

产品矩阵完善，渠道变革助力中长期发展

2022 年 1 月 11 日

➤ **VDS 赛道优良，2025 年规模有望突破 2000 亿元。** (1) 市场空间广阔。中国目前为全球第二大 VDS 市场，预计 2025 年市场规模将达 2352 亿元。(2) 市场集中度低。目前中国 VDS 市场 CR5 市占率仅 30% 左右，公司作为头部企业，市场份额提升空间较大。(3) VDS 产品渗透率低。目前我国各年龄段 VDS 渗透率在 10%-30%，与欧美国家仍有差距，成长性较好。未来全年龄段人群对于 VDS 产品接受度将会有不同程度提高，渗透率具备增长空间。

➤ **产品矩阵完善，主品牌及大单品协同发力。** 公司产品矩阵丰富，主品牌+大单品+明星产品协同发力。公司在主品牌“汤臣倍健”基础上，积极拓展细分领域，陆续推出关节护理品牌“健力多”、眼健康营养专业品牌“健视佳”、运动营养品牌“健乐多”、专业孕婴童营养品牌“天然博士”、护肝保健品牌“健甘适”等自有品牌，并通过收购获得婴童营养补充剂品牌“Pentavite”和澳大利亚益生菌领导品牌“Life-Space”等海外品牌，不断构筑和丰富公司的品牌矩阵，提升品牌价值。2020 年公司以“4+2+1”为战略，多品种全线出击，激活整个 VDS 业务。具体看，健力多+Life-Space 为主推大单品，健视佳+护肝产品为储备大单品；蛋白粉+多种维生素矿物质片作为主品牌形象产品；牛初乳加钙咀嚼片为明星产品。此外，公司还进行了多种产品的储备，产品线积淀丰厚。

➤ **募资扩充产能，线上线下渠道齐发力。募资计划扩充产能，护航中长期发展。** 2021 年，公司募集资金用以珠海基地五期、珠海生产基地四期扩产、澳洲生产基地建设项目。珠海生产基地四期扩产和珠海生产基地五期项目达产后，预计将新增片剂年产能 64 亿片，较 2019 年+84.75%，年均复合增速为 11.93%；新增软胶囊年产能 27 亿粒，较 2019 年+58.91%，年均复合增速 8.03%。**线下监管政策稳定，线上线下渠道齐发力。** 电商品牌化战略助推线上渠道高速发展，公司线上收入增速远高于整体增速，收入占比逐年提高。2020 年公司全面升级经销商体系，启动经销商裂变计划，构建适合多个大单品运营的新销售模式。公司在 VDS 业务中建立主品牌与大单品之间相互独立的经销商体系。

➤ **投资建议：** 公司系 VDS 行业龙头，产品线完善，预计未来线下渠道仍将保持稳健增长，线上保持较高增速，目前公司估值与可比公司估值相当，考虑到新增产能的陆续投产且公司龙头地位，中长期具备较好成长性，估值有望进一步提升。预计 2021-2023 年公司实现营业收入 74.78/91.32/107.96 亿元；实现归属上市公司净利润 17.49/22.04/26.24 亿元，对应 EPS 为 1.03/1.30/1.54 元，目前股价对应 PE 为 26/20/17 倍。参考其他食品行业 22 年平均 PE 估值水平，给予公司 22 年 26XPE，对应目标价 33.80 元。

➤ **风险提示：** 疫情冲击超预期，线下渠道扩张速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题，产能扩张不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,095	7,478	9,132	10,796
增长率 (%)	15.8	22.7	22.1	18.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,524	1,749	2,204	2,624
增长率 (%)	528.3	14.7	26.0	19.1
每股收益 (元)	0.96	1.03	1.30	1.54
PE	28	26	20	17
PB	5.5	6.0	5.4	4.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 1 月 7 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

27.22 元

目标价：

33.80 元


分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

- 1、汤臣倍健 (300146) 2021 年三季报点评：线下承压及渠道调整压制当期利润，中长期成长性仍乐观
- 2、汤臣倍健 (300146) 2021 年半年报点评：主品牌增速强劲，大单品稳健增长

目录

1 公司介绍：膳食营养补充剂龙头，产品线丰富	3
1.1 膳食营养补充剂龙头，营收稳步增长	3
1.2 围绕消费者健康布局主业，产品品类丰富	4
1.3 股权结构稳定，股权激励常态化	5
2 行业分析：赛道优良，严监管、低集中度利好龙头	7
2.1 VDS 行业规模有望超过 2000 亿元，市场集中度较低	7
2.2 VDS 市场规模远未达天花板	8
2.3 监管趋严成常态，合规龙头长期受益	10
3 产品矩阵完善，主品牌及大单品协同发力	12
3.1 品牌矩阵丰富，主品牌+大单品+明星产品协同发力	12
3.2 主品牌保持稳健增长，公司多品牌布局持续推进	13
3.3 核心大单品矩阵布局完善，有效保证公司中长期成长	14
4 募资计划扩充产能，产能端护航中长期发展	17
4.1 产能逐渐吃紧，投资新产能未雨绸缪	17
4.2 募投扩产项目，规划中长期产能准备	18
5 线上渠道高速增长，线下渠道裂变稳步推进	19
5.1 电商品牌化和电商数字化助推线上渠道高速发展	19
5.2 经销商裂变计划和线下销售变革推动线下渠道再出发	20
6 盈利预测与投资建议	22
6.1 盈利预测	22
6.2 估值分析	23
7 风险提示	24
插图目录	27
表格目录	27

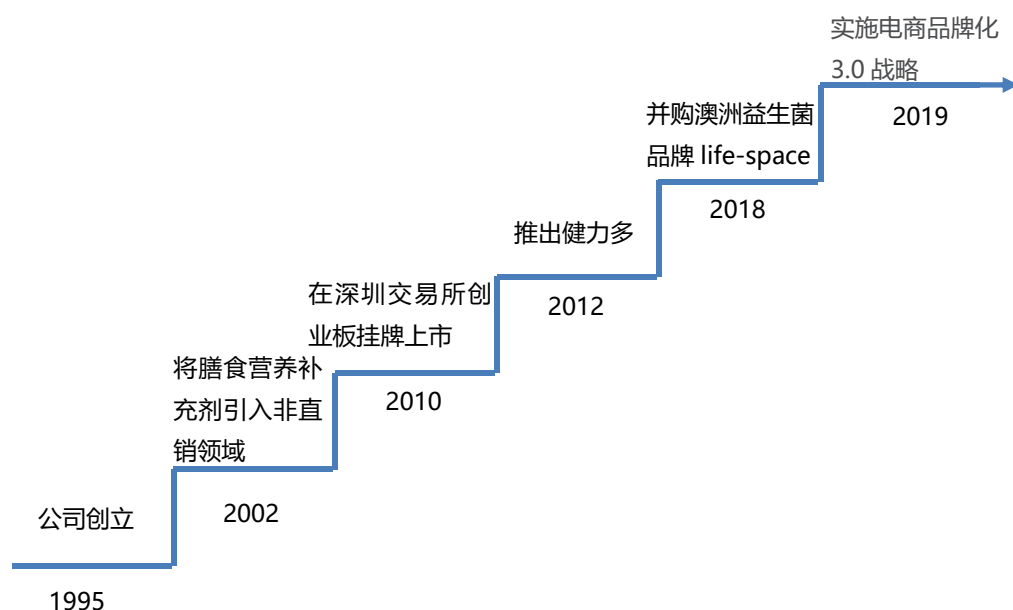
1 公司介绍：膳食营养补充剂龙头，产品线丰富

1.1 膳食营养补充剂龙头，营收稳步增长

主业稳步发展，成就膳食营养补充剂龙头。公司创立于 1995 年，2002 年开始在非直销领域销售膳食营养补充剂（VDS），与外资直销巨头展开错位竞争，并于 2008 年整体变更为股份有限公司。2010 年 12 月，汤臣倍健在深圳交易所创业板挂牌上市，成功登陆资本市场。2012 年公司推出健力多，定位骨骼健康细分市场，经公司重点培育，打造成为了营收超 10 亿的大单品。2018 年公司全资收购了澳大利亚益生菌品牌 Life-Space（LSG 公司），推出益生菌单品。

招股说明书披露，2008 年公司在 VDS 行业的非直销领域占有 10% 的市场份额，排名第一。经过十余年的稳步发展，目前汤臣倍健在中国 VDS 行业中市占率达 10% 左右，是行业领先的头部企业。

图 1：汤臣倍健发展历程

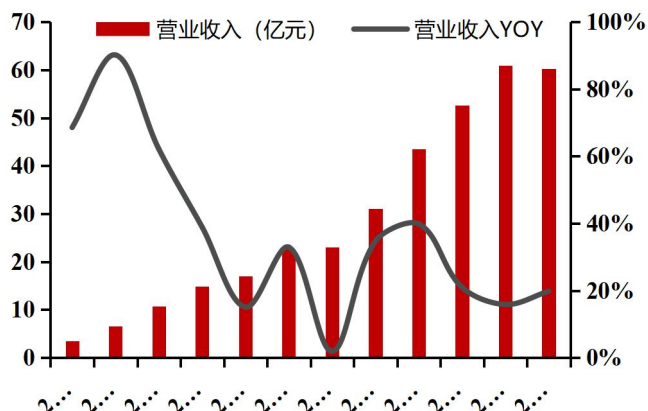


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司上市以来经营业绩稳步向上，19 年利润受商誉及无形资产减值影响较大。2010 年~2021 年前三季度，公司营收规模从 3.46 亿元上升至 60.29 亿元，CAGR36.73%；十年间营收均保持正增长，营收规模增长近 20 倍，发展迅猛。

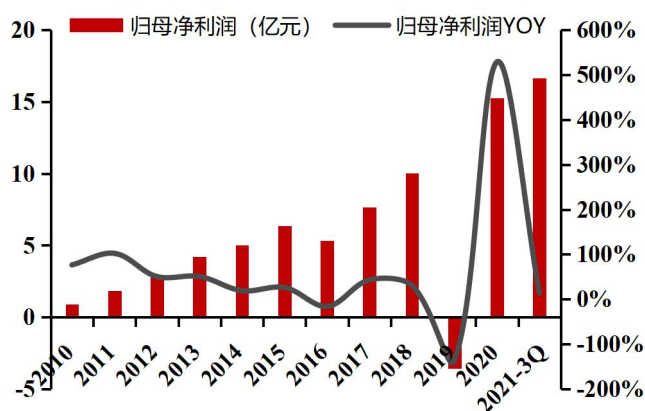
2010 年-2021 年前三季度，公司归母净利润由 0.92 亿元上升至 15.24 亿元；2019 年归母净利润为负主要是因为公司对 LSG 计提了大额的商誉及无形资产减值准备，在未对 LSG 商誉及无形资产计提减值的情况下，公司归属于上市公司股东的净利润约为 10.46 亿元。2020、2021 年公司均未再对收购 LSG 形成的商誉计提减值，未来随着 LSG 业务稳健发展，减值风险将进一步降低。

图 2：公司营收及增速情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：公司归母净利润及增速情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 围绕消费者健康布局主业，产品品类丰富

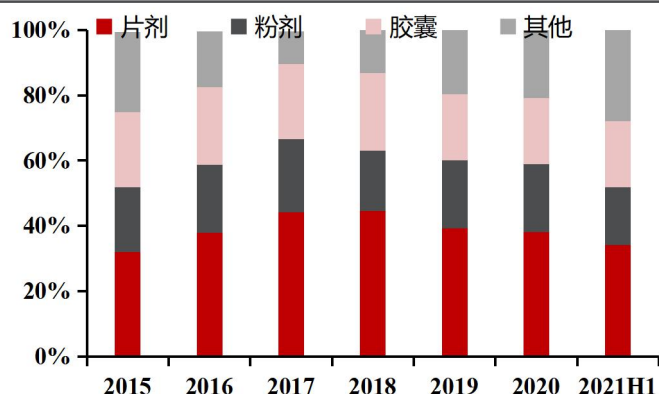
坚持主业发展，主要营收来自境内。公司的主营业务为膳食营养补充剂的研发、生产与销售，自成立以来公司就坚定深耕膳食营养补充剂市场、围绕消费者健康布局主业，积极推进“科学营养”战略，不断推出新品类和新品牌。目前公司主要营收来自中国内地，2018年收购 LSG 并表后公司的境外业务收入快速增长，2020年境内收入占比 91.32%，境外收入占比 8.68%。

公司目前品类丰富，各类产品超百种，包括蛋白粉、维生素补充片剂、life-space 益生菌等。产品按照保健功能定位可分为蛋白质补充、维生素补充、骨骼健康、眼部营养等 14 大类。产品按形态可分为片剂、粉剂、胶囊和其他（礼盒装产品）共四类，分别占 2021H1 营业收入的 34.25%、17.67%、20.15%、27.93%。公司各品类产品的毛利率高且长期保持稳定，2012-2020 年片剂产品的毛利率保持在 75%左右，粉剂和胶囊保持在 60%左右。

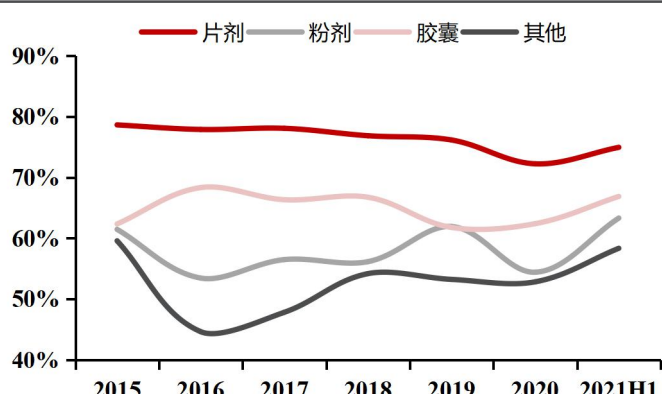
表 1：公司主要产品（按保健功能分）

				
蛋白质类	维生素/矿物质	骨骼健康	心脑血管	增强免疫力
				
肝肠胃健康	养颜	体重管理	提升精力	生殖健康
				
改善睡眠	改善记忆	血糖管理	眼部营养	

资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 4：公司各品类营收占比情况（按产品形态分）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：公司各品类毛利率保持稳定


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司积极围绕消费者健康业务布局产品，持续推进“科学营养”战略。公司从新功能重功能、新原料、前沿性基础研究等方面着手，强化自主研发能力，不断丰富主业产品布局。

（1）新功能研发方面，公司在现有 27 项保健功能外，开展了多项新功能技术与产品的研发，进一步布局未来新功能赛道，带动行业扩容。重功能研发方面，公司推动高科技含量、强功能性的产品的研发，如舒百宁等，切实将科研实力落实到产品力上。

（2）新原料研发方面，2021 年公司全面升级自主核心技术并加强自有专利原料的研发战略，以新原料前瞻消费者需求；以新原料研发树立核心技术门槛，打造产品差异化竞争优势。

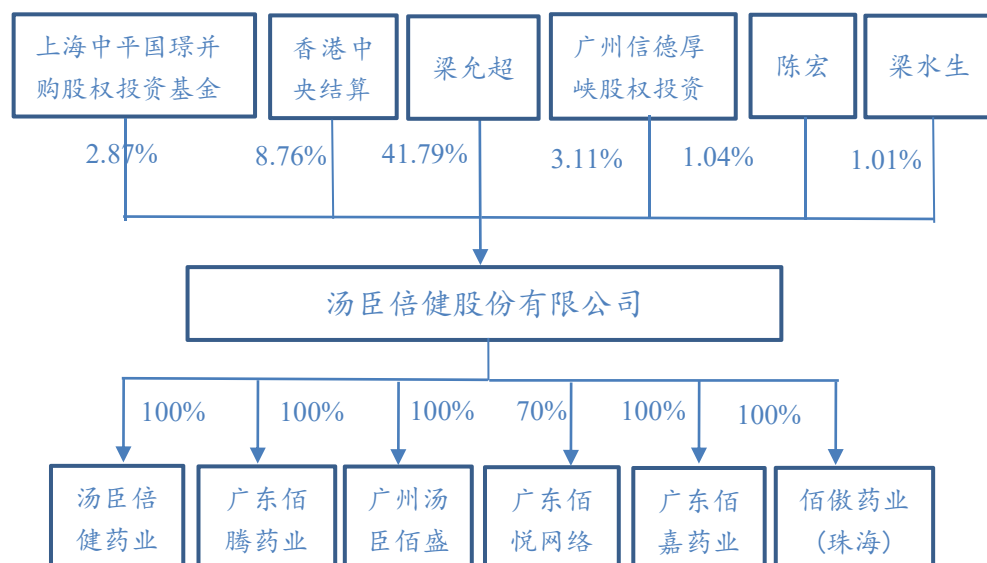
（3）前瞻性基础研究方面，公司通过与杜邦公司、恒天然集团等外部企业合作，前瞻性布局抗衰老、精准营养等方面的研究。

1.3 股权结构稳定，股权激励常态化

1.3.1 公司管理层高比例持股

公司实控人为创始人之一梁允超。根据公司最新股权结构，目前公司的实控人和第一大股东为梁允超，持股比例为 41.79%且担任公司董事长，高比例的持股保证了公司股权结构的长期稳定。

此外多名公司高管也长期持有公司股权，副董事长梁水生和副总经理陈宏目前分别持有公司 1.01%和 1.04%股权，位列公司前十大股东，管理层与公司利益深度绑定。

图 6：汤臣股权结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3.2 持续的股权激励计划充分调动员工积极性

2019 年实施第三轮股权激励，为公司业绩增长提供保障。自公司上市以来，先后实施了两轮股票期权激励计划和一轮限制性股票激励计划，主要对象为中高层管理人员、核心技术（业务）人员及分（子）公司主要管理人员，充分调动员工积极性。其中 2013 年发布的股票期权激励计划以净利润和净资产收益率为考核条件；2016 年和 2019 年的激励计划业绩考核条件调整为营业收入增速，反映出公司在市场大环境趋严的情形下更加重视公司的营收增长。

表 2：2013~2019 年历次股权激励考核要求

股权激励时间	行权期	行权比例	业绩考核条件
2013 年股票期权考核要求	第一个行权期	30%	2013 年净利润比 2012 年增长不低于 40%，且当年净资产收益率不低于 16%
	第二个行权期	30%	2014 年净利润比 2012 年增长不低于 82%，且当年净资产收益率不低于 18%
	第三个行权期	40%	以 2012 年净利润为基数，2015 年净利润比 2012 年增长不低于 136%，且当年净资产收益率不低于 20%
2016 年限制性股票激励计划考核要求	第一个行权期	30%	以 2016 年营收为基数，2017 年营收增长率不低于 10%
	第二个行权期	30%	以 2016 年营收为基数，2018 年营收增长率不低于 21%
	第三个行权期	40%	以 2016 年营收为基数，2019 年营收增长率不低于 33%
2019 年股票期权激励计划考核要求	第一个行权期	30%	以 2018 年营收为基数，2020 年营收增长率不低于 45%
	第二个行权期	30%	以 2018 年营收为基数，2021 年营收增长率不低于 60%
	第三个行权期	40%	以 2018 年营收为基数，2022 年营收增长率不低于 75%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

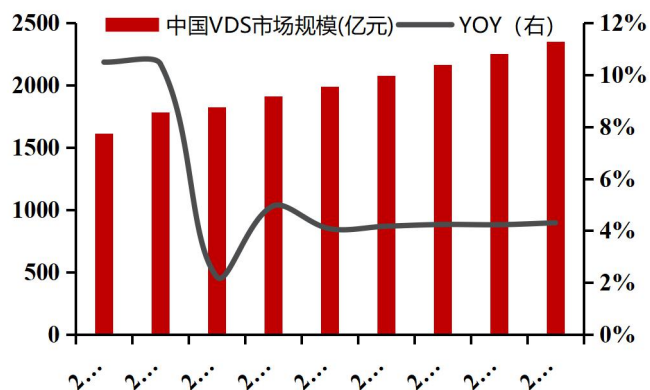
2 行业分析：赛道优良，严监管、低集中度利好龙头

2.1 VDS 行业规模有望超过 2000 亿元，市场集中度较低

2.1.1 千亿市场规模，膳食营养补充剂为最大细分市场

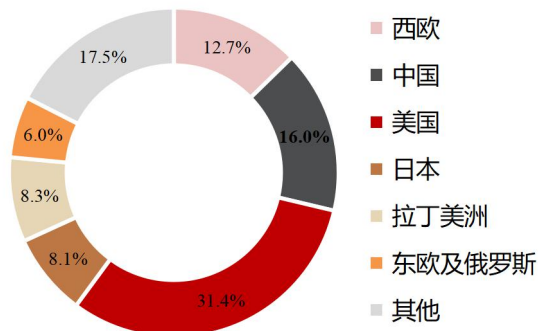
中国是全球第二大膳食营养补充剂（VDS）消费市场。按照欧睿的统计口径，广义的膳食营养补充剂包括运动营养、维生素与膳食补充剂、体重管理共三个细分市场。从市场规模来看，中国为仅次于美国的全球第二大 VDS 消费市场，市场规模加大。2020 年行业收入达人民币 1824 亿元，2017-2020 年 CAGR 7.02%，近 5 年市场总量保持稳健增长。受监管政策影响 2019 年行业增速下滑明显，但随着政策影响逐步消化，中国的 VDS 市场仍将保持稳定向上的增长。预计 2025 年市场规模将达人民币 2352 亿元，突破两千亿大关。

图 7：中国 VDS 市场规模较大



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

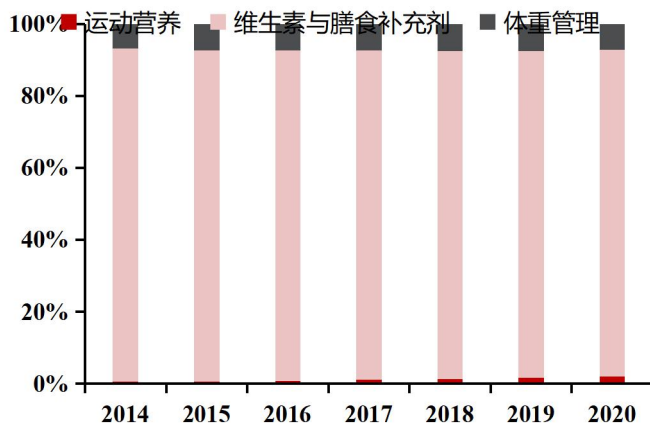
图 8：中国是全球第二大 VDS 市场



资料来源：Nutrition Business Journal (2018)，民生证券研究院

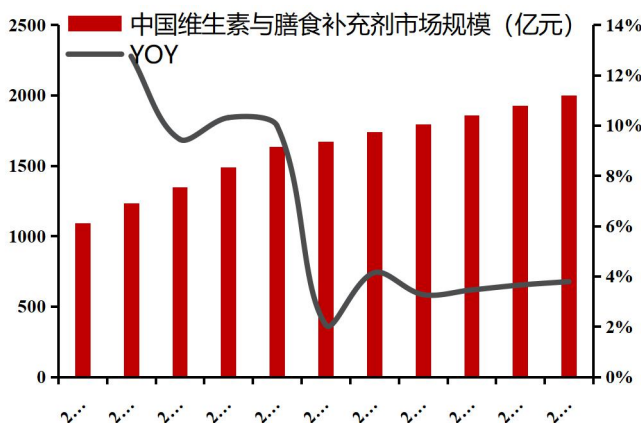
维生素与膳食补充剂是 VDS 市场的核心主体。2020 年中国维生素与膳食补充剂行业收入规模达 1739 亿元，长期占据 VDS 市场 90% 以上的份额。在增速上，2017-2020 CAGR 达 6.62%，预计未来 5 年行业有望保持 3.62% 的增长率。

图 9：维生素与膳食补充剂为 VDS 最大细分子市场



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图 10：中国是全球第二大维生素与膳食补充剂市场

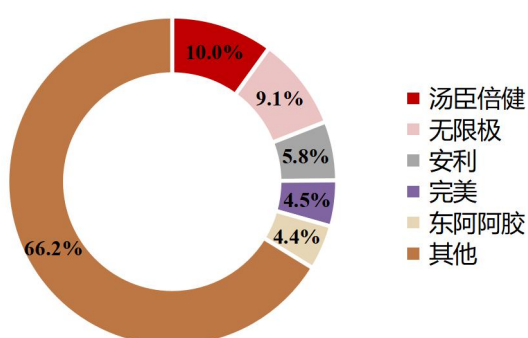


资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

2.1.2 中国维生素及膳食补充剂市场集中度较低, 头部企业市占率具备提升空间

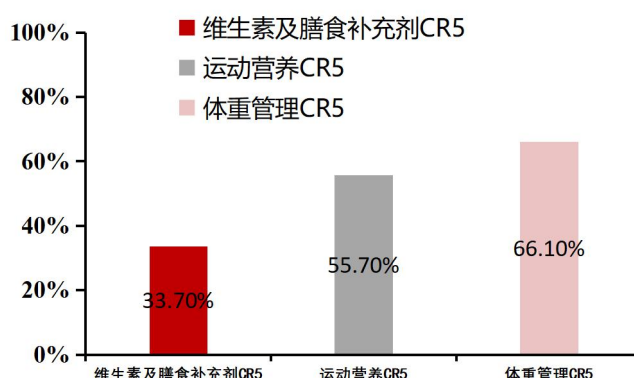
我国维生素及膳食补充剂市场头部企业市占率仍然较低。根据欧睿数据, 2019 年我国维生素及膳食补充剂行业市场占有率前五的企业分别为汤臣倍健、无限极、安利、完美和东阿阿胶, CR5 市占率合计为 33.7%, 市场整体集中度较低。与 VDS 其他细分市场比较, 维生素及膳食补充剂市场 CR5 合计市占率远低于运动营养的 55.70% 和体重管理的 66.10%, 具备较大的提升空间。

图 11: 维生素及膳食补充剂市场头部企业市占率



资料来源: 欧睿数据, 民生证券研究院

图 12: VDS 细分市场 CR5 比较



资料来源: 欧睿数据, 民生证券研究院

2.2 VDS 市场规模远未达天花板

2.2.1 三大驱动因素带来行业长期前景

居民收入水平提高。根据国家统计局的数据显示, 2017-2020 年我国的居民人均可支配收入保持了稳定增长, 由 2017 年的 25974 元增长到 2020 年的 32188 元, 复合增长率达 7.83%, 由此也拉动了居民对于医疗保健的消费。2017-2020 年, 我国人均医疗保健支出由 1451 元提升至 1843 元, 增速高于居民人均可支配收入。2020 年受新冠疫情影响, 居民消费等活动受限, 导致收入增速及医疗保健消费增速均有所放缓。但是新冠疫情影响为中短期, 疫情结束后预计未来我国居民人均可支配收入仍将持续提高, 居民医疗保健消费还有更大成长空间。

图 13: 居民人均可支配收入提升带动医疗保健支出

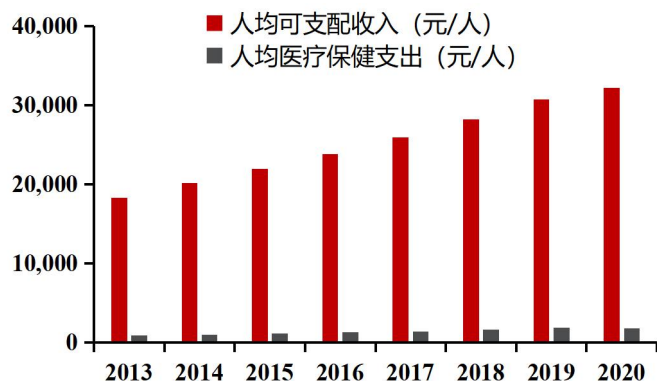
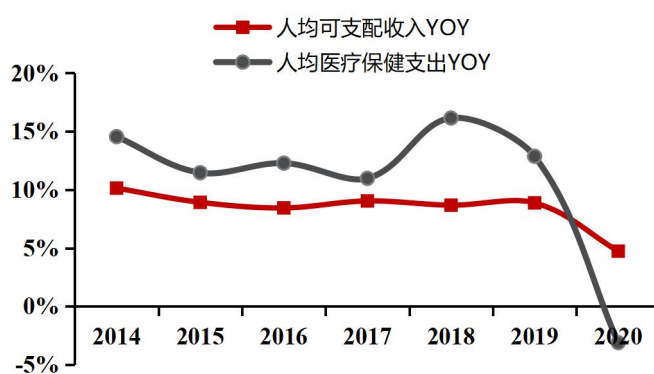


图 14: 人均医疗保健支出增速总体快于人均可支配收入

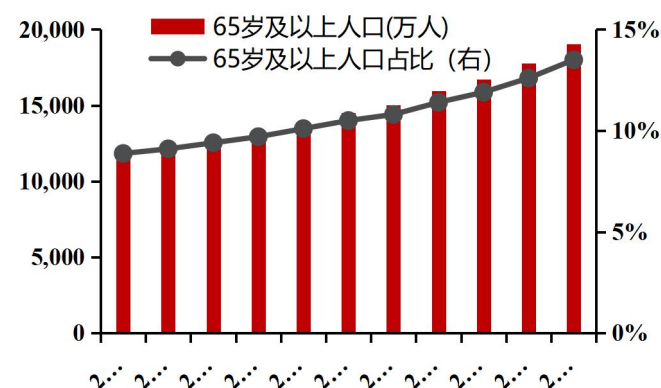


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

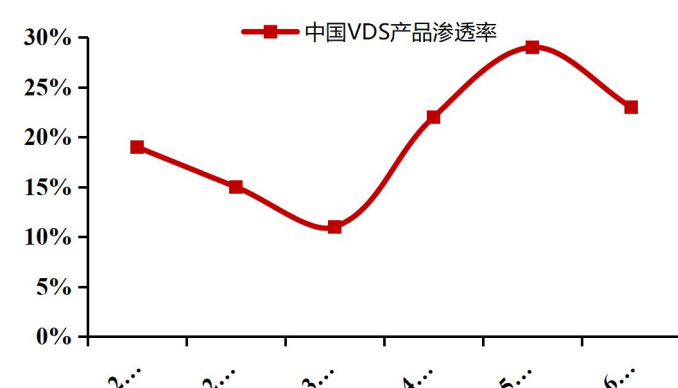
我国人口老龄化加速。我国已进入老龄化国家行列，近十年来老龄人口数量及比重快速增长。国家统计局数据显示，2020 年我国 65 岁及以上人口达 1.91 亿，占总人口的比例为 13.50%，预计到 2035 年这一比例将达 20.7%。根据 IQVIA 的数据，我国中老年群体的 VDS 产品渗透率最高，反映出老年人作为疾病高发群体有更强烈的健康保养需求，对于 VDS 产品的接受度也更高。因此，我国老龄化加速带来老龄人口迅速增长势必能为 VDS 行业带来更大的市场空间。

图 15：我国老龄化比例不断提高



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 16：我国中老年群体 VDS 产品渗透率最高



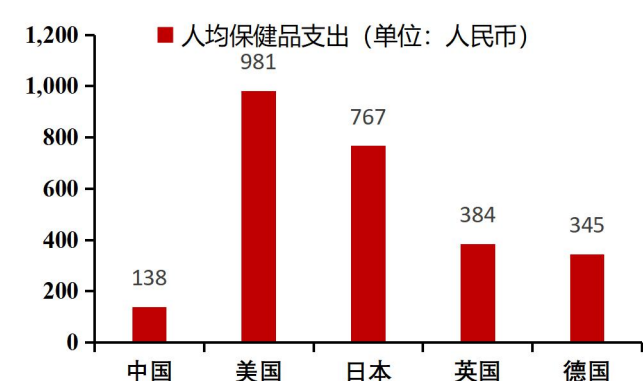
资料来源：IQVIA，民生证券研究院

消费者健康观念提高和消费意识改善。随着居民教育水平的提高和健康观念理念的普及，越来越多的人开始重视在日常饮食和运动健身之外，营养补充剂对于身体的调节和养护作用，会主动食用 VDS 产品并形成长期的生活习惯。同时，教育水平的提高也使更多的消费者趋向理性。消费者对 VDS 产品的认识逐渐回归到营养补充这一本质属性上，这有利于整个行业的长期健康发展。

2.2.2 与成熟市场相比，仍有很大发展空间

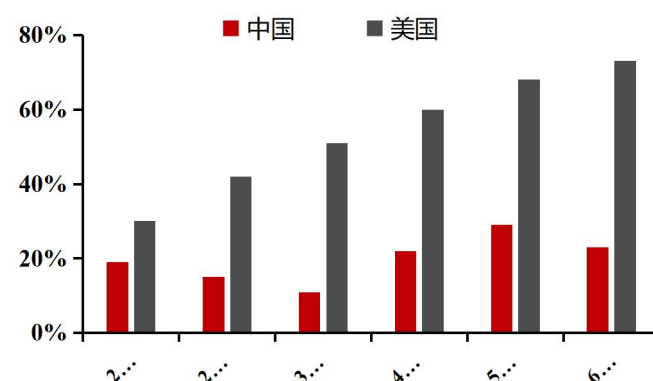
我国人均 VDS 消费支出与成熟市场差距较大，消费层次和市场需求丰富多样。从人均支出来看，2016 年我国的人均 VDS 产品消费额为 人民币 138 元，而作为成熟市场的美国和日本的人均消费额分别为人民币 981 元和 767 元，中国人均消费额仅为美国的 14%、日本的 18%，存在较大差距。同时，中国消费者需求存在多样化特征，高线市场与低线市场需求差异较大，为企业创新提供广阔的空间。

图 17：我国的保健品人均支出远低于美国



资料来源：IQVIA，民生证券研究院

图 18：我国的保健品渗透率远低于美国



资料来源：IQVIA，民生证券研究院

市场渗透率增长空间较大。我国各年龄段的 VDS 产品渗透率在 10%-30% 之间，普遍较低；而美国的渗透率在 30%-70%，中美之间的渗透率差距较大，中老年群体的差异尤为明显：65 岁及以上的人群中国渗透率比美国低 50% 左右。随着健康意识的增强，全年龄段人群对于 VDS 产品接受度都会有不同程度的提高，因此我们认为在保健品的市场渗透率上我国还具备较大的增长空间。

2.3 监管趋严成常态，合规龙头长期受益

2.3.1 行业由野蛮生长向规范化逐步转型

行业监管由粗放向规范化发展。我国的 VDS 产业起步晚，发展初期政策不完善、监管粗放导致行业内企业鱼龙混杂，乱象丛生。随着 2005 年《保健食品注册管理办法》、2009 年《中华人民共和国食品安全法》等法律法规的出台，监管逐步向规范化发展。

行业目前实行注册与备案双轨制管理模式。保健食品由于其介于食品和药品之间的特殊性越来越受到社会和政府监管的关注，对于行业的管理模式也一直处于改革探索之中。2016 年推出的《保健食品注册与备案管理办法》奠定了我国目前保健食品注册与备案相结合的双轨制管理模式，其中规定使用原料已列入保健食品原料目录的保健食品和进口的补充维生素、矿物质等营养物质仅需备案即可，其他类别则需要注册。

表 3：行业监管法规逐步完善

时间	法律法规	行业影响
1996	《全国保健食品管理办法》	开始实施“药健字”制度
2005	《保健食品注册管理办法（试行）》	规范保健食品的注册行为，保证保健食品的质量
2012	《保健食品命名规定》	为保健食品命名做出规范，禁止虚假、夸大、绝对化的词语
2015	《广告法》	进一步规范保健食品广告内容
2015	新《中华人民共和国食品安全法》	实行保健食品的注册与备案分类管理制度，规定了保健品的原料目录和功能目录
2016	《保健食品注册与备案管理办法》	生产销售实行“注册+备案”双轨制，加速行业规范整顿
2017	《食品、保健食品欺诈和虚假宣传整治方案》	要求依法加强广告事中事后监管，严厉查处未经审查发布保健食品广告以及发布虚假违法食品、保健食品广告等违法违规行为。
2018	《关于防范保健食品功能声称虚假宣传的消费提示》	提示广大消费者理性选购保健品
2018	《中华人民共和国电子商务法》	规范个人代购工商注册和依法纳税，抬高个人代购成本，对部分海外保健品品牌带来冲击

资料来源：民生证券研究院整理

2.3.2 “百日行动”波及 VDS 行业，行动后行业发展更为健康

“权健事件”促进监管加强。2018 年底的“权健事件”引发了极大的社会关注，政府部门迅速介入调查。针对“权健事件”引出的保健品市场乱象，2019 年 1 月 8 日国家市场监管总局、工业和信息化部、公安部等十三个部委在全国开展联合整治保健市场乱象的“百日行动”，重点打击保健品行业中虚假宣传、虚假广告、制售假冒伪劣产品等扰乱市场秩序、欺诈消费者等各类违法行为，同时重点整治直销产品。VDS 行业部分企业的经营也受到“百日行动”的明显影响。

表 4：“百日行动”后监管政策密集出台

时间	相关监管政策	主要内容
2019 年 1 月	《关于保健食品标签管理相关规定的公告（征求意见稿）》	要求保健食品标签应当设置特别提醒区及特别提醒。特别提醒须同时包含“本品不能替代药物”及“保健食品不具有疾病预防、治疗功能”两项内容。
2019 年 3 月	《市场监管总局征求调整保健食品保健功能意见的公告》	涉及调整、取消和进一步论证的功能共计 45 项，其中 27 项现有审评审批范围内的产品。一旦功能被取消，相应的该功能保健食品就应当立即停产。
2019 年 6 月	《保健食品卫生理化检验规范（征求意见稿）》	要求凡保健食品，应符合《食品安全国家标准保健食品》的各项要求。
2019 年 7 月	《特殊食品注册现场核查工作规程（暂行）（征求意见稿）》	适用于保健食品等特殊食品注册现场核查。必要时，可对原料、辅料、包装材料的生产环节等开展延伸核查。
2019 年 10 月	《中华人民共和国食品安全法实施条例》	1、对保健食品的监管要求进行了细化、强调和补充。 2、指出保健食品等特殊食品不属于地方特色食品，不得对其制定食品安全地方标准。 3、规定对保健食品之外的其他食品，不得声称具有保健功能。 4、强调禁止利用包括会议、讲座、健康咨询在内的任何方式对食品进行虚假宣传。
2019 年 11 月	《保健食品命名指南（2019 年版）》	1、自 2019 年 11 月 12 日开始实施，明确要求保健食品名称不得涉及疾病预防、治疗功能，不得误导、欺骗消费者。 2、保健食品名称命名应符合国家有关法律法规相关规定；遵循一品一名；反映产品的真实属性，简明扼要，通俗易懂，符合中文语言习惯，便于消费者识别记忆。
2020 年 1 月	《保健食品标注警示用语指南》	指导保健食品警示用语标注，使消费者更易于区分保健食品与普通食品、药品，引导消费者理性消费
2020 年 3 月	《药品、医疗器械、保健食品、特殊医学用途配方食品广告审查管理暂行办法》	1、保健食品广告的内容应当以市场监督管理部门批准的注册证书或者备案凭证、注册或者备案的产品说明书内容为准，不得涉及疾病预防、治疗功能。 2、若涉及保健功能等则不得超出注册证书或者备案凭证、注册或者备案的产品说明书范围。
2021 年 3 月	《保健食品原料目录营养素补充剂（2020 年版）》 《允许保健食品声称的保健功能目录营养素补充剂（2020 年版）》	对最新保健食品原料种类进行规定。

资料来源：民生证券研究院整理

“百日行动”推动行业规范化。在“百日行动”中，VDS 产品的直销渠道受到了显著冲击。2019 年 4 月 9 日，商务部展开对 91 家直销企业的复核登记工作，复核后直销备案产品、直销行业的培训员和直销员数量均出现明显减少。同时商务部暂停了直销经营许可审批、暂停产品和网点备案，显示出监管对于推动保健食品行业规范化发展的决心。2022 年初商务部直销行业数据管理信息显示目前有直销企业为 89 家，备案产品数量为 2357 个，直销培训员 2424 人，行业涉及产品数量和从业人员有所减少，但发展更趋规范。

短期看，“权健事件”对VDS行业经营有一定负面影响，但是对于严格合规经营的龙头企业则将受益于行业环境的持续改善，市场份额有望进一步提高。

3 产品矩阵完善，主品牌及大单品协同发力

3.1 品牌矩阵丰富，主品牌+大单品+明星产品协同发力

3.1.1 品牌矩阵丰富

公司在主营大众化品牌“汤臣倍健”基础上，积极拓展细分领域，陆续推出关节护理品牌“健力多”、眼健康营养专业品牌“健视佳”、运动营养品牌“健乐多”、专业孕婴童营养品牌“天然博士”、护肝保健品牌“健甘适”等自有品牌，并通过收购获得婴童营养补充剂品牌“Pentavite”和澳大利亚益生菌领导品牌“Life-Space”等海外品牌，不断丰富公司的品牌矩阵，提升品牌价值。

表 5：公司主要品牌及其定位

品牌	推出时间	主要产品	品牌定位	主要销售渠道
	1995 年	蛋白粉、维生素等	全系列膳食营养补充剂	线下药店、商超；线上电商平台
	2019 年	蛋白粉、维生素等	全系列升级版膳食营养补充剂	线上电商平台
	2012 年	氨糖软骨素钙片	关节营养	线下药店、商超；线上电商平台
	2015 年	乳清蛋白粉等	运动营养	线上电商平台为主
	2016 年	越橘叶黄素酯、β-胡萝卜素软胶囊	眼部营养	线下药店、商超；线上电商平台
	2017 年	蛋白营养粉、益生菌等	孕婴童膳食营养补充剂	线下母婴店；线上电商平台
	2018 年 (并购)	益生菌	益生菌补充剂	线下药店、母婴店等、线上电商平台
	2018 年 (并购)	复合维生素产品	婴童营养补充剂	线下母婴店；线上电商平台
	2020 年	水飞蓟葛根丹参片	肝草本营养	线下药店、商超；线上电商平台

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1.2 主品牌+大单品+明星产品战略全线出击

2020 年公司以“4+2+1”战略为核心，通过在不同细分品类的占位和突破，

带动全品类销售,激活整个 VDS 业务。具体来看,①四大单品:健力多+Life-Space 为核心大单品,健视佳+护肝产品为储备大单品;②两大形象产品:蛋白粉+多种维生素矿物质片作为主品牌形象产品;③一个明星产品:牛初乳加钙咀嚼片,打造针对儿童的爆品。

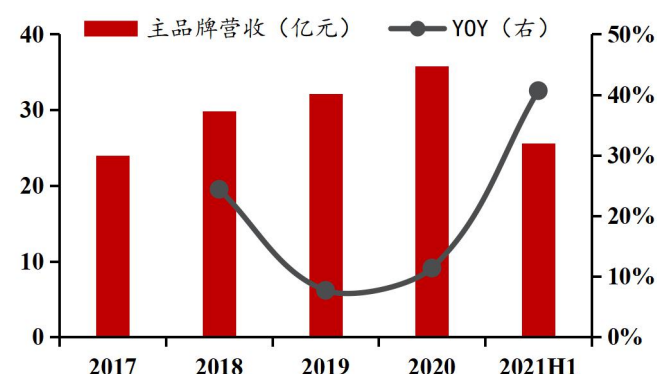
2020H1 公司启动“汤臣倍健”品牌升级,全面启用新 LOGO 标志与全线产品新包装,终端门店形象亦全新升级,以更加年轻、鲜活的形象传导品牌态度。2020Q4,公司正式启用“汤臣倍健 科学营养”全新品牌 Slogan,实施“科学营养”品牌战略,创建以科学为核心的品牌竞争力。同时加大以“冬季疫情反击战”为主题的品牌投入和市场推广力度,包括电视媒体、数字媒体、OTV(线上电视台)、信息流、社交平台口碑种草、多明星证言等形式矩阵布局,多触点与用户产生交互,提升品牌影响力。

2021 年,疫情防控进入常态化阶段,公司开始加大销售费用投入。2021 年为公司 2021-2023 新三年规划的开局之年,公司围绕科学营养、全链数字化、超级供应链、用户资产运营四大战略,持续推动各大业务创新和攻坚项目,构建并形成新的核心竞争优势。2021 年 7 月开始,公司正式启动线下销售变革和线上线下一体化经营相关变革,以支持公司更健康和可持续的发展战略。该变革预计将持续至 2022 年上半年,短期会对公司及相关方带来一定的压力和挑战,长期将有助于公司和行业的长远发展。

3.2 主品牌保持稳健增长,公司多品牌布局持续推进

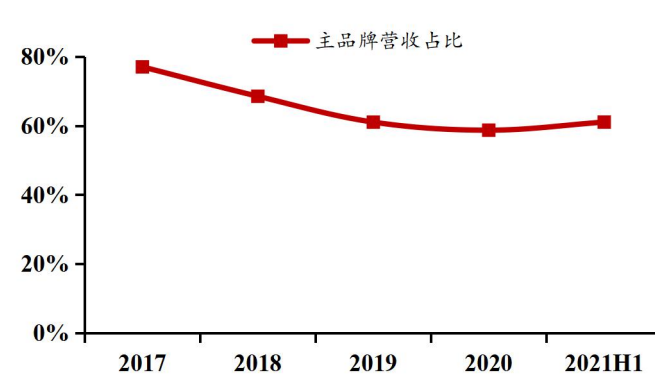
公司主品牌产品以蛋白粉和“多种维生素矿物质片”为主。目前公司产品形象稳定,蛋白粉通过升级全新包装,推出便携装,提高终端形象等策略,充分响应消费者多元需求,保持品类快速增长;“多种维生素矿物质片”系列产品通过焕新打造多维产品终端形象,全面提升产品形象和曝光度。2017~2021H1 年,公司汤臣主品牌实现营收 23.97/29.82/32.12/35.78/25.63 亿元,同比分别 +24.39%/+7.71%/+11.39%/+40.67%。2021H1 收低基数效应影响,主品牌收入同比明显上升,预计未来汤臣主品牌仍然能够保持 10%左右的稳健增长。随着各大单品的逐步成熟,主品牌营收占比有所下滑,但仍然保持 50%以上比重,核心收入来源地位稳固。

图 19: “汤臣倍健”主品牌营收及增速



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图 20: 主品牌营收占比逐步下降



资料来源:公司公告,民生证券研究院

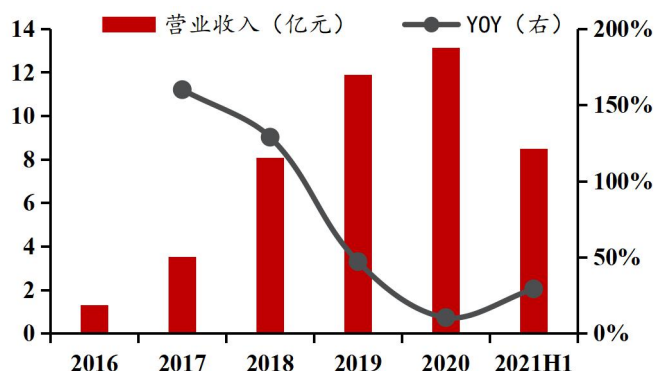
3.3 核心大单品矩阵布局完善，有效保证公司中长期成长

3.3.1 “健力多”：首个大单品，有力支撑公司业绩

健力多推广初期出现单品亏损。健力多的产品全称为健力多氨糖软骨素钙片，主要成分包括钙、氨基葡萄糖和软骨素，是公司在 2012 年推出的一款专注于骨关节养护和骨健康的保健品。健力多产品在推广初期由子公司广东佰嘉独立运营，在广告和渠道上投入较大，虽然销售持续放量增长但依然出现了单品经营亏损。

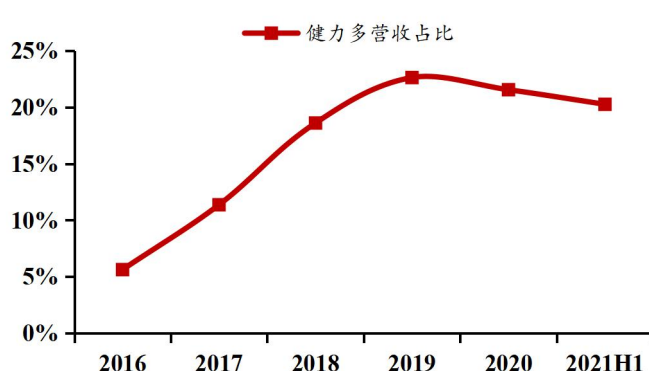
大单品战略确立后健力多迎来爆发增长。2017 年公司将所有在渠道上重合、模式上相似的业务进行合并，“健力多”品牌的销售渠道转由汤臣药业统一管理，市场与推广仍由其品牌所属公司广东佰嘉负责。同时公司启动大单品战略，将“健力多”作为大单品战略的首个品种，集中和调动市场优势资源，践行大单品模式，将市场蛋糕做大。2017 年健力多实现超 160% 的增长；2018~2021H1 年“健力多”品牌实现营业收入 8.09/11.90/13.13/8.50 亿元，同比+ 128.80%/+47.10%/+10.34%/+29.18%；2016-2021H1 年健力多占公司总营收的比重分别为 5.63%/11.37%/ 18.59%/22.61%/20.25%，自实施大单品战略以来比重快速提升，有力支撑了公司业绩。

图 21：健力多 2017 以来营收快速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 22：健力多营收占比稳步提升



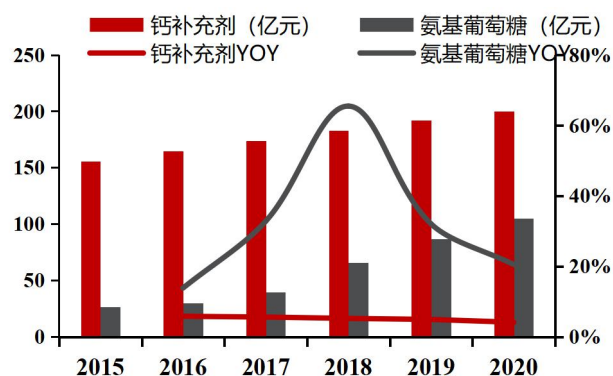
资料来源：公司公告，民生证券研究院

关节护理市场空间加大。健力多所处的骨关节养护市场空间较大，世界卫生组织数据显示，中国患有有关节炎的病人数在 1.2 亿以上，骨性关节炎可以通过服用补充剂进行有效预防，但早期国内骨骼保健产品基本是单纯的补钙产品。后续研究表明，单纯补钙难以解决骨质疏松以外的老年人骨骼问题，尤其是以骨关节炎为代表的关节疼痛症状。补充氨基葡萄糖能增强滑膜液的黏稠度，润滑关节软骨表面，从而减少磨损，并使关节更加灵活。欧瑞数据显示，我国 2020 年钙补充剂市场规模为 200 亿元人民币，但近五年来增速放缓，复合增长率仅为 5%，而氨基葡萄糖市场近 5 年来增长迅猛，复合增长率为 32%，2020 年达到 104 亿元人民币。

健力多持续发展可期。目前健力多在氨糖软骨素市场积累了较高的知名度和稳固的市场地位，据生意参谋数据显示，健力多品牌在 2020 年天猫氨糖软骨素行业销量第一。虽然 2020 年受疫情影响，健力多单品的增速将有所放缓，但公司计划继续高投入，持续做大骨关节养护市场，并将借助新的产品批文，切入年轻

人群，未来发展依旧可期。

图 23：氨基葡萄糖市场规模增长迅速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 24：健力多市场地位稳固



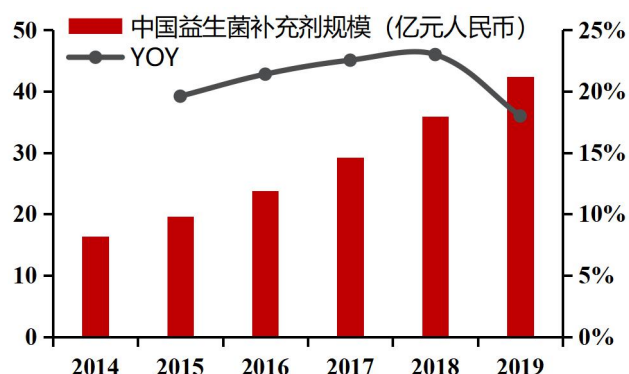
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3.2 Life-space：益生菌品类前景广阔，商誉减值风险充分释放

益生菌补充剂市场广阔。益生菌是指对提高人体健康水平有益的活性微生物，具有促进营养物质的消化吸收、提高机体免疫力等作用，因此在食品、药品等领域都有广泛运用。近年来随着消费者观念提升，作为膳食补充剂的益生菌补充剂发展迅速。根据欧睿数据统计，2019 年全球益生菌补充剂市场规模为 61 亿美元（人民币约 420 亿元），2014-2019 年 CAGR 为 9.2%，增速高于 VDS 整体增速。

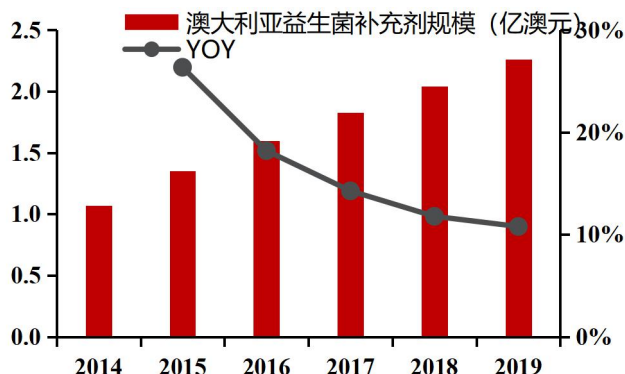
中澳两地益生菌补充剂发展可期。中国和澳大利亚是益生菌补充剂两个重要消费市场，增速高于全球平均水平。2019 年中国益生菌补充剂市场规模为 42.4 亿元人民币，2014-2019 年 CAGR 为 20.9%；2019 年澳大利亚益生菌补充剂市场规模达到 2.27 亿澳元，2014-2019 年 CAGR 为 16.3%，未来发展前景依然可期。

图 25：我国益生菌补充剂规模快速提升



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图 26：澳大利亚益生菌补充剂规模快速提升



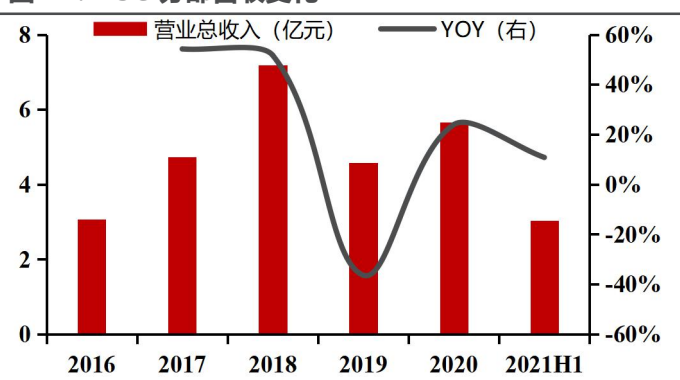
资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

公司收购 LSG 切入益生菌品类，未来有望成为核心大单品。为快速切入益生菌补充剂市场，2018 年汤臣倍健完成对澳大利亚 LSG 的收购，交易对价 6.69 亿澳元（折合人民币 33.32 亿元），LSG 公司的主要产品为 Life-Space 品牌益生菌，在澳大利亚益生菌行业内占据头部地位。Life-Space 包括约 26 种益生菌产品，剂型以益生菌粉和胶囊为主，目标群体包括孕妇/婴儿/儿童/青少年/老年人群等，主

要功能包括协助营养素的消化和吸收，恢复有益细菌以及支持正常排便等。

2019 年短期减值不改长期增长逻辑，导入期结束后，LSG 有望成为核心单品。2019 年受 LSG 相关产品导入不及预期；跨境电商政策发生明显变化等原因影响，2019 年对 LSG 的商誉及无形资产计提了减值。2019 年末，公司对合并 LSG 形成的商誉计提减值准备约 10.09 亿元；计提无形资产减值准备约 5.62 亿元，并转销递延所得税负债约 1.69 亿元。通过计提，2019 年末公司商誉/无形资产余额约为 11.45/8.78 亿元，计提金额占原余额比例分别为 46.84%/39.03%；同时，2019Q4 公司计提 1.02 亿元长期股权投资减值准备。2020 年 LSG 分部收入为人民币 5.67 亿元（澳元口径 1.19 亿元），其中“Life-Space”国内产品实现收入 1.32 亿元，已 2019 年预定营收目标，进一步减值空间不大。

图 27：LSG 分部营收变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院，2021H1 增长为扣除预混料后

长期看，公司收购 LSG 主要是基于对益生菌细分市场、跨境电商和国际化三方面的战略考量，尽管 2019 年 LSG 业绩未达预期，但并购的三个逻辑仍然成立。公司积极布局，重新激活“Life-Space”品牌业务。公司以“健力多”的高度全力打造“Life-Space”国内产品，继续加大市场投入力度，丰富产品矩阵，加速渠道的渗透和终端覆盖。在跨境电商方面公司将进一步扩大主动管理规模和深化渠道合作，开启需求端到供给端的动态联动管理，进一步优化零售渠道的供应水平。在澳洲市场，公司继续夯实“Life-Space”澳洲销量第一的益生菌品牌地位，突出其多菌株、基于不同生命阶段个性化配方的独特产品优势。2021 年，公司加快“Life-Space”产品的国内市场导入，部分省份线下渠道已导入相关产品。

3.3.3 其他单品：储备产品丰富，中长期成长潜力较大

健视佳、健甘适为储备单品；“牛初乳加钙咀嚼片”定位明星产品。公司各类产品储备丰富，中长期成长潜力较大。健视佳主打缓解视疲劳功效，主要面向视力易疲劳人群，如用眼时间长的青少年和视力减弱的中老年人等。2018 年“健视佳”开始在部分省、市试点，2019 年试点区域扩大至 6 个省份，并推出全新广告宣传片以增强产品认知度，加强消费者教育；2020 年公司进一步调整和扩大试点区域，并计划通过渠道拓展、品牌包装形象升级、媒体策略优化等举措，稳步提升品牌影响力。健甘适全名为汤臣倍健水飞蓟葛根丹参片，是公司 2020 年推出的全新储备大单品，面向护肝市场，并于 2020 年 3 月开始铺货，公司依托其稀缺批文、复方配方的独特优势，在五大重点省份重点推动，开拓护肝蓝海市场。

牛初乳加钙咀嚼片：定位明星产品。2020 年公司启动以“牛初乳加钙咀嚼片”加码明星产品的独立推广策略，借助有差异化的产品，通过大额专项推广费用的投入，打造针对儿童人群的爆品，带动儿童系列增长。期间，“牛初乳加钙咀嚼片”

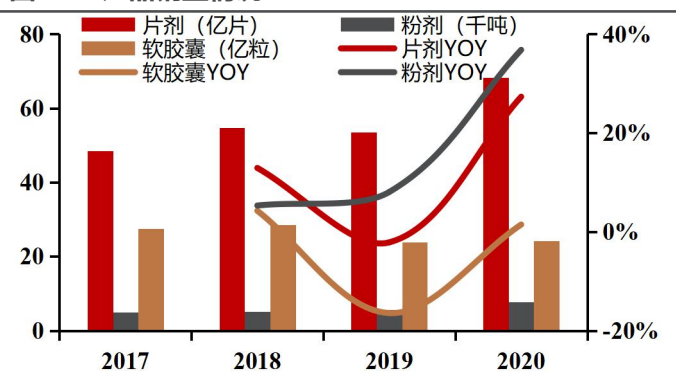
落实精准数字化营销的策略，通过垂直母婴、社交媒体等平台精准引流，与连锁O2O商城、线上商城等开展合作，实现流量的销售承接。下半年将开展线上线下整合营销，全面助力终端销售。

4 募资计划扩充产能，产能端护航中长期发展

4.1 产能逐渐吃紧，投资新产能未雨绸缪

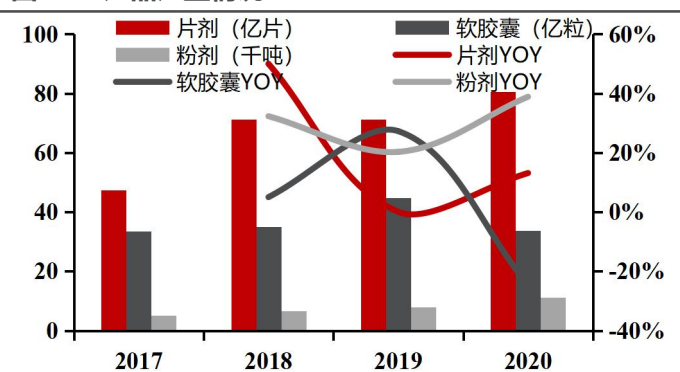
公司产品供销两旺，产销率保持高位。2017~2020年，公司片剂销量分别为48.48/54.73/53.56/68.19亿片，同比分别+12.94%/-2.14%/+27.32%；粉剂销量分别为4924/5185/5602/7664吨，同比分别+5.31%/+8.05%/+36.80%；软胶囊销量分别为27.44/28.61/23.90/24.25亿粒，同比分别+4.24%/-16.44%/+1.46%。公司片剂、粉剂销量均保持较快增速，主业景气度较高。2017~2020年，公司片剂产销率为102.08%/76.86%/75.17%/84.60%；粉剂产销率为97.86%/77.90%/69.98%/68.94%；软胶囊产销率为82.07%/81.46%/53.49%/71.98%，产销率维持高位。

图 28：产品销量情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 29：产品产量情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

目前公司产能利用率处于高位，未雨绸缪扩张产能保证中长期成长能力。2019~2020年公司片剂产能利用率为94.35%/94.71%；软胶囊产能利用率为90.27%/60.57%。2020年受疫情影响，软胶囊动销相对较低，导致产能利用率暂时消化。片剂产能利用率长期处于高位，限制了下游动销的充分发挥。随着业务的进一步发展，公司对于产能的需求将会继续上升，现有生产能力预计无法满足相关要求，公司有必要对产能做长期规划。

图 30：产销率情况

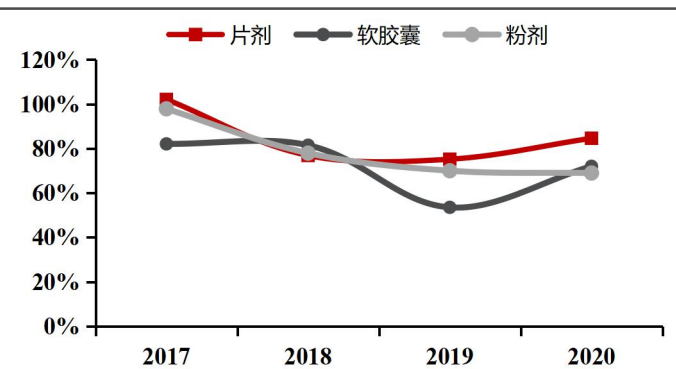
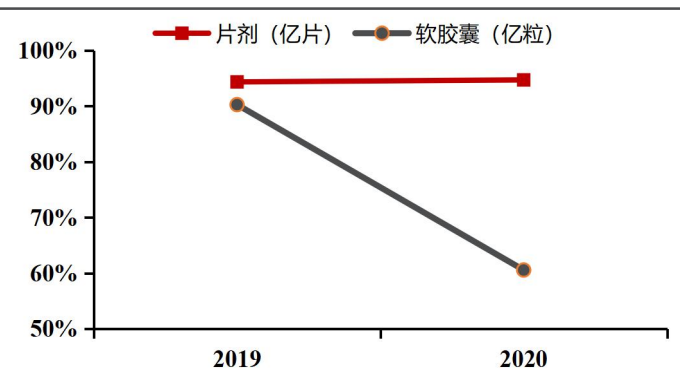


图 31：产能利用率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 募投扩产项目，规划中长期产能准备

2021 年，公司向特定对象发行股票募资，用以珠海生产基地五期建设项目、珠海生产基地四期扩产升级项目、澳洲生产基地建设项目、数字化信息系统项目建设和补充公司流动资金。珠海生产基地四期扩产升级项目和珠海生产基地五期建设项目达产后，预计将新增片剂年产能 64 亿片/软胶囊产能 27 亿粒；较 2019 年片剂/软胶囊产量分别增加 84.75%/58.91%；年均复合增速分别为 +11.93%/+8.03%。上述定向募资计划已于 2021 年 4 月完成发行，发行价格为 26.20 元/股，发行股数 1.19 亿股，募集资金总额 31.25 亿元。

表 6：募投项目基本情况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	珠海生产基地五期建设项目	155,729.28	155,382.67
2	珠海生产基地四期扩产升级项目	43,752.03	43,752.03
3	澳洲生产基地建设项目	39,074.40	37,456.41
4	数字化信息系统项目	29,944.00	29,944.00
5	补充流动资金	46,000.00	46,000.00
	合计	314,499.71	312,535.11

资料来源：公司公告，民生证券研究院

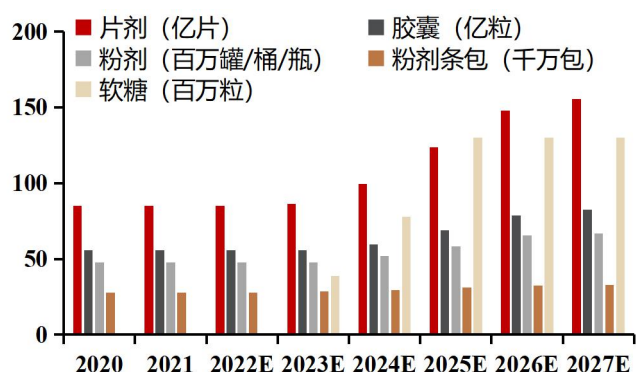
珠海生产基地五期项目建设周期为 48 个月，珠海生产基地四期扩产升级项目建设周期为 24 个月；澳洲生产基地项目建设周期为 48 个月。新增产能将在 2023 年以后有序释放。珠海/澳洲生产基地项目已分别于 2020 年 9 月/2020 年 6 月完成土地购买等事宜，已逐步按计划开工建设。

预计 2023~2027 年，公司片剂实际产能将分别为 86.41/99.71/123.59/147.76/155.61 亿片，同比分别+1.53%/+15.39%/+23.94%/+19.56%/+5.31%；粉剂条包产能分别为 2.85/2.95/3.13/3.23/3.27 亿包，同比分别+2.89%/+3.68%/+5.95%/+3.24%/+1.49%。2024~2027 年胶囊产能分别为 59.68/69.13/78.58/82.63 亿粒，同比分别+7.28%/+15.83%/+13.67%/+5.15%；粉剂 5215/5832/6545/6687 万罐，同比分别+8.93%/+11.84%/+12.22%/+2.18%。预计新增产能增量释放高峰将在 2025 年左右到来，2027 年以后各项目将处于完全达产状态，公司中长期产能将得到明显优化。

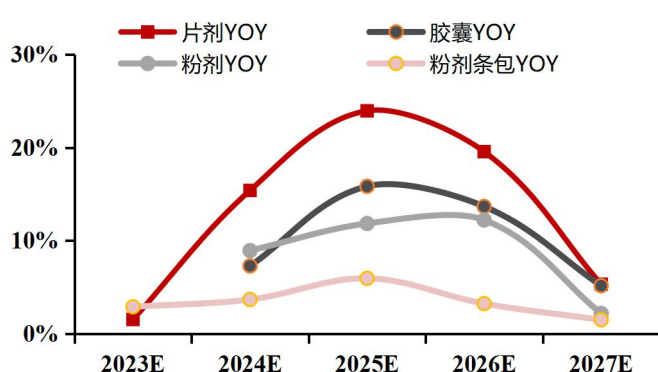
上述产能释放节奏仅为根据规划的预估值，未来实际产能释放节奏仍存在一定的不确定性。公司将在新建产能完成生产准备后，根据下游需求灵活排产。

图 32：产能释放节奏

图 33：产能同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院



资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 线上渠道高速增长，线下渠道裂变稳步推进

5.1 电商品牌化和电商数字化助推线上渠道高速发展

5.1.1 线上渠道发展历程

公司于 2015 年开始积极培育线上业务板块。2015 年 2 月，公司设立全新互联网子公司广东佰悦网络科技有限公司，负责运营专供电子商务的膳食补充剂新品牌和一些细分领域品牌的线上业务。

2017 年提出电商品牌化战略，2017 年线上表现亮眼。此后，公司针对年轻消费群体推出线上专供品牌“Yep”，对线上和线下产品进行区隔，同时运用不同品牌传播和沟通策略，线上销售高速增长，目前公司已建立电商对用户和市场的超级响应机制以及线上产品专门研发团队，启动线上独立品牌代言体系，以此打造和形成公司线上大单品和爆品模式。

2019 年，公司加快启动以消费者用户为中心的电商数字化系统建设，由产品经营逐步向消费者经营过渡。2019 年，汤臣倍健电商专供品种（类）将启动独立的品牌代言体系，启动线上专业年轻品牌 YEP、IWOW 等系列产品。

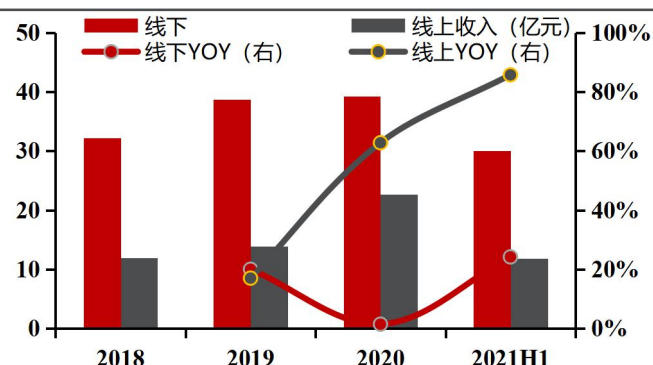
2020 年 7 月 29 日，公司与广州佰捷投资合伙企业（有限合伙）、兰俊杰、广州麦盟投资合伙企业（有限合伙）签署了《关于广州麦优网络科技有限公司增资协议》。广州麦优网络科技有限公司（以下简称“广州麦优”）拟增资人民币 8,500 万元，其中公司以自有资金出资人民币 8,000 万元，占增资完成后广州麦优注册资本的 80%；广州佰捷出资人民币 500 万元，占增资完成后广州麦优注册资本的 5%。2020 年麦优完成并表，合并营收 2.66 亿元。

5.1.2 线上渠道收入及占比保持快速增长

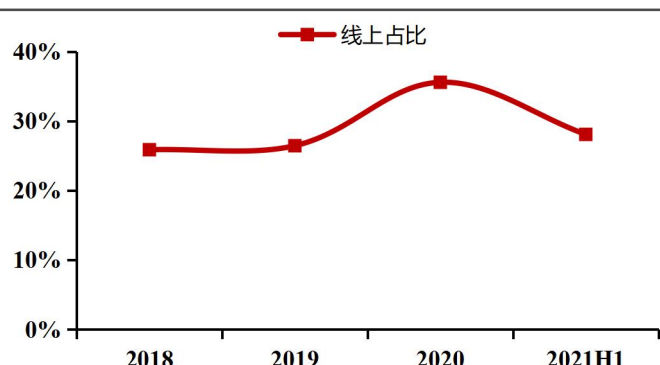
公司线上收入增速远高于整体增速，收入占比逐年提高。2018~2021H1 年公司线上收入规模分别为 11.90/13.93/22.67/11.80 亿元，同比分别 +17.00%/+62.77%/+85.73%。线上收入占整体营收比重比从 2018 年的 25.89% 提升至 2021H1 的 28.29%。公司线上收入地位更加重要。

图 34：线上收入保持快速增长

图 35：线上收入占比快速提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

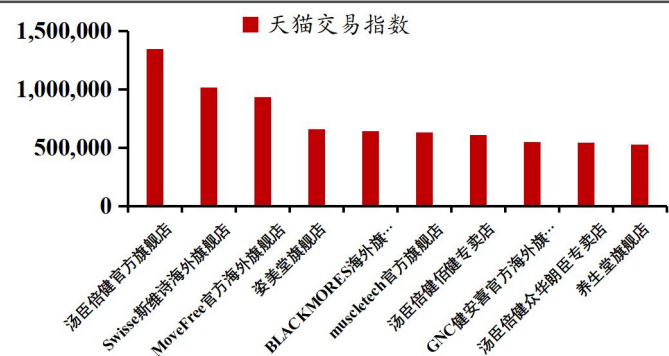


资料来源：公司公告，民生证券研究院

5.1.3 2021 “双十一” 线上渠道收入保持快速增长

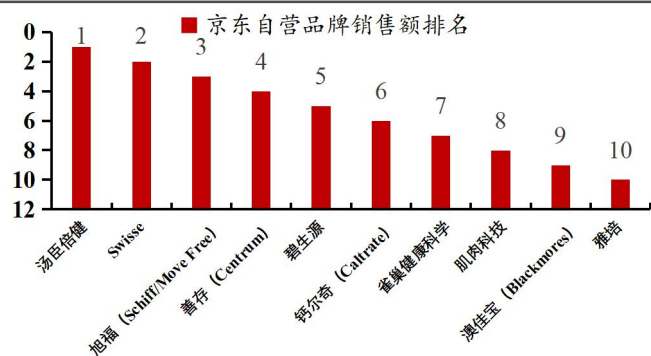
膳食营养补充剂行业（VDS）线上渠道收入在双十一期间保持高速增长。汤臣倍健作为龙头企业继续领跑行业。天猫平台，双十一期间汤臣倍健官方旗舰店、汤臣倍健佰健专卖店、汤臣倍健众华朗臣专卖店均入选天猫膳食营养补充剂店铺交易指数排名前10。京东平台，汤臣倍健品牌销售额在京东自营营养保健排行榜中排名领先。

图 36: 图 36: 双十一期间天猫平台交易指数



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 37: 双 11 当日京东自营品牌销售额排名



资料来源：公司公告，民生证券研究院

在与投资者互动中，汤臣倍健披露双十一期间汤臣倍健旗下全品牌全网销售额超6亿元，同比+38.3%。2021年双十一期间营业收入占20Q4收入10.62亿元的56.50%；占2020全年收入的9.84%；占2021年前三季度收入的9.95%。双十一期间线上收入已成为汤臣倍健全年及Q4收入的重要来源。21年双十一期间汤臣倍健收入增速为+38.3%，高于前三季度收入端+19.8%增速，线上渠道收入成长性高于线下渠道。

从具体品类看，胶原蛋白、蛋白粉、保健益生菌产品受消费者认可度较高。其中，汤臣倍健蛋白粉产品成交额为天猫、京东平台同品类第一；胶原蛋白、乳清蛋白产品在天猫、京东平台均收到消费者追捧；Life-Space产品夺得天猫跨境保健益生菌类目第一及京东国际自营益生菌单品销量冠军。大单品方面，双十一期间汤臣倍健核心大单品线上收入保持较快增长，其中Life-Space、健视佳品牌全网成交额同比增速预计将超过50%，“天然博士”、“BYHEALTH”全网成交额增速有望超过100%。

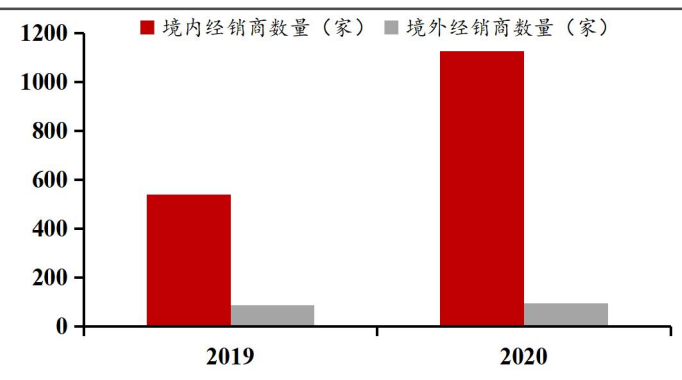
5.2 经销商裂变计划和线下销售变革推动线下渠道再出发

药店渠道监管政策区域稳定，经销商裂变计划推动线下渠道再出发。经过“百

日行动”对保健品虚假宣传、虚假广告等违法行为的打击，以及各地方对药店渠道的规范。公司线下渠道经营环境区域稳定，短期内政策环境预计不会发生大幅改变。

2020 年公司全面升级经销商体系，启动经销商裂变计划，构建适合多个大单品运营的新销售模式。公司在 VDS 业务中建立主业、“健力多”、“Life-Space”三个完全独立的经销商体系。目前按照区域及业务线，大部分经销商已基本完成裂变后的公司注册，并按照裂变后的公司成立独立的销售业务和推广团队，设立独立的各业务线考核指标。

图 38：经销商数量变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2019/2020 年末，公司拥有境内经销商 540/1125 家；境外经销商 86/94 家。相比 2019 年，2020 年末境内经销商数量增加 108.33%，经销商裂变推进顺利。2020 末境外经销商数量保持稳定。在经销商裂变计划中，公司明确区域经销商公司设立标准，经销商的新增以原有经销商裂变为主，未达到公司设立标准的区域将招募新经销商注入。公司将通过严格实施经销商销售政策和考核标准、加强经销商培训与支持、提升经销商团队关注度和推动力等多项措施提升销售管理和区域运营，促进渠道下沉及终端精细化管理。

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

6.1.1 基于主品牌+大单品的收入预测

基于主品牌+大单品的收入预测主要基于公司年报、半年报数据整理，目前公开数据仅包含收入信息，不包含毛利率信息。整体看，我们对公司主业成长性持乐观态度，预计 2021~2023 年公司收入端增速在 20%左右。由于收入体量增长，预计增速逐年小幅放缓。

汤臣倍健主品牌方面，我们预计此分部收入仍将保持较为强劲的增长，收入增速将略高于整体营收增速。蛋白粉、维生素等产品仍将保持市场头部地位。

健力多方面，我们预计此大单品收入将进入平稳期，未来收入增速将略低于公司整体收入增速。健力多作为公司核心大单品，产品已导入所有地区性市场，产品市场接受度较高，整体进入稳定期，因此未来收入增速将保持平稳。

Life-space 及 LSG 方面，国内 Life-space 正处于快速导入期，预计未来收入将保持高速增长；LSG 国外市场受跨境电商政策及国外疫情等因素影响，预计未来收入端将保持低速增长。目前益生菌品类的市场接受度正处于上升态势，国内 Life-space 相关产品已在线下渠道市场覆盖多个省份，未来有望成为公司核心大单品。

表 7：基于主品牌+大单品的营收拆分、未来收入及增速测算（亿元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
收入情况				
整体收入	60.95	74.78	91.32	107.96
其中：				
汤臣主品牌	35.78	46.87	58.59	70.31
健力多	13.13	16.41	19.70	22.75
Life-space	1.32	1.65	2.18	2.79
LSG（境外业务）	5.67	5.76	5.93	6.40
其他业务	5.05	4.36	5.24	6.08
收入增速				
整体收入	-	22.70%	22.11%	18.22%
汤臣主品牌	-	31.00%	25.00%	20.00%
健力多	-	23.00%	20.00%	15.50%
Life-space	-	25.00%	32.00%	28.00%
LSG	-	1.50%	3.00%	8.00%
其他业务	-	-13.69%	20.35%	15.91%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

6.1.2 基于剂型的收入预测

2021 年公司增发募资顺利落地，珠海、澳洲生产基地正有序扩产。未来新增产能落地后，公司片剂、胶囊、粉剂等主要剂型均有望获得新产能支持。

片剂、胶囊、粉剂方面，上述三类剂型仍然是公司主要剂型，预计未来收入

增速与整体增速大体相当。毛利率方面，预计片剂最高、胶囊次之、粉剂相对较低。

其他业务方面，随着下游需求的多样化，公司新型剂型产品生产需求也有所上升。受新剂型产品开发波动性较高影响，其他业务的收入增速波动性较大。毛利率总体稳定。

表 8：基于主品牌+大单品的营收拆分、未来收入及增速测算（亿元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
片剂				
收入（亿元）	22.98	28.04	33.08	38.38
YOY	11.45%	22.00%	18.00%	16%
成本（亿元）	6.24	7.29	8.11	9.40
毛利率	72.83%	74.00%	75.50%	75.50%
胶囊				
收入（亿元）	12.33	15.41	18.80	22.56
YOY	15.77%	25%	22%	20%
成本（亿元）	4.55	5.39	6.96	8.24
毛利率	63.09%	65.00%	63.00%	63.50%
粉剂				
收入（亿元）	12.75	16.07	19.60	23.13
YOY	15.59%	26%	22%	18%
成本（亿元）	5.72	6.75	8.43	10.18
毛利率	55.12%	58.00%	57.00%	56.00%
其他业务				
收入（亿元）	12.89	15.27	19.84	23.89
YOY	25.02%	18.47%	29.89%	20.46%
成本（亿元）	6.15	6.59	8.02	9.76
毛利率	52.29%	56.82%	59.59%	59.17%
合计				
收入（亿元）	60.95	74.78	91.32	107.96
YOY	15.85%	22.70%	22.11%	18.22%
成本（亿元）	22.67	26.02	31.51	37.57
毛利率	62.81%	65.20%	65.50%	65.20%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

6.2 估值分析

预计 2021-2023 年公司实现营业收入 74.78/91.32/107.96 亿元，同比 +22.7%/+22.1%/+18.2%；实现归属上市公司净利润 17.49/22.04/ 26.24 亿元，同比+14.7%/+26.0%/+19.1%，对应 EPS 为 1.03/1.30/1.54 元，目前股价对应 PE 为 26/21/18 倍。

表 9：汤臣倍健相对行业享有一定估值溢价（数据截至 2022 年 1 月 7 日）

代码	简称	EPS			PE			PB	PS
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
行业值（算术平均法）		0.98	1.14	1.41	28.56	33.40	26.17	4.09	9.63

300146	汤臣倍健	0.96	1.03	1.30	31.19	26.43	20.94	4.71	6.53
300791	仙乐健康	2.14	1.65	2.14	30.56	26.46	20.34	3.35	3.33

资料来源：wind、民生证券研究院（可比公司数据取自 Wind 一致预期，行业 EPS 为基本 EPS，PB 为整体法；个股 PB 为 MRQ 法，行业 PS 为 MRQ 法，个股为 TTM 法）

在目前 A 股市场中，尚无生产、经营模式与汤臣倍健完全一致的同行业公司。我们选取主业为营养健康食品合同生产商的仙乐健康公司作为汤臣倍健的可比公司。目前可比公司 2022 年的 PE 为 20 倍左右，与公司估值水平相当。其他食品板块 2022 年 Wind 一致预期估值水平为 26 倍，高于公司估值水平。未来随着公司产能的进一步扩大，汤臣倍健主品牌及大单品的持续推广，公司未来业绩持续增长的确性高，维持“推荐”评级。

中信证券行业类分类目录中的其他食品板块包含西王食品、干味央厨、双塔食品、金达威、克明食品、祖名股份、晨光生物、汤臣倍健、华宝股份、仙乐健康、科拓生物、安琪酵母、青海春天、爱普股份、嘉必优等公司。上述公司主营业务涵盖 VDS、营养食品、零食、食品添加剂生产等。其他食品板块内公司主业差异性较大，板块估值能够反应出市场对此类公司的平均估值水平。汤臣倍健在其他食品板块中主业地位优势稳固、中长期成长性较强，未来估值水平接近板块整体水平是合理的。因此参考其他食品行业 22 年平均 PE 估值水平，给予公司 22 年 26XPE，对应目标价 33.80 元。

7 风险提示

(1) 疫情冲击超预期：未来境内及境外市场受疫情冲击较大导致线下渠道动销不畅，公司主要收入来源受到较大负面冲击。

(2) 线下渠道扩张速度不及预期：公司目前有 70%左右的收入来自于线下渠道，未来如果公司线下渠道裂变策略实施不畅，线下渠道收入增长不及预期将对业绩产生负面影响。

(3) 成本上涨超预期：公司主要原材料需要外购，未来如果通胀持续高位，导致主要原材料价格上行将直接压低公司毛利率水平，进而导致业绩不及预期。

(4) 食品安全问题：公司主要产品为营养膳食补充剂，如果生产过程中出现质量问题导致消费者产生不良反应，将直接导致公司受到行政处罚、品牌形象受损、动销不畅等负面影响，进而对公司业绩造成较大冲击。

(5) 产能扩张不及预期的风险：公司目前募投产能仍在建设中，对于未来产能释放的估算仅依据现有资料进行合理推测。未来产能释放节奏受工厂建设进度、下游市场需求等多方面因素共同决定，仍有产能扩张不及预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,095	7,478	9,132	10,796
营业成本	2,266	2,602	3,151	3,757
营业税金及附加	72	88	108	127
销售费用	1,818	2,161	2,546	2,951
管理费用	434	551	679	791
研发费用	140	176	212	252
EBIT	1,356	1,900	2,437	2,918
财务费用	13	5	9	10
资产减值损失	-10	-2	-6	-1
投资收益	181	223	272	321
营业利润	1,789	2,121	2,701	3,237
营业外收支	-20	111	110	110
利润总额	1,769	2,231	2,812	3,347
所得税	225	459	579	689
净利润	1,544	1,772	2,233	2,658
归属于母公司净利润	1,524	1,749	2,204	2,624
EBITDA	1,562	2,162	2,736	3,216

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,826	1,273	2,050	3,049
应收账款及票据	164	512	550	621
预付款项	132	182	205	233
存货	873	905	1,047	1,201
其他流动资产	1,855	1,832	1,852	1,862
流动资产合计	4,850	4,705	5,704	6,966
长期股权投资	212	282	293	334
固定资产	873	1,222	1,357	1,493
无形资产	923	1,421	1,554	1,781
非流动资产合计	4,791	5,771	6,091	6,527
资产合计	9,640	10,476	11,794	13,493
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	350	357	397	453
其他流动负债	1,888	2,016	2,311	2,608
流动负债合计	2,238	2,373	2,708	3,061
长期借款	144	144	144	144
其他长期负债	316	316	316	316
非流动负债合计	460	460	460	460
负债合计	2,698	2,833	3,168	3,521
股本	1,581	1,700	1,700	1,700
少数股东权益	9	32	60	95
股东权益合计	6,942	7,643	8,626	9,972
负债和股东权益合计	9,640	10,476	11,794	13,493

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.83	22.70	22.11	18.22
EBIT 增长率	12.89	40.11	28.31	19.73
净利润增长率	528.29	14.72	26.03	19.05
盈利能力 (%)				
毛利率	62.82	65.20	65.50	65.20
净利率	25.33	23.69	24.45	24.62
总资产收益率 ROA	15.81	16.69	18.69	19.45
净资产收益率 ROE	21.98	22.97	25.73	26.56
偿债能力				
流动比率	2.17	1.98	2.11	2.28
速动比率	1.72	1.52	1.64	1.81
现金比率	0.82	0.54	0.76	1.00
资产负债率 (%)	27.99	27.04	26.86	26.09
经营效率				
应收账款周转天数	9.83	25.00	22.00	21.00
存货周转天数	140.55	125.00	120.00	115.00
总资产周转率	0.63	0.71	0.77	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	0.96	1.03	1.30	1.54
每股净资产	4.39	4.48	5.04	5.81
每股经营现金流	0.99	0.85	1.35	1.56
每股股利	0.70	0.70	0.74	0.77
估值分析				
PE	28	26	20	17
PB	5.5	6.0	5.4	4.6
EV/EBITDA	23.44	20.73	16.10	13.38
股息收益率 (%)	2.64	2.64	2.78	2.92

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,544	1,772	2,233	2,658
折旧和摊销	206	262	298	298
营运资金变动	278	-259	125	106
经营活动现金流	1,566	1,453	2,292	2,645
资本开支	-319	-1,023	-499	-580
投资	-383	-126	-26	-63
投资活动现金流	-532	-926	-253	-321
股权募资	2	119	0	0
债务募资	-314	0	0	0
筹资活动现金流	-950	-1,081	-1,261	-1,325
现金净流量	81	-553	778	999

插图目录

图 1:	汤臣倍健发展历程	3
图 2:	公司营收及增速情况	4
图 3:	公司归母净利润及增速情况	4
图 4:	公司各品类营收占比情况 (按产品形态分)	5
图 5:	公司各品类毛利率保持稳定	5
图 6:	汤臣股权结构	6
图 7:	中国 VDS 市场规模较大	7
图 8:	中国是全球第二大 VDS 市场	7
图 9:	维生素与膳食补充剂为 VDS 最大细分市场	7
图 10:	中国是全球第二大维生素与膳食补充剂市场	7
图 11:	维生素及膳食补充剂市场头部企业市占率	8
图 12:	VDS 细分市场 CR5 比较	8
图 13:	居民可支配收入提升带动医疗保健支出	8
图 14:	人均医疗保健支出增速总体快于人均可支配收入	8
图 15:	我国老龄化比例不断提高	9
图 16:	我国中老年群体 VDS 产品渗透率最高	9
图 17:	我国的保健品人均支出远低于美国	9
图 18:	我国的保健品渗透率远低于美国	9
图 19:	“汤臣倍健”主品牌营收及增速	13
图 20:	主品牌营收占比逐步下降	13
图 21:	健力多 2017 以来营收快速增长	14
图 22:	健力多营收占比稳步提升	14
图 23:	氨基葡萄糖市场规模增长迅速	15
图 24:	健力多市场地位稳固	15
图 25:	我国益生菌补充剂规模快速提升	15
图 26:	澳大利亚益生菌补充剂规模快速提升	15
图 27:	LSG 分部营收变化	16
图 28:	产品销量情况	17
图 29:	产品产量情况	17
图 30:	产销率情况	17
图 31:	产能利用率情况	17
图 32:	产能释放节奏	18
图 33:	产能同比增速	18
图 34:	线上收入保持快速增长	19
图 35:	线上收入占比快速提升	19
图 36:	图 36: 双十一期间天猫平台交易指数	20
图 37:	双 11 当日京东自营品牌销售额排名	20
图 38:	经销商数量变化	21

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要产品 (按保健功能分)	4
表 2: 2013~2019 年历次股权激励考核要求	6
表 3: 行业监管法规逐步完善	10
表 4: “百日行动”后监管政策密集出台	11
表 5: 公司主要品牌及其定位	12
表 6: 募投项目基本情况	18
表 7: 基于主品牌+大单品的营收拆分、未来收入及增速测算 (亿元)	22
表 8: 基于主品牌+大单品的营收拆分、未来收入及增速测算 (亿元)	23
表 9: 汤臣倍健相对行业享有一定估值溢价 (数据截至 2022 年 1 月 7 日)	23
公司财务报表数据预测汇总	26

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001