

千锤百炼迎增长新周期

——汤臣倍健（300146.SZ）

食品饮料/食品加工

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

VDS 行业发展提速。目前我国膳食营养补充剂（下称“VDS”）在渗透率、人均消费额等方面与美国、日本等发达国家相比存在较大增长空间，其中 2022 年我国人均消费 22.3 美元，远低于日本和美国的 85.5 美元和 107.2 美元。我国 VDS 发展较晚，近几年居民的消费意识和习惯才渐渐开始建立，仍处于行业发展早期阶段，我们认为公共卫生事件冲击、人口老龄化和年轻消费群体加入都将推动行业长期发展。

公司为国内 VDS 龙头企业。汤臣倍健创立于 1995 年，2002 年系统地将 VDS 引入中国非直销领域。公司产品品类丰富，旗下产品覆盖基础营养、骨骼健康、眼部健康、儿童营养等多个领域。

公司通过渠道力、产品力和品牌力构筑深厚壁垒。历次冲击后公司均能顺势迅速做出战略上的调整，引导经营业绩重回增长，实现 VDS 市占率提升至 2022 年的 10.3%，稳居行业第一。公司的战略调整能力源于公司在渠道端、产品端和品牌端构筑的竞争壁垒：

- ◆ 渠道端，公司为药店渠道 VDS 龙头，23Q1 药店渠道占公司境内销售的 67%，为重要基本盘，随着公司终端网点持续开拓及药店场景恢复，渠道增长确定性较强；同时公司积极拥抱线上渠道并不断优化调整渠道策略，重点发力打造竞争优势。
- ◆ 产品端，公司 2017 年提出大单品战略，通过公司构建的强渠道快速铺货叠加集中资源进行营销推广，进而带动优质产品的爆发式成长，并通过大单品提升品牌拉力，品牌效益延伸至其余品类。公司已成功打造出健力多大单品，下个目标大单品为 Life space，同时公司还储备有健视佳、健安适等潜力品类。
- ◆ 品牌端，公司下设多个品牌系列，不同品牌有各自品类策略，聚焦细分人群和场景，同时公司持续进行品牌投入，不断提升品牌影响力。

投资建议：我国 VDS 行业开启成长新周期，公司作为 VDS 行业国内龙头企业，短期看随着线下人流恢复、渠道调整完成等，公司基本面已见底，长期看公司能享受行业发展的红利，并凭借优秀的管理力、产品力和渠道力构筑壁垒，取得快于行业的增速。我们预计公司 23-25 年营收为 93.78 亿元/110.07 亿元/126.05 亿元，同比+19.3%/+17.4%/+14.5%，归母净利润为 18.07 亿元/21.73 亿元/25.48 亿元，同比+30.4%/+20.2%/+17.3%，EPS 分别为 1.06、1.28、1.5，对应 PE 分别为 21.91、18.23、15.54。参考可比公司估值，给予公司 23 年 26X PE，对应目标价为 27.63 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：盈利预测中假设偏离真实情况、主要原材料价格波动、市场竞争、政策风险等。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,431.3	7,861.4	9,377.9	11,007.1	12,605.0
增长率（%）	21.9	5.8	19.3	17.4	14.5
归母净利润（百万元）	1,754.0	1,385.9	1,807.1	2,172.6	2,548.4
增长率（%）	15.1	-21.0	30.4	20.2	17.3
净资产收益率（%）	16.71	12.96	15.35	16.80	17.73
每股收益（元）	1.06	0.82	1.06	1.28	1.50
PE	21.97	28.40	21.91	18.23	15.54
PB	3.77	3.70	3.36	3.06	2.76

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

买入（首次）

2023 年 05 月 19 日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030003

交易数据

时间 2023.5.19

总市值/流通市值（亿元）	385.33/255.97
总股本（万股）	170,046.78
资产负债率（%）	13.77
每股净资产（元）	6.87
收盘价（元）	22.66
一年内最低价/最高价（元）	24.96/16.41

公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

内容目录

1. VDS 行业：迎接增长新周期	4
1.1 VDS 行业增速提升	4
1.1.1 公共卫生事件冲击带来的居民健康意识提升	5
1.1.2 人口老龄化趋势推动 VDS 行业发展	5
1.1.3 年轻人需求多样化推动 VDS 行业发展	6
1.2 严监管下头部企业充分受益	7
1.3 线上渠道仍为主要增长渠道	8
1.3.1 行业规范发展下直销渠道持续萎缩	9
1.3.2 药店渠道份额持续受电商挤压	9
1.3.3 电商渠道仍是未来主要的增长渠道	10
2. 汤臣倍健：积极拥抱变革 开启增长新周期	11
2.1 汤臣倍健：国内 VDS 龙头企业	11
2.2 汤臣倍健业绩及估值复盘：公司正处在新一轮增长周期	12
2.2.1 2011/01 至 2014/03 (↑)：高速发展期	12
2.2.2 2014/03 至 2014/12 (↓)：战略调整期	13
2.2.3 2015 (↑)：战略调整风险出清	13
2.2.4 2016/01 至 2017/04 (↓)：渠道变革及产品策略改变带来冲击	14
2.2.5 2017/05 至 2019/03 (↑)：顺应渠道变化趋势调整战略	14
2.2.6 2019.04-2019.11 (↓)：政策密集出台带来冲击	15
2.2.7 2019.12-2021.05 (↑)：线上渠道变革取得成效	16
2.2.8 2021.06-2022.09 (↓)：宏观环境及市场竞争带来冲击	16
2.2.9 2022.10-2023.03 (↑)：环境改变带来行业需求上升	17
3. 渠道变革：巩固线下基本盘 重点发力线上平台	17
3.1 药店渠道增长确定性强	18
3.2 线上平台重点发力	19
4. 大单品战略：平台化运营策略的可复制性	20
4.1 健力多：大单品战略的成功探索	20
4.2 大单品战略延续：构筑公司业绩长期增长基础	23
4.3 Lifespace：重点培育 放量可期	24
4.3.1 益生菌行业提速扩容	24
4.3.2 life space 定位第二个大单品	26
5. 盈利预测与投资建议	27
6. 风险提示	29

图表目录

图 1：我国 VDS 发展速度快	4
图 2：我国 VDS 人均消费额低（美元/年）	4
图 3：日本 VDS 行业增速提升	5
图 4：我国 VDS 行业增速受抑制	5
图 5：我国老龄化进程类似 90 年代日本（%）	6
图 6：我国居民健康消费意识提升	6
图 7：1987~2005 年日本健康食品持续增长	6
图 8：2000-2005 年日本家庭医疗健康支出同比高增	6
图 9：2018 年中国获得批文的保健食品功能分布	7
图 10：严监管下行业龙头充分受益	8
图 11：电商渠道占比持续上升	8
图 12：电商渠道增速最快	8
图 13：行业规范发展下直销渠道持续萎缩	9
图 14：药店渠道整体增速下滑	10
图 15：电商渠道维持较快增速	11
图 16：公司营收和归母净利润高增（%）	13
图 17：公司估值维持在 40X 以上	13
图 18：公司营收增速逐季下滑（%）	13
图 19：PE 跌至 35X 以下	13
图 20：公司经营业绩重回快速增长轨道（%）	14
图 21：大盘风险消除后 PE 位于 35-45X	14
图 22：公司营收首次出现负增（%）	14
图 23：PE 跌至 33-35X	14
图 24：战略转变带动营收高增（%）	15
图 25：PE 位于 28-33X	15

图 26: 政策密集出台引致公司经营业绩下滑 (%)	15
图 27: PE 位于 24-28X	15
图 28: 线上渠道变革取得成效带动公司营收重回增长 (%)	16
图 29: PE 位于 28-32X (剔除负值)	16
图 30: 宏观环境及市场竞争对公司经营带来冲击 (%)	17
图 31: PE 跌至 20-22X	17
图 32: 行业需求上升带动公司业绩增长 (%)	17
图 33: PE 修复至 24-26X	17
图 34: 预计 2023 年药店渠道保健品增速恢复至 2%	18
图 35: 药店渠道保健品销售增速 (单月)	18
图 36: 公司境内线上渠道增速波动较大	20
图 37: 公司境内线上渠道增速 (剔除麦优并表影响)	20
图 38: 健力多营收下滑	21
图 39: 氨糖产品规模增速快于钙片产品	21
图 40: 健力多 19 年前增速较快	22
图 41: 氨糖产品集中度高	22
图 42: 我国益生菌补充剂行业增速快 (亿元)	25
图 43: 我国益生菌补充剂人均消费额显著偏低 (美元/人)	25
图 44: 我国益生菌行业格局 (%)	25
图 45: 公共卫生事件后使用益生菌补充剂人群增加	25
图 46: LSG 是澳洲益生菌领先企业	26
图 47: LSG 和 life space 营收高增	26
表 1: 2020 年年轻消费者五大健康困扰	7
表 2: 2013 年后出台行业整治行动	7
表 3: 汤臣倍健股权结构	11
表 4: 汤臣倍健股权激励梳理	12
表 5: 汤臣倍健业绩估值复盘	12
表 6: 氨糖产品对比	22
表 7: 氨糖市场规模预测	23
表 8: 健力多产品矩阵	23
表 9: HIGHFLEX 产品对标益节	23
表 10: life space 营收预测 (亿元)	27
表 11: 公司业绩预测拆分	27
表 12: 可比上市公司估值	28
表 13: 公司盈利预测表	30

1. VDS 行业：迎接增长新周期

由于我国并没有对保健品进行分类，因此我们参照欧睿统计的口径，将保健品分为四类：维生素与膳食补充剂（即 VDS）、传统滋补品、运动营养品和体重管理产品，其中汤臣倍健属于 VDS 品类。

复盘 VDS 行业，我们认为 VDS 行业发展呈现三个态势，汤臣倍健将充分受益于行业 beta，alpha 来自于公司自身的产品力、运营力、品牌力和渠道力。

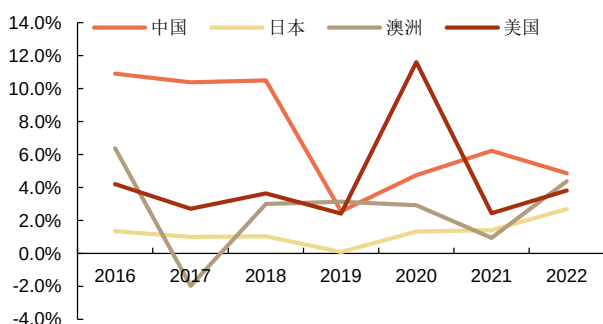
- ◆ **VDS 行业增速提升。**受益于公共卫生事件冲击、人口老龄化和年轻消费群体渗透率提升，VDS 行业步入增长新周期，未来五年 CAGR 有望恢复至 19 年前水平，约 10%。
- ◆ **线上渠道竞争激烈。**线上渠道进入壁垒低，且符合消费者习惯转变，为企业必争之地，我们认为汤臣倍健凭借优秀的运营能力和产品力，在线上渠道将维持较快增长。
- ◆ **强监管下龙头充分受益。**监管趋严利好规范性较高的头部企业发展，一些不符合规范的企业将逐步出清，汤臣倍健作为行业龙头始终坚持规范经营，市场份额有望进一步提升。

1.1 VDS 行业增速提升

我们认为公共卫生事件冲击、人口老龄化和年轻消费群体加入都将推动行业长期发展：

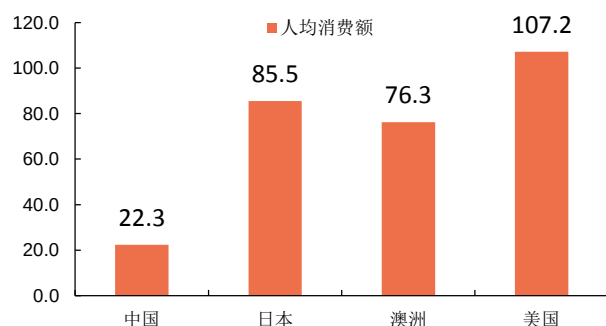
- ◆ **我国 VDS 发展速度快。**由于我国 VDS 发展较晚，近几年居民的消费意识和习惯才渐渐开始建立，仍处于行业发展早期阶段，我国 VDS 发展速度高于成熟国家。
- ◆ **我国 VDS 人均消费额低。**目前我国 VDS 在渗透率、人均消费额等方面与美国、日本等发达国家相比存在较大增长空间，其中 2022 年我国人均消费 22.3 美元，远低于日本和美国的 85.5 美元和 107.2 美元。

图1：我国 VDS 发展速度快



资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

图2：我国 VDS 人均消费额低（美元/年）



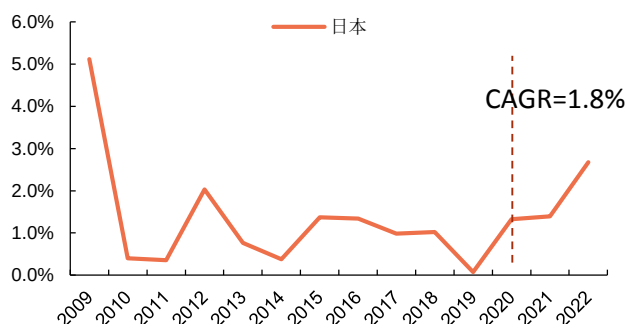
资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

1.1.1 公共卫生事件冲击带来的居民健康意识提升

VDS 行业受益于居民健康意识的兴起，公共卫生事件带来的反复冲击将提升居民的健康意识。我们认为自 2023 年起，VDS 行业的消费环境、消费心理和群体等都将发生变化，为行业带来新一轮更确定的长期增长机会。

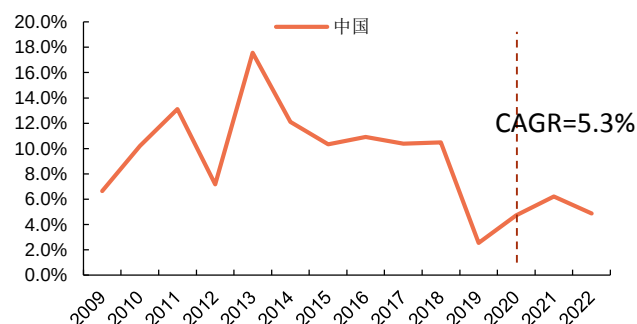
- ◆ 日本大健康行业发展较早，目前已较为成熟，在公共事件带来的反复冲击之下，20-22 年 VDS 规模 CAGR 达到 1.8%，较 16-19 年增速进一步提升。
- ◆ 我国 VDS 行业发展较晚，仍处于发展早期，与日本相比，20-22 年期间我国居民身体健康受到公共卫生事件冲击较小，VDS 行业反而受到物流运输及线下人流减少等原因影响发展缓慢，直到 22 年年末居民健康意识提升才有所体现。我们认为未来公共卫生事件带来的反复冲击将提升居民的健康意识，加快 VDS 的渗透率，未来 VDS 行业增速有望提升。

图3：日本 VDS 行业增速提升



资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

图4：我国 VDS 行业增速受抑制



资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

1.1.2 人口老龄化趋势推动 VDS 行业发展

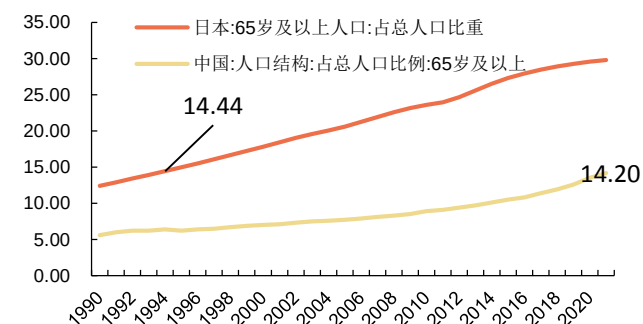
根据日本健康食品行业发展进程，1987-2005 年期间日本健康食品行业保持了持续增长的态势，期间 CAGR 为 8.6%。主要有三方面驱动因素：

- ◆ **日本居民健康食品需求提升。**日本于 1969 年，进入老龄化社会（65 岁以上人口占比超 7%）；1994 年，进入老龄社会（65 岁以上人口占比超 14%）；2006 年，进入超老龄社会（21% 人口老龄化）。随着老龄化进程加深，日本居民健康食品需求提升。
- ◆ **日本居民健康消费意识提升。**从日本统计局公布的数据来看，2000-2005 年日本家庭医疗健康支出同比显著增加，表明日本居民健康消费意识提升，进而带动消费者对健康食品的需求。
- ◆ **政府出台相应政策支持健康行业发展。**如日本 01 年引入营养机能食品，对功能已经科学证实的食品无需审批或注册，在安全范围内放松监管流程。02 年颁布《健康促进法》促进健康行业发展等。

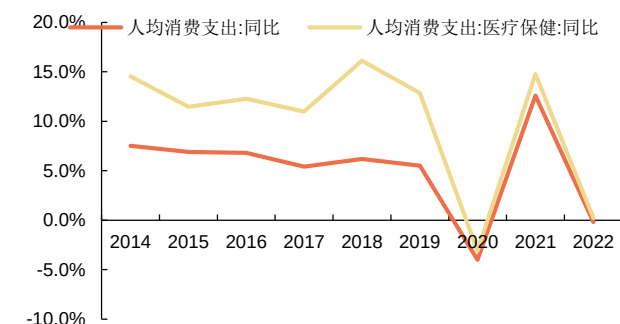
参考日本，我们认为中国 VDS 发展阶段可以类比 90 年代的日本保健食品，未来存在持续增长的动能。

- ◆ **人口老龄化进程。**我国目前人口老龄化进程类似 90 年代的日本。

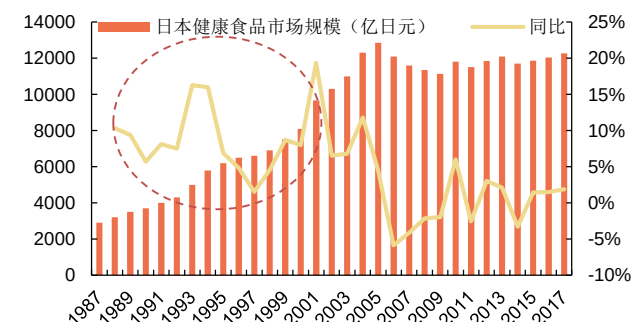
- ◆ **我国居民健康消费意识提升。**从居民消费支出细分类目来看，近年来中国居民在医疗保健上的支出始终保持两位数增速，高于全居民人均消费支出的增速，说明了居民对医疗保健的重视和消费意愿的提高。健康意识增强将有助于保健食品和功能性食品需求的提升。
- ◆ **国内政策支持。**2016年，国务院发布《“健康中国2030”规划纲要》，提出了健康中国建设的目标和任务。此后相继发布《关于实施健康中国行动的意见》、《健康中国行动（2019-2030年）》等政策文件。政策明确指出发展营养健康产业，将有利于促进保健食品及功能性食品行业的发展。

图5：我国老龄化进程类似90年代日本（%）


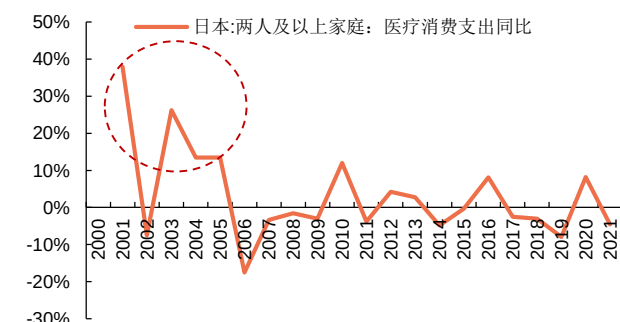
资料来源：wind，申港证券研究所

图6：我国居民健康消费意识提升


资料来源：wind，申港证券研究所

图7：1987~2005年日本健康食品持续增长


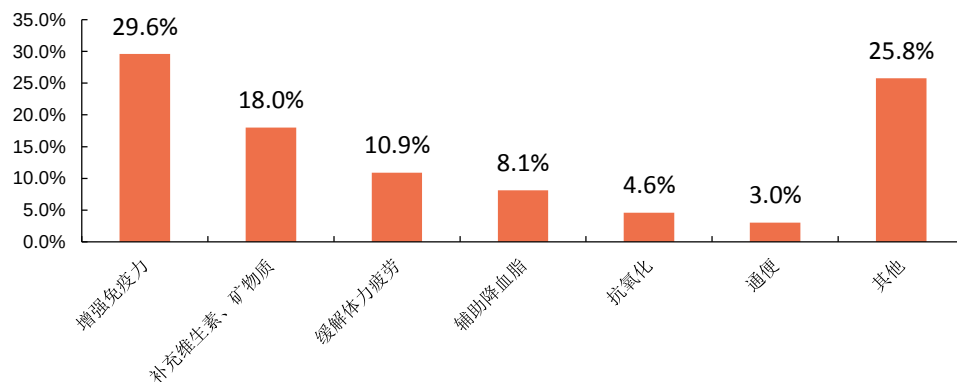
资料来源：Food Daily，凯迪网，申港证券研究所

图8：2000~2005年日本家庭医疗健康支出同比高增


资料来源：wind，申港证券研究所

1.1.3 年轻人需求多样化推动VDS行业发展

年轻人保健需求的提升推动VDS细分领域快速增长。相较于蛋白粉、维生素等传统增强免疫力的产品，年轻一代更青睐主打功能性的新兴产品，比如胶原蛋白剂、褪黑素、奶蓟片等能够解决困扰年轻消费者的痛点问题。VDS行业功能的细分化和专业化，已经成为未来发展的重要趋势。各细分领域的快速增长将为行业发展创造广阔空间。

图9：2018 年中国获得批文的保健食品功能分布


资料来源：丁香医生，艾瑞咨询，萝卜投研，申港证券研究所

表1：2020 年年轻消费者五大健康困扰

	90 后	95 后	00 后
1	情绪问题	皮肤状态不好	皮肤状态不好
2	皮肤状态不好	情绪问题	情绪问题
3	身材不好	身材不好	身材不好
4	睡眠不好	睡眠不好	眼睛不好
5	肠胃不好	肠胃不好	肠胃不好

资料来源：丁香医生，艾瑞咨询，萝卜投研，申港证券研究所

1.2 严监管下头部企业充分受益

纵观 VDS 行业发展，经历了从行业乱序发展到规范监管的转变：

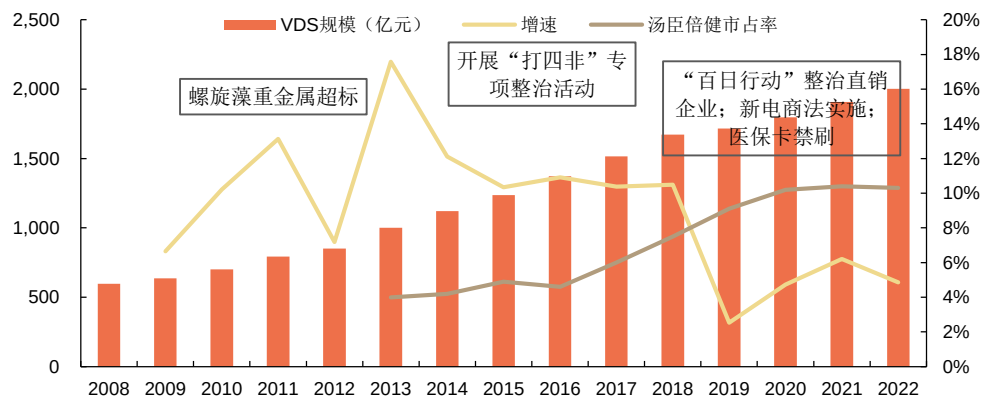
- ◆ **粗放式监管，行业乱象丛生（1980-2004 年）**：我国 VDS 行业起步于 20 世纪 80 年代，经济的高速增长和生活水平的提高推动 VDS 行业发展。发展初期以螫精、蜂王浆、三株口服液、脑白金、太太口服液等未经严格科学论证的产品为主，此时行业监管宽松、企业进入壁垒低，企业通过大量广告及宣传活动过度宣称功效以引导消费者，产品功效不如预期加之安全事件频发，各保健品企业均逃不过昙花一现的宿命。
- ◆ **政策逐步出台，行业规范发展（2005-2012 年）**：随着 2005 年《保健食品注册管理办法》的出台，对保健食品准入和宣传等多个方面进行规范，监管政策初步成形，行业发展逐渐步入正轨。
- ◆ **行业整顿，监管趋严（2013-今）**：监管政策及整治行动密集出台，由于行业出现风险事件，如螺旋藻事件、权健事件等，监管对于行业的整顿趋严，对产品注册、宣传、原料等方面作出更详尽的规范。随着监管政策的健全完善，行业监管日趋规范。

表2：2013 年后出台行业整治行动

时间	牵头部门	行动
2013	国家食品药品监督管理局	“打四非”专项整治活动
2017	国务院食品安全办	食品、保健食品欺诈和虚假宣传整治
2019	国家市场监督管理总局	“百日行动”对直销企业进行治理整顿，全面打击行业中多项违法乱纪行为
2020	国家市场监督管理总局	《保健食品行业清理整治行动方案（2020-2021 年）》

资料来源：政府网，人民网，汇众产业，申港证券研究所

图10：严监管下行业龙头充分受益



资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

监管趋严利好规范性较高的头部企业发展。随着法律法规的健全完善，一些不符合规范的企业将逐步出清，汤臣倍健作为行业龙头始终坚持规范经营，市场份额有望进一步提升。

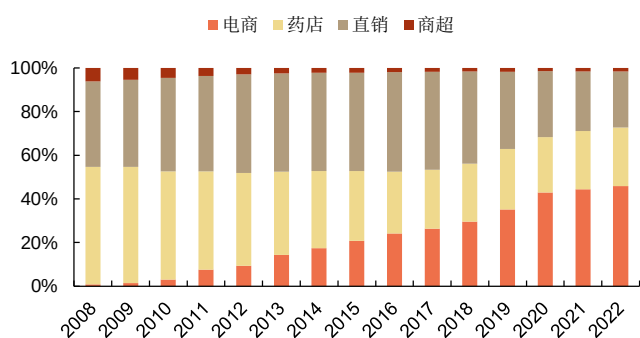
- ◆ 据欧睿数据，自 2013 年行业开展专项整治活动以来，VDS 行业增速下台阶，15-18 年维持在 10% 左右，而汤臣倍健销售渠道以药店为主，规范性较高，且药店对产品的安全性形成潜在背书，汤臣倍健的市占率持续提升。
- ◆ 2019 年，受权健事件影响，监管开展百日行动整治直销企业，VDS 行业增速断崖式下滑至 2.5%，安利、完美、无限极等企业销售规模出现下滑。而汤臣倍健 19 年营收增长 21%，市占率超越无限极成为行业第一。2022 年，汤臣倍健市占率为 10.3%，稳居行业第一位。

1.3 线上渠道仍为主要增长渠道

直销及药店渠道份额下降，线上电商渠道占比稳步上升：

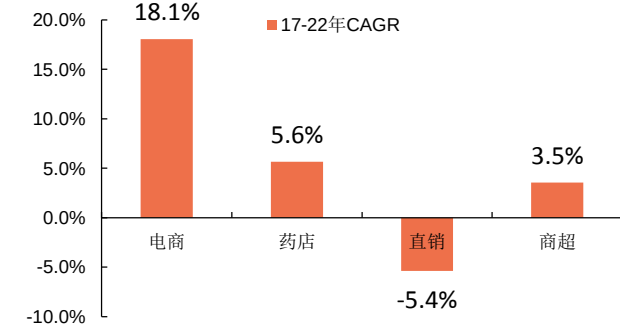
- ◆ 电商渠道占比稳步上升。根据欧睿国际的数据，2017 年中国 VDS 行业的渠道结构中直销占比 44.8%、药店占比 27%、电商占比 26.4%，到 2022 年渠道结构直销占比下滑至 25.7%、药店占比下滑至 26.8%、电商占比提升至 45.8%。
- ◆ 电商渠道增速最快。2017-2022 年 VDS 行业直销、药店、电商渠道销售额 CAGR 分别为 -5.4%、5.6%、18.1%。

图11：电商渠道占比持续上升



资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

图12：电商渠道增速最快



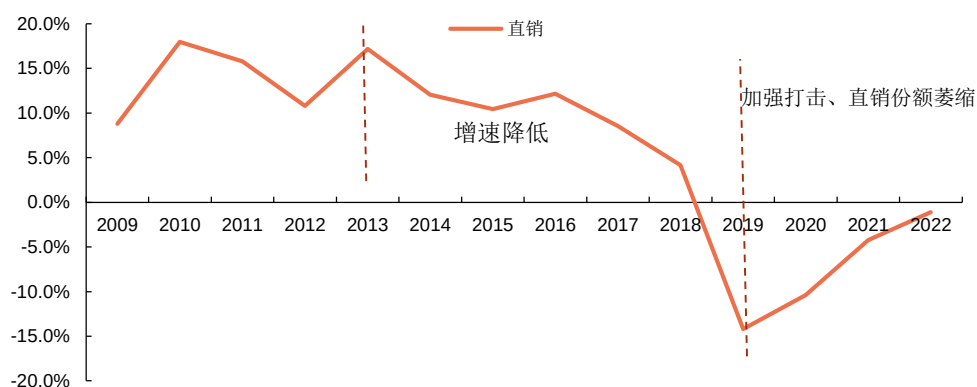
资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

1.3.1 行业规范发展下直销渠道持续萎缩

直销渠道模式自 2019 年起持续萎缩，直销渠道占比在 2016 年达到峰值 45.6%，后迅速下滑至 2022 年的 25.7%：

- ◆ 直销模式由安利于 1998 年引入中国，由于直销模式能够直接对消费者进行教育，有益于品牌树立与保持客户粘性，直销模式经历了几年蓬勃发展的时期。
- ◆ 伴随直销模式体量迅速扩大，销售过程中存在虚假宣传、拉拢消费者等行为，严重扰乱市场秩序，2013 年后行业开展专项整治活动，直销模式增速有所下滑。
- ◆ 直销模式的衰落主要发生在 2019 年，由于权健事件影响极其恶劣，2019 年监管机构开展“百日行动”，对直销模式中出现的虚假宣传、违法广告、消费欺诈、制假售假等一系列问题加强打击，直销渠道受到严重影响，加之事件发生后消费者对直销信任度下降，直销渠道规模持续萎缩。

图13：行业规范发展下直销渠道持续萎缩



资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

1.3.2 药店渠道份额持续受电商挤压

线下零售药店作为传统的保健品销售渠道，受电商崛起的影响，渠道占比持续下降：

- ◆ 相比直销和电商渠道，药店渠道增速一直偏低，主要是因为药店渠道壁垒较高，售卖的主要是具有保健食品“蓝帽子”标识的 VDS 产品，因此售卖品种相对较少，创新速度较慢。
- ◆ 跨境电商渠道的兴起以及消费者消费习惯的改变，使得电商渠道抢占部分药店渠道的份额。

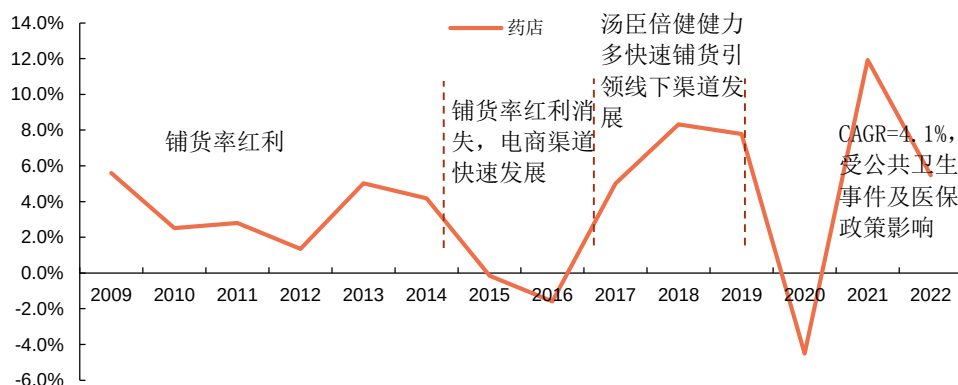
自 20 年以来药店渠道增速下滑，我们认为随着影响因素趋于常态化，未来药店渠道增长速度将有所恢复，但份额仍受到电商渠道挤压。

- ◆ 医保卡禁刷政策对药店渠道产生冲击。自 2018 年底以来，监管部门发布政策打击医保卡购买保健品行为，保健食品在药店渠道销售承压。当前绝大部分地区医保卡监管已经落实，未来政策影响趋于常态化。
- ◆ 药店受人流影响较大。自 20 年以来，线下消费人流减少，对药店渠道保健品销

售产生较大冲击。自 22 年底开始，线下消费人流恢复正常。

药店渠道为汤臣倍健的基本盘，恢复弹性较大。尽管药店渠道增速较低，但汤臣倍健在药店渠道持续深耕，份额持续提升，未来随着药店渠道恢复，将对公司贡献较大的业绩弹性。

图14：药店渠道整体增速下滑



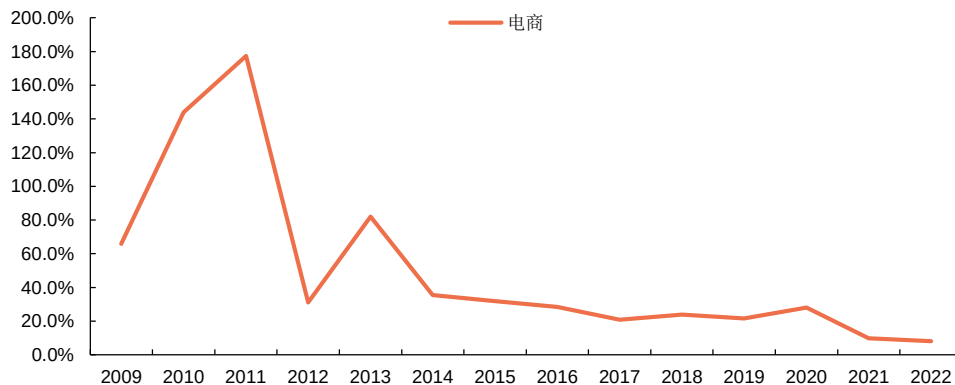
资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

1.3.3 电商渠道仍是未来主要的增长渠道

电商渠道维持较快增速，渠道占比持续上升，至 2022 年达到 45.8%。我们认为电商渠道仍将是未来主要的增长渠道，主要因为：

- ◆ 消费者消费习惯的变化。线上购物以其便利性、多样性、社交性等优势获得消费者的青睐。且线上渠道以年轻消费者为主，新兴品类在线上的推广将有望吸引年轻消费群体，提高年轻群体的渗透率及复购率。
- ◆ 线上渠道进入门槛较低，产品类型更丰富。对于国内品牌来说，电商渠道 VDS 产品无需注册蓝帽子，对于国外品牌来说，跨境电商的开放及相关监管政策使得产品无需在国内注册或备案就能进入国内市场，降低进入成本，提升了产品丰富度。

我们认为汤臣倍健凭借优秀的运营能力和产品力，在线上渠道将维持较快增长，但短时间内销售费用率将维持较高水平。为顺应消费渠道变化，汤臣倍健持续发力电商渠道，近几年线上渠道增速快于 VDS 行业线上增速，取得亮眼成绩。但由于电商渠道具有进入壁垒低，竞争格局分散，消费者品牌忠诚度低等特点，企业需要持续进行高比例营销投入，且较难在短时间内构筑线上渠道壁垒，因此我们认为短期内汤臣倍健线上渠道仍以营销推动为主。

图15：电商渠道维持较快增速


资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

2. 汤臣倍健：积极拥抱变革 开启增长新周期

2.1 汤臣倍健：国内 VDS 龙头企业

公司为国内 VDS 龙头企业。汤臣倍健创立于 1995 年，2002 年系统地将膳食营养补充剂 VDS 引入中国非直销领域，2010 年 12 月，汤臣倍健在深圳交易所创业板挂牌上市，并迅速成长为中国膳食营养补充剂领导品牌和标杆企业。公司产品品类丰富，旗下产品覆盖基础营养、骨骼健康、眼部健康、儿童营养等多个领域。23Q1，公司以蛋白质、维生素、矿物质为主的主品牌收入占比 60.4%，大单品健力多收入占比 12.3%，第二大单品 life space 收入占比 14%。

公司股权结构稳定。截至 2023 年 3 月，董事长梁允超先生直接持有公司 41.79% 的股份，为公司的实际控制人，高比例的持股保证了公司股权结构的长期稳定。此外副董事长梁水生先生和副总经理陈宏先生分别持有公司 1.01% 和 1.04% 的股份，管理层与公司利益深度绑定。

表3：汤臣倍健股权结构

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	梁允超	710,611,742	41.79
2	香港中央结算有限公司	101,039,116	5.94
3	孙惠刚	55,524,526	3.27
4	上海中平国瑞资产管理有限公司-上海中平国璟并购股权投资基金合伙企业(有限合伙)	43,970,295	2.59
5	广州信德厚峡股权投资合伙企业(有限合伙)	28,365,665	1.67
6	齐鲁中泰定增 2 号私募股权基金	19,045,801	1.12
7	陈宏	17,768,000	1.04
8	梁水生	17,231,666	1.01
9	安本环球中国 A 股基金	17,038,091	1.00
10	交银施罗德消费新驱动股票型证券投资基金	16,659,296	0.98
合 计		1,027,254,198	60.41

资料来源：Wind，申港证券研究所

公司积极使用股权激励政策，调动中高层管理层和员工积极性。自上市以来，汤臣倍健已出台 4 次股权激励政策，绑定中高层管理人员和核心员工，充分调动员工积极性，推动企业与员工共同成长，为公司长期发展注入动力。

表4: 汤臣倍健股权激励梳理

激励时间	激励方式	激励对象	激励数量占股本比例	行权条件/是否达标
2013/01	股票期权	中高层管理人员、核心技术人员等共计 135 人	1.07%	考核净利润增长率和净资产收益率, 仅 13 年达标。
2016/12	限制性股票	董事、高管等共 36 人	0.98%	考核营收增长率, 三年均达标。
2019/03	股票期权	中/高管及核心技术人员等共计 45 人	1.66%	考核营收增长率, 20 年不达标, 21-22 年均达标。
2020/01	股票期权	中层管理人员、核心技术人员等共 103 人	0.63%	考核营收增长率, 20 年不达标, 21-22 年均达标。

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

2.2 汤臣倍健业绩及估值复盘: 公司正处在新一轮增长周期

我们对汤臣倍健业绩及估值进行复盘:

- ◆ **公司具有较强的战略规划和调整能力。**复盘公司经营业绩, 公司历史上经历了四次冲击, 与行业风险事件、监管导向、渠道变革密切相关, 历次冲击后公司均能顺势迅速做出战略上的调整, 引导经营业绩重回增长。公司较强的战略规划和调整能力将引导公司持续蓬勃发展。
- ◆ **公司合理估值区间 26-28X。**复盘公司的估值, 我们认为与行业增速、公司自身经营业绩及市场情绪相关。行业增速决定了公司在这一阶段的估值区间, 而行业的竞争格局及公司自身的经营决定了公司所处区间的位置, 受益于居民健康意识提升的及人口老龄化, VDS 行业增速有望提至 10% 左右, 行业主要竞争渠道转变为线上后, 竞争更激励, 凭借高效的运营能力, 公司自身业绩增速有望达到 20% 以上, 综上我们认为公司合理估值区间位于 26-28X。

表5: 汤臣倍健业绩估值复盘

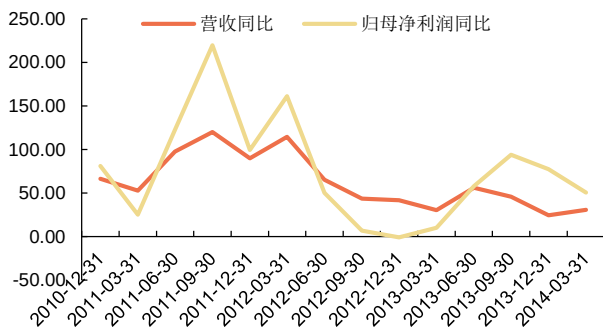
时期	VDS 行业增速	公司业绩增速	PE 区间	特殊事项
2011/01-2014/03	11-13CAGR12.5%, 13 年行业增速 17.6%	营收/归母净利 CAGR 为 62.4%/66.2%	40X 以上	-
2014/03-2014/12	14 年增速显著下滑至 12.1%	营收/归母净利增速下滑至 10% 以下	30-35X	-
2015	15 年增速略下滑至 10.3%, 基本稳定	营收/归母净利重回 20%/30% 以上	估值泡沫破灭后 35-45X	15 年上半年市场情绪强, 估值最高达到 76X
2016/01-2017/04	行业增速稳定在 10% 左右	营收/归母净利首次出现负增	33-35X	-
2017/05-2019/03	行业增速显著下滑	营收/归母净利重回 40% 以上	28-33X	18 年因收购 LSG 停牌, 规避一段下跌
2019.04-2019.11	行业低迷, 2019 年行业增速 2.5%	营收/归母净利持续下滑	24-28X	Lsg 减值预期 PE 跌至 20X
2019.12-2021.05	行业增速略回升至 5% 左右, 但仍较低迷	营收/归母净利恢复至 30%/50% 以上	28-32X	-
2021.06-2022.09	行业增速 5% 左右	营收/归母净利呈现低个位数或负增	20-22X	-
2022.10-2023.03	行业增速提升	营收/归母净利恢复增长	24-26X	-

资料来源: wind, 欧睿国际, 申港证券研究所

2.2.1 2011/01 至 2014/03 (↑): 高速发展期

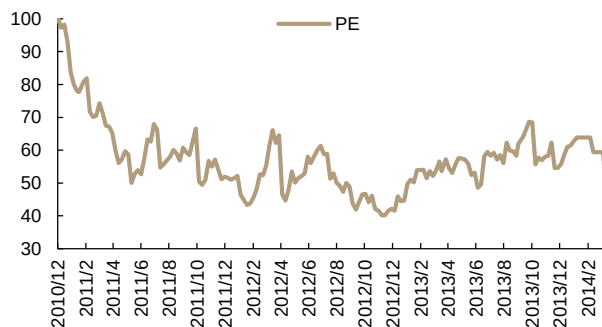
受益于终端迅速开拓及品牌宣传投入, 公司处于高速发展期, 期间公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 62.4% 和 66.2%, 股价上涨 214%, PE 维持在 40X 以上。

图16: 公司营收和归母净利润高增 (%)



资料来源: wind, 申港证券研究所

图17: 公司估值维持在 40X 以上



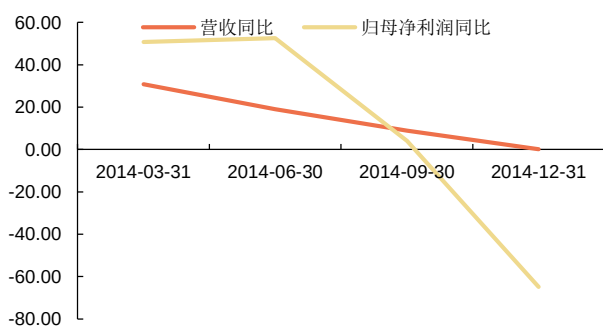
资料来源: wind, 申港证券研究所

2.2.2 2014/03 至 2014/12 (↓): 战略调整期

公司营收增速自 14Q2 起逐季下滑，期间公司股价跌幅-30.8%，PE 下跌至 30-35X。

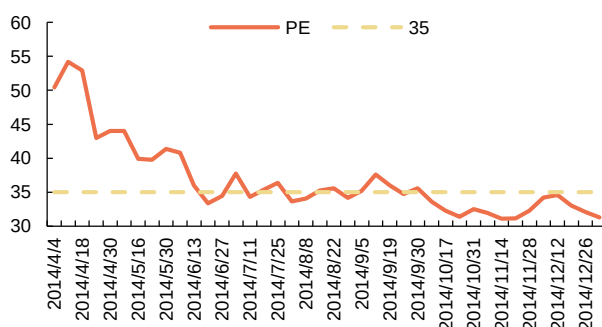
- ◆ **行业风险方面**，受新西兰恒天然事件影响，主产品蛋白质粉原料乳清蛋白紧缺，公司主品牌汤臣倍健的增速有所减缓。
- ◆ **监管政策方面**，行业监管机构发布规定，明确了以胶囊、片剂等为主要包装形式的营养补充剂，不能以普通食品进口，必须在国内报批保健食品批文，对进口膳食营养补充剂造成较大影响。因此公司对子公司奈梵斯的进口业务进行调整。
- ◆ **战略规划方面**，一方面，线上销售的冲击叠加营养中心与药店渠道产生冲突，公司对子公司广州佰健的连锁营养中心业务布局进行调整，对公司业绩带来负面影响。另一方面，公司加大了市场管理力度，将销售考核指标从网点增长调整为单店提升，一定程度上造成新增零售终端开拓速度放缓。

图18: 公司营收增速逐季下滑 (%)



资料来源: wind, 申港证券研究所

图19: PE 跌至 35X 以下



资料来源: wind, 申港证券研究所

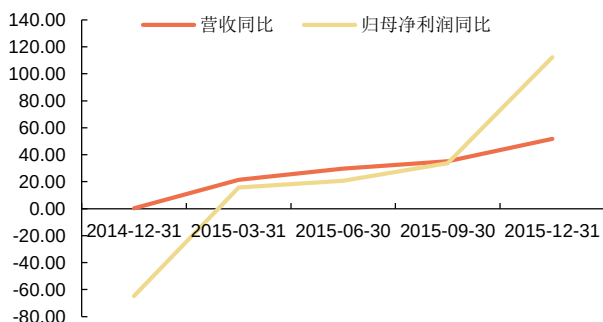
2.2.3 2015 (↑): 战略调整风险出清

公司经营业绩重回快增轨道，2015 年期间公司股价随市场情绪波动，全年录得涨幅 49.8%。自 7 月大盘风险消除后，PE 位于 35-45X 区间。

- ◆ 一方面 14 年引致公司业绩下滑的风险因素如蛋白粉原料短缺、子公司及营养中心调整已出清。

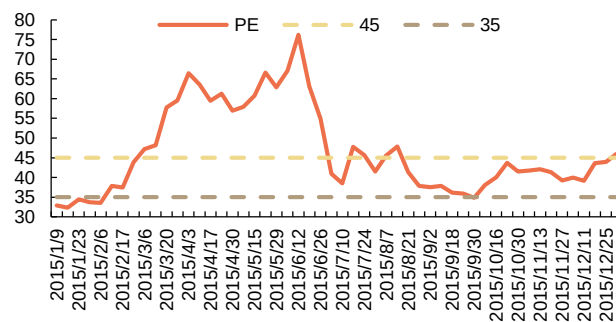
- ◆ 另一方面，公司网点扩张回到相对健康的轨道，且公司针对主品牌联合经销商、连锁药店在终端展开推广和服务，取得明显成效。

图20：公司经营业绩重回快增轨道（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

图21：大盘风险消除后 PE 位于 35-45X



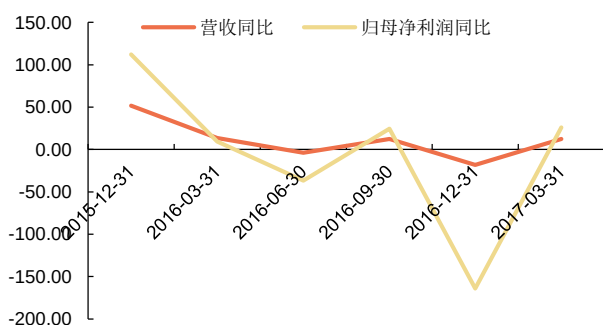
资料来源：wind，申港证券研究所

2.2.4 2016/01 至 2017/04 (↓)：渠道变革及产品策略改变带来冲击

2016 年公司业绩持续下跌，其中 Q2 和 Q4 营收首次出现负增。公司股价持续下跌，PE 跌至 33-35X 之间。

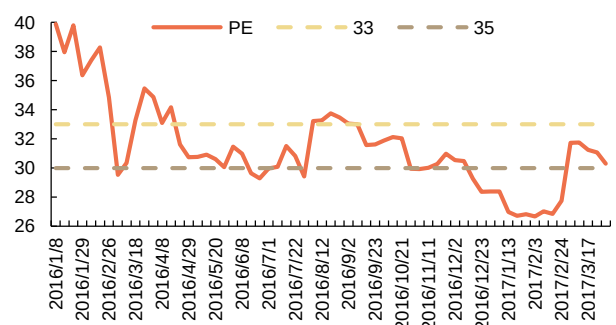
- ◆ 公司对健力多产品策略做出调整。由于健力多自 12 年推广以来采用单品运营模式，导致组织架构过于臃肿、整体管理效率不高、零售客户太广等一系列问题，最终令经营费用失控增收不增利，公司将健力多从收入考核转变为利润考核，在组织架构和销售模式方面做出调整，调整期间健力多收入出现负增长。
- ◆ 公司主要销售渠道药店销售不景气。一方面主要的医药连锁大都是上市企业，不会过度依赖于某个供应商，另一方面，跨境购的兴起对药店销售也有一定影响。

图22：公司营收首次出现负增（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

图23：PE 跌至 33-35X



资料来源：wind，申港证券研究所

2.2.5 2017/05 至 2019/03 (↑)：顺应渠道变化趋势调整战略

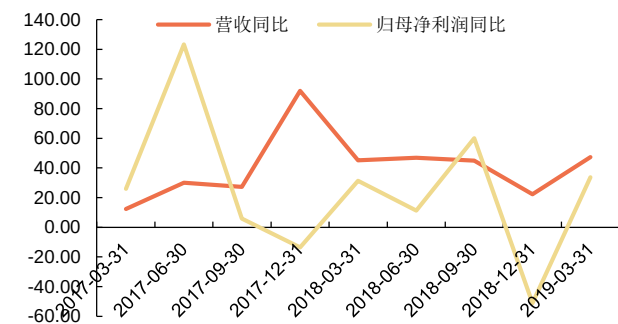
公司开始进行业务整合与结构性调整，启动大单品策略及电商品牌化，均取得明显成效，公司业绩恢复高增，期间 PE 位于 28-33X。

- ◆ 一是为打破线下渠道增速放缓的困境，公司采取大单品策略，通过高举高打增强消费者认知，为线下带来新的增量。公司将健力多纳入“汤臣倍健”主品牌

之下，集中和调动市场优势资源，践行核心单品模式，带动品牌价值的提升，健力多连续两年实现翻倍增长。

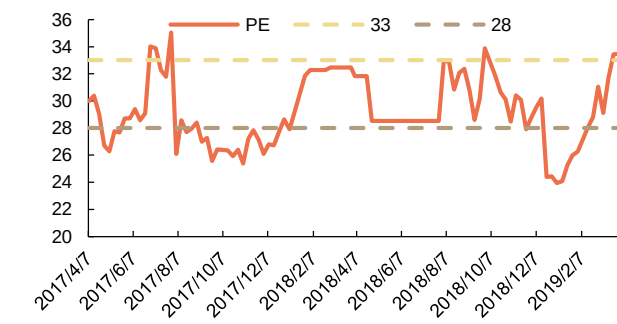
- ◆ 二是公司顺应线上发展较快的趋势，成立独立的电商部门，通过发展独立的电商品牌体系，推行线上、线下有区隔的品牌传播和沟通策略，使品牌年轻化。2018 年公司线上渠道占境内业务的 20%。
- ◆ 三是公司开展全球化并购切入细分赛道，2018 年公司收购澳大利亚益生菌品牌 LSG 和拜耳旗下具有 70 多年历史的儿童营养补充剂品牌 Penta-vite。

图24：战略转变带动营收高增 (%)



资料来源：wind，申港证券研究所

图25：PE 位于 28-33X



资料来源：wind，申港证券研究所

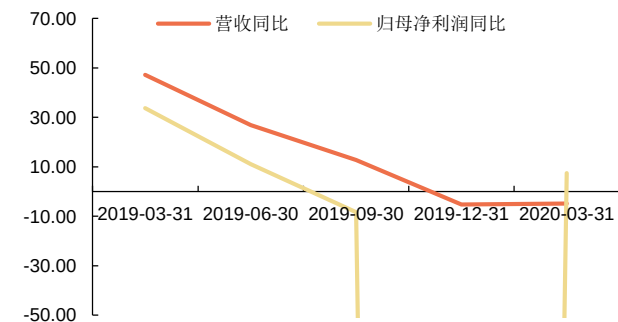
2.2.6 2019.04-2019.11 (↓)：政策密集出台带来冲击

保健品行业整治、医保政策和电商政策密集出台，公司业绩增速下滑，带动股价下跌，期间PE基本位于24-28X，年底LSG减值预期使得PE进一步下跌至20X：

一是政策密集出台对保健品行业带来一定的影响和冲击。受权威事件影响，国家相关部门联合对“保健”行业乱象和违规行为开展整治，此外，国家对药店行业改革和规范举措的不断出台。

二是受《电商法》实施影响，LSG 部分主要面对中国消费者业务的澳洲客户受到较大冲击，汤臣倍健对公司利润贡献为负，同时公司因收购 LSG 计提了大量的商誉及无形资产减值。

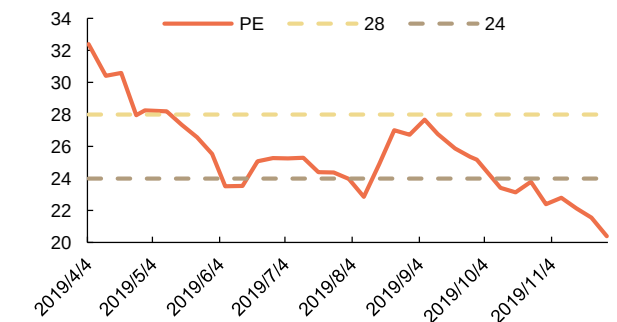
图26：政策密集出台引致公司经营业绩下滑 (%)



资料来源：wind，申港证券研究所

注：2019 年因计提 LSG 减值归母净利润同比-2669%，未在图中显示

图27：PE 位于 24-28X



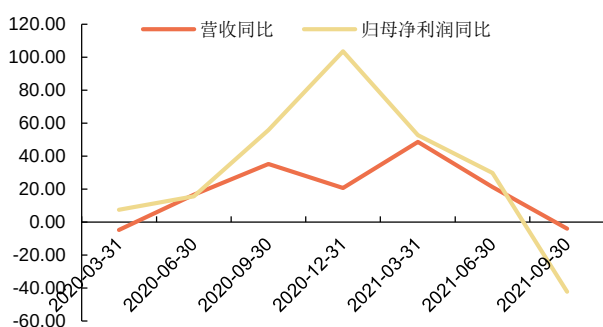
资料来源：wind，申港证券研究所

2.2.7 2019.12-2021.05 (↑): 线上渠道变革取得成效

公司营收重回增长态势，主要受益于线上渠道的迅速增长，期间股价上行，PE 位于 28-32X 区间（由于 19Q4 归母净利润为负影响，期间部分 PE 为负值，考量时剔除负值）：

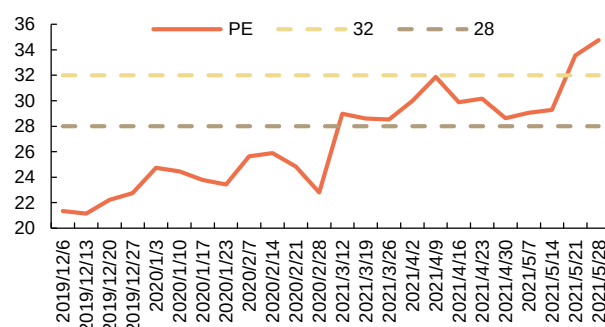
- ◆ **公司启动经销商裂变缓解线下渠道压力。** 线下渠道受到 19 年政策影响，叠加公共卫生事件，压力较大。为缓解线下渠道压力，公司启动经销商裂变，执行精细化管理，线下品牌销量维持优于行业增速。
- ◆ **线上渠道收入增速加快。** 2020 年公司并购了麦优，进一步整合电商方面的运营能力，并通过营销和产品推新符合产品年轻化和营销年轻化契合线上年轻消费者的需求。

图28：线上渠道变革取得成效带动公司营收重回增长 (%)



资料来源：wind，申港证券研究所

图29：PE 位于 28-32X (剔除负值)



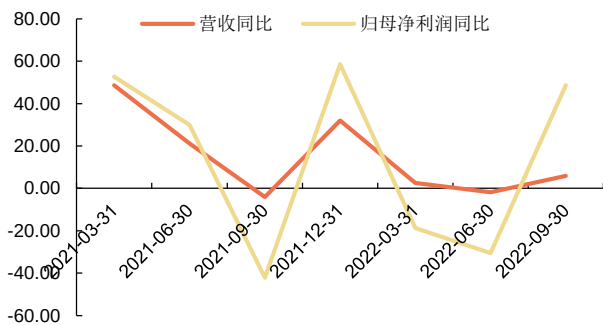
资料来源：wind，申港证券研究所

2.2.8 2021.06-2022.09 (↓): 宏观环境及市场竞争带来冲击

受公共卫生事件冲击及市场竞争加剧的影响，公司业绩增速自 21Q2 开始下滑，PE 跌至 20-22X：

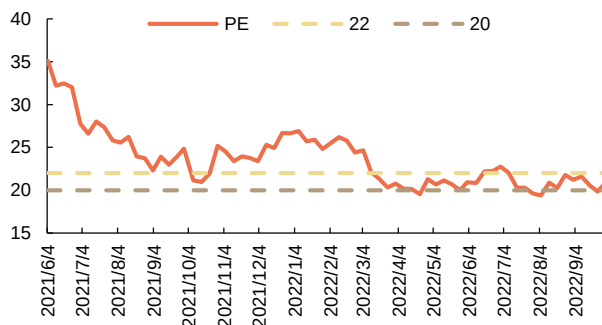
- ◆ **宏观环境方面**，公共卫生事件导致线下推广、线下人流及运输渠道受影响，对公司经营产生一定压力；
- ◆ **公司战略方面**，启动销售变革，通过梳理销售及赠品配比政策，创新动销和服务模式为渠道和零售终端带来增量利益，支持公司更健康和可持续的发展战略。短期内外部团队承压，零售终端也受到影响。大单品和以线下渠道为主的产品受线下销售变革影响相对较大。
- ◆ **竞争格局方面**，一是线上平台竞争格局和流量生态发生变化，公司 B2B 分销业务下降拖累整体线上表现。二是公司明星产品品类相对单一，储备新品受制于保健食品批文尚未获取，市场竞争加剧。

图30：宏观环境及市场竞争对公司经营带来冲击 (%)



资料来源：wind，申港证券研究所

图31：PE 跌至 20-22X



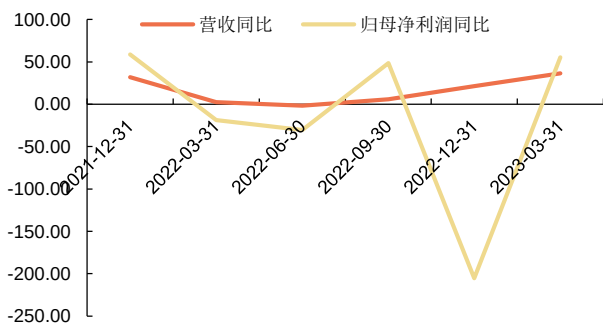
资料来源：wind，申港证券研究所

2.2.9 2022.10-2023.03 (↑)：环境改变带来行业需求上升

在宏观环境及消费环境转变的背景下，VDS 需求上升，公司业绩回归增长，期间股价上涨，PE 修复至 24-26X：

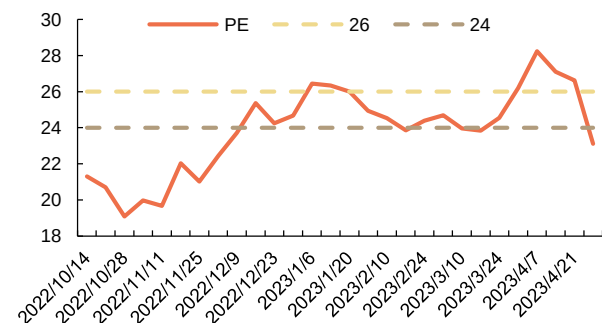
- ◆ **宏观环境方面**，公共卫生事件对线下人流带来的冲击减弱，公司线下渠道得到一定恢复。
- ◆ **消费环境方面**，消费者健康意识得到激发，与增强免疫力相关的产品，如蛋白粉、维生素 C 和益生菌等的需求剧增。

图32：行业需求上升带动公司业绩增长 (%)



资料来源：wind，申港证券研究所

图33：PE 修复至 24-26X



资料来源：wind，申港证券研究所

自 23 年以来，短期压制股价的因素已消除，同时消费者需求的突增带动公司业绩及估值修复。中长期来看，在 VDS 行业增速提升的环境下，我们认为影响公司业绩及估值的关键因素一方面在于线上渠道的争夺，另一方面在于大单品的打造。

3. 渠道变革：巩固线下基本盘 重点发力线上平台

渠道变革下，公司积极转变，多渠道稳步发展。在保健食品渠道快速变迁之下，从直销到药店再到线上平台的转变，公司不断探索并采取不同方式进行布局参与，抓住每一个新机遇稳步发展，筑成多渠道发展的 VDS 龙头企业。

3.1 药店渠道增长确定性强

药店渠道为公司重要的基本盘。2003年，公司选择以非直销渠道进入VDS行业，避免与安利等强势企业的竞争。VDS较高的毛利率赋予药店营销的动能，同时药店的专业性和品牌对VDS产品形成背书，两者相互赋能。“权健事件”后，直销渠道份额迅速萎缩，公司凭借药店渠道在VDS行业市占率上升至第一位。经过多年深耕，药店渠道成为公司重要的基本盘，23Q1占公司境内销售的67%。

公司凭借渠道建设和产品储备在药店渠道构筑起深厚的壁垒。在VDS行业药店渠道增速下滑时，公司通过大单品打造及营销战略转变维持药店渠道增速显著快于行业，市占率持续提升，根据中康CMH零售市场数据显示，2022年中国药店膳食营养补充剂整体增速为-1.7%，汤臣倍健增速为3.2%。

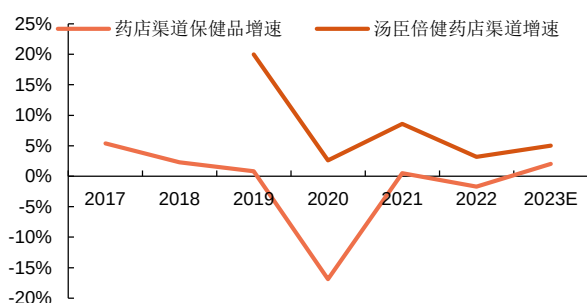
渠道建设方面，行业主要经销商和药店都是公司核心客户。公司渠道建设经历了从网点扩张、渠道深耕到精细化管理的过程，期间公司联动经销商、药店打造了成熟的动销模式和终端服务体系，在经销商团队和自身销售团队对终端的精细化服务下，公司、经销商与药店深度绑定。

产品储备方面，公司注册批文和备案凭证行业领先。药店渠道进入存在壁垒，只有通过注册或备案的保健食品才能进入药店售卖，因此渠道竞争格局较优。公司凭借优秀的研发实力持续专注产品的研发申请，蓝帽子储备丰富，截至2022年末，公司共拥有137个注册批文和149个备案凭证。

随着公司终端网点持续开拓及深耕，药店场景恢复，渠道增长确定性较强，预期药店渠道重回增长轨道。前期药店渠道受到医保政策变更及公共卫生事件影响，对公司经营带来较大冲击。由于消费者对于VDS的真实需求受环境激发，目前两个影响因素已趋于常态化。

- ◆ 2022年12月药店渠道保健品增速高达18%，考虑到公共卫生事件冲击导致消费者的免疫需求突增，之后将逐渐趋于常态化，预计2023年全年药店渠道保健品增速将恢复至2%。
- ◆ 由于公司在线下渠道壁垒深，加之公司对线下活动持续投入，如“营养天团”等，预计公司2023年全年药店渠道增速仍高于行业且快于2022年，预计达到20-22年平均水平4.4%。

图34：预计2023年药店渠道保健品增速恢复至2%



资料来源：中康CMH，公司公告，申港证券研究所

图35：药店渠道保健品销售增速（单月）



资料来源：中康CMH，申港证券研究所

3.2 线上平台重点发力

面对线上渠道的兴起，公司积极变革，并跟随线上渠道发展趋势不断调整优化渠道策略。公司战略取得成效，电商收入快速增长，2022 年占公司境内营收近 39%。2020 年天猫 VDS 类目中汤臣倍健品牌市场份额 6.98%，排名第一。京东商智数据显示，2020 京东医药保健行业中汤臣倍健市场份额 15.5%，排名第一。

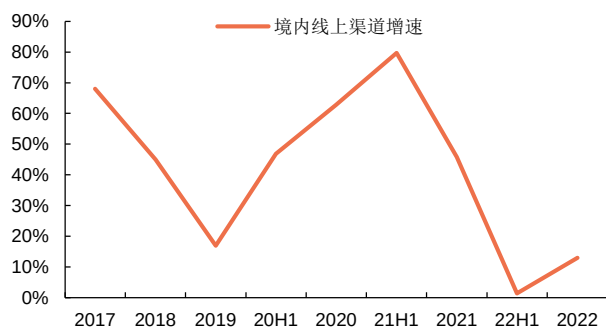
- ◆ **2012 年 VDS 线上渗透率迅速提升，公司通过第三方电商经销商麦优进行销售布局。**考虑到线上准入壁垒相对低、竞争激烈、用户粘性低且盈利弱于线下，彼时公司战略主要聚焦在线下药店渠道深耕，并没有对线上渠道进行针对性、高强度资源投入。
- ◆ **2014 年公司将线上业务上升为公司三大业务板块之一，提升线上渠道的战略高度。**同时公司启动品牌年轻化战略，开始打造电商渠道专供产品。公司线上渠道渗透率持续提升。
- ◆ **2017 年公司聚焦资源打造线上竞争优势。战略层面，**公司自 2017 年提出电商品牌化战略并不断升级到电商数字化，塑造品牌年轻化。**产品层面，**公司针对线上渠道年轻消费者轻功能、重体验的特点，采取差异化产品策略，增加推出电商渠道转供产品，2021 年上半年线上专供品收入占主品牌线上渠道收入的比例超 50%，体现了公司结合线上渠道消费者特性进行新品尝试的成果。**组织架构层面，**2020 年公司完成了电商业务的战略架构调整，并购麦优，形成以广州麦优和广东佰悦为境内电商渠道的两大主要运营主体，建立灵活高效的管控体系，增强电商运营能力。

线上渠道集中度低，公司重点发力打造竞争优势。整体来看，VDS 行业在线上渠道保持快速增长态势，但因线上渠道的准入门槛低且电商平台多元化，各品牌竞争激烈，线上渠道的集中度低，未形成稳定格局。根据欧睿数据，线上渠道在行业渠道结构中占比超四成，已成为占比最大的渠道，而公司在线上渠道还没有建立起足够的竞争壁垒，为此公司不断调整战略，持续构建线上渠道竞争优势。

- ◆ **打造线上专属品牌，并不断进行产品创新，不同品牌有各自品类策略，聚焦细分人群和场景。**目前阿里平台行业前 12 大品类中，公司在 7 个细分品类进入品牌前三。近两年来看“Life-Space”、“BYHEALTH”等品牌在线上渠道实现快速增长，在阿里平台的市场份额不断提升。
- ◆ **公司在战略层面重视线上渠道运营。**比如公司提出线上线下一体化变革，同时公司与阿里、京东等平台深度合作，利用平台策略中心对公司新品研发、精准营销与媒介投放等提供数字化指导。
- ◆ **平台流量转变转变至抖音、快手等新兴渠道，公司凭借产品创新能力迅速抢占市场。**伴随消费人群购物习惯、触媒习惯等的变化，线上电商平台流量也在发生变化，近些年抖音、快手等新电商渠道发展很快。一方面，抖音快手更多渗透到三线以下城市，是很好的教育场和转化场，有利于提高消费频次，扩大消费人群，提升行业空间。另一方面，新兴渠道对供应链反向定制的能力要求提高。公司在行业深耕多年，积累了洞察用户需求及不断满足客户需求的能力，能够提前进行布局和卡位。近几年公司在抖音平台加大布局且提升较快，占公司线上渠道收入的比例从 2021 年个位数上升至 2022 年双位数。

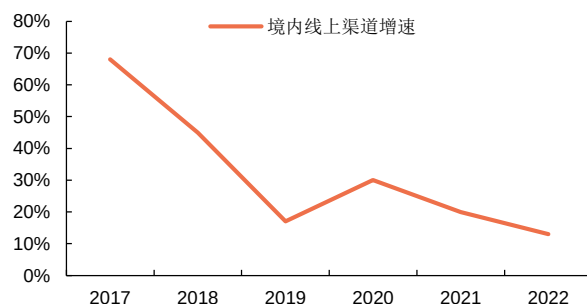
预计 23 年公司境内线上渠道增速提升至 30%。20H2-21H12 受麦优并表影响，公司线上渠道增速波动幅度较大，剔除掉麦优并表，20-22 年线上渠道 CAGR 为 24.6%，23 年是居民保健意识提升的元年，因此我们认为 23 年公司境内线上渠道增速将快于 20-22 年，但考虑到电商平台流量红利消失，增速将慢于 18 年及之前，综合考虑 23 年公司境内线上渠道增速将达到 30%。

图36：公司境内线上渠道增速波动较大



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图37：公司境内线上渠道增速（剔除麦优并表影响）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

4. 大单品战略：平台化运营策略的可复制性

公司自 2017 年提出大单品战略，将大单品标准设置为：零售规模达到 10 亿以上；该单品模式可复制到其他单品上；带动汤臣倍健全品类的销售增长。

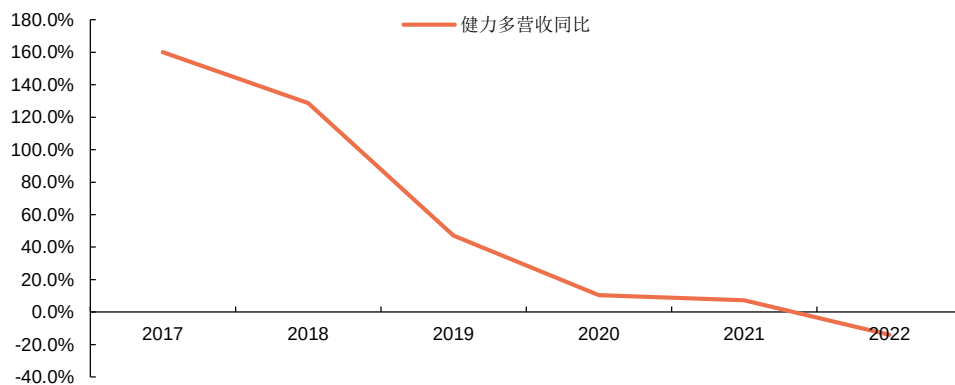
大单品战略本质上是通过公司构建的强渠道快速铺货叠加集中资源进行营销推广，进而带动优质产品的爆发式成长，成为细分赛道的绝对龙头，进一步通过大单品提升品牌拉力，品牌效益延伸至其余品类。

4.1 健力多：大单品战略的成功探索

健力多是公司聚焦骨关节细分领域于 2012 年推出的产品，也是探索大单品模式的第一个品类。

- ◆ **2012-2014（产品打造期）**：健力多为独立的品牌，2012 年推出以来，由子公司广东佰嘉负责运营，与主品牌运营模式不同，主要通过 KA、直销模式销售。
- ◆ **2014-2016（策略调整期）**：健力多自 2014 年开始爆发性增长，但由于单品运营模式带来的管理效率等问题导致费用过高，健力多连续亏损，因此公司从 2016 年开始将健力多的考核模式由考核收入变为考核利润。
- ◆ **2017-2019（大单品战略践行期）**：2017 年公司将健力多纳入主品牌下管理，一方面借助母公司的渠道资源迅速提升铺货率，另一方面，在集中资源推广健力多的同时提升品牌拉力，以带动主品牌增长。
- ◆ **2020-2022（产品衰退期）**：由于健力多主要依赖于线下渠道及新品文审批不及预期，自 20 年以来增速不断下滑。

图38：健力多营收下滑



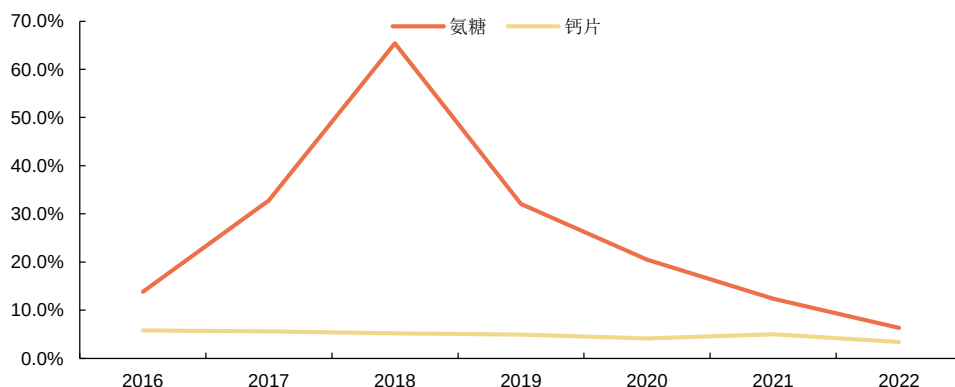
资料来源：公司公告，申港证券研究所

复盘健力多的成长路径，我们认为健力多成功的原因主要可以归纳为四点因素，分别为赛道、产品、渠道、营销：

健力多聚焦于骨关节的高成长性细分赛道。

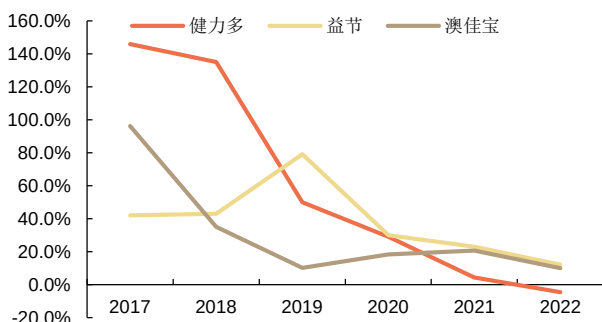
- ◆ **骨关节炎发病率高。**健力多品名为氨糖软骨素钙片，包含氨糖、软骨素、钙元素等营养成分，聚焦于骨关节细分领域。氨基葡萄糖是健康关节软骨的天然组织成分，随着年龄的增长，人体内的氨基葡萄糖的缺乏越来越严重，关节软骨不断退化和磨损。世界卫生组织数据显示，世界卫生组织估计 50 岁以上人群骨关节炎的发病率高达 50%。中国骨关节炎患者超过总人口的 10%。
- ◆ **氨糖软骨素能有效缓解骨关节炎。**骨性关节炎可以通过服用补充剂进行有效预防，但单纯补钙难以解决骨质疏松以外的老年人骨骼问题，尤其是以骨关节炎为代表的关节疼痛症状。而氨糖软骨素产品中有效成分更丰富，产品力更强。

图39：氨糖产品规模增速快于钙片产品

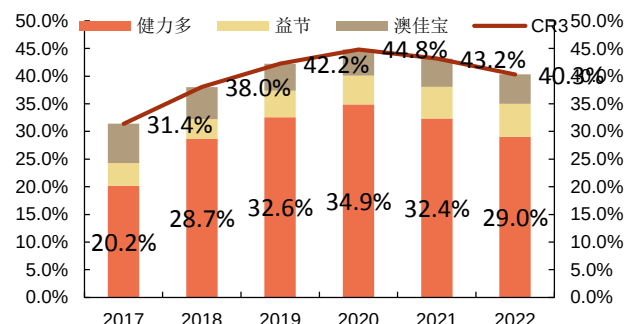


资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

产品功效性强。氨糖产品市场集中度较高，CR3 占到 40%以上，分别为健力多、益节（美国）、澳佳宝（澳大利亚），其中健力多占到 30%。根据天猫数据统计，澳佳宝日服用价最低，主要由于澳佳宝成分相对单一，而健力多所含有效成分种类更丰富，包含氨糖、软骨素、钙等，另外多添加了汉方骨碎补，因此虽然在氨糖日摄入量上低于另外两个品牌，但在成分上进行有效配比，用户体验较好。

图40：健力多 19 年前增速较快


资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

图41：氨糖产品集中度高


资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

表6：氨糖产品对比

品牌	产品	价格	日服用价	氨糖种类	日摄入氨糖	每日摄入软骨素	每日摄入钙含量
健力多	氨糖软骨素钙片	349 元/280 粒	4.99	硫酸氨糖	700	400	360
益节 (move free)	氨糖软骨素	379 元/240 粒	4.74	盐酸氨糖	1500	200	216
澳佳宝 (Blackmores)	氨基葡萄糖	208 元/180 粒	1.16	硫酸氨糖	1500	0	0

资料来源：淘宝，申港证券研究所

借助主品牌搭建的渠道壁垒迅速提升铺货率。

- ◆ 2016 年底公司将健力多销售部门并入主品牌，利用主品牌在药店和线上已建立的渠道优势实现迅速铺货，健力多的目标定位人群为老年人和运动人群，其中老年人恰好是药店渠道主要的消费群体，因此药店渠道铺货率提升迅速推动健力多收入上涨。
- ◆ 2020 年公司开启经销商裂变计划，要求各经销商成立专门的 " 健力多 " 销售团队，解决了经销商推新品动能不足的问题，经销商运营人数大幅提升，同时推动健力多网点铺货率迅速提升。

加大营销投放，加强消费者培育。公司确立健力多大单品战略地位后，将资源聚焦健力多，加大费用投放，采取先高举高打、后精准投放的营销策略。

- ◆ 线上方面，2017 开始，健力多在央视、卫视、地方台等传统渠道上持续高密度的投放广告，在大热门电视剧《人民的名义》中贴片、冠名央视节目《健康之路》，高举高打，快速建立了健力多的产品知名度。随后定位中老年人微信、广场舞 APP 平台等进行信息投放，精准触达目标人群。
- ◆ 线下方面，公司加强和终端的深度合作，通过营养导购、会员店检测体系等配套进行营销；同时公司针对全国重点核心城市开展了广场舞形式的健力多路演活动，配合骨健康检测、骨健康讲座等销售手段，伴以大量的促销活动打开市场，推进消费者培育。

预计氨糖产品市场未来三年 CAGR 为 5.4%。主要测算依据如下：

- ◆ 根据世界卫生组织，目前我国骨性关节炎患者 65 岁以上人群发病率为 60-70%，因此 65 岁以上人群对于骨关节的保养需求更大，是氨糖产品的主要消费群体。
- ◆ 年消费额主要参考规律性使用健力多氨糖软骨素的价格。

- ◆ 相比骨关节炎发病率，氨糖渗透率仍偏低，随着消费者保健意识的提升，预计未来氨糖渗透率仍维持逐年提升的态势。

表7：氨糖市场规模预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
65 岁以上人口(万人)	15961	16724	17767	19064	20059	21035	21766	22526	23316
年消费额(元)	1825	1825	1825	1825	1825	1825	1825	1825	1825
渗透率	1.4%	2.2%	2.7%	3.0%	3.2%	3.3%	3.35%	3.40%	3.45%
氨糖零售额(百万)	3983.2	6590.0	8700.6	10484.2	11784.3	12526.7	13307.4	13977.3	14680.5
YOY		65.4%	32.0%	20.5%	12.4%	6.3%	6.2%	5.0%	5.0%

资料来源：wind，欧睿国际，申港证券研究所

预计健力多增速有望恢复正增长。23 年初公司成立了健力多事业部，对健力多品牌进行全渠道规划，从更高维度进行品牌资源最优分配，“健力多”品牌在线下渠道分销率、细分品类市占率等方面仍有提升空间，产品矩阵的丰富也将拓展消费人群，为“健力多”品牌带来收入增量。

- ◆ 拓宽产品矩阵，卡位细分人群。公司于 2022 年推出葛根片和红氨新品，拓宽产品矩阵，给予消费者更多选择。

表8：健力多产品矩阵

	产品	价格(元/片)	日服用价(元)	日摄入氨糖(mg)	每日摄入软骨素(mg)	每日摄入钙含量(mg)	添加物
健力多	葛根片	289/240	4.8	600	518.4	326.4	草本葛根
	蓝瓶	349/280	5.0	714	408	367.2	骨碎补
	红瓶	259/192	5.4	700.8	552	324	鸡软骨提取物

资料来源：淘宝，申港证券研究所

- ◆ 通过健力多 HIGHFLEX 海外产品对标益节氨糖软骨素产品发力线上年轻人群。“健力多 HIGHFLEX”成为杭州亚运会官方骨健康营养产品供应商，世界冠军马龙出任健力多 HIGHFLEX 品牌健康大使，进一步提升品牌势能。

表9：HIGHFLEX 产品对标益节

	产品	价格(元/片)	日服用价(元)	日摄入氨糖(mg)	每日摄入软骨素(mg)	MSM (mg)	钙 (mg)
HIGHFLEX	绿瓶	194/120	4.85	1500	250	1500mg	80
	红瓶	189/140	4.05	1500	250	-	80

资料来源：淘宝，申港证券研究所

4.2 大单品战略延续：构筑公司业绩长期增长基础

除健力多外，目前公司储备了健视佳（眼健康）、健甘适（肝健康）和舒百宁（降血脂），预计仍可继续复制健力多大单品成功模式。

从细分赛道看，三款产品均处于高成长性赛道。

- ◆ 健视佳：目标人群为视力易疲劳者和近视患者，占全国人口的 50% 以上，覆盖用眼过度的青少年和视力减弱的中老年人。
- ◆ 健甘适：目标人群为熬夜、饮酒和高油脂饮食的人群，护肝类 VDS 产品潜在需求较大。智研咨询数据显示，我国护肝保健品市场规模从 2012 年的 20.2 亿元增长到了 2019 年的 84.9 亿元，人均消费金额从 2012 年的 1.49 元/人增长到了 2019 年的 6.06 元/人。

- ◆ 舒百宁：目标人群为中老年高血脂人群。根据《中国心血管病健康和疾病报告 2021》，我国心血管患病率处于持续上升阶段，每 5 例死亡中就有 2 例死于心血管病。

从产品功效看，三款产品均具有较强的竞争优势。

- ◆ 健视佳：主要原料为越橘提取物、叶黄素酯、天然 β -胡萝卜素等，含有重要的护眼成分青花素、 β -胡萝卜素和蓝光过滤剂，对比鱼油和滴眼液，功效更强，成分更安全。
- ◆ 健甘适：产品经动物实验评价，对化学性肝损伤有辅助保护功能。
- ◆ 舒百宁：当前心脑血管领域的产品以鱼油、大豆磷脂类为主，舒百宁主要成分为纳豆冻干粉和红曲粉，相结合能增强降血脂功效。

从渠道端看，公司线下渠道具备绝对优势，三款产品均能借助公司渠道实现线下迅速铺货。

- ◆ 健视佳：2018 年开始在部分省、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；2020 年公司进一步调整和扩大试点区域；2021 年健视佳转向全国推广，通过广告投放和活动举办提升品牌知名度。
- ◆ 健甘适：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。
- ◆ 舒百宁：2021 年 4 月开始渠道铺货，当前在药店渠道采取类药模式推广。

从营销端看，考虑到资源分配，较难同时进行高密度集中式广告投放和线下活动，23 年重点将聚焦健视佳，其他两款产品仍处于培育期，因此预计 23 年健视佳将维持较快增长。

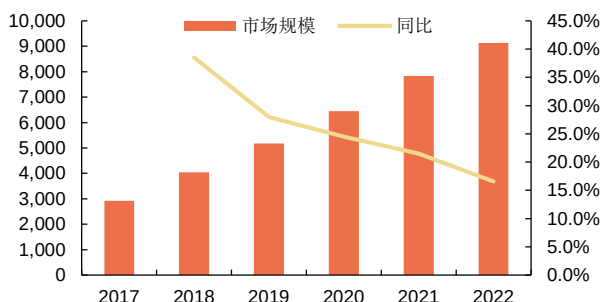
4.3 Lifespace：重点培育 放量可期

4.3.1 益生菌行业提速扩容

近年来我国益生菌补充剂市场规模迅速扩大。欧睿数据显示，2017-2022 年我国益生菌补充剂零售规模 CAGR 为 25.6%，截至 2022 年，我国益生菌膳食补充剂市场规模 91.3 亿元。

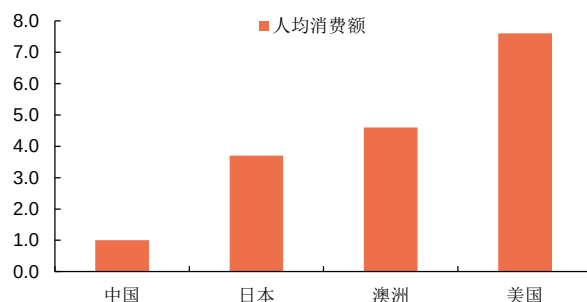
我国益生菌补充剂人均消费额显著偏低。2022 年我国益生菌补充剂人均消费金额为 1 美元，远低于日本和美国的人均消费额 3.7 美元和 7.6 美元，我国益生菌补充剂市场发展空间较大。

图42: 我国益生菌补充剂行业增速快 (亿元)



资料来源: 欧睿国际, 申港证券研究所

图43: 我国益生菌补充剂人均消费额显著偏低 (美元/人)

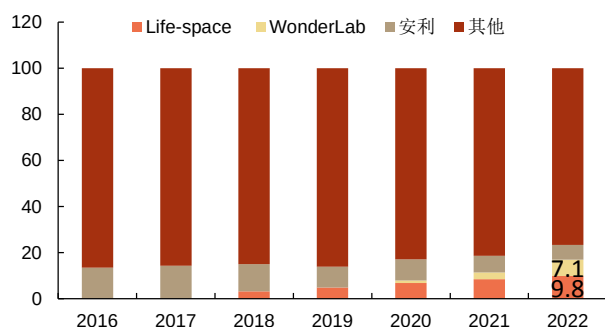


资料来源: 欧睿国际, 申港证券研究所

我国益生菌补充剂发展将提速。随着消费者消费能力的不断提升和对益生菌功效认知的提升, 益生菌补充剂的市场空间仍然较大。

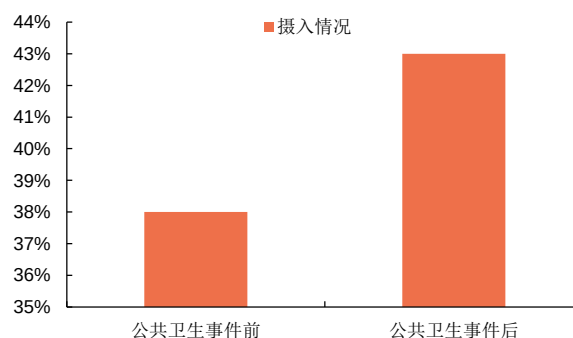
- ◆ **22 年前行业发展主要由企业供给推动。**纵观我国益生菌行业发展历程, 18 年前主要由安利纽崔莱引领行业的发展, 18 年 life space 并入汤臣倍健, 20 年 Wonderlab 获资本推崇, 两者接棒纽崔莱推动行业发展。
- ◆ **22 年后消费者需求被激发, 行业将提速扩容。**根据 Kantar 的最新数据, 与公共卫生事件前相比, 新增 5% 的消费者开始使用益生菌补充剂, 并且在公共卫生事件结束后, 大部分的消费者表示仍将继续选择补充益生菌, 反映出公共卫生事件强化了人们对益生菌类营养保健品的依赖。2022 年益生菌补充剂成为阿里平台行业第二大品类, 同时“Life-Space”品牌在 2022 年进入阿里平台前十大品牌。

图44: 我国益生菌行业格局 (%)



资料来源: 欧睿国际, 申港证券研究所

图45: 公共卫生事件后使用益生菌补充剂人群增加



资料来源: Kantar, 申港证券研究所

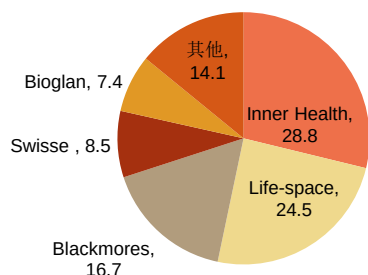
预计 23 年全年益生菌补充剂行业增速将达到 50%。

- ◆ **上游材料端, 一然生物一季度益生菌处于满负荷生产状态, 订单量同比翻三倍;** 益生菌补充剂生产端, 合生元益生菌和营养补充品业务同比增长达 70.6%, life space 益生菌同比增长 76%, 预计益生菌补充剂 23Q1 同比增长 60%。
- ◆ **23Q1 益生菌消费主要受到居民增强免疫力需求的带动, 而对于消费者构建长期消费习惯则需要企业持续进行品类教育和品牌输出。**另外, 考虑到 22Q4 益生菌消费的高基数, 预计全年增速会较 23Q1 下滑, 达到 40%。

4.3.2 life space 定位第二个大单品

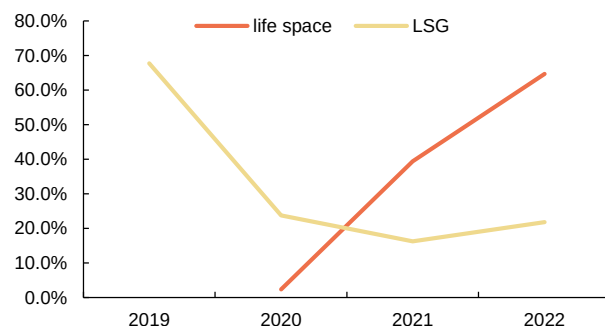
公司于 2018 年 8 月收购澳洲益生菌领先企业 LSG。LSG 是澳洲益生菌市场规模领先的企业，为进一步丰富公司产品矩阵，推进品牌国际化，公司于 2018 年 8 月完成对 LSG 的收购切入益生菌赛道，以覆盖更广泛消费人群。

图46：LSG 是澳洲益生菌领先企业



资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

图47：LSG 和 life space 营收高增



资料来源：wind，申港证券研究所

LSG 业务运营主要分为境外业务和国内业务：

LSG 境外业务增长主要来源于跨境电商。LSG 境外业务主要分为澳洲本地药房、跨境电商和代购业务，其中跨境电商为 LSG 的重要业务渠道，占比超 6 成。

- ◆ 2019 年实施的《电商法》规范了代购业务，大量个人代购退出市场，导致境外营收不及预期，2019 年公司对收购 LSG 产生的商誉进行减值。
- ◆ 20 年后公共卫生事件对本地药房、代购业务都产生了严重冲击，LSG 澳洲本地营收增速快速下滑，但跨境电商渠道仍保持高速增长，拉动 LSG 境外业务维持正增长。
- ◆ 随着前述影响消退，23Q1 LSG 实现营收 2.66 亿元，同比恢复高增 58.33%。

国内业务方面，线下占据主要消费渠道，随着铺货率提升，有望实现迅速放量。

- ◆ **线下业务方面**，2020 年 1 月 life space 获得“蓝帽子”标志，为进入药店铺货做准备，同时公司为 Life-space 设立完全独立的经销商体系，期望借助公司在线下渠道的强渗透力，实现迅速铺货，但 2020 年上半年受公共卫生事件影响国内线下铺货进度有所滞后。2023 年，公司“Life-Space”国内产品在公司已覆盖药店渠道的分销率、有效终端网点数量上仍有较大提升空间，预计，随着铺货率提升，life space 线下渠道能实现更快的放量。
- ◆ **加大“Life-Space”品牌在国际市场的布局和拓展，不断提高对国际市场的渗透率。**公司实施“走出去”战略，目前已在东南亚部分国家通过入驻主流跨境电商平台、经销商合作和设立子公司本地化运营等销售模式布局“Life-Space”品牌海外市场拓展。

预计 2023 年 LSG 和 Life space 营收分别同比增长 34%和 50%。2023 年，公司将 Life-Space 确立为战略品牌，将加大资源投入，以推动其在中国线下及跨境电商

商市场的高速增长，预计 Life space 有望实现快于益生菌行业的增速。

表10: life space 营收预测 (亿元)

		2022	2023E	2024E	2025E
LSG	跨境	4.82	7.23	10.12	13.66
	YOY		50%	40%	35%
	本地	3.21	3.53	3.82	4.04
	YOY		10%	8%	6%
	合计	8.03	10.76	13.93	17.70
life space	YOY		34.0%	29.5%	27.1%
	国内	3.03	4.55	6.36	8.59
	YOY	64.7%	50%	40%	35%

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

预计公司 23-25 年营收分别为 93.8 亿元/110.1 亿元/126 亿元，分别同比增长 19.3%/17.4%/14.5%，分产品方面：

- ◆ 健力多方面，2022 年受到新批文审批不及预期以及线下药店渠道客流下降影响，收入出现下降，预计在药店客流回暖以及健力多新版本发力下，2023 年起健力多增速将企稳，23-25 年健力多营收同比增长 0%/5%/5%。
- ◆ LSG 方面，益生菌品类 23 年起显著受益于公共卫生事件，同时公司聚焦资源推广 life space 益生菌，目标打造为第二个大品牌，预计未来几年保持较快增长，其中国内业务 life space 23-25 年营收同比增长 50.2%/40%/35%，海外业务方面 LSG 23-25 年营收同比增长 34.4%/30%/27%。
- ◆ 主品牌方面，主要以维生素、矿物质、蛋白粉、Yep 功能食品等为主，其中维生素、矿物质、蛋白粉等主要功能为增强免疫力，为 23 年公司重点发力产品，预计 23-25 年营收同比增长 18.7%/15%/10%。

表11: 公司业绩预测拆分

产品系列		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主品牌	收入 (亿元)	35.78	44.45	44.45	52.76	60.67	66.74
	同比增速		24.23%	0.00%	18.69%	15.00%	10.00%
	收入占比	58.7%	59.8%	56.5%	56.3%	55.1%	52.9%
健力多	收入 (亿元)	13.13	14.08	12.10	12.10	12.70	13.34
	同比增速		7.24%	-14.06%	0.00%	5.00%	5.00%
	收入占比	21.5%	18.9%	15.4%	12.9%	11.5%	10.6%
life space	收入 (亿元)	1.32	1.84	3.03	4.55	6.37	8.60
	同比增速		39.39%	64.67%	50.20%	40.00%	35.00%
	收入占比	2.2%	2.5%	3.9%	4.9%	5.8%	6.8%
LSG	收入 (亿元)	5.67	6.59	8.03	10.79	14.03	17.82
	同比增速		16.23%	21.85%	34.41%	30.00%	27.00%
	收入占比	9.30%	8.87%	10.21%	11.51%	12.75%	14.14%
其他	收入 (亿元)	5.05	7.35	11.00	13.57	16.29	19.54
	同比增速		45.54%	49.66%	23.38%	20.00%	20.00%
	收入占比	8.29%	9.89%	13.99%	14.47%	14.80%	15.50%
主营业务收入 (亿元)		61.0	74.3	78.6	93.8	110.1	126.0
综合毛利 (亿元)		38.3	49.1	53.7	63.8	74.3	84.4
综合毛利率		62.82%	66.06%	68.28%	68.00%	67.50%	67.00%

资料来源: wind, 申港证券研究所

我国 VDS 行业开启成长新周期，公司作为 VDS 行业国内龙头企业，短期看随着线下人流恢复、渠道调整完成等，公司基本面已见底，长期看公司能享受行业发展的红利，并凭借优秀的管理力、产品力和渠道力构筑壁垒，取得快于行业的增速。我们预计公司 23-25 年营收为 93.78 亿元/110.07 亿元/126.05 亿元，同比 +19.3%/+17.4%/+14.5%，归母净利润为 18.07 亿元/21.73 亿元/25.48 亿元，同比 +30.4%/+20.2%/+17.3%，EPS 分别为 1.06、1.28、1.5，对应 PE 分别为 21.91、18.23、15.54。参考可比公司估值，给予公司 23 年 26X PE，对应目标价为 27.63 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：可比上市公司估值

代码	名称	总市值	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300791.SZ	仙乐健康	58 亿	1.72	2.24	2.78	18.6	14.29	11.5
000423.SZ	东阿阿胶	323 亿	1.52	1.83	2.21	32.36	26.94	22.31
603896.SH	寿仙谷	87 亿	1.74	2.2	2.75	25.55	20.18	16.14
平均估值						25.5	20.5	16.7

资料来源：wind，申港证券研究所

6. 风险提示

盈利预测中假设偏离真实情况的风险。我们对公司业绩的预测主要基于各类产品的营收增速。公司的实际经营成果可能不及我们的假设条件，因此盈利预测与公司未来的业绩可能出现一定偏差。对于 2023 年业绩：

- ◆ 如果公司主品牌营业收入增速较假设下降 1pct，则归母净利润较假设-1.3%。
- ◆ 如果公司健力多营业收入增速较假设下降 1pct，则归母净利润较假设-0.4%。
- ◆ 如果公司 life space 营业收入增速较假设下降 1pct，则归母净利润较假设-0.1%。
- ◆ 如果公司 LSG 营业收入增速较假设下降 1pct，则归母净利润较假设-0.2%。
- ◆ 如果公司其他产品营业收入增速较假设下降 1pct，则归母净利润较假设-0.3%。

主要原材料价格波动风险。公司产品品种较多，原料较为分散，原料采购价格的上涨将对产品毛利率产生一定影响。同时，随着募投项目的投产，原料需求不断增加，可能出现某些原料供应量短缺，不能满足公司生产销售需求。公司通过储备多家供应商、寻找替代原料、加强生产管理控制等方式满足公司原料需求，并通过签署专供基地战略合作、远期锁价等方式尽量控制原料价格上涨带来的风险，但仍不能排除未来几年内对公司生产经营产生一定影响。

产品质量和食品安全风险。膳食营养补充剂产品众多，涉及原辅料更多，存在一定产品质量风险。如公司在产品原料采购、生产与销售环节出现质量管理问题，或因其他原因发生产品质量问题，将影响公司的信誉和产品销售。

政策风险。随着国家相关政策、行业法规、标准建设等逐步出台与落地，膳食营养补充剂行业监管日趋严格，行业规范化程度和准入门槛进一步提高，将对行业的长期发展和竞争格局产生重大影响，企业面临的压力和挑战增大。若公司未来不能采取有效措施应对膳食营养补充剂行业政策的重大变化，不能持续提高自身竞争力，公司的盈利能力有可能会受到重大不利影响。

市场竞争加剧的风险。近年来，膳食营养补充剂行业市场容量迅速扩大，公司面临因国际领先企业进入中国市场、大型药企和食品企业介入等而导致行业竞争加剧的风险，尤其是海外品牌借助跨境电商等新业态，逐步改变行业竞争生态，给行业带来更多不确定性。公司若不能在新产品研发、销售渠道、品牌、服务等方面取得突破，将可能导致公司产品竞争力下降，从而影响公司盈利能力。

商誉减值的风险。2018 年末，公司合并报表商誉账面价值为 21.66 亿元，因合并 LSG 形成的无形资产为 14.14 亿元。受《电子商务法》实施影响，2019 年 LSG 在澳洲市场的业绩未达成预期，根据《企业会计准则第 8 号-资产减值》相关规定，公司对合并 LSG 形成的商誉进行了减值测试，计提商誉减值准备 10.09 亿元，计提无形资产减值准备 5.62 亿元并转销递延所得税负债 1.69 亿元，对公司 2019 年度业绩带来重大不利影响。2022 年末，公司合并报表商誉账面价值 11.42 亿元。若 LSG 未来在澳洲市场的经营环境持续恶化或在中国市场业务推广不达预期等，公司将仍面临商誉减值风险，可能对公司当期损益造成一定影响。

表13: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7431	7861	9378	11007	12605	流动资产合计	7339	7304	9472	10858	12175
营业成本	2522	2493	3001	3577	4160	货币资金	2902	2961	3597	4222	4835
营业税金及附加	74	77	93	108	124	应收账款	290	330	380	454	516
营业费用	2478	3169	3705	4084	4507	其他应收款	23	23	28	33	38
管理费用	388	391	388	457	524	预付款项	136	229	219	261	303
研发费用	150	158	150	192	220	存货	833	899	1036	1263	1452
财务费用	-31	-36	8	57	95	其他流动资产	2866	957	2379	2792	3198
资产减值损失	-19	-19	-19	-19	-19	非流动资产合计	5627	5853	5580	6260	6896
公允价值变动收益	69	-178	-54	-116	-85	长期股权投资	281	445	445	445	445
投资净收益	120	191	155	173	164	固定资产	829	904	1288	1859	2344
营业利润	2027	1609	2122	2577	3043	无形资产	806	748	665	592	528
营业外收入	163	103	133	118	126	商誉	1120	1142	1142	1142	1142
营业外支出	12	8	10	9	9	其他非流动资产	883	1138	1236	1450	1661
利润总额	2178	1705	2246	2686	3159	资产总计	12966	13158	15053	17118	19070
所得税	412	294	406	474	564	流动负债合计	2071	2122	2920	3806	4298
净利润	1766	1411	1840	2212	2595	短期借款	0	0	693	1486	1887
少数股东损益	12	25	33	40	47	应付账款	408	367	457	545	634
归属母公司净利润	1754	1386	1807	2173	2548	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	2915	2430	2395	2973	3509	一年内到期的非流动负	33	20	20	20	20
EPS（元）	1.06	0.82	1.06	1.28	1.50	非流动负债合计	358	279	279	279	279
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	2429	2401	3198	4085	4577
营业收入增长	21.93%	5.79%	19.29%	17.37%	14.52%	少数股东权益	43	63	96	136	183
营业利润增长	13.31%	-20.60%	31.89%	21.41%	18.07%	实收资本（或股本）	1700	1700	1700	1700	1700
归属于母公司净利润增长	15.07%	-20.99%	30.40%	20.22%	17.30%	资本公积	6174	6113	6113	6113	6113
获利能力						未分配利润	2037	2132	3059	4058	5298
毛利率(%)	66.06%	68.28%	68.00%	67.50%	67.00%	归属母公司股东权益合	10494	10693	11772	12931	14371
净利率(%)	23.77%	17.95%	19.62%	20.10%	20.59%	负债和所有者权益	12966	13158	15066	17151	19131
总资产净利润(%)	13.53%	10.53%	12.01%	12.69%	13.36%	现金流量表					
ROE(%)	16.71%	12.96%	15.35%	16.80%	17.73%	单位:百万元					
							2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
偿债能力						经营活动现金流	1819	1379	550	1753	2163
资产负债率(%)	18.74	18.25	21.23	23.81	23.93	净利润	1766	1411	1840	2212	2595
流动比率	3.54	3.44	3.24	2.85	2.83	折旧摊销	215	212	265	339	371
速动比率	3.14	3.02	2.89	2.52	2.49	财务费用	-31	-36	8	57	95
营运能力						应付帐款减少	-126	-40	-50	-74	-61
总资产周转率	0.66	0.60	0.66	0.68	0.69	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	32.69	25.33	26.39	26.37	25.98	投资活动现金流	-2354	-131	114	-964	-938
应付账款周转率	19.62	20.29	22.76	21.96	21.38	公允价值变动收益	69	-178	-54	-116	-85
每股指标（元）						长期股权投资减少	-69	-164	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	1.06	0.82	1.06	1.28	1.50	投资收益	120	191	155	173	164
每股净现金流(最新摊薄)	0.65	0.01	0.37	0.37	0.36	筹资活动现金流	1643	-1227	-28	-164	-612
每股净资产(最新摊薄)	6.17	6.29	6.92	7.60	8.45	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	-144	0	0	0	0
P/E	21.97	28.40	21.91	18.23	15.54	普通股增加	119	0	0	0	0
P/B	3.77	3.70	3.36	3.06	2.76	资本公积增加	2977	-61	0	0	0
EV/EBITDA	12.60	15.09	15.33	12.41	10.45	现金净增加额	1109	20	636	625	613

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上