

## 科技立身，差异化立身

### ——汤臣倍健(300146)首次覆盖报告

## 买入|首次推荐

#### 报告要点:

##### ● 膳食营养补充剂领先企业，管理层经验丰富

1) **膳食营养补充剂领先企业。**2022年，公司收入、归母净利润分别为78.61、13.86亿元，2007-2022年CAGR分别为37.41%、37.15%；公司公告预计2023年归母净利润15.94-18.71亿元，同比增长15%-35%，扣非归母净利14.24-17.21亿元，同比增长3.5%-25.1%。

2) **管理层经验丰富。**公司实控人兼董事长为梁允超先生，截至23/10/27，共持有公司41.78%股权。梁允超先生从业20余年，曾任民营保健企业“太阳神”的江苏市场、上海分公司的负责人，1995年辞职创业，1998年瞄准VDS市场并率先将其引入国内，历经20余年将公司打造成VDS领先企业。

##### ● VDS行业：2023年市场规模约2,253亿元

1) **2023年中国VDS市场规模约2,253亿元。**根据欧睿数据，2023年中国维生素与膳食补充剂(VDS)行业零售总规模约2,253亿元，2009-2023年CAGR约9.45%，2023-2028年CAGR预计约为5.40%。

2) **科技立身打造独特优势。**2022年2月，公司确立了“科学营养”强科技企业转型战略的具体实施路径和月亮目标，致力成为全球科技力和创新力最强的VDS企业之一，通过“硬科技”产品力和科技竞争力，放大汤臣倍健独特优势。2023年公司在VDS行业的市占率领先，达10.4%。

##### ● 渠道护城河稳固，产品、服务铸基石

1) **渠道护城河稳固。**公司通过药店、商场等非直销渠道起家，2012年销售终端数量已超过3万个，线下渠道市占率领先。2015年公司进军线上市场，2022年境内线上收入占比已达39%。

2) **VDS标杆企业，产品、服务领先。**公司坚持原料取自全球，通过产品差异化及优质服务，铸造坚固护城河。

##### ● 线上加速渗透，多品类共促增长

1) **多品类共促增长。**2022年，公司提出，主品牌通过形象产品、明星产品、高潜产品的多组合产品策略，拓展全品类发展空间；大单品方面，超级大单品健力多继续巩固领导地位，其他潜力大单品采用差异化市场策略加速成长；同时公司加大对Life Space的资源投入，巩固在细分人群、细分功能专业益生菌市场的领导地位。

2) **线上加速渗透。**公司全面发力线上，对标行业线上渠道渗透率(超4成)和公司线下渠道市占率领先的品牌效应，公司线上渠道市占率仍存提升空间，线上渠道收入有望保持较快增长。

##### ● 投资建议

我们预计2023、2024、2025年公司归母净利润分别为17.43、20.55、23.91亿元，同比增长25.77%、17.90%、16.36%，对应1月29日PE分别为15、13、11倍(市值265亿元)，给予“买入”评级。

##### ● 风险提示

消费场景波动风险、新品研发风险、政策调整风险。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7431.28	7861.41	9539.56	10880.59	12373.46
收入同比(%)	21.93	5.79	21.35	14.06	13.72
归母净利润(百万元)	1753.98	1385.85	1742.92	2054.82	2390.90
归母净利润同比(%)	15.07	-20.99	25.77	17.90	16.36
ROE(%)	16.71	12.96	14.34	15.87	17.18
每股收益(元)	1.03	0.82	1.03	1.21	1.41
市盈率(P/E)	15.11	19.13	15.21	12.90	11.09

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 24.34 / 15.25

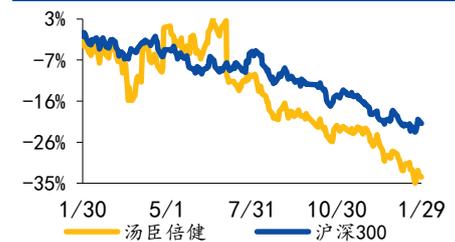
A股流通股(百万股): 1129.90

A股总股本(百万股): 1700.76

流通市值(百万元): 17615.21

总市值(百万元): 26514.90

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 邓晖  
执业证书编号 S0020522030002  
电话 021-51097188  
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊  
执业证书编号 S0020522090001  
电话 021-51097188  
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 单蕾  
电话 021-51097188  
邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

## 目 录

1.膳食营养补充剂领先企业 .....	4
1.1 差异化定位，乘风弯道超车 .....	4
1.2 实控人控制公司 41.78%股权 .....	6
1.3 主业净利率稳定，LSG 盈利能力逐年改善 .....	8
2.保健品行业：市场规模约 3,916 亿元，VDS 约占 58% .....	13
3.科技打造壁垒，渠道、服务领先 .....	16
3.1 渠道优势领先 .....	16
3.2 原料取自全球，打造科学营养产品力 .....	17
3.3 打造核心竞争服务力 .....	19
3.4 管理层经验丰富 .....	20
4.线上加速渗透，多品类共促增长 .....	21
4.1 布局高潜细分市场，多引擎促增长 .....	21
4.2 线上渗透率持续提升 .....	23
4.3 LSG 境内外收入持续增长，利润率有望继续优化 .....	24
5.盈利预测及投资建议 .....	25
5.1 盈利预测 .....	25
5.2 投资建议 .....	26
6.风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1：公司乘风连锁药店扩张，业绩高速增长 .....	4
图 2：公司 PE BAND（2010/12-2014/2）（前复权，TTM） .....	4
图 3：公司业务转型调整，业绩承压 .....	4
图 4：公司 PE BAND（2014/1-2017/4）（前复权，TTM） .....	4
图 5：公司开启“大单品+电商品牌化+跨境电商”策略转型 .....	6
图 6：公司 PE BAND（2017/1-2024/1）（前复权，TTM） .....	6
图 7：公司收入、归母净利及增速 .....	9
图 8：公司分品牌收入及增速（亿元，%） .....	9
图 9：公司境内外收入及增速 .....	10
图 10：公司分渠道收入占比（%，2022 年） .....	10
图 11：公司境内直营、经销收入及增速 .....	10
图 12：公司境外直营、经销收入及增速 .....	10
图 13：公司境内线上、线下收入及增速 .....	11
图 14：公司境内线上、线下收入占比变动（%） .....	11
图 15：公司毛利率、净利率（%） .....	11
图 16：公司境内、境外毛利率（%） .....	11
图 17：公司主业及 LSG（境外）收入及增速 .....	12
图 18：公司主业及 LSG（境外）净利及净利率 .....	12
图 19：公司费用率情况（%） .....	12

图 20: 公司商誉情况 .....	12
图 21: 中国保健品行业市场规模及增速 .....	13
图 22: 中国维生素和膳食补充剂行业市场规模及增速 .....	13
图 23: 中国维生素与膳食补充剂各销售渠道占比(%, 2022 年) .....	15
图 24: 汤臣倍健渠道情况(2022 年) .....	17
图 25: 汤臣倍健原料取自全球 .....	17
图 26: 汤臣倍健透明工厂 .....	18
图 27: 汤臣倍健 YOU 营养小程序 .....	20
图 28: 汤臣倍健境内线上收入占比快速提升 .....	23
图 29: 公司线上市占率领先 .....	24
图 30: LSG 境内外收入及增速 .....	25
表 1: 公司发展历程 .....	5
表 2: 公司股权结构(截至 2023/10/27) .....	6
表 3: 公司增发情况 .....	7
表 4: 公司股权激励情况 .....	7
表 5: 上市至今公司董事、高管等人员减持情况 .....	8
表 6: 定增进入公司的核心小非持股变动情况(截至 2023/10/27) .....	8
表 7: 中国保健品行业市占率前十公司情况 .....	14
表 8: 中国维生素和膳食补充剂行业市占率前十公司情况 .....	14
表 9: 中国保健品各渠道代表企业 .....	15
表 10: 中国城市实体药店终端保健品 TOP10 产品(2021E) .....	15
表 11: 保健品行业上市公司情况 .....	16
表 12: 公司重视打造科技竞争力 .....	18
表 13: 科学营养战略具体实施举措 .....	19
表 14: 公司积极打造核心竞争服务力 .....	19
表 15: 汤臣倍健管理层介绍 .....	21
表 16: 汤臣倍健主品牌核心产品情况 .....	22
表 17: 公司核心大单品情况 .....	22
表 18: 公司 Life Space 品牌旗下核心产品情况 .....	23
表 19: 汤臣倍健推出线上专供品牌 .....	23
表 20: 汤臣倍健盈利预测拆分 .....	25
表 21: 可比公司估值 .....	26

## 1. 膳食营养补充剂领先企业

### 1.1 差异化定位，乘风弯道超车

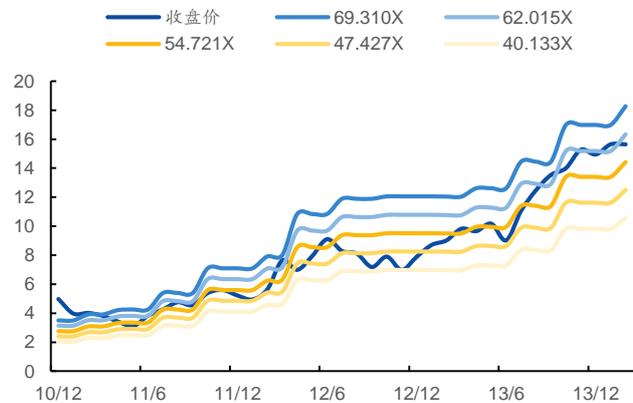
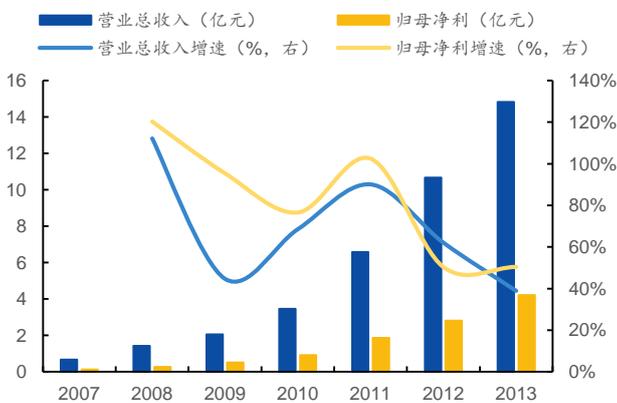
**膳食营养补充剂（VDS）领先企业。**汤臣倍健创立于1995年，2002年将膳食补充剂引入中国市场，2010年在创业板上市，是我国膳食营养补充剂（VDS）领先企业。

回顾公司发展历程，可以分为3个阶段：

**1) 高速增长期（2002-2013年）：2007-2013年收入 CAGR=67.61%，归母净利润 CAGR=80.67%，2010-2013年市盈率（TTM）约为40-70X。**2002年，公司将膳食补充剂引入中国市场。彼时，竞对安利在直销渠道市占率领先；公司另辟蹊径瞄准连锁药店等非直销渠道，乘风国内连锁药店快速扩张的步伐，开启高速增长。截至2013年，公司已进入96家全国百强连锁药店和42家全国百强商业超市。

图 1：公司乘风连锁药店扩张，业绩高速增长

图 2：公司 PE BAND（2010/12-2014/2）（前复权，TTM）



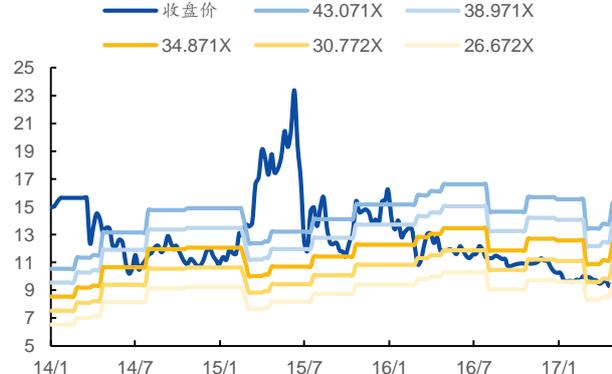
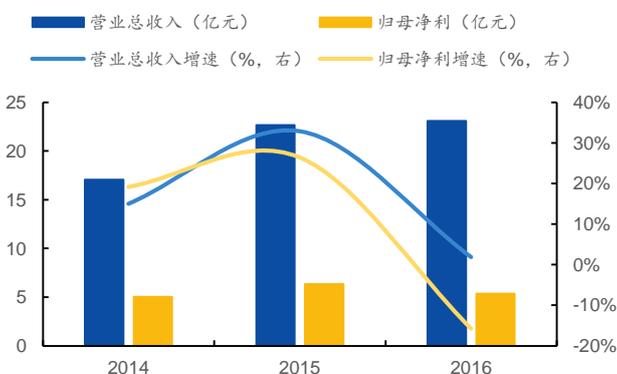
资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

**2) 转型调整期（2014-2016年）：2013-2016年收入 CAGR=15.92%，归母净利润 CAGR=8.27%，2014-2016年市盈率（TTM）约为27-43X，最高达76X。**2014年，受子公司广州佰健转型、奈梵斯计提存货减值影响，公司收入、业绩增速放缓；2016年公司全面启动以“汤臣倍健”主品牌升级为核心的系列调整。

图 3：公司业务转型调整，业绩承压

图 4：公司 PE BAND（2014/1-2017/4）（前复权，TTM）



资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

**表 1：公司发展历程**

时间	事件
2022 年	公司提出希望再用八年，初步完成强科技型企业的转型；2 月公司确立了“科学营养”强科技企业转型战略的具体实施路径和月亮目标（第一个“月亮目标”：原料和配方国家发明专利，为的是在同质化中持续创造就是不一样的汤臣倍健差异化品质优势；第二个“月亮目标”：新功能及重功能大单品产品研发，为消费者健康创造人无我有的独特增量价值，为行业创造增量价值；第三个“月亮目标”：抗衰老及精准营养等前瞻性基础研究，赋能全球 VDS 行业科技力和创新力），致力成为全球科技力和创新力最强的 VDS 企业之一。
2021 年	汤臣倍健成为 TEAM CHINA 中国国家队运动食品及营养品供应商。
2020 年	公司定增募集 31.25 亿元，用于扩产、数字化系统建设和补充流动资金。
2018 年	公司与 4 家 PE 机构联合创立汤臣佰盛（公司出资 16 亿元，PE 机构出资 14 亿元），汤臣佰盛在澳设立子公司澳洲佰盛收购澳大利亚益生菌品牌 Life Space 100% 股权（对价 35.14 亿元）；随后，公司向 4 家 PE 机构定增 1.14 亿股（对应 14 亿元）收购汤臣佰盛剩余股权，实现对汤臣佰盛 100% 持股，并购完成后，公司将益生菌品类列入大单品战略。 公司收购拜耳旗下具有 80 多年历史的儿童营养补充剂品牌 Penta-vite。
2017 年	公司开启大单品战略，健力多氨糖产品成为公司第一个大单品品种；6 月公司推出第二个大单品“健视佳”，定位护眼市场。 公司提出“电商品牌化”策略，首次推出线上渠道专供产品。 公司集中资源大力发展合资公司健之宝业务板块，健之宝拥有“自然之宝”、“美瑞克斯”两大品牌，重点发展跨境电商渠道，2018 年健之宝进入清算程序。
2016 年	公司与 NBTY 设立合资公司；NBTY 将原有在中国市场的自然之宝（Nature's Bounty）和美瑞克斯（Met-RX）两大品牌的业务以及跨境电商业务注入合资公司。 公司下半年全面启动以“汤臣倍健”主品牌升级为核心的系列调整，将所有在渠道上重合、模式上相似的业务进行合并，健力多、无限能品牌的销售渠道由汤臣药业统一管理，市场与推广仍由其品牌所属公司负责。
2015 年	公司布局大健康领域，对有棵树、极简时代、KangSeed Technology 等公司增资。 公司推出全新的科学贵细药材品牌“无限能”。 公司培育线上业务板块，成立线上业务公司，先后推出互联网女性美丽健康品牌“每日每加”与运动营养专业品牌“GymMax 健乐多”。
2014 年	公司定增募集 18.66 亿元，用于珠海生产基地四期建设（2019 年 4 月用途变更为收购 Life Space）、广东佰嘉单品运作等项目。
2013 年	公司提出从产品营销转向价值营销，把“服务力”打造成汤臣倍健的核心竞争力。
2010 年	公司签约国际篮球巨星姚明为品牌代言人，启动由渠道驱动向品牌驱动的转型战略。 公司成功在创业板上市。
2009 年	公司实施连锁营养中心经营战略，规划在重点区域开设汤臣倍健营养中心直营店，控制核心市场，并利用现有渠道资源，重点发展联营店。由于效益未达预期，2015 年，公司关闭所有的营养中心直营店，将营养中心联营店全部移交给汤臣药业负责管理。2017 年公司终止该项目继续投入。
2008 年	公司实控人梁允超先生以海狮龙（公司前身）为整合平台，收购了实控人旗下的膳食营养补充剂业务——广州佰健、奈梵斯和友邦制药，并将海狮龙更名为广东汤臣倍健生物科技股份有限公司。
2007 年	公司以购买友邦制药股权的形式收购了其土地使用权及相应建筑物，并作为生产基地进行建设。 公司制定了五年品牌扩张及提升战略。
2006 年	公司签约世界冠军刘璇为品牌形象代言人，启动差异化品牌战略。
2005 年	公司实控人及创业团队收购了公司的外协加工厂海狮龙 100% 股权——海狮龙主要从事膳食营养补充剂的生产。 公司实施“取自全球”差异化产品战略，在全球范围采购优质原材料。
2004 年	公司成立奈梵斯，负责“十一坊”品牌产品的进口和销售工作；十一坊是公司针对高端市场和人群的产品品牌，与公司全系列大众化的汤臣倍健品牌形成产品和品牌梯度。
2002 年	公司实控人梁允超先生收购了广州佰健 69.68% 的股份，开始生产和销售倍健品牌的膳食营养补充剂（2006 年前生产依靠外协加工组织生产）；倍健将膳食补充剂引入中国市场非直销领域，利用专柜+营养顾问的销售模式，提高了消费者对倍健品牌的认知。
1995 年	倍健创立。

资料来源：公司公告、Wind、公司官网、国元证券研究所整理

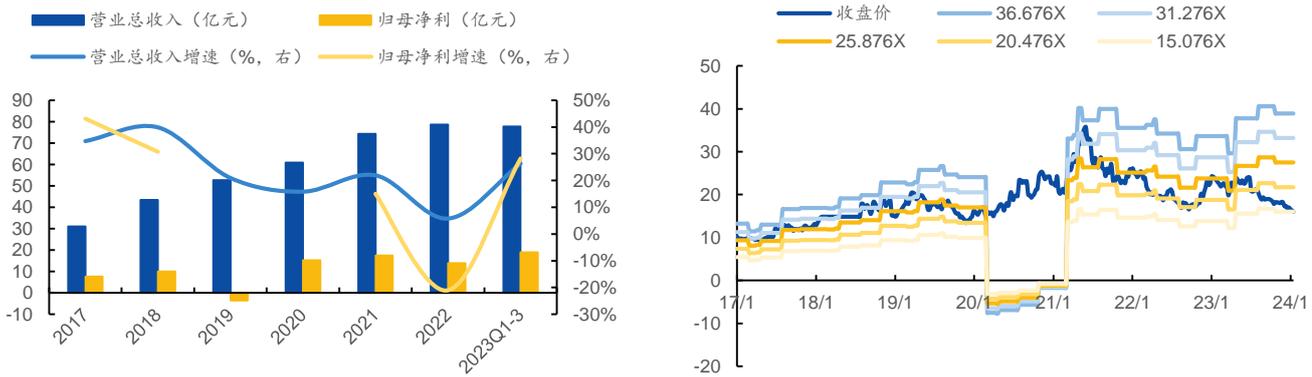
**3) “大单品+电商品牌化+跨境电商”策略转型（2017 年至今）：2016-2022 年收入 CAGR=22.65%，归母净利 CAGR=17.18%，2017-2023 年市盈率（TTM）约为 15-35X。2017 年，公司坚持“一路向 C”的核心战略，提出“大单品+电商品牌化+跨境电商”策略转型。**

a) 2017 年，公司首个大单品健力多同比增长超 160%，完成大单品战役首年目标。目前，公司已拥有聚焦蛋白粉（汤臣倍健）、关节护理（健力多）、眼部健康（健视佳）、益生菌（Life Space）等赛道的大单品。

b) 2017 年，公司主品牌在“三保”（保线下、保价格、保品牌）核心原则下，实施“电商品牌化”策略，首次推出线上专供产品，大力发展线上渠道；2023 年前三季度，公司境内线上渠道收入占比达 36.80%。

c) 跨境电商：2017 年，公司通过合资公司健之宝（运营“自然之宝”、“美瑞克斯”两大品牌）发力跨境电商（健之宝公司 2019 年已结束营业）；2018 年，公司收购 LSG（澳大利亚公司），利用海外品牌发力跨境电商。

图 5：公司开启“大单品+电商品牌化+跨境电商”策略转型图 6：公司 PE BAND（2017/1-2024/1）（前复权，TTM）



资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

## 1.2 实控人控制公司 41.78% 股权

公司实控人梁允超先生控制公司 41.78% 股权。截至 2023/10/27，公司实控人兼董事长为梁允超先生，共持有公司 41.78% 股权。

表 2：公司股权结构（截至 2023/10/27）

序号	公司	介绍	持股数量 (亿股)	持股比例 (%)
1	梁允超	董事长	7.11	41.78
2	香港中央结算有限公司	-	0.70	4.14
3	孙惠刚	2021 年定增进入	0.56	3.26
4	上海中平国瑞资产管理有限公司-上海中平国瑞并购股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	2019 年定增进入	0.34	2.01
5	广州信德厚峡股权投资合伙企业 (有限合伙)	2019 年定增进入	0.23	1.37
6	齐鲁中泰定增 2 号私募股权基金	2021 年定增进入	0.19	1.12
7	陈宏	副总经理	0.18	1.04
8	梁水生	副董事长	0.17	1.01
9	交银施罗德内需增长一年持有期混合型证券投资基金	-	0.15	0.88
10	易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	-	0.15	0.87
11	合计	-	9.78	57.48

资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

**实施股权激励，深度绑定管理层。**上市至今，公司累计直接融资共募集资金 78.96 亿元（其中 IPO 募资 15.05 亿元，增发共募资 63.91 亿元）。上市后，公司共实施过 4 次股权激励，并于 2024/1/2 发布新一轮股权激励预案，深度绑定公司核心管理和技术人员。

**表 3：公司增发情况**

预案时间	募集资金 (亿元)	发行价格/前复权价格 (元)	发行对象	是否已解除限售
2020/6/25	31.25	26.20/25.12	诺德基金、孙惠刚、齐鲁中泰、珠江润格长青、济南江山投资等	是
2018/7/13	14.00	12.31/11.27	上海中平国琛、共青城仲平国琛、广州信德厚峡、吉林敦东创新	是
2014/7/12	18.66	26.65/11.10	华安基金、重庆新丰佳、杭州三赢、财通基金、国联安基金	是

资料来源：公司公告、Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：发行价格以 2024/1/18 为基准做前复权。

**表 4：公司股权激励情况**

实施时间	激励股数 (万股/万份)	行权价/前复权价格 (元)	发行对象	业绩条件	是否达成
-	首次授予： 1490 预留部分：190	首次授予：8.60/8.60 预留部分：8.60/8.60	公司董事、高级管理人员、核心技术（业务）骨干人员	(1) 以 2022 年营业收入为基数，2024 年的营业收入增长率不低于 25%； (2) 以 2022 年营业收入为基数，2025 年的营业收入增长率不低于 32%； (3) 以 2022 年营业收入为基数，2026 年的营业收入增长率不低于 38%。	-
2020/1/16	首次授予：909 (授予日： 2020/1/15) 预留部分：73 (未授予)	首次授予：15.96/14.61	在公司或公司子公司任职的中层管理人员、核心技术（业务）人员以及公司董事会认为需要激励的相关人员	(1) 以 2018 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 45%； (2) 以 2018 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 60%； (3) 以 2018 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 75%。	(1) 否 (2) 是 (3) 是
2019/4/8	首次授予： 2445 (授予日： 2019/4/4) 预留部分：155 (授予日： 2019/12/20)	首次授予：19.30/17.67 预留部分：15.96/14.61	(1) 首次激励对象：在公司或公司子公司任职的中/高层管理人员、核心技术（业务）人员；(2) 预留激励对象：本激励计划获得股东大会批准时尚未确定但在本激励计划存续期间纳入激励计划的激励对象	(1) 以 2018 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 45%； (2) 以 2018 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 60%； (3) 以 2018 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 75%。	(1) 否 (2) 是 (3) 是
2016/12/13	1430 (授予日： 2016/12/12)	6.35/5.45	公司董事、高级管理人员	(1) 以 2016 年营业收入为基数，2017 年营业收入增长率不低于 10%； (2) 以 2016 年营业收入为基数，2018 年营业收入增长率不低于 21%； (3) 以 2016 年营业收入为基数，2019 年营业收入增长率不低于 33%。	均完成
2013/3/6	首次授予：213 (授予日： 2013/3/5) 预留部分：30 (授予日： 2014/1/6)	首次授予：60.40/8.18 预留部分：70.15/14.38	公司中高层管理人员、公司核心技术及业务骨干人员、分（子）公司主要管理人员	(1) 以 2012 年净利润为基数，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%； (2) 以 2012 年净利润为基数，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%； (3) 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%。	(1) 是 (2) 否 (3) 否

资料来源：公司公告、Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：前复权价格以 2024/1/18 为基准做前复权。

**表 5：上市至今公司董事、高管等人员减持情况**

序号	减持人名称	减持人身份	减持时间	减持股数 (万股)	减持比例 (%)	剩余股数 (万股)	减持后股份/总股本 (%)
1	陈宏	副总经理	2021年9月14日	42.00	0.02%	1776.80	1.05%
2	孙晋瑜	控股股东一致行动人	2021年9月10日-17日	243.93	0.14%	745.01	0.44%
3	梁水生	副董事长	2021年9月9日-17日	167.09	0.10%	1721.17	1.01%
4	汤晖	董事	2021年9月9日-14日	42.00	0.02%	1416.20	0.83%
5	孙晋瑜	控股股东一致行动人	2019年5月6日-7日	329.00	0.22%	988.94	0.67%
6	汤晖	董事	2019年4月30日-5月7日	151.60	0.10%	776.00	0.53%
7	陈宏	副总经理	2019年4月30日-5月7日	290.00	0.20%	1830.00	1.25%
8	蒋钢	董事会秘书	2019年4月30日	10.00	0.01%	30.56	0.02%
9	林志成	总经理	2019年4月30日	25.00	0.02%	75.00	0.05%
10	蔡良平	副总经理	2019年4月30日	20.00	0.01%	60.00	0.04%
11	梁水生	副董事长	2019年4月29日-30日	261.94	0.18%	1893.86	1.29%
12	陈宏	副总经理	2017年9月8日	30.00	0.02%	2120.00	1.44%
13	梁水生	副董事长	2017年9月8日	30.00	0.02%	2160.00	1.47%
14	孙晋瑜	控股股东一致行动人	2017年9月6日-8日	416.00	0.28%	1317.94	0.90%
15	梁允超	董事长, 实控人	2015年1月22日	2194.87	3.34%	35530.59	54.00%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

**表 6：定增进入公司的核心小非持股变动情况（截至 2023/10/27）**

序号	减持人名称	进入时间	进入时股数 (万股)	剩余股数 (万股)
1	广州信德厚峡股权投资合伙企业 (有限合伙)	2019年定增进入	5280.26	2328.53
2	上海中平国瑞资产管理有限公司-上海中平国瑞并购股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	2019年定增进入	4874.09	3420.61
3	孙惠刚	2021年定增进入	4976.61	5552.45
4	齐鲁中泰定增2号私募股权基金	2021年定增进入	1904.58	1904.58

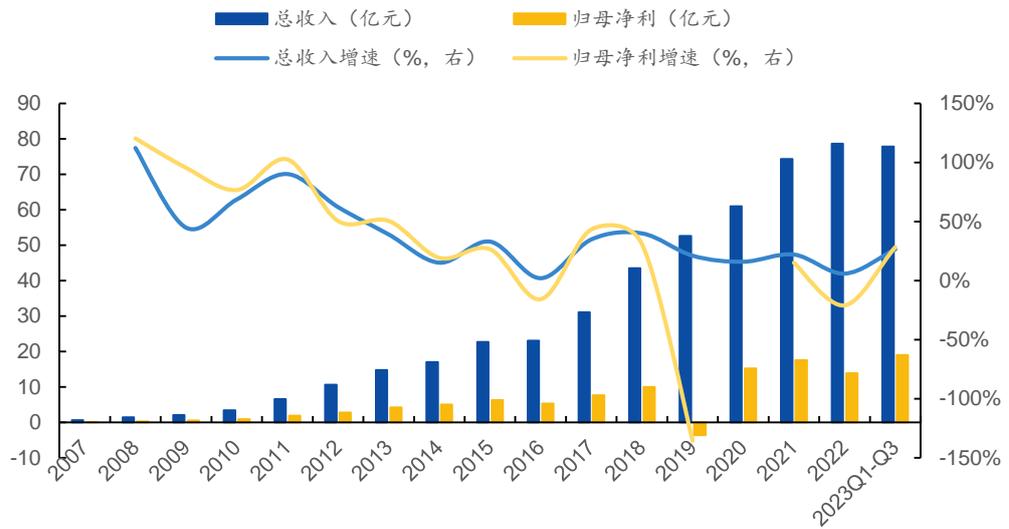
资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

注：剩余股数为截至 2023/10/27 股数。

### 1.3 主业净利率稳定，LSG 盈利能力逐年改善

**收入、业绩增长韧性足。**2022年，公司收入、归母净利分别为 78.61、13.86 亿元，2007-2022 年，公司收入、归母净利 CAGR 分别为 37.41%、37.15%。2023 年前三季度，公司收入、归母净利分别为 77.82、19.01 亿元，同比+26.34%、+28.28%。2024 年 1 月 5 日，公司公告 2023 年业绩预告，预计全年归母净利 15.94-18.71 亿元，同比增长 15%-35%，扣非归母净利 14.24-17.21 亿元，同比增长 3.5%-25.1%。

图 7：公司收入、归母净利及增速

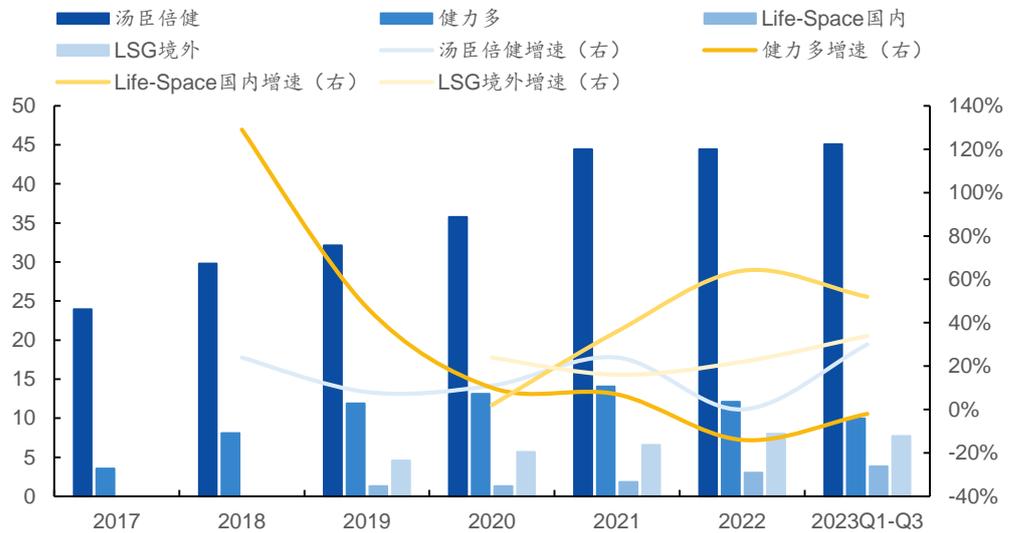


资料来源：公司公告、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：2020 年公司归母净利由负转正，无法计算增速，未在图中显示。

**主品牌汤臣倍健增长稳健，LSG 收入保持高增。**分品牌看，2022 年，汤臣倍健/健力多/Life Space（国内）/LSG（境外）收入分别为 44.45/12.10/3.03/8.03 亿元，2019-2022 年收入 CAGR 分别为 11.44%/0.56%/32.93%/20.58%；2023 年前三季度，四者收入分别同比+30%/-2%/+52%/+34%，主品牌汤臣倍健增长加速，LSG 国内、境外收入保持高增。

图 8：公司分品牌收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：LSG 2018 年 8 月并表，2018 年并表收入为 2.73 亿元，未在图中显示。

**境外业务快速增长。**2022 年，公司在国内/境外业务收入分别为 67.07/11.54 亿元，同比增长 1.57%/39.46%，2019-2022 年 CAGR 分别为 11.52%/39.47%。

图 9：公司境内外收入及增速

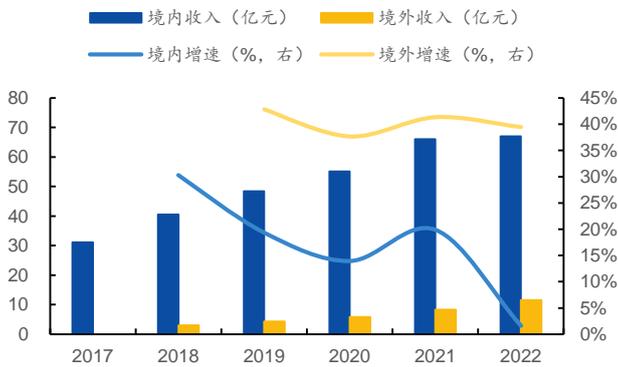
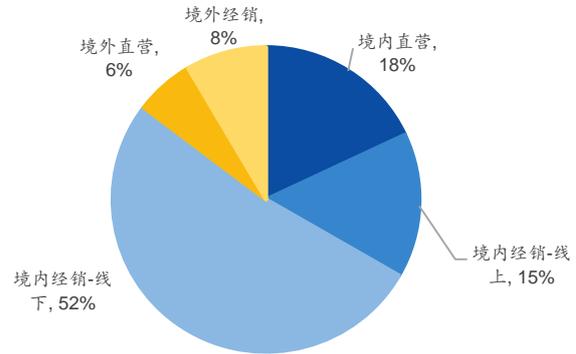


图 10：公司分渠道收入占比（%，2022 年）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理  
注：直营均为线上平台销售。

**直营收入快速增长。**2022 年，公司境内直营/经销收入分别为 14.16/52.91 亿元，2019-2022 年 CAGR 分别为 141.99%/3.76%，占比分别为 18%/67%；公司境外直营/经销收入分别为 4.88/6.66 亿元，2019-2022 年 CAGR 分别为 263.90%/17.07%，占比分别为 6%/8%。

图 11：公司境内直营、经销收入及增速

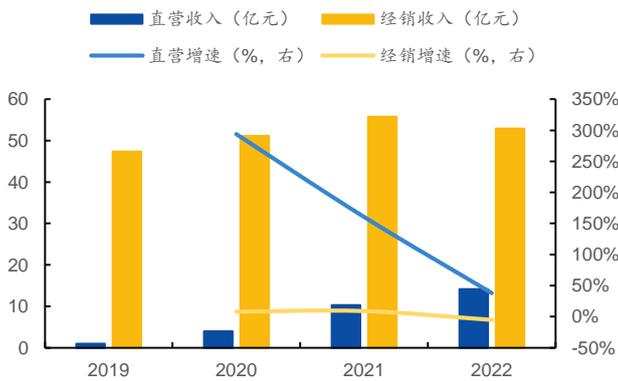
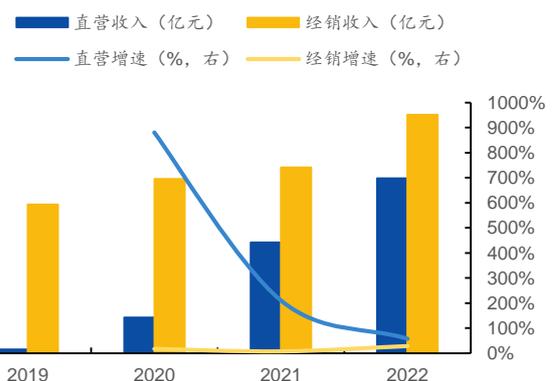


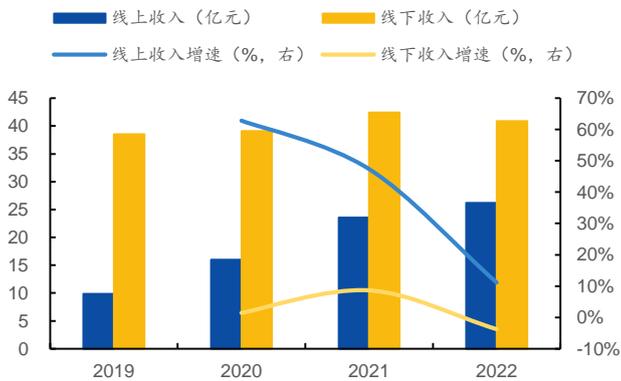
图 12：公司境外直营、经销收入及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

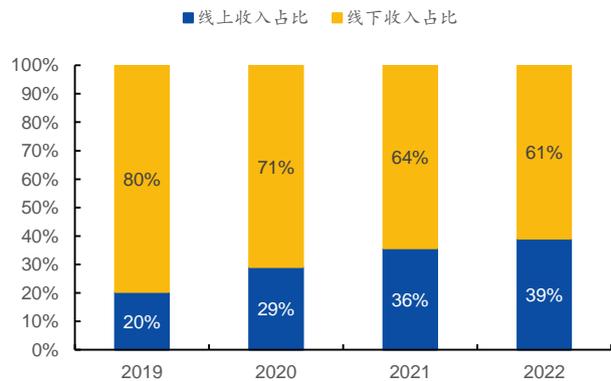
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 13: 公司境内线上、线下收入及增速



资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

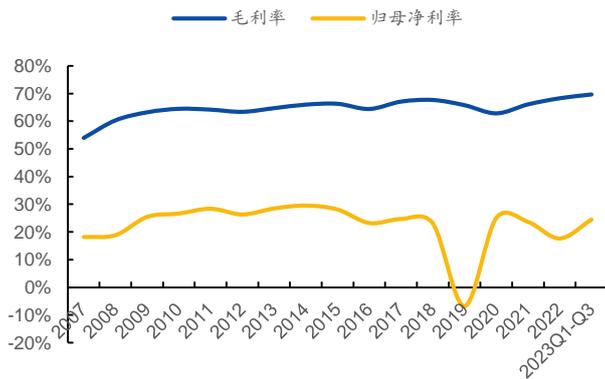
图 14: 公司境内线上、线下收入占比变动 (%)



资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

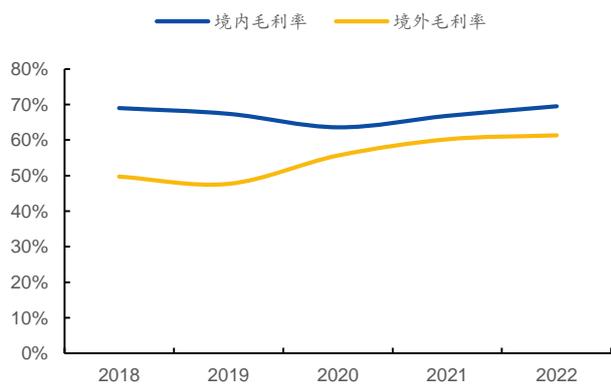
公司利润水平较稳定。公司近 10 年毛利率在 63%-68%间波动，归母净利率基本在 23%-29%间波动（除 2019 年、2022 年外，2019 年主要受商誉减值影响，2022 年主要由于加大销售费用投放影响）。分地区看，2022 年，公司境内、境外毛利率分别为 69.49%、61.28%，毛利率呈现提升态势。

图 15: 公司毛利率、净利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

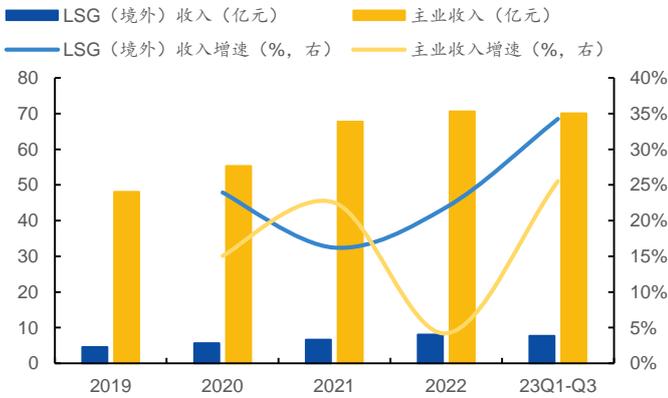
图 16: 公司境内、境外毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

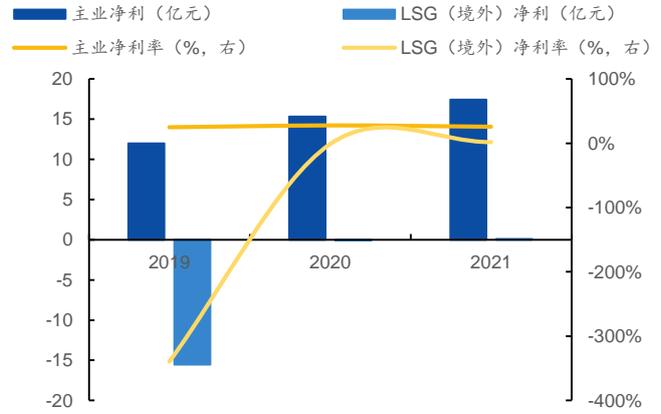
分主业及 LSG (境外) 来看: 主业净利率较稳定, 2019-2021 年间在 25%-28%间波动; LSG(境外)亏损逐年减少, 2021 年已实现 0.11 亿元净利、对应净利率为 1.71%。

图 17: 公司主业及 LSG (境外) 收入及增速



资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

图 18: 公司主业及 LSG (境外) 净利及净利率

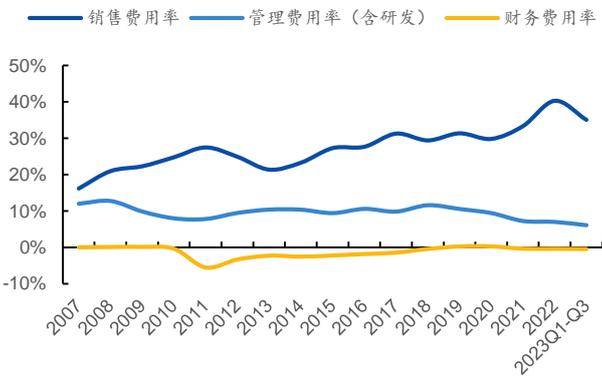


资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

注: 2022 年末披露具体数据。

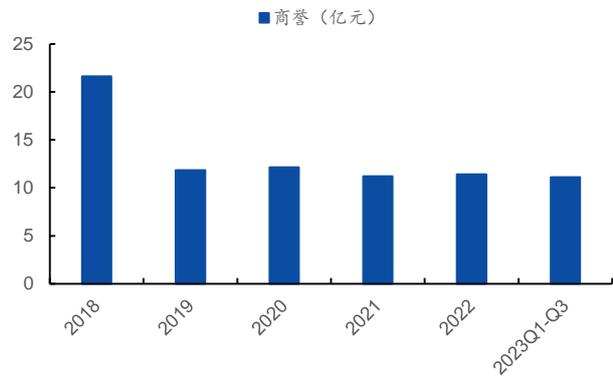
聚焦“服务力”，销售费用率逐年提升。2013 年，公司提出从产品营销转向价值营销，把“服务力”打造成汤臣倍健的核心竞争力，销售费用率逐年提升，近 5 年，公司销售费用率在 28%-40% 间波动。

图 19: 公司费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 20: 公司商誉情况



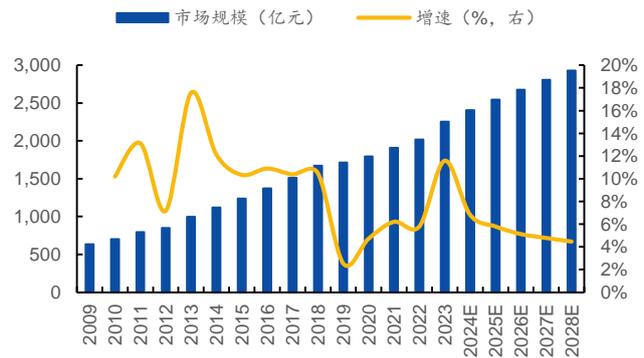
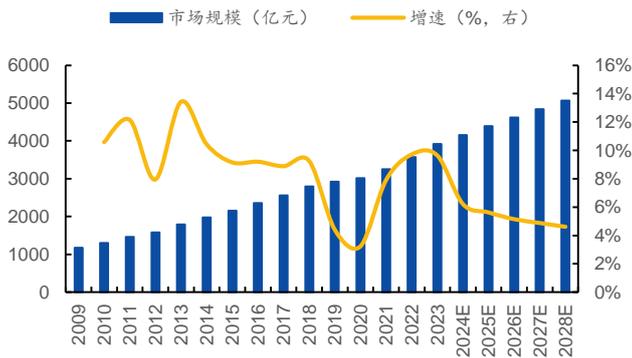
资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

## 2. 保健品行业：市场规模约 3,916 亿元，VDS 约占 58%

2023 年中国保健品行业市场规模约 3,916 亿元。根据欧睿数据，2023 年中国保健品行业市场规模约达 3,916 亿元，2009-2023 年 CAGR 约为 8.96%，2028 年中国保健品行业市场规模预计将达 5,067 亿元，2023-2028 年 CAGR 预计达 5.29%。其中，2023 年中国维生素与膳食补充剂 (VDS) 行业零售总规模约为 2,253 亿元，2009-2023 年 CAGR 约为 9.45%，2023 年约占保健品行业总市场规模的 58%。

图 21：中国保健品行业市场规模及增速

图 22：中国维生素和膳食补充剂行业市场规模及增速



资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理

资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理

婴幼儿、80 后、90 后以及老年人是膳食营养补充剂的主要消费群体。

1) 目前高于 6 月龄内婴儿纯母乳喂养率离目标还有很大差距，孕妇贫血率虽有明显改善，但仍高达 13.6%，婴幼儿和孕妇保健品市场规模仍具有提升空间。

2) 根据《2020 中国膳食营养补充剂行业发展报告》，保健食品消费趋于年轻化，在膳食营养补充剂的购买者中，90 后占比达到 25%；根据电商调查数据显示，在膳食营养补充剂消费人群中，80.5%的消费者年龄集中在 26-45 岁，中青年已逐渐成为消费主力人群。

3) 目前部分老年人存在能量或蛋白质摄入不足，维生素 B1、维生素 B2、叶酸、钙摄入不足的比例均较高，随着中国老龄化加速，老年人保健品市场规模存在继续提升空间。

目前汤臣倍健市占率稳居行业第一。从保健品竞争格局来看，2023 年汤臣倍健公司占据保健品市场 6.2% 的市场份额，主要来自维生素和膳食补充剂领域的领先地位，汤臣倍健公司在维生素和膳食补充剂行业的市占率达 10.4%。

**表 7：中国保健品行业市占率前十公司情况**

指标	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	汤臣倍健	2.4%	2.9%	2.7%	3.6%	4.6%	5.5%	6.3%	6.4%	5.9%	6.2%
2	华润创业	2.2%	4.8%	4.8%	5.3%	4.9%	4.2%	4.6%	4.7%	5.0%	4.9%
3	安利	5.9%	5.1%	4.4%	4.1%	3.9%	3.5%	3.7%	3.7%	4.0%	4.2%
4	H&H 国际控股	-	-	-	1.6%	2.0%	2.2%	2.6%	2.6%	2.7%	3.1%
5	赫力昂	-	-	-	-	-	-	-	-	2.6%	2.7%
6	无限极	4.6%	5.0%	5.2%	5.3%	5.3%	4.0%	3.0%	2.5%	2.2%	2.1%
7	科赴（由强生分拆出来）	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.6%
8	完美	4.4%	4.2%	3.6%	3.3%	3.1%	2.1%	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%
9	哈药集团	1.1%	1.1%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%
10	上海方朗	-	-	-	-	-	-	-	-	1.1%	1.1%
11	合计	20.60%	23.10%	21.70%	24.00%	24.60%	22.20%	22.90%	22.40%	25.90%	28.30%

资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理

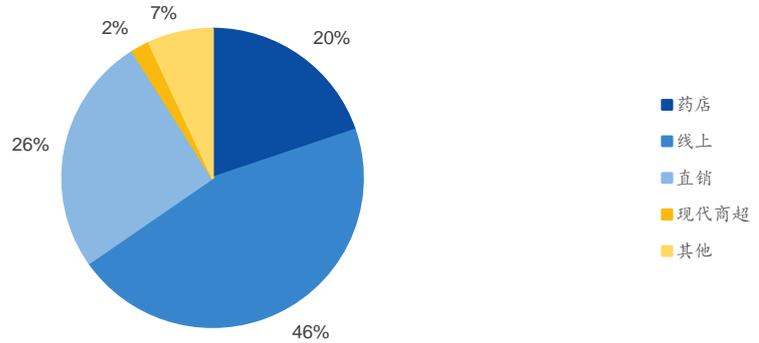
**表 8：中国维生素和膳食补充剂行业市占率前十公司情况**

指标	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	汤臣倍健	4.2%	4.9%	4.6%	6.0%	7.5%	9.1%	10.2%	10.4%	10.1%	10.4%
2	安利	10.3%	8.7%	7.4%	6.8%	6.4%	5.8%	6.1%	6.1%	7.0%	7.0%
3	H&H 国际控股	-	-	-	2.7%	3.3%	3.8%	4.4%	4.4%	4.7%	5.4%
4	无限极	8.2%	8.7%	8.8%	8.9%	8.9%	6.8%	5.0%	4.2%	3.9%	3.7%
5	华润创业	0.1%	4.7%	4.9%	5.0%	4.5%	2.1%	3.0%	3.3%	3.4%	3.4%
6	赫力昂	-	-	-	-	-	-	-	-	3.0%	2.9%
7	完美	7.8%	7.3%	6.3%	5.6%	5.2%	3.6%	3.0%	2.7%	2.5%	2.3%
8	上海方朗	-	-	-	-	-	-	-	-	1.9%	1.8%
9	葆婴公司（USANA）	1.1%	1.8%	2.1%	2.1%	2.3%	1.8%	1.7%	1.7%	1.5%	1.3%
10	哈药集团	1.0%	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%
11	合计	32.7%	37.1%	35.0%	37.8%	38.8%	33.6%	34.5%	33.9%	39.2%	39.5%

资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理

**行业渠道结构变化趋缓。**2022 年中国维生素与膳食补充剂渠道结构变化趋缓，线上渠道预计占比 46%，直销渠道 26%，药店 20%，现代商超 2%，其他渠道 7%。2022 年线上和药店两个渠道的市场份额和上一年对比都基本稳定，直销渠道市场份额则继续下降。药店是汤臣倍健的优势渠道，从中国城市实体药店终端保健品产品来看，2021 年汤臣倍健在销售额 TOP10 产品中占据了 4 席。

图 23：中国维生素与膳食补充剂各销售渠道占比（%，2022 年）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

表 9：中国保健品各渠道代表企业

序号	渠道	代表企业
1	直销	安利、无限极、康宝莱
2	电商	汤臣倍健、Swisse (H&H)、MuscleTech (西王食品)
3	药店	汤臣倍健
4	商超	脑白金、东阿阿胶
5	母婴店	合生元 (H&H)

资料来源：前瞻经济学人、国元证券研究所整理

表 10：中国城市实体药店终端保健品 TOP10 产品（2021E）

序号	产品名称	申请人	销售额 (亿元)	市场份额 (%)
1	氨糖软骨素钙片	汤臣倍健	14+	8.14%
2	蛋白粉	汤臣倍健	11+	5.99%
3	汤臣倍健 R 钙维生素 D 维生素 K 软胶囊	汤臣倍健	5+	2.82%
4	氨糖软骨素加钙片	仙乐健康科技公司	4+	2.31%
5	合生元牌益生菌冲剂（儿童）	合生元（广州）健康产品公司	3+	2.12%
6	养生堂牌天然维生素 E 软胶囊	养生堂药业	3+	2.07%
7	汤臣倍健 RB 族维生素片	汤臣倍健	2+	1.35%
8	养生堂牌天然维生素 C 咀嚼片	养生堂药业	2+	1.22%
9	香丹清牌珂妍胶囊	西安杨健药业	2+	1.18%
10	千林 R 氨糖软骨素加钙片	广东千林健康药业	2+	1.15%

资料来源：米内网、华经产业研究院、国元证券研究所整理

汤臣倍健业务规模领先，盈利能力处于保健品公司中的第一梯队。从上市公司的保健品业务规模来看，汤臣倍健规模领先，2022 年收入规模达 78.61 亿元。从盈利能力来看，2022 年汤臣倍健毛利率 68.28%，净利率为 17.95%，利润率处于第一梯队。

**表 11：保健品行业上市公司情况**

序号	公司	2022 年收入 (亿元)	18-22 年 收入 CAGR	2022 年保健品 业务收入规模 (亿元)	2022 年归 母净利 (亿元)	18-22 年归 母净利 CAGR	2022 年毛 利率	2022 年保健品 业务毛利率	2022 年净 利率
1	健康元	171.43	11.22%	1.21	15.03	21.07%	63.53%	61.87%	16.88%
2	哈药股份	138.09	6.30%	7.66	4.64	7.63%	24.67%	67.61%	3.70%
3	汤臣倍健	78.61	15.94%	78.61	13.86	8.44%	68.28%	68.28%	17.95%
4	西王食品	60.71	0.95%	25.4	-6.19	-	15.34%	25.84%	-12.30%
5	东阿阿胶	40.42	-13.85%	38.86	7.80	-21.79%	68.30%	70.38%	19.28%
6	金达威	30.09	1.16%	30.09	2.57	-21.82%	40.49%	40.49%	8.13%
7	仙乐健康	25.07	11.97%	25.07	2.12	1.10%	31.18%	31.18%	8.47%
8	百合股份	7.25	9.35%	7.25	1.38	16.58%	36.40%	36.40%	19.00%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

### 3.科技打造壁垒，渠道、服务领先

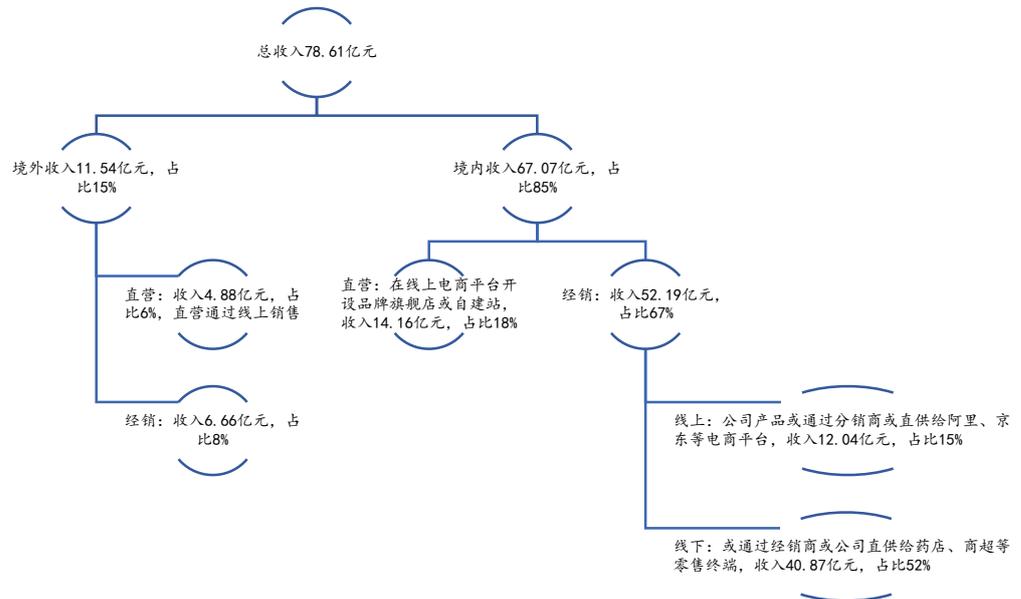
#### 3.1 渠道优势领先

**非直销渠道起家，渠道数量领先。**公司通过药店、商场等非直销渠道起家，快速成为 VDS 在非直销渠道的龙头。从数量来看，2012 年，公司销售终端数量已超过 3 万个；从质量来看，2014 年，公司产品已成功进入了 96 家全国百强连锁药店和 50 多家全国百强商业超市。线下渠道中，公司销售渠道与客户合作关系稳定，覆盖药店、商场等各种零售单位。

**积极探索直销渠道，2015 年进军线上市场。**公司最初借助非直销渠道快速成长为 VDS 龙头。而随着药店、商超等非直销渠道体量已大，增速有所放缓，公司积极探索直销渠道路径。2009 年，公司最初以连锁营养中心模式对直销渠道进行探索，但受前期投入较大、以及收益不及预期影响，2014 年收缩连锁营养中心业务。2015 年，随着电商兴起，公司成立线上业务公司，开始培育线上业务板块，先后推出互联网女性美丽健康品牌“每日每加”与运动营养专业品牌“GymMax 健乐多”。

**境内收入中，线上占比已达 39%。**2017 年，公司主品牌在“三保”（保线下、保价格、保品牌）核心原则下，实施“电商品牌化”策略，首次推出线上专供产品，在避免冲击线下利益的同时，大力发展线上渠道，2022 年公司境内收入中，线上渠道收入占比达 39%。

图 24：汤臣倍健渠道情况（2022 年）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

### 3.2 原料取自全球，打造科学营养产品力

原料取自全球，打造产品品质差异化。2004 年，公司提出三步走的全球原料采购战略，从全球原料采购（2011 年公司原料进口比例超过 70%），到建立全球原料专供基地（截至 2017 年，公司原料产地遍及世界各地 23 个国家，并在巴西、澳大利亚等地建立了五个原料专供基地），再到建立全球自有有机农场（2016 年公司正式开始澳洲自有有机农场筹建工作），打造出产品品质差异化。

图 25：汤臣倍健原料取自全球



资料来源：汤臣倍健官网、国元证券研究所整理

建成业内首个透明工厂，累计接待超百万人次参观。2012年6月，公司珠海生产基地三期厂房正式投产，率先落成行业首个“透明工厂”，以透明的方式公开原料和生产过程，让消费者眼见为实，成为行业诚信标杆。

图 26：汤臣倍健透明工厂



资料来源：汤臣倍健公众号、国元证券研究所整理

实施科学营养战略，打造科学营养产品力。2020年，公司正式启用“汤臣倍健科学营养”全新品牌 Slogan，聚焦打造“硬科技”产品力和科技竞争力优势，放大汤臣倍健独特优势。

表 12：公司重视打造科技竞争力

时间	举措
2022年	公司成立汤臣倍健营养健康研究院上海研究中心和 AI 研究中心。 汤臣倍健与中国科学院上海营养与健康研究所、梅奥诊所等多家全球机构的专家团队合作，从特定葡萄籽中提取出抗衰老物质 PCC1。
2021年	12月19日，公司在“营养智定义”发布会上率先推出了首款个性化定制维生素概念产品，为精准营养领域的相关研发带来新突破。此次汤臣倍健个性化定制维生素科研项目，历时5年投入超千万，自主建成了国内第一个全自动在线干血斑检测中心，研发了第一台搭载核心算法的个性化维生素生产设备，并联合了英国阿伯丁大学罗威特研究所、德国巴斯夫等全球顶尖科研机构，超百位医学、营养学等领域专家，并通过医院深度合作方式，组建数据库、评价体系 and 算法模型等开展关于干血斑维生素、矿物质及微量元素等检测项目的研究。
2020年	公司提出以精准营养相关的新型检测技术、评价方法、健康大数据、功能产品、知识图谱、智能算法等为技术研发要点。
2019年	汤臣倍健与中国科学院上海营养与健康研究所成立“营养与抗衰老研究中心”。
2017年	汤臣倍健与中国科学院上海生命科学研究院、荷兰应用科学研究院和德国巴斯夫共同成立“精准营养科研转化产业联盟”。
2014年	汤臣倍健提出进行自有专利和自主知识产权的功能性研发。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

**表 13: 科学营养战略具体实施举措**

实施举措	阶段成果
自有专利原料和配方研发	2020 年末, 公司已获得 60 多项原料及配方等发明专利。
新功能及重功能产品研发和注册	公司前瞻性布局功能性新产品系列、心脑血管健康领域、抗衰老营养干预、肠道微生态平衡、脑功能研究、精准营养研究及转化等领域。 1) 公司推出了骨关节健康“健力多”、眼部健康“健视佳”等功能性新产品系列。 2) 公司在心脑血管健康领域开发建立“帮助维持正常血小板聚集”的新功能技术体系。 3) 公司在精准营养领域, 与中国科学院上海营养与健康研究所、中国老年保健医学研究会等研究机构深入合作; 2021 年推出首款个性化定制维生素概念产品。 4) 公司在抗衰老领域, 发现提取出抗衰老物质 PCC1。 未来公司继续聚焦“高精尖”重功能保健食品, 向强科技企业转型, 力争未来每隔两三年向市场推出一款公司研发的独创高科技含量重功能产品。
抗衰老及精准营养等前瞻性基础研究成果发布	2021 年 12 月, 汤臣倍健与中国科学院上海营养与健康研究所、梅奥诊所等多家全球机构的专家团队合作, 从特定葡萄籽中提取出抗衰老物质 PCC1, 能精准、高效且安全地清除衰老细胞, 全球权威科学杂志《Nature Metabolism》发表了此项抗衰老突破性科研成果。

资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

### 3.3 打造核心竞争服务力

**公司积极打造核心竞争服务力。**2013 年, 公司提出从产品营销转向价值营销, 把“服务力”打造成汤臣倍健的核心竞争力。公司启动与推广“营养家体系”, 定制全新管理系统以打造核心竞争力。

(1) “服务力”首先体现在对零售终端的服务: 公司通过建立营养学院, 为零售终端店员和经销商提供营养知识培训, 截至 2020 年, 公司营养学院累计服务零售终端店员约 40 万人。

(2) “服务力”其次体现在对消费者的服务: 公司通过“YOU 营养”小程序, 为会员提供多重附加服务, 提高和消费者的沟通粘性。

**表 14: 公司积极打造核心竞争服务力**

活动	详情
健康快车营 养中国行	2011 年 4 月, 汤臣倍健正式启动“健康快车营养中国行”大型公益活动。每部“健康快车”都配备一流的健康检测仪器, 主要提供健康检测和营养咨询两大服务。截至 2020 年, 公司已举办逾 4,000 场活动, 惠及 170 余万人次。
营养学院	为零售终端店员和经销商提供营养知识培训; 2020 年开展逾 10,000 场特训营, 累计服务零售终端店员约 40 万人。
营养家	面向消费者, 通过营养家服务平台为会员提供基础性咨询服务以及食谱、营养知识、健康管理等增值性服务。“营养家”主要基于 O2O 模式并依托微信平台, 公司自建“YOU 营养”小程序, 通过直播等线上方式增强和消费者沟通。

资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

图 27：汤臣倍健 YOU 营养小程序

汤臣倍健“YOU 营养”微信小程序提供产品购买、专家咨询等服务。



汤臣倍健为用户提供睡眠、营养均衡、健康指数等评估测试。



汤臣倍健为积分用户提供 VIP 专属营养师。



汤臣倍健提供骨健康、眼睛健康、营养素相关、儿童健康等系列科普视频。



资料来源：YOU 营养小程序、国元证券研究所整理

### 3.4 管理层经验丰富

创始人深耕保健品行业 20 余年，二次创业，成功打造中国 VDS 标杆企业。创始人兼董事长梁允超先生从业 20 余年，曾任民营保健企业“太阳神”的江苏市场、上海分公司的负责人。1995 年，梁允超先生辞职创业，仍瞄准保健品行业，但由于当时保健品行业的信任危机和竞争定位的偏差，项目难言成功。1998 年，梁允超先生总结第一次创业的经验，通过对美国企业的调查走访，提出将膳食营养补充剂作为第二次创业的方向，并以 70 万元收购一家拥有保健品资质的保健品企业，成立起汤臣倍健的前身，将国外膳食营养 (VDS) 概念引入国内，同时，瞄准差异化的非直销渠道，弯道超车打造出中国 VDS 标杆企业。在公司 20 多年的发展历程中，梁先生专注于公司战略定位方向的把握，从 2004 年的差异化全球品质战略，到上市后的“一路向 C”，再到 2017 年的大单品战略和布局线上，以及现在的“科学营养”强科技企业战略，多次带领公司穿越周期，领先于行业增速增长。

**表 15：汤臣倍健管理层介绍**

序号	管理层	职位	介绍
1	梁允超	董事长, 董事	1969 年出生, 中国国籍, 拥有香港居留权, 中山大学管理学院高级管理人员工商管理硕士。2008 年 9 月至今任本公司董事长; 2013 年 10 月至今任诚承投资控股有限公司董事长。
2	梁水生	副董事长, 董事	1965 年出生, 中国国籍, 拥有香港居留权, 暨南大学高级管理人员工商管理硕士。2011 年 9 月至今任公司副董事长; 2015 年 4 月至今任珠海佰润健康管理合伙企业 (有限合伙) 执行事务合伙人; 2015 年 6 月至今任上海臻鼎健康科技有限公司董事; 2015 年 9 月至 2022 年 10 月任上海凡迪基因科技有限公司董事; 2016 年 3 月至今任珠海市佰顺股权投资合伙企业 (有限合伙) 执行事务合伙人; 2020 年 9 月至今任珠海雨森投资有限公司经理、执行董事。
3	汤晖	董事	1968 年出生, 中国国籍, 拥有香港居留权, 华南理工大学高级管理人员工商管理硕士。2008 年 9 月至今任本公司董事; 2015 年 1 月至今任汤臣倍健药业有限公司董事长; 2019 年 3 月至今任广州佰盈投资合伙企业 (有限合伙) 执行事务合伙人; 2021 年 3 月至今任上海润临投资管理有限公司董事。
4	林志成	董事, 总经理	1968 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。2011 年 7 月加入公司, 历任投资发展中心总监、董事会秘书、副总经理; 2014 年 9 月至今任公司董事; 2015 年 2 月至今任公司总经理; 2015 年 5 月至今任北京桃谷科技有限公司董事; 2015 年 8 月至今任诚承投资控股有限公司董事; 2017 年 7 月至今历任信美人寿相互保险社监事、董事; 2017 年 8 月至 2022 年 3 月任六角兽饮料有限公司董事; 2018 年 4 月至今任为来创业投资基金管理 (广州) 有限公司董事长。
5	陈宏	副总经理	中山大学岭南学院高级管理人员工商管理硕士, 1988 年毕业于武汉大学。2002 年至 2008 年历任广州佰健品牌总监、总经理、董事长; 2007 年至 2008 年兼任海狮龙副总经理; 2008 年 9 月至 2014 年 9 月任公司董事; 2008 年 9 月至今任本公司副总经理。
6	蔡良平	副总经理	中国国籍, 厦门大学高级工商管理硕士。2009 年 10 月加入公司, 历任公司生产中心总监、公司珠海厂总经理; 2014 年 9 月至今任公司副总经理; 2017 年 2 月至今任公司首席营运官 (COO); 2020 年 12 月至今任公司党委书记; 2021 年 4 月至今任汤臣倍健透明工厂 (珠海) 有限公司董事长。
7	何白霖	财务总监	中国国籍, 英国阿斯顿大学商学院会计与金融学硕士, 注册会计师。2015 年 10 月至 2021 年 3 月历任公司投资发展中心经理、高级经理; 2021 年 3 月至今任汤臣倍健药业有限公司财务部高级经理; 2023 年 8 月至今任本公司财务总监。
8	唐金银	董事会秘书	中国国籍, 中山大学工商管理硕士。2010 年 10 月至 2017 年 9 月任公司证券事务代表; 2017 年 3 月至今历任广东省与人公益基金会理事、秘书长、理事长; 2018 年 4 月至今任公司董事会秘书。

资料来源: Wind、Iifind、国元证券研究所整理

## 4. 线上加速渗透, 多品类共促增长

### 4.1 布局高潜细分市场, 多引擎促增长

**多轮驱动, 提质增长。**2022 年, 公司提出, 主品牌通过形象产品、明星产品、高潜产品的多组合产品策略, 拓展全品类发展空间; 大单品方面, 超级大单品健力多继续巩固领导地位, 其他潜力大单品采用差异化市场策略加速成长; 同时, 公司将加大对 Life Space 的资源投入, 巩固在细分人群、细分功能专业益生菌市场的领导地位。

**(1) 主品牌:** 公司每年会选定一些形象产品、明星产品等重点产品作为市场推广的落脚点, 带动主品牌其他产品线的增长。

**a) 形象产品: 蛋白粉、维生素系列、钙类等, 公司蛋白粉和维生素系列收入占主品牌收入的比重超 5 成。**2019 年, 公司启动以蛋白质粉为形象产品的主品牌提升策略, 从强大单品到强全品类延展, 推动主业持续增长。2022 年下半年开始, 借势国民免疫力高关注, 公司对“汤臣倍健”主品牌形象产品蛋白粉聚焦资源投放, 23H1 公司主品牌蛋白粉产品销售实现翻倍以上增长。同时, 2022 年下半年, 公司启动主品牌钙和多种维生素两大基础营养品类冲冠战略, 加大资源投放推动品类市场份额提升。目前, 公司位列阿里平台维生素、钙品类品牌前三。

**b) 明星产品:** 公司加码明星产品“牛初乳加钙咀嚼片”, 丰富儿童全产品矩阵, 带动儿童系列增长; 明星产品“褪黑素”通过精准定位市场需求, 带动细分市场业务增长。

**表 16: 汤臣倍健主品牌核心产品情况**

序号	主要产品	规格	价格 (元)
1	蛋白粉	600g	269
2	VC 咀嚼片	240 片*650mg/片	95
3	B 族维生素复合片	240 片*370mg/片	158
4	女士复合多种维生素矿物质片	120 片*1500mg/片	124
5	液体钙 DK 胶囊	400 粒*1000mg/粒	229
6	牛初乳加钙咀嚼片	60 片*1200mg/片	196
7	褪黑素 (量贩装)	90 片*400mg/片	71

资料来源：汤臣倍健淘宝官方旗舰店、国元证券研究所整理  
 注：价格使用 2024 年 1 月 19 日到手价。

**(2) 大单品：公司大单品矩阵不断完善，规模效应凸显。**

**a) 骨关节健康“健力多”：**2022 年，公司健力多收入达 12.10 亿元，占比为 15.39%，收入同比下降 14.09%，主要由于消费场景波动影响线下活动开展。短期来看，随着消费场景复苏，健力多销售有望逐步复苏；中长期来看，健力多有望通过丰富产品线、扩充消费人群和消费场景、渠道继续渗透等巩固品类领导地位。健力多线下起家，药店渗透率较高（药店渠道市占率 40%+，阿里平台市占率约为 20%）；2022 年，公司在线上推出 HIGHFLEX 健力多品牌，布局年轻人市场，有望进一步提高线上渠道市占率。

**b) 眼部健康“健视佳”：**健视佳是公司确立的第二个大单品，于 2017 年 6 月推出，消费人群聚焦中老年人。目前，健视佳尚处于培育期，2022 年，健视佳收入体量达 3 亿元以上，收入增速达 70%+，23H1 继续同比增长超 20%，未来随着健视佳逐步从区域推广扩充到全国推广，有望成为公司未来业绩增长引擎。

**表 17: 公司核心大单品情况**

序号	品牌	定位	主要产品	规格	价格 (元)
1	健力多	缓解年龄增长关节老化、长期运动软骨磨损、上班久坐肩酸颈痛等关节问题	健力多®氨糖软骨素钙片 (蓝氨糖)	140 片	162
2			健力多®氨糖软骨素钙片 (红氨糖)	96 片	109
3			健力多®氨糖软骨素钙片 (金氨糖)	80 片	109
4	健视佳	缓解视疲劳	健视佳越橘叶黄素酯β-胡萝卜素软胶囊	90 粒	296
5	健安适	对化学性肝损伤有辅助保护作用	健安适水飞蓟葛根丹参片	60 片	142
6	舒百宁	辅助降血脂	舒百宁®纳豆红曲胶囊	120 粒	164

资料来源：健力多淘宝官方旗舰店、健视佳淘宝官方旗舰店、健安适淘宝官方旗舰店、国元证券研究所整理  
 注：价格使用 2024 年 1 月 19 日到手价。

**c) 肝脏健康“健安适”：**健安适针对都市人群快节奏生活，顺势推出护肝产品健安适。2021 年 6 月，健安适焕新包装，在核心城市重点投放，重点打造核心样板市场。一方面，健安适锁定目标省份具有高影响力、高收视率的频道和栏目，择取晚间黄金时段，进行高频次、大密度的高效传播；另一方面，结合消费者本身的触媒习惯，与新闻栏目、酒类品牌进行强势关联，形成精准触达。

**d) “舒百宁”：**2021 年 7 月，公司新推出新一代植物科技辅助降血脂产品“舒百宁”，并在线下渠道启动种子计划试点。舒百宁的目标群体为中老年血脂偏高人群。根据 2022 年版的《中国心血管健康与疾病报告》，全国心血管问题人数估算约有 3.3 亿人，已成为国人健康的重要威胁之一。

(3) 益生菌“Life Space”：2022年，Life Space国内产品收入为3.03亿元，同比增长64.42%。2021年，Life Space国内产品在公司覆盖的药店渠道的铺市率约5成左右，仍存提升空间；2022年，“Life Space”品牌已进入阿里平台益生菌前十大品牌，在阿里平台益生菌品类的市占率约15%，位居第一，未来有望持续保持高于行业增速增长。

表 18：公司 Life Space 品牌旗下核心产品情况

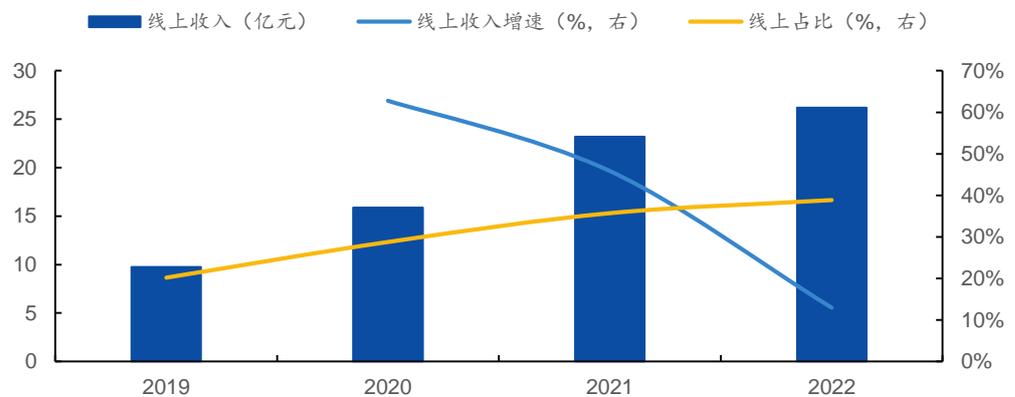
序号	定位	主要产品	规格	价格（元）
1	守护肠胃	广谱 320 亿益生菌胶囊	60 粒	199
2	3 倍加码的肠胃养护伴侣	960 亿益生菌胶囊	30 粒	269
3	针对老人肠道健康	60+中老年益生菌胶囊	60 粒	199
4	针对身材管理	B420 益生菌胶囊	60 粒	199

资料来源：Life Space 淘宝海外官方旗舰店、国元证券研究所整理  
注：价格使用 2024 年 1 月 19 日到手价。

## 4.2 线上渗透率持续提升

自 2017 年公司开启“电商品牌化”策略后，线上渗透率快速提升。2022 年，公司境内线上收入达 26.20 亿元，2019-2022 年 CAGR 为 38.96%，境内线上渠道收入占比达 38.86%，逐年呈提升趋势。2022 年公司境内线上渠道收入同比增长 13.00%，增速放缓主要由于线上 B2B 分销收入下滑，23 年初线上 B2B 分销收入占境内线上总收入的比例已降至两成以下，影响逐步减弱。

图 28：汤臣倍健境内线上收入占比快速提升



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

线上专供品快速增长。YEP、Highflex 等品牌为公司 2017 年实施“电商品牌化”策略后，推出的线上专供品品牌。根据公告，2021 年 1-9 月，主品牌线上专供品收入占主品牌线上收入的近 50%，以实现超 70% 的收入增速快速增长。

表 19：汤臣倍健推出线上专供品牌

品牌	定位	主要产品	价格（元）
Yep	0 添加蔗糖、0 脂肪、0 雌激素，缓解作息不规律、熬夜加班、深夜追剧、换季干燥等带来的胶原蛋白流失	汤臣倍健 Yep 胶原蛋白肽果味饮料（10 瓶）	169
Highflex	修复润滑软骨之余，还能速效缓痛，有助于缓解关节问题	Highflex 关节缓痛绿氨糖汤臣倍健氨糖软骨素钙片（120 片）	169
		Highflex 关节缓痛红氨糖汤臣倍健氨糖软骨素钙片（140 片）	169

资料来源：汤臣倍健淘宝官方旗舰店、highflex 健力多海外淘官方旗舰店、国元证券研究所整理  
注：价格使用 2024 年 1 月 19 日到手价。

公司线上市占率领先。2023年双十一期间（10月19日至11月11日），汤臣倍健旗下全品牌全网销售额突破9亿元，同比增长超20%，其中：1）汤臣倍健蛋白粉品类全网销售额超亿元，Yep胶原蛋白肽系列全网销售额超亿元；2）益生菌品牌Life Space在国内全网总销售额超1.5亿元，同比增长超26%；3）多品类开花，健视佳全网销售额同比增长近50%，天然博士全网销售额同比增长100%。

图 29：公司线上市占率领先



资料来源：汤臣倍健公众号、国元证券研究所整理

公司线上渗透率仍存提升空间。2022年，公司境内线上收入占比为39%，未来公司线上渠道收入占比仍有提升空间。目前，公司以多品牌布局发力线上渠道，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，22年，BYHEALTH品牌收入体量超3亿元，增速超70%，23年前三季度继续实现65%以上增长。

#### 4.3 LSG 境内外收入持续增长，利润率有望继续优化

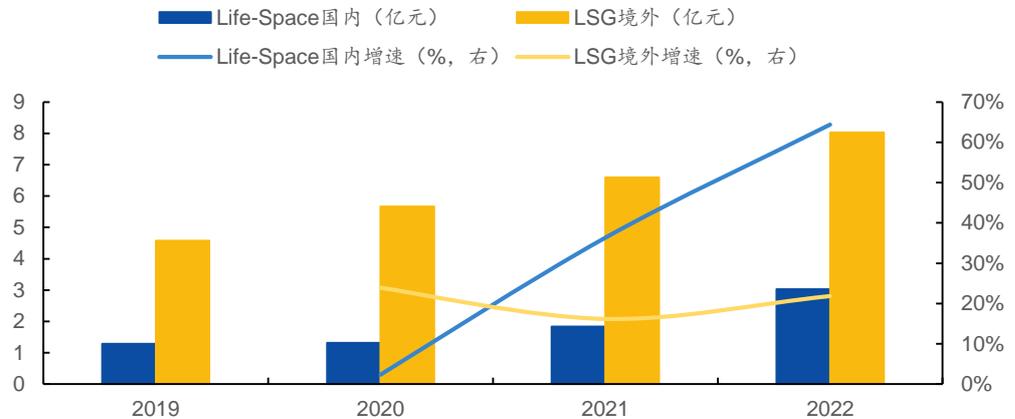
2018年，公司收购“Life Space”品牌，进入益生菌领域。“Life Space”是公司全球市场全渠道布局的重点品牌，2022年，LSG实现收入11.06亿元，其中境内/境外收入分别为3.03/8.03亿元，同比增长64.42%/21.87%。

展望未来：（1）国内市场：a）线上市场保持高增，“Life Space”已进入阿里益生菌前十品牌；b）线下：药店渠道渗透率有望进一步提升。

（2）境外市场：a）在澳洲市场，公司通过渠道下沉渗透、新品上市、调整价格等策略有望保持稳定增长，继续夯实Life Space澳大利亚益生菌领导品牌地位。b）在中国跨境电商渠道，公司已从第三方收回天猫国际Life Space官方海外旗舰店的店铺主体权，由国内团队专门运营，以充分运用国内资源，积极拓展跨境电商业务。

随着 LSG 收入持续增长，利润率有望继续优化。2021 年，LSG 已扭亏实现 0.11 亿元净利，对应净利率为 1.71%，相较于主业 25%-28%的净利率，仍存较大提升空间。

图 30: LSG 境内外收入及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测

公司盈利预测假设如下：

分品牌看，随着消费场景逐步复苏，主品牌汤臣倍健有望稳健增长，健力多有望逐步复苏；Life Space 国内市场继续快速渗透，收入有望较快增长；LSG（境外）渠道拓展稳健，收入有望稳健增长；其他培育期新品牌体量较小，随着公司加大对其推广投入，有望放量较快增长。

表 20: 汤臣倍健盈利预测拆分

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	74.31	78.61	95.40	108.81	123.73
增速	21.93%	5.79%	21.35%	14.06%	13.72%
毛利率	66.06%	68.28%	69.43%	70.10%	70.69%
归母净利润 (亿元)	17.54	13.86	17.43	20.55	23.91
增速	15.07%	-20.99%	25.77%	17.90%	16.36%
归母净利率	23.60%	17.63%	18.27%	18.89%	19.33%
<b>分品牌</b>					
1、汤臣倍健营业收入 (亿元)	44.45	44.45	55.26	60.66	66.26
增速	24.36%	0.00%	24.31%	9.78%	9.24%
2、健力多营业收入 (亿元)	14.08	12.1	11.81	12.52	13.24
增速	7.46%	-14.09%	-2.38%	6.03%	5.74%
3、Life Space 国内营业收入 (亿元)	1.84	3.03	4.39	5.71	7.32
增速	36.33%	64.42%	44.88%	30.12%	28.22%
4、LSG (境外) 营业收入 (亿元)	6.59	8.03	10.11	11.58	13.23
增速	16.20%	21.87%	25.94%	14.54%	14.22%
5、其他品牌营业收入 (亿元)	7.35	11.00	13.82	18.33	23.67
增速	45.63%	49.66%	25.63%	32.56%	29.17%

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

## 5.2 投资建议

我们预计 2023、2024、2025 年公司归母净利分别为 17.43、20.55、23.91 亿元，同比增长 25.77%、17.90%、16.36%，对应 1 月 29 日 PE 分别为 15、13、11 倍（市值 265 亿元），给予“买入”评级。

表 21：可比公司估值

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润及增速 (亿元, %)						PE		
	(2024.1.29)	2023E	增速	2024E	增速	2025E	增速	2023E	2024E	2025E
汤臣倍健	265	17.43	25.77	20.55	17.90	23.91	16.36	15.21	12.90	11.09
仙乐健康	53	2.65	25.00	3.81	43.54	4.70	23.38	20.10	14.01	11.35

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：仙乐健康盈利预测使用 Wind 一致预期（180 天）。

## 6. 风险提示

消费场景波动风险、新品研发风险、政策调整风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7338.71	7304.28	8330.10	8890.86	9833.28
现金	2902.28	2961.01	3416.70	3885.85	4350.97
应收账款	290.50	330.34	384.06	427.93	486.72
其他应收款	22.55	23.48	28.95	57.15	78.67
预付账款	135.82	229.19	148.75	165.94	188.58
存货	832.75	898.91	940.38	1048.29	1169.28
其他流动资产	3154.81	2861.35	3411.28	3305.70	3559.07
<b>非流动资产</b>	5627.21	5853.38	6629.69	7099.38	7400.32
长期投资	280.73	444.63	488.00	513.00	519.00
固定资产	828.59	903.70	927.21	955.42	977.64
无形资产	805.77	748.06	798.06	843.06	882.56
其他非流动资产	3712.12	3756.99	4416.42	4787.90	5021.12
<b>资产总计</b>	12965.93	13157.67	14959.79	15990.24	17233.60
<b>流动负债</b>	2071.19	2122.42	2417.03	2625.42	2869.15
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	408.07	366.92	431.65	481.55	540.35
其他流动负债	1663.13	1755.50	1985.38	2143.87	2328.80
<b>非流动负债</b>	358.22	279.00	306.70	302.15	295.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	358.22	279.00	306.70	302.15	295.95
<b>负债合计</b>	2429.41	2401.42	2723.74	2927.57	3165.10
少数股东权益	42.57	62.96	84.83	116.73	150.36
股本	1700.31	1700.36	1700.36	1700.36	1700.36
资本公积	6174.18	6113.50	6113.50	6113.50	6113.50
留存收益	2803.08	2985.03	4421.89	5256.67	6209.19
归属母公司股东权益	10493.95	10693.28	12151.22	12945.94	13918.14
<b>负债和股东权益</b>	12965.93	13157.67	14959.79	15990.24	17233.60

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1818.98	1378.93	1225.37	1472.12	2022.02
净利润	1766.30	1411.26	1764.79	2086.72	2424.53
折旧摊销	216.22	213.63	211.63	222.10	244.09
财务费用	-30.61	-36.04	-34.76	-40.03	-45.36
投资损失	-119.74	-190.55	-155.14	-110.85	-114.10
营运资金变动	-26.69	-198.33	-246.22	-538.65	-494.93
其他经营现金流	13.50	178.95	-314.93	-147.18	7.79
<b>投资活动现金流</b>	-2353.92	-131.28	-519.70	209.64	-178.50
资本支出	263.16	244.78	87.07	159.37	189.05
长期投资	2145.16	24.44	123.39	75.47	57.62
其他投资现金流	54.41	137.94	-309.24	444.48	68.16
<b>筹资活动现金流</b>	1643.47	-1227.30	-249.98	-1212.61	-1378.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-143.70	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	119.29	0.05	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2977.07	-60.68	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1309.19	-1166.68	-249.98	-1212.61	-1378.40
现金净增加额	1074.49	58.26	455.69	469.15	465.12

资料来源:公司公告、国元证券研究所整理

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7431.28	7861.41	9539.56	10880.59	12373.46
营业成本	2521.83	2493.31	2916.58	3253.69	3626.53
营业税金及附加	74.22	76.86	93.49	100.10	113.84
营业费用	2478.44	3169.25	3770.03	4319.59	4956.81
管理费用	387.90	390.97	487.47	598.43	655.79
研发费用	150.30	158.50	182.67	207.61	235.92
财务费用	-30.61	-36.04	-34.76	-40.03	-45.36
资产减值损失	-18.73	-19.03	-22.95	-25.99	-29.40
公允价值变动收益	69.03	-177.85	-192.15	-76.50	-63.55
投资净收益	119.74	190.55	155.14	110.85	114.10
<b>营业利润</b>	2026.78	1609.30	2073.75	2460.81	2861.36
营业外收入	163.35	103.31	80.97	87.53	95.71
营业外支出	12.13	7.82	27.80	15.92	17.18
<b>利润总额</b>	2178.00	1704.79	2126.92	2532.43	2939.89
所得税	411.70	293.53	362.13	445.71	515.36
<b>净利润</b>	1766.30	1411.26	1764.79	2086.72	2424.53
少数股东损益	12.32	25.41	21.87	31.90	33.63
<b>归属母公司净利润</b>	1753.98	1385.85	1742.92	2054.82	2390.90
EBITDA	2212.39	1786.89	2250.62	2642.88	3060.09
EPS (元)	1.03	0.82	1.03	1.21	1.41

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.93	5.79	21.35	14.06	13.72
营业利润(%)	13.31	-20.60	28.86	18.66	16.28
归属母公司净利润(%)	15.07	-20.99	25.77	17.90	16.36
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	66.06	68.28	69.43	70.10	70.69
净利率(%)	23.60	17.63	18.27	18.89	19.32
ROE(%)	16.71	12.96	14.34	15.87	17.18
ROIC(%)	26.83	29.88	36.97	38.85	41.11
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	18.74	18.25	18.21	18.31	18.37
净负债比率(%)	1.34	0.85	0.75	0.69	0.64
流动比率	3.54	3.44	3.45	3.39	3.43
速动比率	3.13	3.01	3.05	2.98	3.01
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.66	0.60	0.68	0.70	0.74
应收账款周转率	31.31	24.30	25.62	25.70	25.96
应付账款周转率	6.66	6.43	7.30	7.13	7.10
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.03	0.82	1.03	1.21	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	0.81	0.72	0.87	1.19
每股净资产(最新摊薄)	6.17	6.29	7.15	7.61	8.19
<b>估值比率</b>					
P/E	15.11	19.13	15.21	12.90	11.09
P/B	2.53	2.48	2.18	2.05	1.90
EV/EBITDA	8.75	10.83	8.60	7.32	6.33

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188