场座次未定。在过去的 10 年中，我们见证了汤臣倍健这样的企业从市占率不到 1% 上升至接近 8%，也经历了安利等市场规模的急速下降，这是一个充满机会和潜能的市场。

从 PEST 维度看保健品行业的增长驱动力

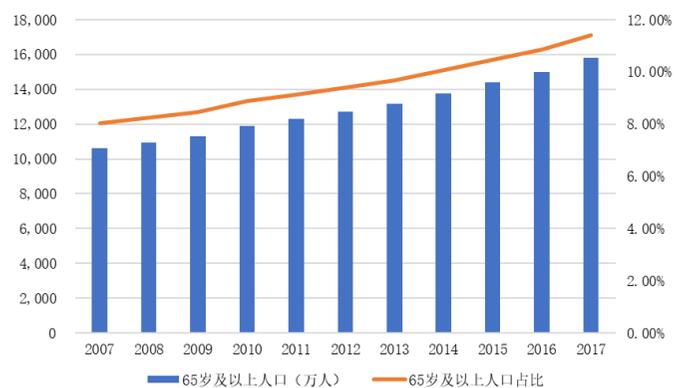
一、Social：人口结构变化带来保健品消费规模增长

1) 老龄化

和许多其他国家一样，中国的人口正在老龄化，但规模是独一无二的。如下图所示，2007 年至 2017 年，我国 65 岁及以上人口数量持续提高，60 岁及以上人口占总人口比例已接近 12%。到 2027 年，估计有 3.24 亿人，约占全国人口的 22% 将年满 60 岁。

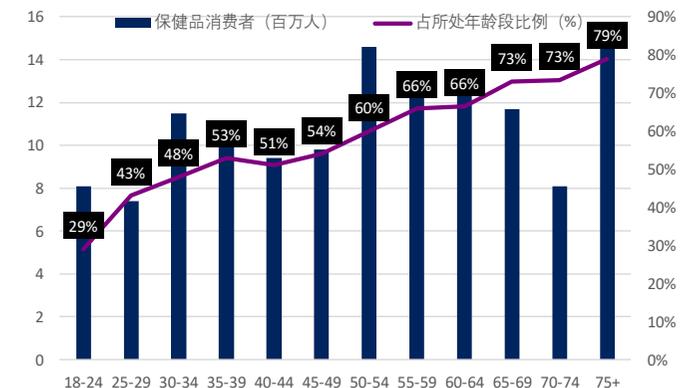
我国的“银发一族”催生了一系列新需求，也将扩大为这一人群量身打造的产品和服务的机会。根据美国劳工局调查和 Simmons 咨询报告，老年消费者将花费更多与健康相关的费用，如膳食补充剂、疾病治疗和老年护理。

图 50 2007-2017 年我国 65 岁以上老年人口规模及占比 (%)



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

图 51 不同代际保健品消费人群规模及渗透率 (百万人, %)



资料来源：NBJ, 信达证券研发中心整理

在美国，老龄化是保健品行业持续强劲增长的最大驱动力。NBJ 统计指出，保健品渗透率从 45 岁以下的人约 45% 增加到 65 岁以上的 70% 以上。根据美国人口普查的数据，美国 65 岁以上的人口比例将从 2010 年的 13% 增加到 2030 年的 19% 以上。这一转变将使额外 3200 万人进入 65 岁+年龄段，并将推动保健品的整体增速。

如果美国的经验可以被借鉴，则我国银发经济也将催生保健品行业的快速发展。

2) 年轻化

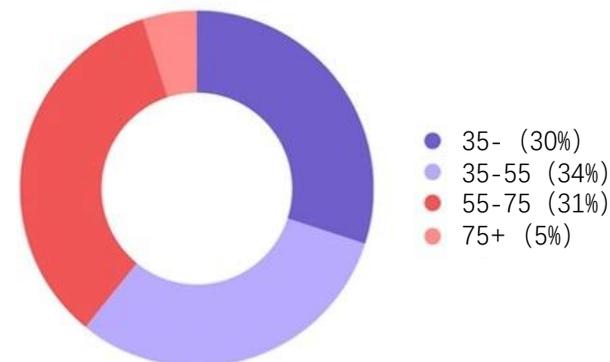
根据天猫平台统计的数据，2015年7月-2018年6月的近三年时间里，我国80后、90后消费者是健康产品的消费主力，增长趋势上95后表现突出。

图 52 2017.7-2018.6 不同代际健康产品消费占比及增速 (%)



资料来源：天猫，CBNDData；注：国民健康传统滋补营养品及保健食品

图 53 截止 2018 年美国的网购人群结构 (%)



资料来源：Verto，信达证券研发中心整理

在美国，年龄低于 34 岁以下的千禧一代已达 7540 万人，成为最大的消费群体，其次为婴儿潮一代（51-69），人数为 7490 万人。

尽管如图 51 所示，在整体消费渗透率上年轻一代远低于“银发一族”；但这一群体恰恰是线上购物的主导人群，也推动了保健品线上市场的高增速。

和前几代消费者不同，年轻一代普遍乐于接受技术，并形成最大的创新者群体，大多数初创公司的创始人都是年轻一代。这个群体也乐于试错、乐于分享，更愿意了解新的品牌。

我们在下表中总结了年轻一代消费群体的特点和对保健食品产品设计的一系列启示。在市场营销方面，有效地部署社交媒体和技术工具，以便与年轻一代互动等，将有望大大提升品牌的针对性和传播度。

表 5 年轻一代消费群体对保健品品牌的启示

年轻一代消费者特点	对保健品食品企业的启发
年轻化	多数年轻消费者相比于中年消费者购买力偏低，对价格比较敏感 企业在网购产品的铺设上既要有针对价格敏感消费者的基础产品，又要有符合消费升级需求的高端产品，双管齐下，全方面

需求细分化	但随着年轻消费者的成长，他们的支付能力逐步提高 新一代年轻消费者更加有主见，知道自己要什么，愿意接受新兴事物，不愿意跟风，对保健食品功能有多样化的需求	满足消费者不同层次的需求 企业在产品的开发上应针对不同的网购群体，做进一步细分，例如针对运动爱好者的运动营养品，针对年轻女性的美容保健食品，针对白领的抗疲劳产品，并在深耕细分市场的同时，利用好各个市场之间的联系与协同效应
科学化	随着获取信息的渠道扩大和教育程度的提高，年轻消费者对国外保健食品的理念、产品及价格认知度高，对产品的科学性要求更高，购买更加理性化	企业在产品的宣传上应避免夸大其词、泛泛而谈的吹捧，而更加注重科学性，从原材料和功效上论证产品的专业性，获得消费者的认可

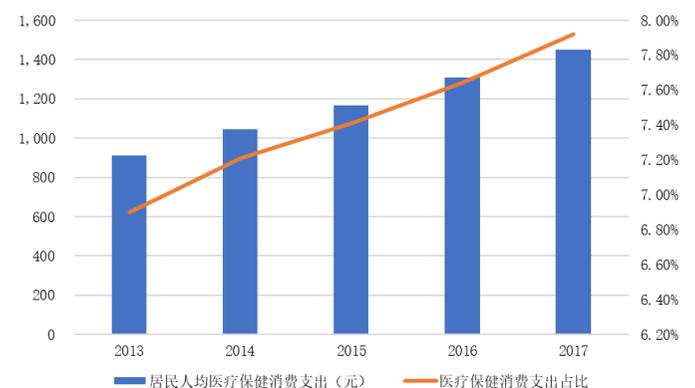
资料来源：PWC，信达证券研发中心整理。

3) 全民健康意识有所增强，精准营养大势所趋

随着中国经济持续高速增长，国民生活质量提高，普通民众的生活已从温饱型向健康型过度。近年来，消费者的健康养生意识不断加深，提前摄取保健品提高健康水平、并减少药品治疗的健康理念得到社会广泛认同，营养保健食品消费日渐成为习惯。同时环境污染等问题日益突出，亦扩大了营养保健食品行业的细分市场的需求。

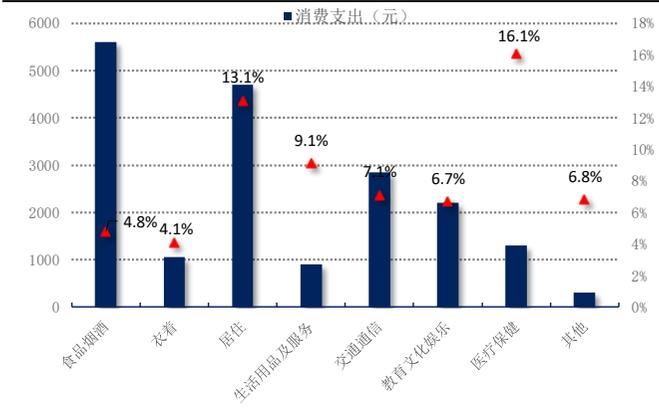
2013年至2017年，我国居民人均医疗保健消费支出不断提升，占总消费支出的比重持续上升，已由6.90%增加到7.92%。国民健康意识的提高推进了健康支出的增长，2018年医疗保健支出在人均各项支出中增速最快。

图 54 2013-2017 年人均医疗保健消费额支出 (元/人)



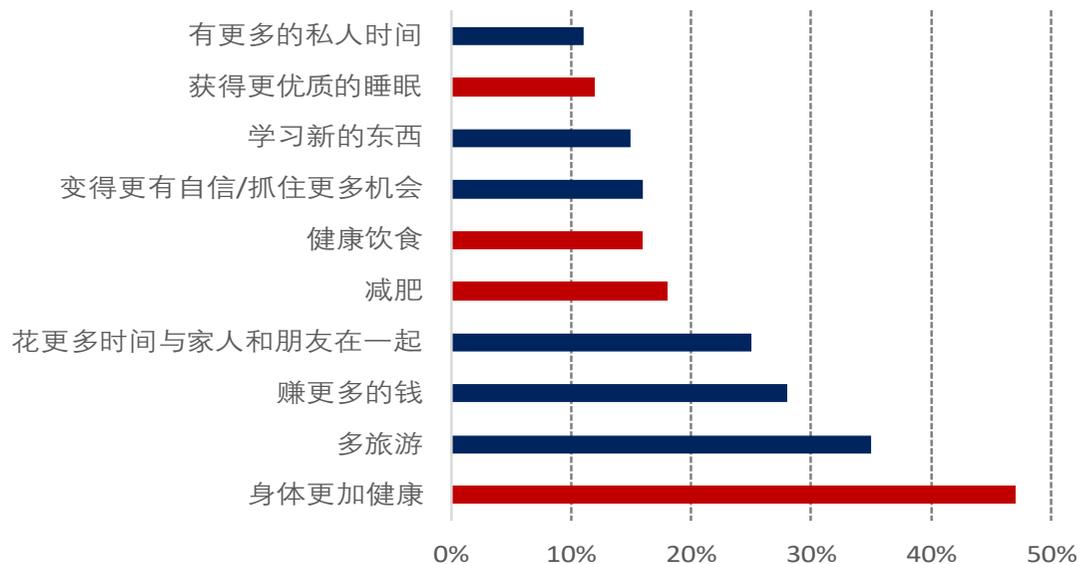
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

图 55 2018 年人均消费支出规模及增速 (元/人, %)



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

根据麦肯锡和凯度分别进行的消费者调查，超过65%的消费者都具备健康意识。2018年国民新年愿望Top10中，近一半都跟健康有关，如身体健康、减肥、健康饮食、优质睡眠等，这些细分需求体现了我国消费者对精准营养的需求，也为保健品市场的品类创新带来了巨大的发展空间。

图 56 2018 年国民新年愿望 (%)


资料来源:《麦肯锡2017年消费者调查》信达证券研发中心整理

二、Political: 政策影响

从九十年代中期以来,我国保健品大致经历了如下三个阶段,从“不敢买”、“不会买”到“买不到”。尽管自 2015 年以来,我国逐步推出各类监管措施,但保健品行业直至 2018 年末仍旧因恶性传销而被消费者不信赖,2019 年初的权健事件、电商平台跨境电商限制等使得保健品行业进入新一轮洗牌期。总的来说,和海外成熟市场相比,我国的保健品行业一路野蛮生长,好不容易才回到了良性发展的新起点。

1) 双轨制有利于保健品市场快速发展

借鉴美国保健品市场的政策演进可以发现,1994 年颁布的《膳食补充剂健康与教育法案》(DSHEA)代替了 1938 年的《食品、药品和化妆品法案》(FD&A),将保健品正式与食品区隔开来,并将其列为美国食品药品监督管理局(FDA)的管控范围。DSHEA 为行业发展奠定了基础,使得美国的保健品市场由注册制向备案制发展。

由下图可见,1994 年当年,美国的保健品行业即由 40 亿美元增长至 80 亿美元,规模翻了一倍;在此之后 15 年里,其行业复合增速高达 23%。

但也需要意识到,DSHEA 的实施最初是缓慢的,因为 FDA 花了大约 13 年的时间才最终确定 GMP,并花了 20 年时间最终

确定无需申报成分（NDI）指南。

图 57 美国保健品在 DSHEA 实施前后的规模变化（十亿美元）



资料来源：美国 FDA

我国的《保健食品注册与备案管理办法》与 2016 年 7 月实施，标志着我国保健食品行业进入“注册制”与“备案制”双轨并行时代。

与单一注册制相比，备案制无需技术审批环节，文件要求也有所精简，审批流程由 2-3 年缩短至几个月，节约了保健食品生产企业的时间成本和资金投入。双轨制的实施一方面增加了保健品行业的准入门槛，另一方面则对企业的研发创新及新产品推出给予了极大的正面作用。

2) 国家对养老产业和体育产业愈发重视

近年来，我国对养老产业和体育产业的支持力度持续提升，已上升至国家战略高度。

2019 年 9 月 23 日，工业和信息化部消费品工业司就《关于促进老年用品产业发展的指导意见（征求意见稿）》进行公开征求意见，其中在食品方向，提出“积极发展具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的老年保健食品，满足特定功能性需求。”

在体育产业方面，早在到 2014 年 10 月，国务院发布了 46 号文件——《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，从顶层制度设计和产业布局的角度指明了体育产业的市场化发展；其中的“健康中国 2030”规划纲要指出，到 2025 年将运

动人群由 2015 年的 3.6 亿人提升至 5 亿人，对应健康休闲产业规模由 2015 年的 8000 亿上升至 3 万亿，增长近 3 倍。

2019 年 9 月 19 日，国务院办公厅印发了《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》，致力于实现全民积极健身和提升消费能力良性互动，不断优化体育消费环境，也将切实起到鼓励消费的作用。各类运动发展规划相继出台，对运动营养食品行业的发展给予了政策鼓励。国家出台的相关政策为未来我国运动营养食品行业的发展提供了政策保障。

3) 跨境电商政策担忧解除，行业平稳过渡

2018 年 11 月，国务院宣布 2019 年起对跨境电商售进口商品按个人自用进境物品监管，不执行首次进口许可批件注册或备案要求。保健品跨境电商渠道的障碍消除，利好进口品牌。

表 6 一般贸易和跨境电商（保税备货）的差异

进口方式	销售对象	税率	税收基数	特征	单笔金额限制（元）	年度限额（元）
一般贸易进口	企业/个人	关税+增值税+消费税	CIF 到岸价	按现行进口规定	无	无
跨境电商（保税备货）	个人	（增值税+消费税）*70%	完税价= （单价+保险费+运费）	"三单"对碰 订单、支付单、运单	≤2000 超出按一般贸易	≤20000 超出按一般贸易

资料来源：中国海关，信达证券研发中心整理

2019 年 1 月 1 日起，《电子商务法》正式开始实施，一系列跨境电商的新政策也开始执行。规范个人代购工商注册和依法纳税，抬高个人代购成本，对个代占比较高的海外品牌有一定影响，对正规引进海外品牌的跨境电商平台是利好。

跨境电商的税收政策使进口保健品有了议价的优势。体现出国家对进口跨境消费的鼓励，为海外跨境电商在国内的立足发展奠定了坚实基础。

三、Technology：科技驱动的渠道革命和营销手段革命

科技发展推动着保健品行业新配方、新剂型等陆续面世；但除此之外，科技进步对保健品销售的渠道和营销手段都带来了革命性的变化。

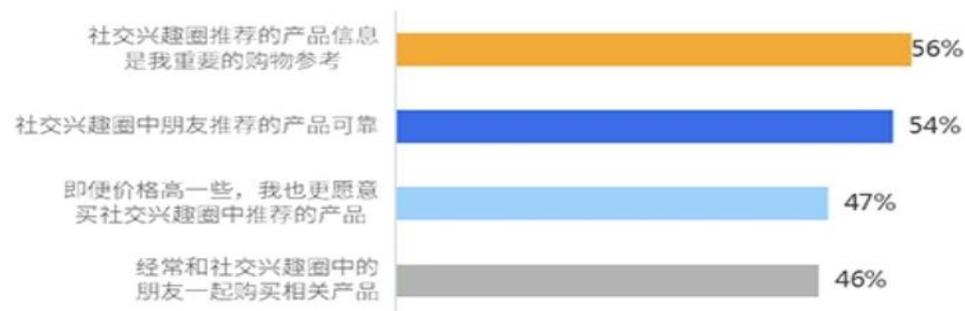
1) 大数据等科技崛起带动了精准营销和社交电商等手段的发展

社交媒体迅速崛起，大有取代传统媒体之势。截止 2018 年末，Facebook 以每月 17.9 亿活跃用户高居社交媒体榜首，其次是微信，每月活跃用户超过 7 亿。其他流行的社交媒体网站包括 Instagram（5 亿）、推特（3.17 亿）、谷歌加（3 亿）和 Snapchat（每月 1.5 亿）。

利用社交媒体的这一巨大影响力，社交电商，一种在网络平台上通过对商品内容的分享传播引导用户进行消费的新型业态模

式，近几年风头强劲。当一个人在社交媒体上发布产品的使用经验或评论时，其很有可能影响到朋友和熟人对该产品的态度，也无形中为这一产品进行了背书。

图 58 我国受访者对社交推荐产品的态度 (%)

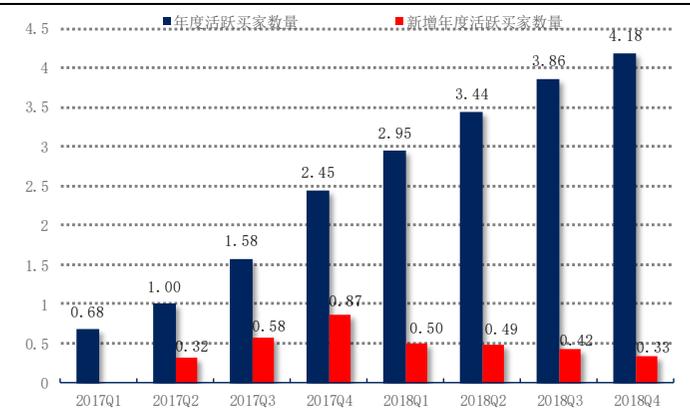


资料来源: Kantar&QQ 广告, 信达证券研发中心整理

由于流量红利颇为可观，因此我国早期参与社交电商的企业主要关注于流量的获取及变现。

我国社交电商行业中以社交拼团为代表的拼多多以及以分销为代表的云集均实现了用户量和 GMV (成交总额) 的大幅增长。社交电商也催生了“网红经济”。越来越多品牌商邀请 KOL 为其宣传，用于品牌知名度打造和品牌形象宣传，从而提高流量转化率。2018 年我国社交电商行业市场规模达到 12624.7 亿元，较 2017 年同比增长 84.7%。

图 59 2017-2018 年拼多多活跃买家变化数量 (亿人)



资料来源: 拼多多公告

图 60 2016-2018 年云集买家数量及 GMV 变化 (百万人, 亿元)

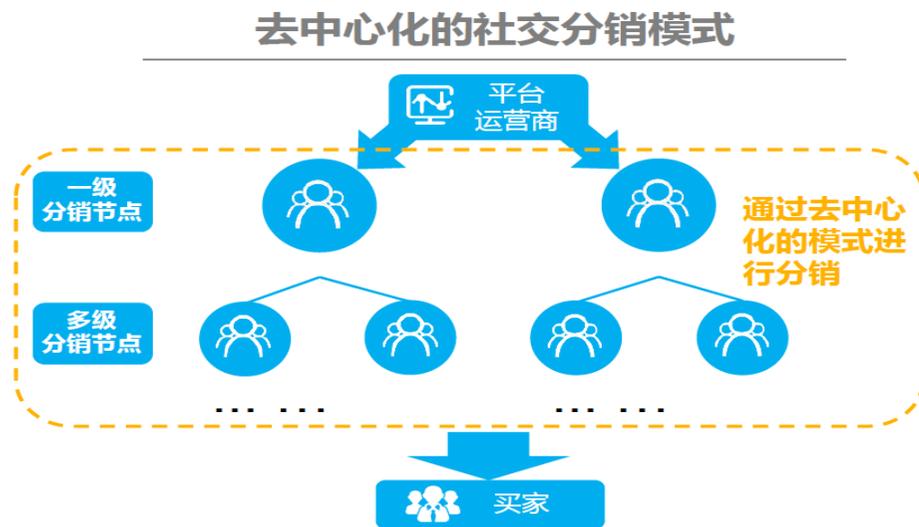


资料来源: 云集公告

但是，社交电商另一吸引人的特点在于，其塑造了消费者与品牌之间的直接纽带。这种新型额的营销模式，对于长尾且细分的保健品行业来说，是颇为理想的选择。与传统电商相比，内容电商以 KOL 为纽带、以内容互动汇聚更丰富多元的消费者数据并驱动购买，从而实现更精准的目标人群触达和转化。

图 61 社交电商运行机制图

社交分销



资料来源：尼尔森研究

更为重要的是，许多行业面对的是销量随着用户年龄增长而下降（如彩妆、奶粉、休闲零食等），所以年轻客户必须不断被新客户所取代，以保持强劲的销售；而在保健品行业，如果成功的完成了品牌教育和客户互动，这些客户可以存在多年。最有趣的是，这些客户大多年轻且乐于分享，他们会花时间在上网阅读有关营养和健身的信息，并宣传他们的发现，成为某些品牌和产品的重要“布道者”，甚至会为品牌未来长期的发展奠定基础。

四、Economy：并购推动我国保健品企业规模扩张

1) 行业整合愈发频繁，是获取手段

为了顺应消费者偏好，不少新进入者以“中国资本+国外品牌”的模式进入保健品市场，例如 2014 年复星医药与美国自然阳光成立合资企业；2015 年合生元收购澳大利亚 Swisse，2016 年西王食品收购加拿大的 lovate（MuscleTech 母公司）；同年上海医药收购新西兰公司 Vitaco；2018 年汤臣倍健收购 LSG 等。除此之外，还有另一家国内的企业在陆续进行着布局，这家公司便是金达威。

表 7 近年来我国企业主导的海外并购

时间	投资公司	标的公司	收购价格	收购股权	标的主营业务	备注
2014.11	中生联合、复星集团	GoodHealth	1800 万美元	100%	复合维生素，膳食补充品，美容营养品和功能产品等	
2015.1/ 2016.6	金达威	Doctor's Best	8550 万美元	96.11%	复合维生素，膳食补充品，美容营养品和功能产品等	2015 年估值为约 7000 万美元；完善线上渠道品牌
2015.6	金达威	Vitatech	9600 万美元	100%	片剂、胶囊、粉剂等保健品剂型的加工	布局供应链产能
2015.9/ 2016.7	H&H	Swisse	16.97 亿澳元	100%	复合维生素，膳食补充品，美容营养品和功能产品等	Swisse 母国澳大利亚市场体量有限，难以支撑其进一步发展，且先前赴美国国际化进程未达预期
2016.8	上海医药（60%）、春华资本（40%）	Vitaco	3.13 亿澳元	100%	天然保健品，天然蛋白粉，水果，草本茶	Vitaco 希望与上海医药实现资源互补，并顺利打开中国市场
2016.8	澳优乳业	NutritionCare	1374 万澳元	100%	复合维生素，功能产品	
2016.9	西王食品、春华资本	Kerr（MuscleTech）	7.3 亿美元	100%	运动健康食品，专注于运动和减肥两个领域	Kerr 在北美市场已经进入成熟期，希望寻找新兴市场机会
2017.11	飞鹤乳业	Vitamin World Inc	2700 万美元	100%	复合维生素，膳食补充品	该品牌 2016 年被 Centre Lane Partners 收购，价格为 2500 万美元
2018.1	汤臣倍健	Life-Space	35.33 亿元	100%	益生菌产品	
2018.2	哈药集团、中信资本	GNC	3 亿美元	40.1%	运动营养，维生素矿物质，草本植物提取	认购 GNC299,950 股优先股，可按照 5.35 美元转换为普通股，转换完成后公司持有 GNC40.1% 的股权。
2018.7	金达威	Zipfizz	8000 万美元	100%	运动营养饮料	涉足运动营养，补充线下渠道品牌

资料来源：信达证券研发中心整理

我们认为，国内企业并购或参股海外优势品牌，符合国内企业快速补齐品牌矩阵的逻辑。同时，国内的巨大增量市场也是吸引“中外合作”的主要考量，双方有望利用在渠道、供应链、品牌和研发方面的协同效应，共同耕耘中国市场。

2) 贸易战影响

2018 年中国保健品进出口额达到 46.8 亿美元，同比增长 31.5%，创历史新高。其中，出口金额为 16.7 亿美元，比 2017 年同比增长 21.8%。根据医保商会统计的海关数据，维生素类、氨基酸类、植物提取物类是中国原料的主要类别，且处于增长状态。三者合计出口金额在 85 亿美元左右，其中维生素类为原料出口的第一大类别，其次为氨基酸类。

我国是对美出口的主要市场之一，主要出口产品为保健品原料，自 2017 年以来，中美贸易争端持续升级，其结果是，美国已经对价值 2500 亿美元的中国产品实施了三轮关税上调，且第三轮对保健品原料的影响最大；与此同时，中国也对价值 1100

亿美元的美国商品加征关税。

表 8 2018 年膳食营养补充剂进出口规模及增速 (亿美元, %)

类别	品种	出口金额	同比	进口金额	同比
原料类	维生素类	34.4	8.85	2.9	9.5
	氨基酸类	25.7	10.7	7.3	-13.89
	植物提取物类	23.7	17.8	7.3	19.8
	硫酸软骨素	1.8	-12.8	0.05	-
	辅酶 Q10	1.5	-2.37	0.04	89.55
	鱼油	0.69	0.92	1.1	6.7

资料来源: 医保商会

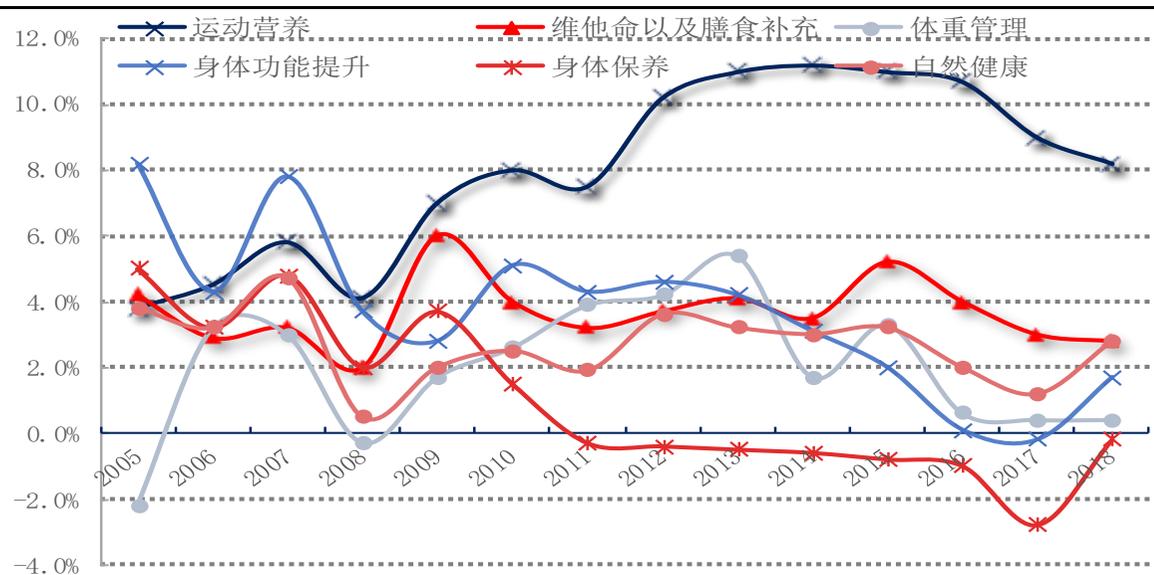
对于我国的原料生产企业, 贸易战的长期持续可能会使其订单量缩减。为了应对这一局面, 部分企业已在海外投资的企业, 其产能的转移能有效规避关税。

需要注意的是, 贸易战带来的汇率影响对外向型企业相对正面, 因美元计价的货值提升有利于出口商品的结算价格。而对于国内的跨境电商消费者来说, 即使人民币汇率继续贬值, 一旦成为保健品消费者, 其价格敏感度较低, 因此企业往往可以将成本顺利转嫁给消费者。

关注快速发展的保健品子版块

一、运动营养板块——从小众到大众

根据欧睿国际的数据, 从 2004 年到 2018 年, 全球运动营养市场以 7.9% 的复合年增长率增长了 190%。如此长时间的高速增长在快速消费品中几乎是前所未有的, 也彻底改变了人们对“运动营养是只针对运动员和健身发烧友的利基市场”这一陈旧观念。

图 62 2004-2018 年全球保健品子板块增速变化 (%)


资料来源：欧睿，信达证券研发中心整理

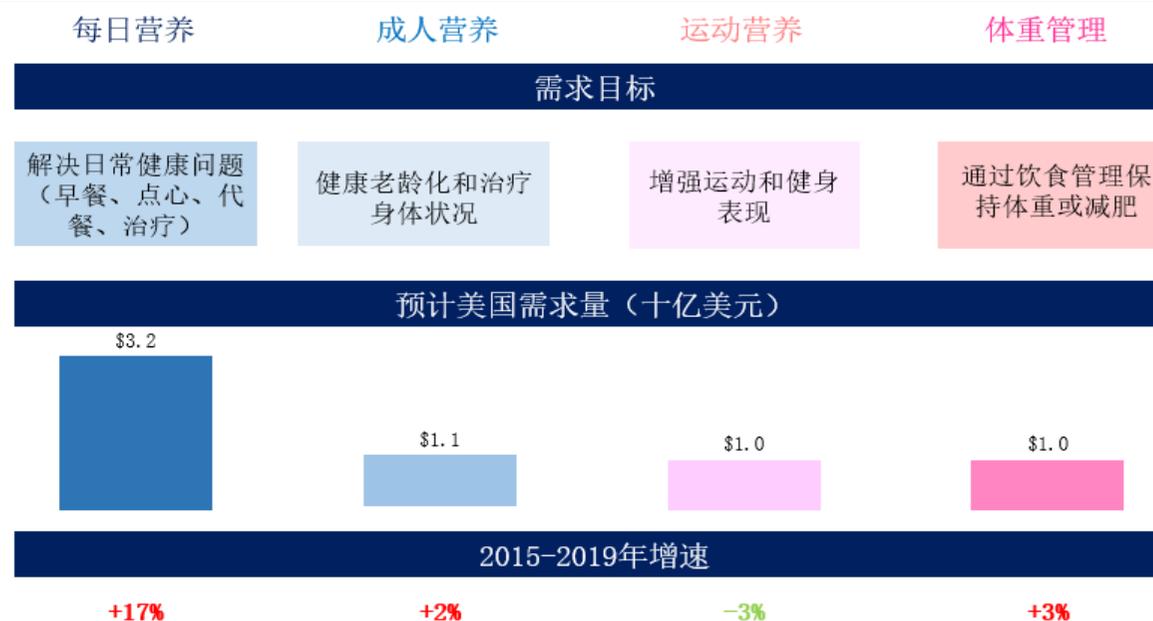
其实，随着运动更多的扩展到健身房以外的活动，随着体重管理变得更加关注生活方式，随着消费者对便捷性的需求进一步提升，运动营养、体重管理以及包装食品之间的界限在持续模糊，运动营养的产品矩阵在持续扩大，从传统的蛋白粉、能量补充剂和功能饮料等向蛋白即饮 (RTD)、运动能量棒和缓解肌肉疲劳、关节疼痛等针对性营养补充剂等板块延伸。另一方面，健康零食产品的推出和成分创新也拓展了运动营养产品的边界。

图 63 运动营养的边界在持续扩大


资料来源：NBJ，信达证券研发中心整理

根据修拉集团 (Seurat Group) 和尼尔森监测数据, 截止 2019 年 8 月, 美国狭义的运动营养板块规模约为 10 亿美元, 在过去四年中的 CAGR 为 -1%, 但日常运动营养规模已达到 32 亿美元, 且其 CAGR 达到 17%。

图 64 2015-2019 年美国运动营养各子板块规模及增速, 其中日常运动营养板块规模最大, 增速最快 (亿美元, %)



资料来源: Seurat Group, 尼尔森, 信达证券研发中心整理; 注: 规模为 2018 年 8 月-2019 年 8 月 52 周尼尔森全渠道监控数据。

根据 NBJ, 截止 2018 年, 美国广义的运动营养板块规模约达 420 亿美元, 同比增长 6.1%。其主要构成仍以运动饮料为主, 这一板块中包含了消费者耳熟能详的佳得乐 (百事)、动乐 (可口可乐)、红牛和怪兽饮料, 占比达到 56%, 但这一板块是增速最慢的板块。由于整个运动饮料板块中, 即饮占比达到 90%, 而百事、可乐、红牛和怪兽饮料合计占比也达到了 90% 以上, 所以该板块发展已较成熟。

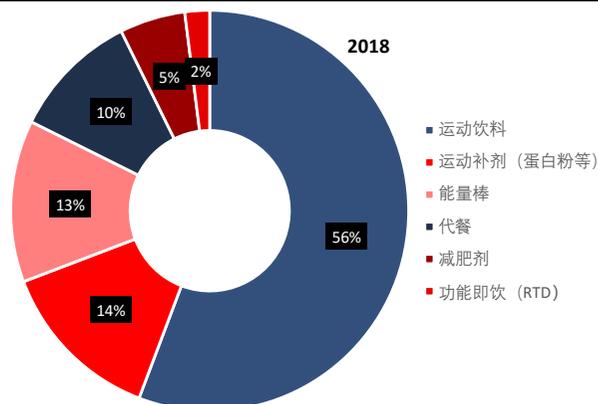
相对的, 占比最小的其他功能即饮板块包含了蛋白即饮和蛋白水等, 主要品牌为 **Premiere protein (宝氏)**、**Ensure (雅培)**、**MuscleMilk (百事)**、**ProteinO2 等**, 占比仅 1.8%, 但增速高达 16.1%。根据尼尔森的数据, 美国的蛋白质水市场从 2015 年到 2017 年, 增长了 563%, 出现了像 Protein20、Isopure 等明星品牌。

增速紧随其后的板块是**能量棒和嗜喱**, 这一规模已达 54.6 亿美元的大品类仍有 8.0% 的增速, 这表明消费者对富含蛋白质的便捷选择越来越感兴趣。

另外，也不可忽视传统蛋白粉等运动营养产品的大众化运用，该板块以 56.3 亿美元的规模位列第二，占比 13.3%，增速为 6.7%。

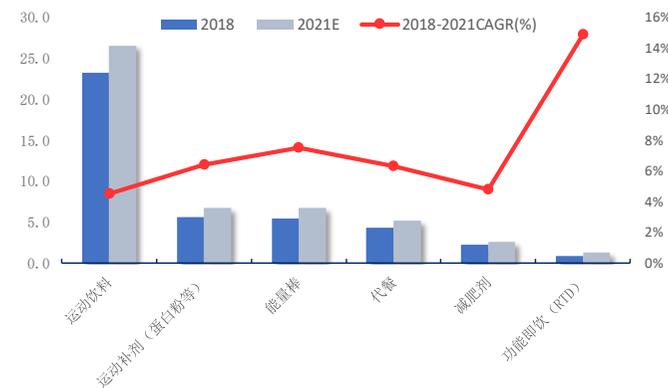
值得注意的是，上述三大子板块的创新不仅局限于传统动物蛋白，而是包括越来越多的有机蛋白和植物蛋白（如豌豆、椰子、藜麦等），可见在运动营养大众化的进程中，食材创新也是驱动增长的因素之一。

图 65 2018 年美国运动营养板块规模占比 (%)



资料来源: NBJ, 信达证券研发中心整理

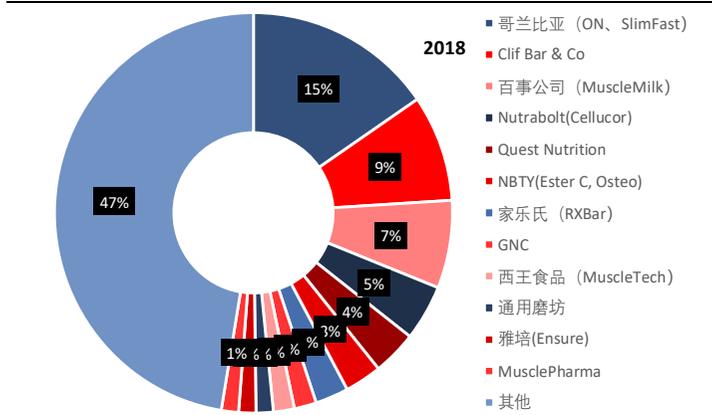
图 66 2018-21E 美国运动营养板块规模及增速 (十亿美元, %)



资料来源: NBJ, 信达证券研发中心整理

随着运动营养板块的爆发，板块内的兼并收购也愈演愈烈。左下图为欧睿统计的 2019 年美国运动营养的主要企业（剔除运动饮料），其中，拥有欧普特蒙（ON），并在 2014-2018 年完成了包括 Isopure、ThinkThin 以及 SlimFast 等品牌并购的哥兰比亚（LSE: GLB）占比最大；2019 年 4 月以 4.65 亿美元从荷美尔手中获得了 MuscleMilk 母公司 CytoSprots 的百事，市场份额从 0.1% 上升至 7%；排名第五的 Quest Nutrition 以高蛋白运动零食著称，2019 年 8 月，蛋白即饮公司 the Simply Good Foods（NASDAQ: SMPL）宣布将以 10 亿美元现金并购该企业；家乐氏于 2017 年以 6 亿美金并购能量棒品牌 RxBar，位列第七；西王食品（SZSE:000639）则于 2016 年通过 7.3 亿美金并购 MuscleTech 和 SixStar 的母公司 Lovate 位列第九。

随着 2019 年 7 月好时 4 亿美金并购 ONE Bar，2019 年 9 月宝氏分拆运动便捷食品 Bellring（BRBR）上市，运动健康板块仍将是资本运作的热点。

图 67 2018 年美国运动营养主要企业占比（剔除运动饮料）（%）


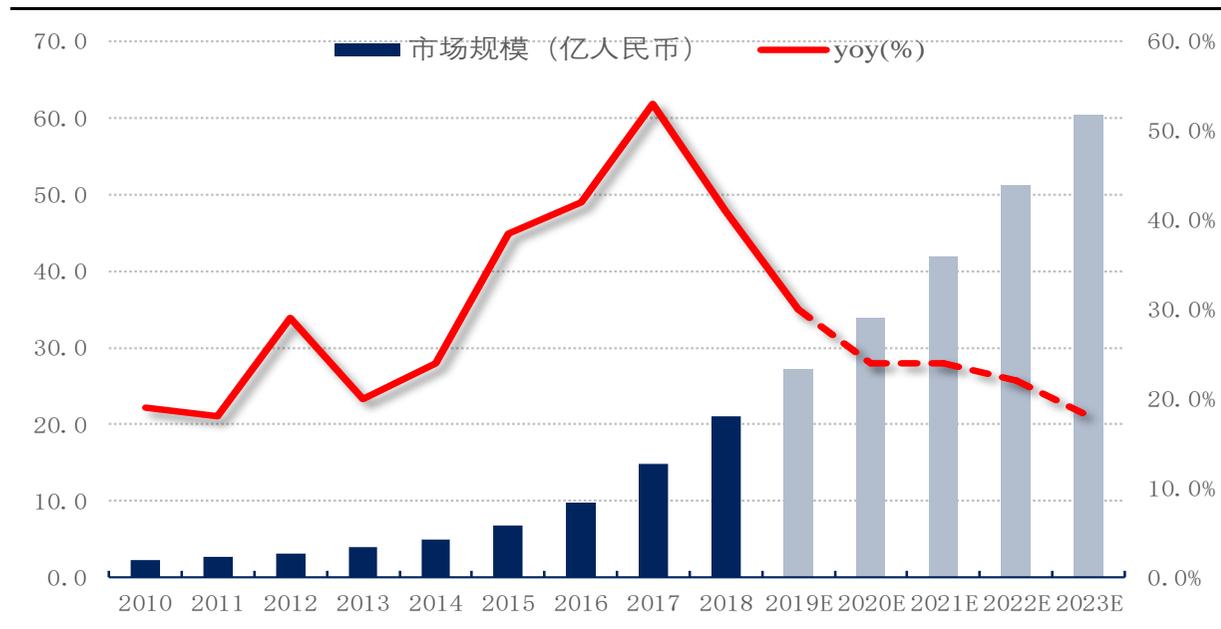
资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心整理

图 68 2018 年美国运动饮料主要公司销售规模及占比（%）

公司名称	销售额 (百万美元)	yoy(%)	市占率 (%)	子板块
1 百事佳得乐	5,566.0	3.0%	23.9%	运动饮料
2 红牛	4,685.6	4.8%	20.1%	能量饮料
3 怪兽	4,192.3	10.4%	18.0%	能量饮料
4 可口可乐	1,330.9	19.2%	5.7%	运动饮料
5 5-小时	960.2	-1.0%	4.1%	能量短饮
6 Rockstar	918.5	-1.9%	3.9%	能量饮料
7 HIGH PERFOR	464.5	6.6%	2.0%	能量饮料
8 Bang	211.9	402.2%	0.9%	能量饮料
合计	23,310	4.1%	100%	

资料来源：IRI, 线下 2018.5-2019.5 的 52 周

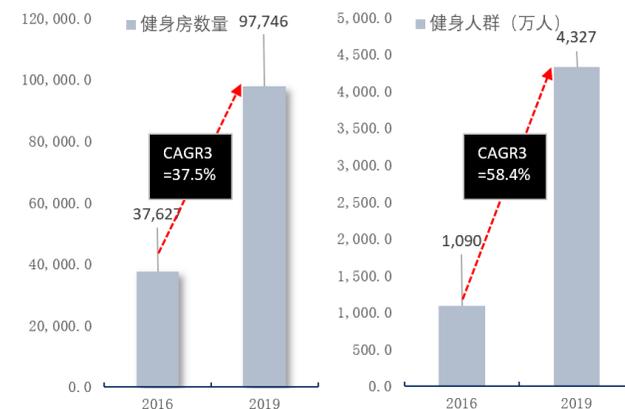
美国市场是运动营养类中规模最大、最发达的市场。然而，欧睿数据显示，国际市场规模已达到 156 亿美元，呈现了规模庞大的增长潜力。根据欧睿国际的最新报告显示，**在过去的五年中，中国运动营养市场的复合年均增长率高达 39.4%，是全球增速最快的市场之一。**尚处于发展初级阶段的中国市场，2018 年零售额约人民币 21 亿元，主要受益于消费升级和政府推动全民健身的大健康背景。未来五年，这一数据仍可达到 24%，远高于全球运动营养行业的 11%，我们预计 2023 年，中国市场规模可达 8.59 亿美元（折合约 60 亿人民币）。

图 69 2010-2023E 我国运动营养子板块增速 (%)


资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心整理

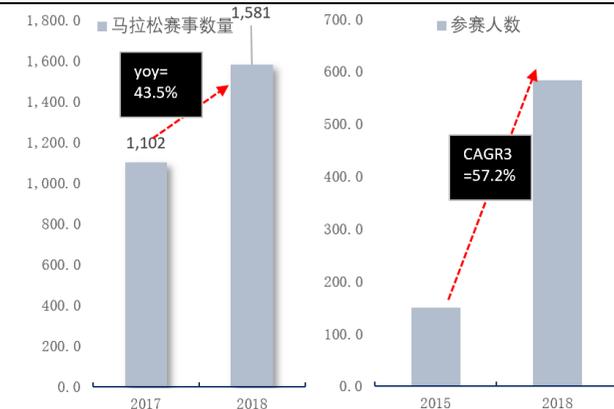
我国的运动营养市场的核心驱动力是运动人群规模近年来爆发式增长的结果。

根据健身工作室管理 APP 青橙科技《健身行业白皮书》，截止 2019 年，我国健身房及工作室达到 97746 家，相较 2017 年-2018 年的 71003 家，一年内新增 26743 家，增幅为 31.13%，日均新增约 80 家，呈现出飞速增长的趋势；健身人口从 2017 年的 1070 万人上升至 2019 年的 4327 万人，渗透率由不到 1% 提升至 3.1%。但和美国及其它亚洲发达地区相比，我国的健身渗透率仍然有很大的提升空间。

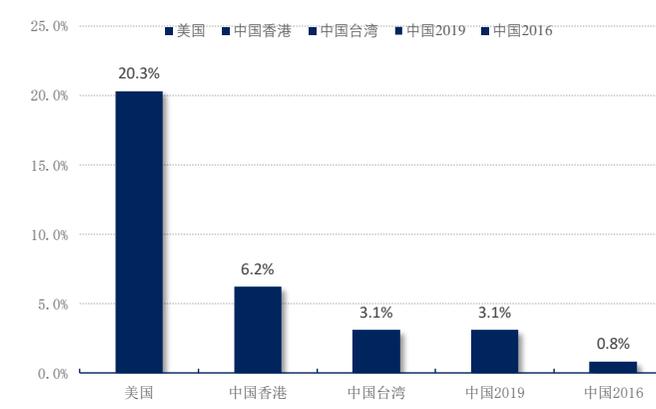
图 70 健身房及健身人群规模变化及 CAGR (家, 万人, %)


资料来源: 青橙科技, 《中国健身行业数据报告》, 信达研发中心整理

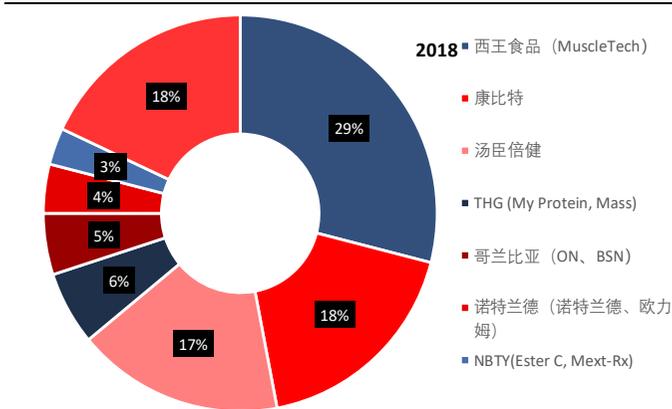
另一方面, 根据《中国体育行业商业价值报告》显示, 在大众经常参与的体育运动中, 跑步以 43% 的参与度名列前茅。以马拉松为代表的长跑运动, 已经成为中国人民最喜爱的健身运动方式之一, 成为全民健身的重要平台。艾瑞咨询统计, 我国路跑人群已达 4 亿人, 其中 1 亿人为核心跑者。

图 72 2018 年路跑产业发展情况 (次, 人, %)


资料来源: 青橙科技, 《中国健身行业数据报告》, 信达研发中心整理

图 71 我国的健身房渗透率与其他国家及地区的对比 (%)


资料来源: 青橙科技, 《中国健身行业数据报告》, 信达研发中心整理

图 73 2018 年我国运动营养主要企业占比 (%)


资料来源: 青橙科技, 《中国健身行业数据报告》, 信达研发中心整理

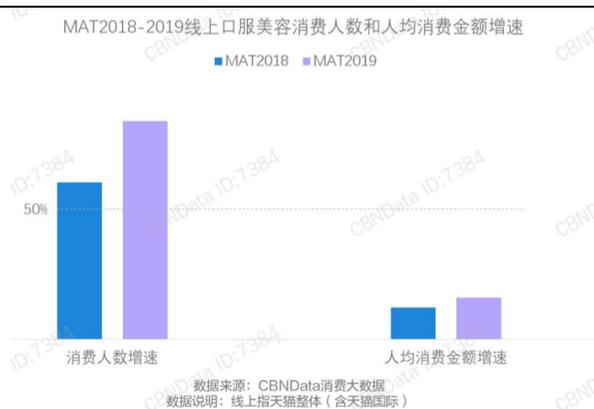
如右上图所示。目前, 国内大部分可以见到的运动营养企业, 主要产品还是传统的粉剂, 如蛋白粉、增肌粉等。在这一传统领域中, 已有包括康比特、肌肉科技、汤臣倍健等品牌, 成功抢占了市场领先地位, 积累了品牌忠诚度较高的核心用户。随

随着我国健身房零售渠道的逐步完善，以及我国对运动消费支持政策的逐步实施，借鉴全球市场的发展经验与规律，我国的功能饮料、能量棒等便捷运动营养产品也有望成为最具增长潜力的细分品类。

二、美容健康板块——口服美容增速快

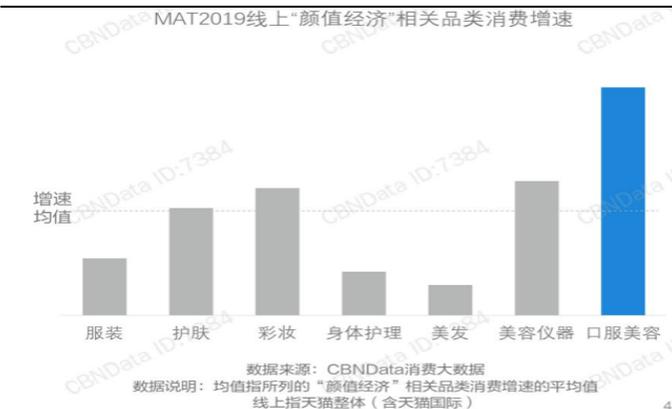
从 CBNData 结合天猫国际销售数据的分析来看，“颜值经济”时代，护肤、彩妆、口服美容等与颜值相关的品类都受到了消费者的强烈关注，其中口服美容品类在近一年内的消费增速，远高于各个品类的平均增速。

图 74 MAT2018vs2019 天猫线上口服美容消费人数及金额增速 (%)



资料来源：天猫，CBNData；注：国民健康传统滋补营养品及保健食品

图 75 天猫 2019 线上“颜值经济”相关品类消费增速



资料来源：天猫，CBNData；注：国民健康传统滋补营养品及保健食品

细分到具体成分，天猫国际平台上的口服美容品类日趋丰富。除主流的胶原蛋白类、葡萄籽类产品外，细分品类如烟酰胺、玻尿酸、鱼子酱等不断涌现，呈现出明显的长尾细分趋势。

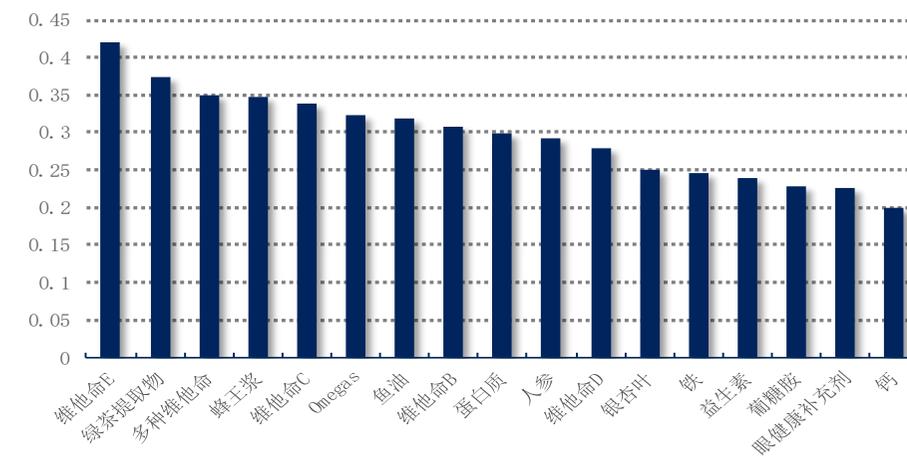
图 76 MAT2017-2019 天猫国际口服美容品类消费趋势


资料来源：天猫，CBNData；注：国民健康传统滋补营养品及保健食品

图 77 MAT2017-2019 天猫国际的口服美容细分 SKU 变化


资料来源：天猫，CBNData；注：国民健康传统滋补营养品及保健食品

根据欧睿 2019 年消费者调查，40%以上的消费者口服维 E 作为美容/皮肤健康补剂，其他受追捧的成分还包括绿茶精华、蜂胶、鱼油等。

图 78 2019 年全球消费者美容/皮肤健康的营养补充剂选择 (%)


资料来源：欧睿《2019 消费者健康营养调查》

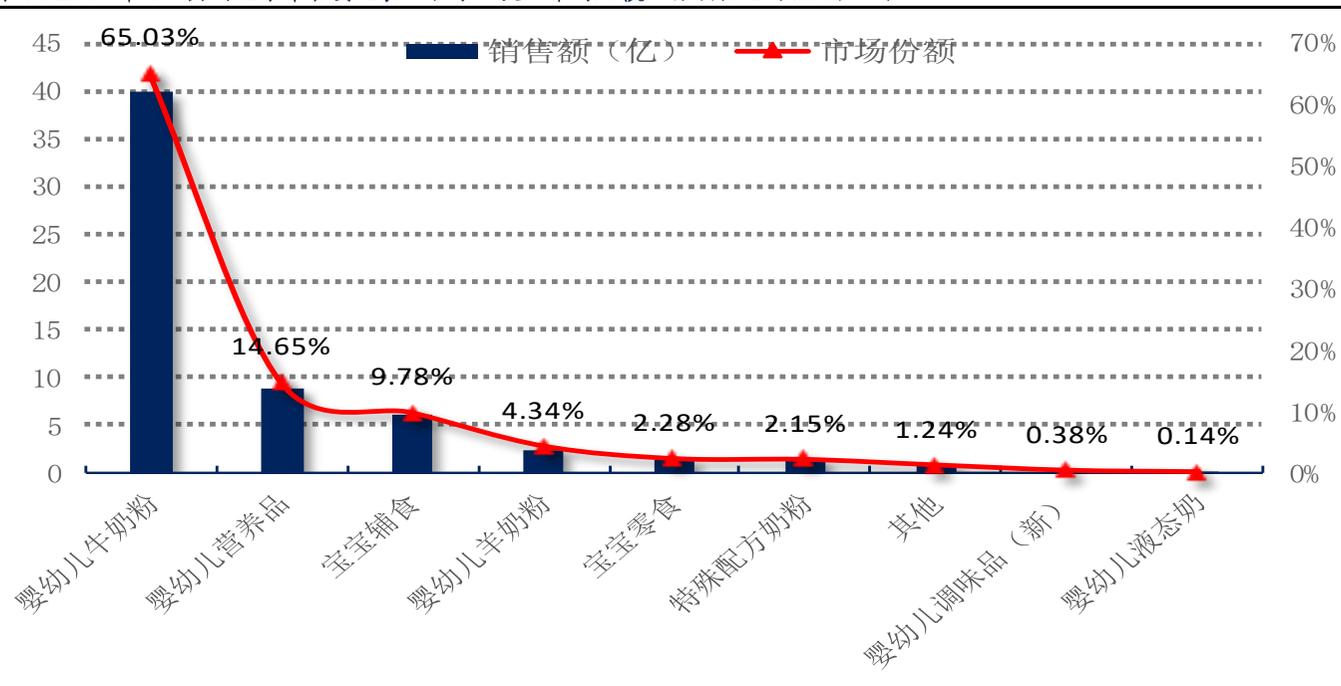
随着消费者将注意力转向更全面的美容方法，也给予了保健品企业切分美妆市场的机会，这将给公司的产品线延伸提供新的思路，但也可能使公司面临来自行业外企业的更多竞争。

三、婴童保健板块

随着二胎政策的开放和消费者健康认知观念的增加，我国婴童营养品的市场规模在不断扩大。新生代父母的出现也是推动婴童营养品快速发展的原因，90后父母数量在不断增长，相对受教育程度较高，更愿意通过保健食品帮助自己的孩子健康发育。

据母婴研究院数据显示，2019年1-5月在天猫+淘宝平台上销售额共计61.2亿元，1-5月份婴幼儿营养品的市场规模仅次于婴幼儿牛奶粉的65%，市场份额达到14.65%，而宝宝辅食仅占9.78%。根据欧睿，我国婴幼儿奶粉市场截止2018年的销售规模为1,619亿元；假设线上各子品类的销售额占比体现了其整体市场销售状况，则我们预计我国婴幼儿营养品市场规模约350亿元。

图 79 2019年1-5月阿里系平台婴儿食品各子品类目市场规模及份额占比（亿元，%）

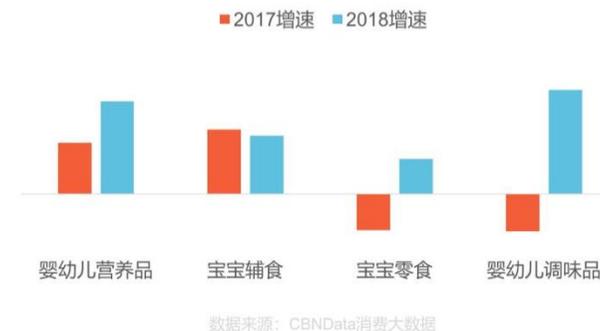


资料来源：母婴研究院，天猫，信达证券研发中心

这一趋势从天猫 xCBNData 的《辅食营养品行业趋势洞察》也可见一斑——其统计的阿里系平台上，婴幼儿营养品的销售占比高于宝宝辅食、零食和调味品，且2016-2018年均保持了很高的增速。

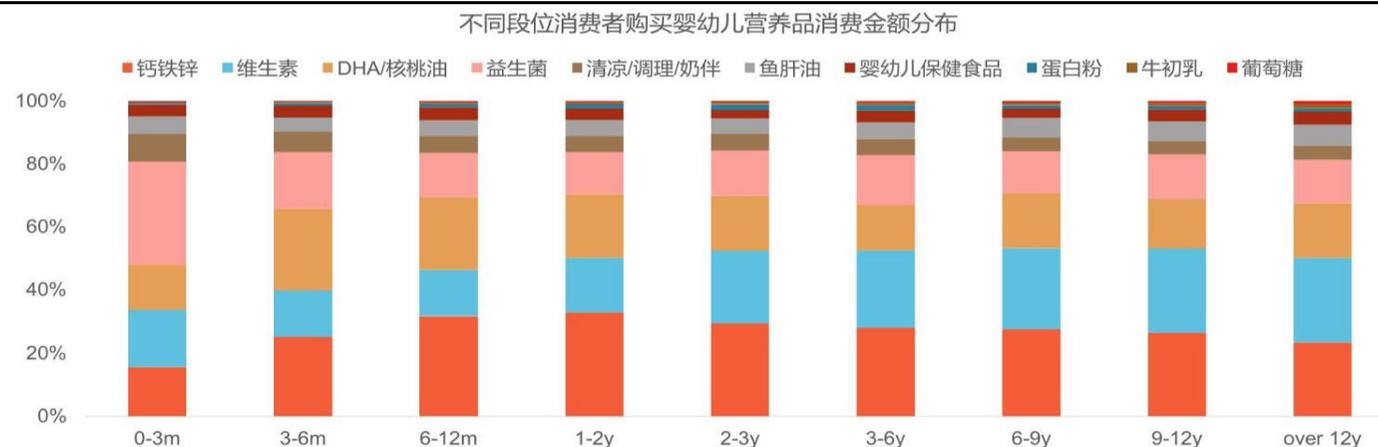
图 80 2016-2018 年天猫婴幼儿辅食子品类占比规模 (%)


资料来源: 天猫, CBNDData

图 81 2016-2018 年婴幼儿辅食子品类规模增速 (%)


资料来源: 天猫, CBNDData

具体到消费品种, 根据欧睿数据, 全球范围内, 睡眠、认知发育和增强免疫力的产品预计将在 2019 年处于增速领先的地位。天猫和 CBNDData 的数据则显示, 在国内, 中国父母倾向于为新生儿购买益生菌。随着年龄的增长, 对益生菌的需求开始萎缩, 而钙铁锌、DHA/核桃油和维生素的销量开始上升。

图 82 我国不同年龄婴儿使用的保健品消费金额分布 (%)


资料来源: 天猫, CBNDData, 信达证券研发中心

正是意识到婴幼儿保健品和奶粉的互补性, 许多母婴品牌和渠道也很乐于横向扩张至保健品市场, 婴幼儿保健品赛道已吸引了澳优、汤臣倍健、飞鹤等巨头入局。

目前已拥有跨国品牌“Swisse”、“HealthyTimes”的健合集团，其成功起点也是儿童益生菌，公司从 2003 年便致力于益生菌的中国推广，其合生元儿童粉剂历经 3 年即突破 1 亿元收入规模。

表 9 由上市公司主导的婴幼儿保健品领域并购动态

公司名称	时点	对象	具体情况
汤臣倍健 (300146)	2018-05	Penta-vite	2018 年 5 月，以 2100 万澳元收购了拜耳旗下儿童营养补充剂品牌 Penta-vite 业务资产
	2018-08	Liifospace	2018 年 8 月，其以 6.7 亿澳元完成对 LifeSpace 品牌方澳洲益生菌企业 LSG 的收购
	2019-04	Liffospace	2019 年 4 月，在中国线下渠道发布 4 款 LifeSpace 益生菌固体饮料。
	2019-09	杜邦营养生物科技	2019 年 9 月 27 日，与杜邦营养生物科技有限公司签署创新战略合作协议。双方将围绕肠道微生态相关技术的联合研究和开发、潜在新功能益生菌及其应用的联合研究和开发等创新项目建立战略合作关系。协议有效期自 2019 年 9 月至 2020 年 12 月。
澳优 (1717)	2019-06	丰华生科	2019 年 6 月 6 日，澳优宣布通过全资附属公司与 GLAC 签订可换股债券认购协议，届时将拥有 GLAC26.1% 的股份。同一天，澳优第二大股东晟德大药厂还同意向 GLAC 注入 8500 万美元。据澳优官网披露的信息，此次 GLAC 筹集的资金将主要用于丰华生科 (6553) 的私有化，该公司主要从事益生菌及发酵产品的研究、制造与销售。澳优表示，益生菌将是重要发展方向之一。
晟德 (4123)			
健合集团 (1112)	2019-06	合生元	继合生元粉剂后，推出合生元儿童滴剂，更新配方，在菌株选用上，选用了在我国《可用于婴幼儿食品的菌种名单》在列的菌株乳双歧杆菌 HN019，0 岁宝宝也可使用，更拥有长达 30 年的研究应用历史，获得瑞士，日本和巴西等国的健康声称。
飞鹤	2017-12	VitaminWorld	2017 年 12 月 22 日，飞鹤 2800 万美元并购 VITAMIN WORLD, INC.，并支付 500 万美元偿还债务。标志着飞鹤从单一的婴幼儿配方奶粉生产企业转型成为多元的营养食品保健企业。

资料来源：信达证券研发中心整理

CBNDATA 统计了按天猫平台累计销售额排名的儿童保健品领先品牌。澳大利亚品牌 Bio Island 和 Nature's Way 佳思敏、新西兰品牌 Childlife 分列行业前三。排名 4-6 的均为益生菌品牌。DSM 全资子公司 i-Health 旗下品牌 Culturelle 是最受欢迎的益生菌品牌，其次是中国保健品巨头汤臣倍健的旗下品牌 Life Space 和合生元 Biostime。

表 10 天猫平台儿童保健品领先品牌 (按累计销售额排名)

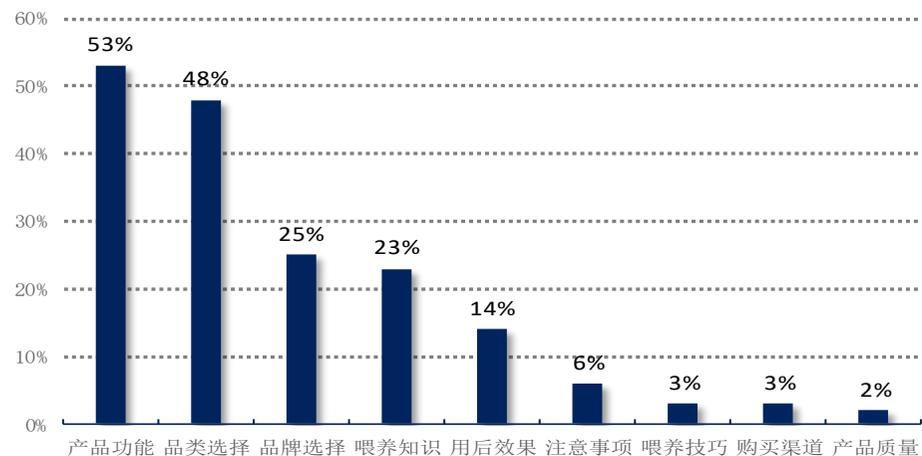
	男性	女性
婴幼儿营养品	bio island Childlife/童年	bio island Childlife/童年

时光	时光
Nature's Way	Nature's Way
BIOSTIME/合生元	CULTURELLE
CULTURELLE	LIFE SPACE

资料来源：天猫，CBNata，信达证券研发中心

从当前跨境电商平台的婴幼儿营养品牌集中在澳、新两国品牌，且品类重合度极高则可以看见，目前我国婴童保健品的消费观念仍在培育期，消费者更多的是相信导购和渠道推荐，营养品还出存在巨大的市场教育空间。

图 83 受访消费者对营养品喂养的困惑主要仍处在初级阶段 (%)



资料来源：育儿网&宏源科技《婴幼儿喂养品类近年来的发展态势如何》，信达证券研发中心

尽管婴童保健品市场方兴未艾，但仍需规范前行。根据新京报记者的抽查调研显示，多款跨境购益生菌产品添加的菌种/菌株并不在我国 2016 年公布的白名单中。目前可以用于婴幼儿食品的益生菌仅有 7 个菌种的 9 种菌株。另外，许多婴幼儿益生菌产品中还添加了二氧化硅、木瓜酵素、牛初乳、高含量碳水化合物等不适宜婴幼儿食用的成分。

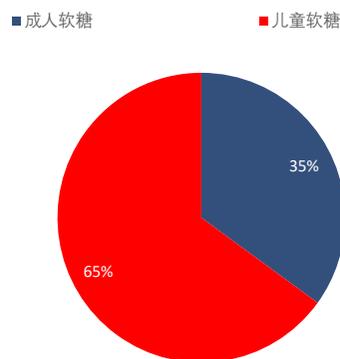
其实，和奶粉行业类似，随着消费者逐渐成熟，爆发“安全事件”的品牌很容易遭遇消费者的用脚投票。因此，婴童保健品牌应当从“信任感”出发构建整个商业模式，通过提升产品配方的“可溯源性”和透明度，在消费者群体之间建立信任，方能收获广阔的婴童市场。

四、剂型变化

除了细分领域的快速发展外，保健品行业在剂型上也有了更新换代。特别是容易服用的软糖剂型成功从儿童市场推广至成人市场，成为流行。

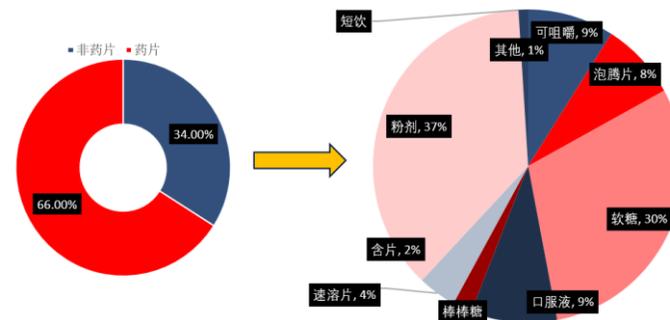
根据 NBJ，截止 2017 年，保健品非片剂的市场规模已超过全美国市场的 1/3，对应约 145 亿美元的市场规模。其中，软糖市场占比 30%，且仍有持续上升的趋势。

图 84 2017 年美国软糖剂型的成人 vs 儿童保健品比例 (%)



资料来源：NBJ，信达证券研发中心整理

图 85 2017 年美国保健品剂型市场非片剂剂型细分占比 (%)



资料来源：NBJ，信达证券研发中心整理

保健品板块中的仙乐健康是主要的营养软糖生产企业，主要产品包括复合维生素软片、红色草莓多维软片、DHA 藻油软糖等。得益于软糖剂型的畅销，仙乐健康近三年一期销售软糖数量分别为 2.64 亿、4.52 亿、4.49 亿和 2.80 亿，对应收入分别为 4,725 万元、8,999 万元、8,415 万元和 5,262 万元，对应增速分别为 90%、-6.5%和 25.1%。

在国外，营养软糖作为较新且潜在替代规模较大的剂型。需求量保持较高增速。而我国国内保健品采用营养软糖处于起步阶段，未来成长空间值得期待。

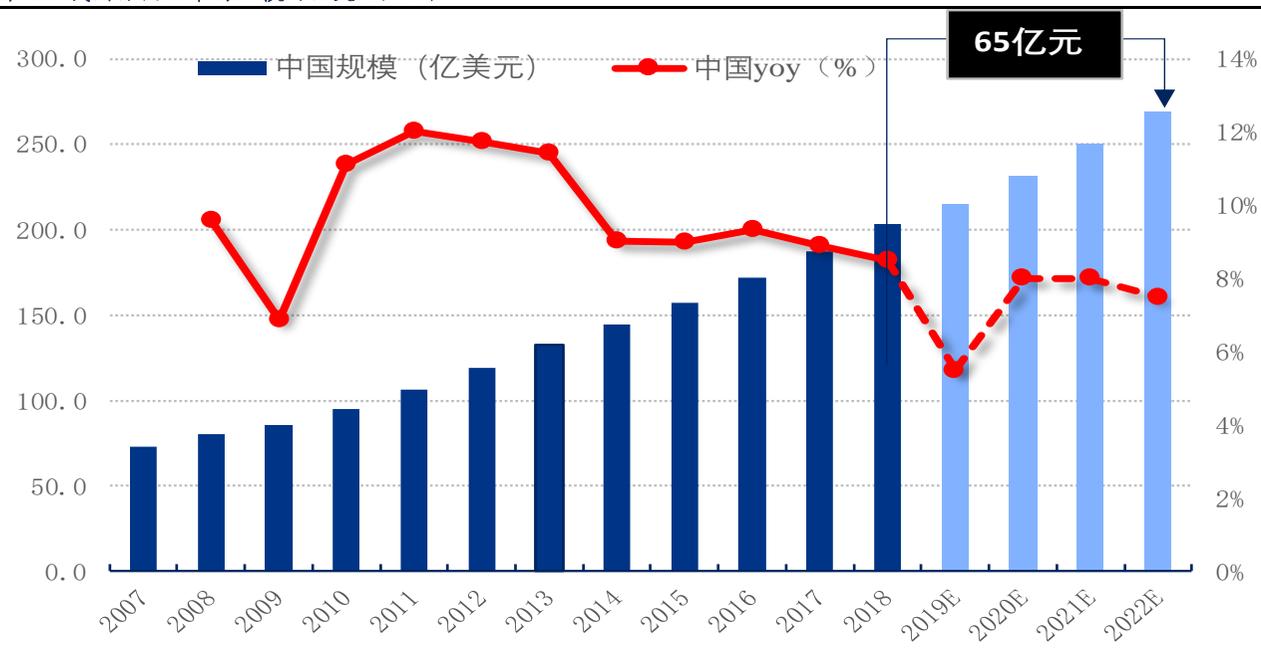
保健品赛道的成功路径

一、保健品赛道的未来市场空间

综上所述，在顶层政策的支持下，我国保健品行业将显著受益于消费者健康意识的提升和科技进步带来的营销手段及渠道变迁；其中，“银发一族”和“年轻一代”将是行业增长的主要驱动人群；“全民健身”、“精准营养”则将引领产品结构变化的趋势。

聚焦至我国来看，我们预计，到 2022 年末，我国人均保健品消费额达到 20.7 美元/人的合理水平的，对应 2017-2022CAGR5 整体规模增速为 7.5%，优秀的保健品企业一方面将享受行业约 65 亿美元（折合约 450 亿人民币）的增量市场空间。保健品行业的投资机会一方面来源于从粗放到精细化管理的行业升级，另一方面来自于保健品行业价格逐步合理化带来的低线消费新动能，所以行业整体的市场空间实质比起增量要来的更大。

图 86 我国保健品市场规模（亿美元，%）



资料来源: NBJ, 信达证券研发中心整理

二、以“四要素”形成核心竞争力

如何把握住保健品行业结构变化带来的机会，我们认为主要应从以下“四要素”出发：

1. 信赖感——通过公开透明的产品信息和持续的消费者互动保持可信赖感：例：亚马逊 Elements 的扫码溯源技术。
2. 敏锐性——精准定位细分需求，寻找高速增长的子行业：零售商塔吉特（Target）成功孵化的品牌Oilly。

图 87 亚马逊 Elements 的扫码溯源技术



资料来源：亚马逊 Elements

图 88 Olly 强调保健品功效的软糖



资料来源：Olly

3. 市场力——以消费者为中心的全渠道营销策略：营销 4E – 体验 Experience, 交流 Exchange, 传播 Evangelism, 随时随地 Everywhere。
4. 产品矩阵——完善产品矩阵：NBTY 的多品牌策略，通过大单品实现品牌的“从 0 到 1”，再通过产品矩阵实现“从 1 到 N”。

行业竞争格局

一、产业链上布局

上市公司中，全渠道布局的保健品企业主要为西王食品、汤臣倍健、新诺威、仙乐健康和康比特；海外上市公司主要有健安喜（GNC）、自然之宝（NBTY）、维他命小铺（VSI）、健合集团（1112）、Simply Good Foods（SMPL）等。

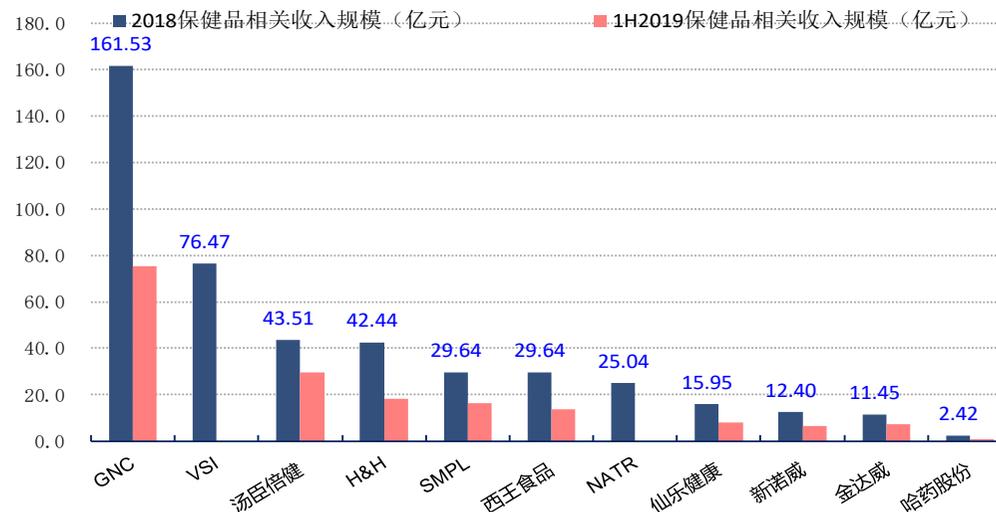
下图以我国上市公司为主，展示了各环节主要企业的简况，可见我国上市公司在上、中、下游均有所布局。但除汤臣倍健和金达威外，我国企业在最关键的品牌商和渠道商环节的布局仍然薄弱，主要通过并购国外知名企业来补齐短板。

图 89 保健品产业链

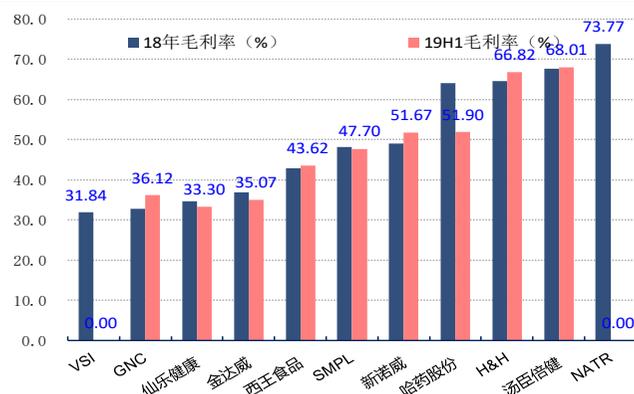


资料来源: 信达证券研发中心整理

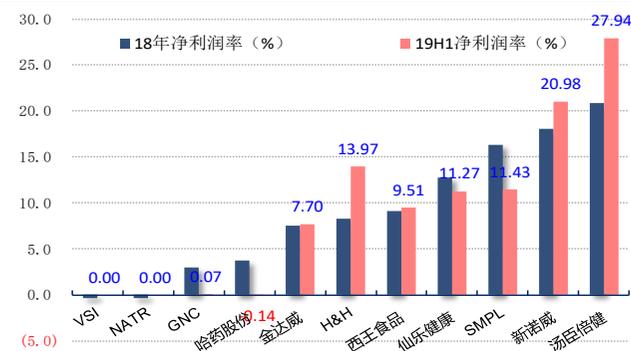
从保健品收入规模来看, 汤臣倍健和西王食品, 仙乐健康、新诺威和金达威的保健品板块规模已超 10 亿人民币, 已是保健品板块中颇具规模的企业。

图 90 2018-1H2019 保健品行业竞争对手收入规模对比 (亿人民币)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

图 91 2018-1H2019 保健品行业竞争对手毛利率对比 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

图 92 2018-1H2019 保健品行业竞争对手净利润率对比 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

二、保健品业务相对估值

表 11 行业内上市公司估值对比 (营业收入/净利润: 人民币亿元, 倍, %)

排名	代码	证券简称	最新收盘价 (原始币种)	总市值(原 始币种)	营业收入 (TTM)	净利润 (TTM)	ROE(%)	ROIC(%)	EV/EBIT	市盈率 PE(TTM)	市盈率 PE(NTM)	市净率 PB(MRQ)	市销率 PS(TTM)
	002626.SZ	金达威	17.80	109.73	30.96	5.67	12.67	9.29	12.39	17.74	14.64	3.57	3.25
	最高值		-	-	106.96	106.96	15.27	10.34	26.58	402.25	31.23	3.75	5.47
	中位值		-	-	51.51	51.51	8.40	6.45	19.87	24.26	23.97	0.59	1.29
1	1112.HK	H&H	30.75	197.46	106.70	11.72	14.14	6.45	9.89	15.26	21.12	-	1.68
2	300146.SZ	汤臣倍健	16.76	265.23	51.51	11.64	15.27	10.34	20.57	23.08	26.81	3.75	5.22
3	SMPL.O	SMPL	24.93	20.40	33.98	3.67	3.76	2.99	26.58	40.51	30.56	-	4.37
4	600664.SH	哈药股份	3.89	98.16	106.96	-0.59	-0.79	-0.15	9.60	-163.30	27.92	1.96	0.90
5	300765.SZ	新诺威	37.63	75.26	12.77	2.50	8.40	8.08	22.25	28.01	31.23	3.08	5.47
6	300791.SZ	仙乐健康	70.60	56.48	16.42	2.20	10.68	7.61	19.87	25.44	27.48	2.95	3.40
7	000639.SZ	西王食品	5.11	55.16	58.61	4.88	5.03	4.02	6.18	10.97	11.43	1.18	0.91

资料来源: 万得, 信达证券研发中心 注: 股价为 2019 年 10 月 15 日收盘价

投资策略

2018 年末至 2019 年上半年, 药店渠道医保卡禁刷、“百日行动”和跨境电商法正式实施, 对国内保健品市场造成一定短期波动。但从长期趋势来看, 保健品作为高频、刚需和具备“口红效应”的品种, 将受益全球范围内的人口变化和渠道变迁。我们因此认为当前为保健品行业较好的投资时点, 建议积极布局保健品板块, 建议关注板块内企业: 金达威。

风险因素

宏观风险: 目前全球主要经济体经济增长下滑。债务危机成为了徘徊在全球经济疲弱背景下的新幽灵, 给世界政治和金融体系带来极大不确定性。

食品安全风险: 因食品安全或虚假宣传导致消费者对行业整体丧失信任的风险。

政策风险: 国家持续严格监管保健品行业, 抑制行业正常发展。

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，食品饮料行业分析师。复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。