

## 汤臣倍健 (300146)

证券研究报告  
2024年09月30日

## 巩固规模优势，产品多元化持续拓展

## 公司简介：

公司创立于1995年，2010年12月15日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。

## 1、中国VDS行业：稳步提升，长期增长空间可期

1) 市场规模：多项驱动，VDS市场持续扩容，未来仍有提升空间。据欧睿国际，2023年中国VDS市场规模增长至2253.41亿元，增速远高于发达国家。我国VDS行业发展时间短，居民相关消费意识和习惯尚未成型，人均消费水平存在较高增长空间。主要市场增长驱动因素有三：①国民健康意识提升叠加生活改善带来健康需求跃升；②人口老龄化程度加深，银发经济带来新增长；③青年人心态转变，带来消费新势力。据欧睿国际，VDS市场2028年将达到2931.53亿元，未来增长空间可期。

2) 市场格局：①线上渠道占比不断增加，电商渠道增长可期。多方政策因素加上疫情影响，线上渠道占比不断加大，逐渐超过直销渠道位列第一。23年，线上销售份额占比已超过一半。随着的电商渠道的发展，药店渠道的发展将持续承压发生转移，占比或将持续下降。线上渠道已成为企业部署重点；

②行业集中度低，头部企业市占率仍存在提升空间。相比于加拿大、澳大利亚等国家，中国VDS市场集中度较低，23年CR5为30%。原因主要为行业进入门槛低利润高；产品同质化严重，难以形成核心竞争力；头部企业市场占比低等。19年以来汤臣倍健市占率维持行业第一且市占率不断提升，23年达到10.4%，且以15%为中长期目标。随着政策趋严，监管加强，核心竞争力提升，其市占率有望进一步提升。

## 2、公司核心竞争力：全品类产品矩阵，线下渠道地位稳固

产品端：①产品创新打造核心竞争力，借政策趋势有望完成弯道超车。20年提出“科学营养”，坚持在多方面部署研究。公司保健食品批文和专利数量提升明显。我们认为在鼓励产品创新、放开保健品新功能申请的政策趋势下，多年积累的研发科技实力可带来长期差异化竞争优势。

②持续推进大单品战略，占领细分市场高地。17年以来坚持“大单品”战略，汤臣倍健在不同细分市场尝试以大单品打开蓝海市场。2023年已在多个细分品类领域取得不错成绩。线下，旗下多品牌位于品类市占榜前五；线上，在核心电商销售的前10大品类中，旗下6大品类迈入品牌前三。

2) 渠道端：线下药店渠道头部地位稳固，巩固竞争壁垒，线上强化电商整体策略，赋能全渠道高速增长。线下渠道优势明显，基本盘稳固，2018-2023年公司境内线上营收占比均在50%以上。公司专注研发，批文数量在行业内遥遥领先，截至2024年6月24日公司拥有158个保健食品注册批准证书及187个保健食品备案凭证；线上渠道方面的电商品牌化策略助推线上渠道持续扩容。同时公司顺应时代发展致力于近几年发展势头较好的抖快账号，进一步扩大消费群体。公司线上专供品增长迅速，线上市占率遥遥领先，23年双十一期间旗下全品牌全网销售额突破9亿元。

## 3、未来亮点：向内积极开拓线上渠道，向外逐步推进海外布局

1) 渠道端成立集团数字营销中心，抢占线上发展先机。2024年公司将成立集团数字营销中心，搭建全网数字媒介中台、会员数字化平台，赋能抖快等线上平台高质量增长，进一步加强线下深度分销和渠道下沉能力，巩固线下渠道竞争壁垒，截至2024年6月，公司主品牌在抖音和快手平台行业排名前十。

2) 海外端积极布局东南亚市场，销售有望持续增长。2016年开始东南亚保健品市场规模持续扩张。2024年公司将以Life-Space品牌为主，持续开拓东南亚核心市场，通过设立海外子公司、经销商合作等方式推进本地化运营，进一步拓展销售渠道网络。

4、投资建议：预计公司2024/25/26年营收93.86/104.67/117.33亿元，yoy+0%/12%/12%，归母净利润14.19/16.92/19.81亿元，同比-18.7%/+19%/+17%。我们认为公司保健品产品覆盖全面，给予24年20xPE，目标市值283.6亿元，目标价为16.7元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：政策风险，原材料成本增长风险，行业竞争加剧风险，新品品牌与新业务的不确定性风险，募集资金投资项目的风险，产品质量和食品安全风险，股价波动风险

| 财务数据和估值       | 2022     | 2023     | 2024E    | 2025E     | 2026E     |
|---------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 7,861.41 | 9,406.81 | 9,385.56 | 10,466.93 | 11,733.05 |
| 增长率(%)        | 5.79     | 19.66    | (0.23)   | 11.52     | 12.10     |
| EBITDA(百万元)   | 1,974.92 | 2,416.92 | 1,688.07 | 2,158.67  | 2,510.82  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,385.85 | 1,746.31 | 1,418.72 | 1,692.30  | 1,981.19  |
| 增长率(%)        | (20.99)  | 26.01    | (18.76)  | 19.28     | 17.07     |
| EPS(元/股)      | 0.81     | 1.03     | 0.83     | 0.99      | 1.16      |
| 市盈率(P/E)      | 18.29    | 14.51    | 17.86    | 14.98     | 12.79     |
| 市净率(P/B)      | 2.37     | 2.08     | 1.98     | 1.88      | 1.77      |
| 市销率(P/S)      | 3.22     | 2.69     | 2.70     | 2.42      | 2.16      |
| EV/EBITDA     | 16.11    | 9.18     | 8.66     | 7.57      | 4.95      |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

|       |           |
|-------|-----------|
| 行业    | 食品饮料/食品加工 |
| 6个月评级 | 买入（首次评级）  |
| 当前价格  | 14.9元     |
| 目标价格  | 16.7元     |

## 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 1,700.85    |
| 流通A股股本(百万股) | 1,129.99    |
| A股总市值(百万元)  | 25,342.60   |
| 流通A股市值(百万元) | 16,836.81   |
| 每股净资产(元)    | 6.64        |
| 资产负债率(%)    | 14.70       |
| 一年内最高/最低(元) | 19.07/10.65 |

## 作者

吴立 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519070002  
chenx@tfzq.com

张潇倩 分析师  
SAC执业证书编号：S1110524060003  
zhangxiaojian@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

## 内容目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. 公司介绍：国内 VDS 行业龙头企业</b> .....           | <b>4</b>  |
| 1.1. 发展历程：深耕行业 20+ 年，VDS 行业领军企业 .....        | 4         |
| 1.2. 管理架构：股权结构集中，核心团队稳定 .....                | 5         |
| 1.3. 财务指标：毛利率较稳定，净利率存在增长空间 .....             | 7         |
| 1.3.1. 分品牌：主品牌疫后增速明显，Life-Space 占比逐年增加 ..... | 9         |
| 1.3.2. 分区域：境内业务创收显著，境外业务增长迅速 .....           | 9         |
| <b>2. 中国 VDS 行业：稳中求进，长期增长空间可期</b> .....      | <b>10</b> |
| 2.1. 市场规模：VDS 行业持续扩容，未来仍有提升空间 .....          | 10        |
| 2.2. 市场格局：渠道结构变化加剧，竞争格局不断演变，市占率仍存在提升空间 ..... | 11        |
| 2.2.1. 线上渠道占比不断提升，未来消费增长可期 .....             | 11        |
| 2.2.2. 行业分散，竞争加剧，市占率仍有提升空间 .....             | 12        |
| 2.2.3. 市场价格呈现分层，未来或将形成三类定价 .....             | 14        |
| <b>3. 核心竞争力：全品类产品矩阵，线下渠道地位稳固</b> .....       | <b>15</b> |
| 3.1. 产品端：矩阵布局持续完善，产品力品牌力突出 .....             | 15        |
| 3.1.1. 产品创新打造核心竞争力，借政策趋势有望完成弯道超车 .....       | 15        |
| 3.1.2. 持续推进大单品战略，占领细分市场高地 .....              | 16        |
| 3.1.3. 大力推进消费者教育，多种方式打造品牌力 .....             | 18        |
| 3.1.4. 稳固高端保健品定位，品牌定位决定品牌价值上限 .....          | 19        |
| 3.2. 渠道端：线下渠道护城河高筑，线上渠道持续开拓、高速增长 .....       | 19        |
| 3.2.1. 线下：药店渠道头部地位稳固，巩固竞争壁垒 .....            | 19        |
| 3.2.2. 线上：强化电商整体策略，赋能全渠道高质增长 .....           | 20        |
| <b>4. 未来亮点：向内积极开拓线上渠道，向外逐步推进海外布局</b> .....   | <b>21</b> |
| 4.1. 渠道：成立集团数字营销中心，抢占线上发展先机 .....            | 21        |
| 4.2. 海外：积极布局东南亚市场，销售有望持续增长 .....             | 22        |
| <b>5. 盈利预测与估值</b> .....                      | <b>23</b> |
| 5.1. 盈利预测 .....                              | 23        |
| 5.2. 投资建议 .....                              | 23        |
| <b>6. 风险提示</b> .....                         | <b>24</b> |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1：汤臣倍健发展历程 .....                         | 5 |
| 图 2：公司股权结构（截至 2024 年 H1） .....             | 5 |
| 图 3：2007-2024H1 年公司营业收入（亿元）及 yoy（%） .....  | 8 |
| 图 4：2007-2024H1 年公司归母净利润（亿元）及 yoy（%） ..... | 8 |
| 图 5：2007-2024H1 年公司毛利率（%） .....            | 8 |

|   |    |
|---|----|
| 图 6: 2007-2024H1 公司净利率 (%)                          | 8  |
| 图 7: 2018-2024H1 公司期间费用率 (%)                        | 9  |
| 图 8: 公司分品牌收入 (亿元) 及 yoy (%)                         | 9  |
| 图 9: 2018-2024H1 年公司主要品牌营收占比 (%)                    | 9  |
| 图 10: 公司境内、境外营收 (亿元) 及 yoy (%)                      | 10 |
| 图 11: 公司境内、境外营收占比情况 (%)                             | 10 |
| 图 12: 2009-2028 年中国 VDS 市场规模                        | 10 |
| 图 13: 2013-2023 年各地区 VDS 市场复合增速                     | 10 |
| 图 14: 2012-2023 年中国居民健康素养水平                         | 11 |
| 图 15: 2013-2023 年中国人均可支配收入及医疗保健支出 (元)               | 11 |
| 图 16: 2012-2040 年中国老年人口数量及占比                        | 11 |
| 图 17: 2009-2023 年中国 VDS 市场渠道结构演变                    | 12 |
| 图 18: 2023 年 VDS 行业企业市占率                            | 12 |
| 图 19: 2017-2022 我国保健食品注册企业数量 (万)                    | 13 |
| 图 20: 2014-2023 年各地区 VDS 市场 CR5                     | 13 |
| 图 21: 2023 年各地区 VDS 市场集中度                           | 14 |
| 图 22: 2014-2023 年中国 VDS 市场主要企业市占率                   | 14 |
| 图 23: 2017-2024H1 汤臣倍健产品批文数量 (个)                    | 16 |
| 图 24: 2017-2024H1 汤臣倍健专利数量 (个)                      | 16 |
| 图 25: 2015-2024H1 公司旗下健力多销售收入 (亿元) 及 YOY (%)        | 17 |
| 图 26: 2019-2024H1 公司旗下 Life-Space 销售收入 (亿元) 及增长 (%) | 18 |
| 图 27: 2019-2024H1 公司旗下 LSG 销售收入 (亿元) 及增长 (%)        | 18 |
| 图 28: 公司参与多项官方活动                                    | 19 |
| 图 29: 公司近年赞助的部分综艺、邀请的部分代言人                          | 19 |
| 图 30: 2018-2024H1 年公司境内线上、线下营收占比 (%)                | 20 |
| 图 31: 2018-2024H1 境内线上营收 (亿元) 及 yoy (%)             | 21 |
| 图 32: 汤臣倍健旗舰店及合作抖音账号截图                              | 21 |
| 图 33: 2023 汤臣倍健双十一销售成绩                              | 21 |
| 图 34: 汤臣倍健抖音平台营业内容及行业排名                             | 22 |
| 图 35: 汤臣倍健快手平台营业内容及行业排名                             | 22 |
| 图 36: 2016-2028 年东南亚保健品市场规模                         | 22 |
| 图 37: Life-Space 境外营收 (亿元) 及 yoy                    | 22 |
| <br>  |    |
| 表 1: 公司高管团队情况 (截至 2023 年年报)                         | 6  |
| 表 2: 公司股权激励实施情况                                     | 6  |
| 表 3: 公司企业主要品牌和产品组成                                  | 15 |
| 表 4: 公司“大单品”战略实施主要举措                                | 16 |
| 表 5: 公司财务拆分情况                                       | 23 |
| 表 6: 同类可比公司 PE 对比                                   | 23 |

## 1. 公司介绍：国内 VDS 行业龙头企业

公司创立于 1995 年，2010 年 12 月 15 日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。2018 年，汤臣倍健收购澳大利亚益生菌品牌 Life-Space，同年 5 月，收购拜耳旗下具有 80 多年历史的儿童营养补充剂品牌 Pentavite。欧睿国际数据显示，2020 年汤臣倍健以 10.3% 的市场份额位居中国维生素与膳食补充剂行业第一位。发展至今，公司已成为 VDS 行业的领导品牌。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，为国家队 70 余支队伍的运动员供应运动食品、营养品和专业营养备战方案，品牌知名度再创新高。

### 1.1. 发展历程：深耕行业 20+ 年，VDS 行业领军企业

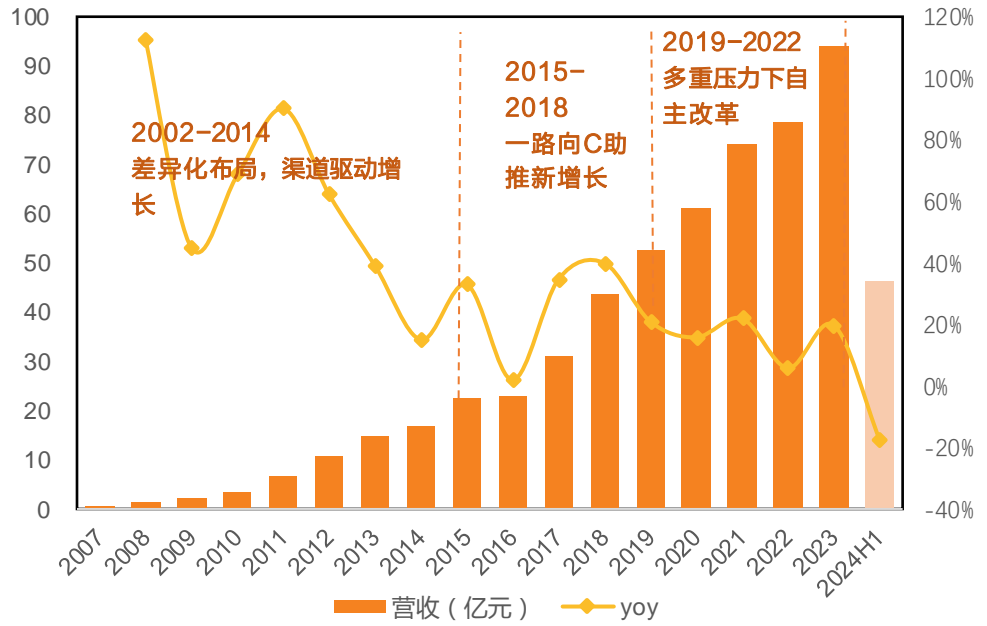
**2002-2014：差异化布局战略，享渠道前瞻之红利。**2002 年系统地将膳食营养补充剂（VDS）引入中国，汤臣倍健前瞻性聚力于非直销渠道，与龙头企业进行差异化竞争。2008 年-2017 年前后被称为实体药房的黄金十年，按照单一品牌计算，公司“汤臣倍健”品牌和“十一坊”品牌 2008 年在非直销领域的市场占有率分别达到了 8.7% 和 1.3%，分别位居第一名和第六名，公司充分享受到了渠道销售的红利，营收规模迅速增长。2007-2015 年营收迅速增长，从 0.67 亿元增长至 22.66 亿元，期间 CAGR 高达 55.29%。

**2015-2018：积极调整策略，大单品叠加电商品牌化战略拉动新一轮增长。**2015 年，公司积极培育线上业务板块，成立线上业务公司，积极布局，发力广东佰嘉“健力多”单品品牌，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”。2017 年，公司实行大单品战略，健力多氨糖产品纳入“汤臣倍健”品牌之下，作为汤臣大单品战略的第一个品种聚焦推广，2017 年整年实现超 160% 的增长。

**2019-2022：政策疫情双重影响，积极自我变革寻求新出路。**2019 年国家相关部门联合对“保健”行业乱象和违法违规行为开展的整治，行业面临巨大挑战。加上医保新规实施，药店销售渠道保健食品禁止刷医保，以及电子商务法的颁布，对于公司的发展造成短暂的冲击，公司开启电商品牌化 3.0 战略，继续加大电商渠道投入。2020 年新冠疫情导致公司营收增速明显下降，公司开启积极自主变革。2021 年 7 月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。2022 年 2 月，公司制定《科学营养 2030 核心目标与行动纲要》，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，致力于成为全球科技力和创新力最强的 VDS 企业之一。

**2023 年至今：VDS 行业步入疫后新周期。**防疫政策调整后，居民保健意识增强，叠加消费能力的回升，人们对追求健康品质生活的需求日益凸显，国民健康需求跃升，这一背景为整个营养健康产业以及 VDS 行业的发展奠定了良好的基础。2024 年是公司新三年规划开局之年，公司将坚持强科技、强品牌战略，持续推动以消费者健康价值为核心的“科学营养”和更专业的产品创新策略的落地。

图 1：汤臣倍健发展历程

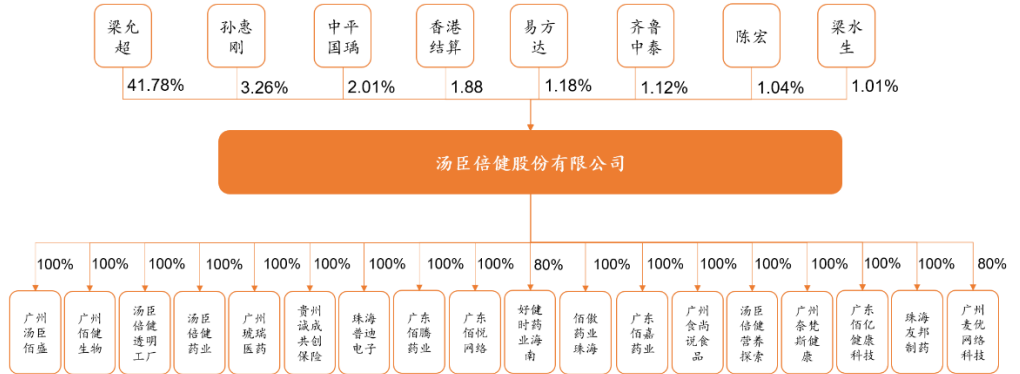


资料来源：wind，公司官网，公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 管理架构：股权结构集中，核心团队稳定

公司股权结构集中。截至 2024 年 H1，公司董事长梁允超先生持有股份比例达到 41.78%，为公司的实际控制人，其深耕 VDS 行业多年，对公司的发展贡献巨大。

图 2：公司股权结构 (截至 2024 年 H1)



资料来源：wind，天风证券研究所

**核心管理团队稳定，专业经验丰富。**公司前身为海狮龙保健食品有限公司，2008 年创始人梁允超先生利用海狮龙的资源整合收购广州佰健 100% 股权，正式变更登记为“广东汤臣倍健生物科技股份有限公司”。当前公司的高管团队中多位高管自公司成立之初任职，在此领域深耕 20 余年，具备丰富的专业知识以及敏锐的行业风向判断，为公司的发展持续注入活力。

表 1：公司高管团队情况（截至 2023 年年报）

| 姓名  | 职务          | 个人履历   | 任职时间       |
|-----|-------------|--|------------|
| 梁允超 | 董事长         | 中山大学管理学院高级管理人员工商管理硕士。2008 年 9 月起任汤臣倍健股份有限公司董事长;2013 年 10 月起任诚承投资控股有限公司董事长。   | 2008 年 9 月 |
| 陈宏  | 副总经理        | 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 月任汤臣倍健股份有限公司董事;2008 年 9 月起任汤臣倍健股份有限公司副总经理。   | 2008 年 9 月 |
| 梁水生 | 副董事长        | 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; 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。         | 2011 年 9 月 |
| 汤晖  | 董事          | 2008 年 9 月至今任公司董事;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。   | 2008 年 9 月 |
| 蔡良平 | 副总经理        | 2009 年 10 月加入公司, 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。   | 2014 年 9 月 |
| 林志成 | 董事 总经理      | 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; 2017 年 7 月至今历任信美人寿相互保险社监事、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。 | 2015 年 2 月 |
| 吴卓艺 | 监事会主席 原财务总监 | 历任公司财务总监助理兼资金经理、财务总监, 2023 年 8 月至今任公司监事会主席、内控总监。   | 2023 年 8 月 |
| 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秘书长, 理事长;2018 年 4 月至今任公司董事会秘书。   | 2018 年 4 月 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**多次实施股权激励，充分激发员工积极性。**自公司上市以来先后推出 5 次股权激励计划，分别在 2013 年、2016 年、2019 年、2020 年以及 2024 年。股权激励计划充分激发了员工的积极性，将管理层利益与公司深度绑定。后续股权激励计划正在持续推进，助力公司迈入新的增长阶段。

表 2：公司股权激励实施情况

| 实施时间       | 占总股本比例 | 激励对象   | 业绩考核条件  |
|------------|--------|--|---|
| 2013 年 3 月 | 1.07%  | 公司中高层管理人员、核心技术(业务)人员及分(子)公司主要管理人员, 共计 135 人。 | (1) 以 2012 年净利润为基数, 2013 年增长率不低于 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 年增长率不低于 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 年增长率不低于 136%, 且当年净资产收益率不低于 20% |

|          |       |   |   |
|----------|-------|---|---|
| 2016年12月 | 0.98% | 公司董事、高级管理人员、核心管理人员以及部分子公司中高层管理人员，共计36人。                 | (1) 以2016年营业收入为基数，2017年营业收入增长率不低于10%。<br>(2) 以2016年营业收入为基数，2018年营业收入增长率不低于21%。<br>(3) 以2016年营业收入为基数，2019年营业收入增长率不低于33%。       |
| 2019年4月  | 1.77% | 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，共计45人。                  | (1) 以2018年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于45%。<br>(2) 以2018年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于60%。<br>(3) 以2018年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于75%。       |
| 2020年1月  | 0.63% | 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，共计103人。 | (1) 以2018年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于45%。<br>(2) 以2018年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于60%。<br>(3) 以2018年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于75%。       |
| 2024年2月  | 0.99% | 公司董事、高级管理人员、核心技术(业务)骨干人员，共36人。                          | (1) 以2022年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于29.3%。<br>(2) 以2022年营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于39.6%。<br>(3) 以2022年营业收入为基数，2026年营业收入增长率不低于50.8%。 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 财务指标：毛利率较稳定，净利率存在增长空间

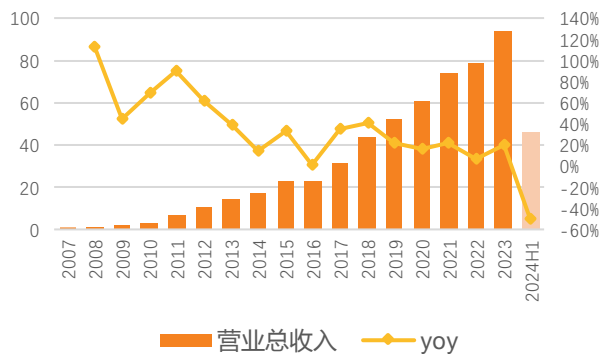
2024H1 公司实现营业收入 46.13 亿元，同比下降 17.56%；归母净利润 8.91 亿元，同比下降 42.34%。主要由于 2024 上半年的消费环境持续发生变化以及行业竞争加剧的背景下，公司阶段性经营策略未能有效推动年初预期目标实现。

公司 2024 H1 在销售费用方面投入 18.22 亿元，占总营收的 39%。其中广告费合计 5.22 亿元，主要为提高品牌知名度增加综艺节目冠名及重点产品的资源投入；平台费用同比增加 20.48%，主要系电商平台结构变化及付费流量增加所致。

从产品层面来看，由于氨糖、维生素及护肝类产品销售的减少，2024H1，公司的片剂产品营业收入降至 7.33 亿元，同比减少了 37.53%；同时，受蛋白粉及益生菌类产品销售下滑的影响，粉剂产品的营业收入为 4.64 亿元，同比减少了 33%。此外，胶囊产品的营业收入也降至 6.85 亿元，同比减少了 13.49%。

受益于国民健康意识提升，公司收入实现较快增长，2023 年公司总营收 94.07 亿元，同比增长 19.66%；归母净利润达 17.46 亿元，同比增长 26.01%。

图 3：2007-2024H1 年公司营业收入（亿元）及 yoy（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2007-2024H1 公司归母净利润（亿元）及 yoy（%）

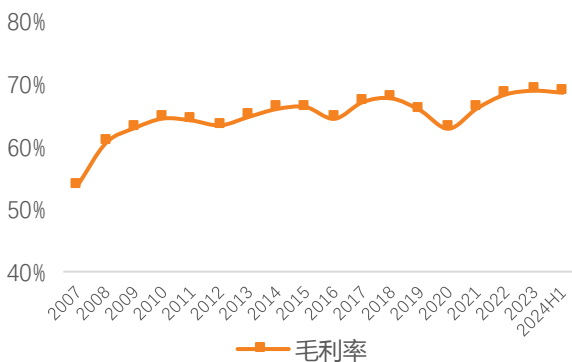


资料来源：wind，天风证券研究所

毛利率自 2021 年开始稳步上升，2023 毛利率已提升至 68.9%。毛利率改善的主要原因是自 2020 年收购广州麦优后，公司初步完成了电商业务、功能食品、OTC 业务的战略架构的调整和搭建，在电商业务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，境内线上直营渠道在收入中的占比从 2019 年的两成左右到 2023 年的 41.90%。

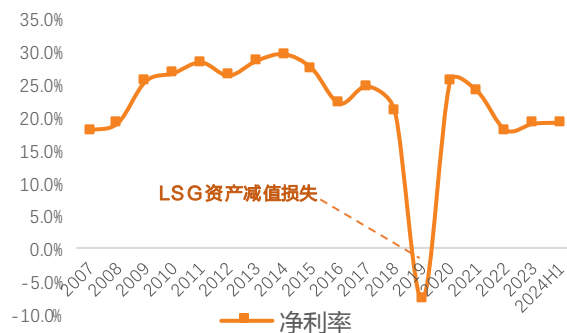
2012-2015 净利率稳定维持在较高水平，2019 年情况较为特殊，LSG 资产减值带来一定损失，剔除特殊情况，公司净利率波动较为平稳。2022 年净利率下降主要系平台费用、广告费及市场推广费增加所致。从 2023-2024H1 费用率来看，公司积极降本增效，随着公司经营效率的提升以及销售费用的优化，有望进一步释放净利率弹性。

图 5：2007-2024H1 年公司毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

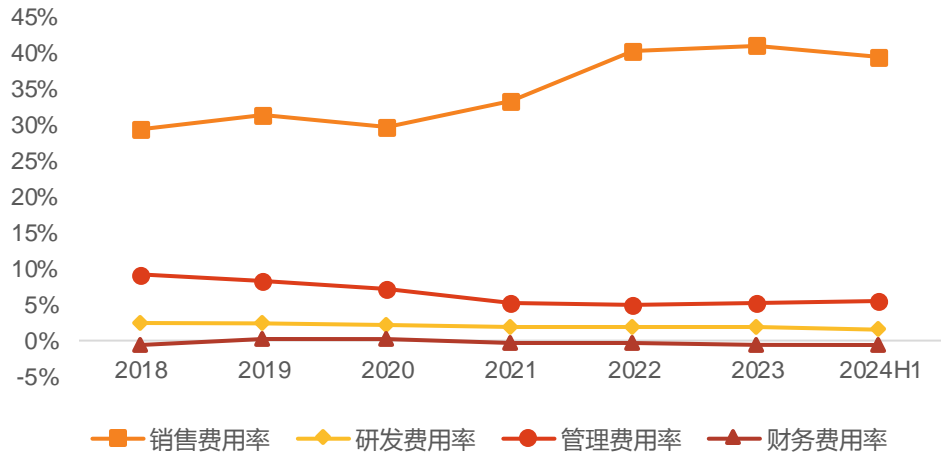
图 6：2007-2024H1 公司净利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所



图 7：2018-2024H1 公司期间费用率（%）

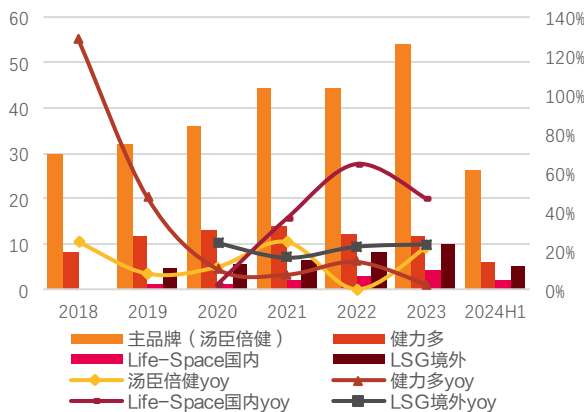


资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.3.1. 分品牌：主品牌疫后增速明显，Life-Space 占比逐年增加

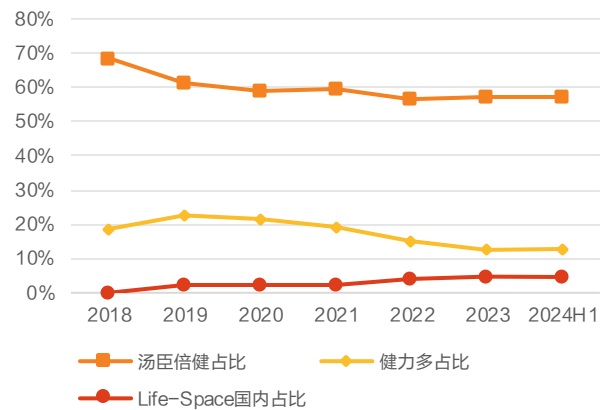
2022 年进入疫后新时代，防疫政策的调整提振了居民保健需求，2023 年主品牌汤臣倍健增速达 21.48%。同时主品牌汤臣倍健已步入成熟期，对公司营收贡献最大且最为稳定。Life-Space 占总营收比例稳步提升，到 2023 年增至 4.7%。LSG 境外也依然保持稳定的双位数高增长。2019-2023 年汤臣倍健/Life-Space/LSG 境外的 CAGR 分别为 13.9%/36.3%/21.2%。

图 8：公司分品牌收入（亿元）及 yoy（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2018-2024H1 年公司主要品牌营收占比（%）

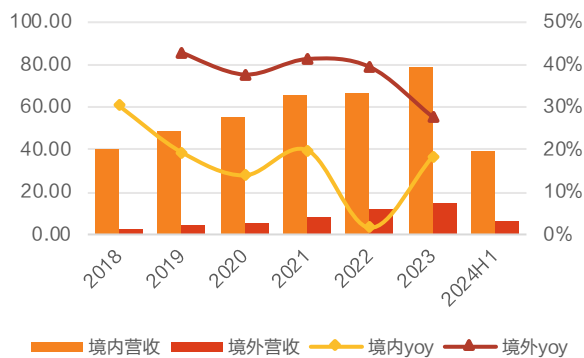


资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

### 1.3.2. 分区域：境内业务创收显著，境外业务增长迅速

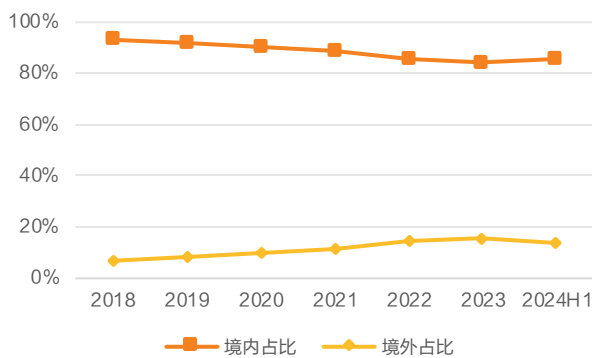
公司境内业务营收持续稳定增长，占比保持在 80%以上，贡献公司营收基本盘，2023 年境内业务营收 79.32 亿元，增速重回双位数。境外业务自 2020 年起迅速增长，2023 年境外业务营收 14.74 亿元，得益于澳洲 LSG 益生菌品牌的贡献。同时境外业务占比增速明显，2023 占比达 15.7%，2018-2023 境外业务 CAGR 为 37.7%。随着跨境电商业务的进一步发展，后续有望持续为公司贡献营收。

图 10：公司境内、境外营收（亿元）及 yoy（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：公司境内、境外营收占比情况（%）



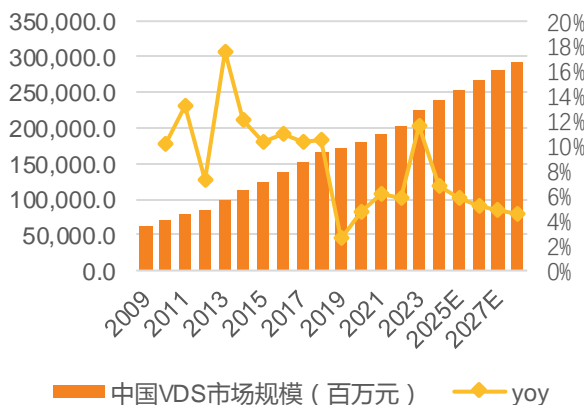
资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 中国 VDS 行业：稳中求进，长期增长空间可期

### 2.1. 市场规模：VDS 行业持续扩容，未来仍有提升空间

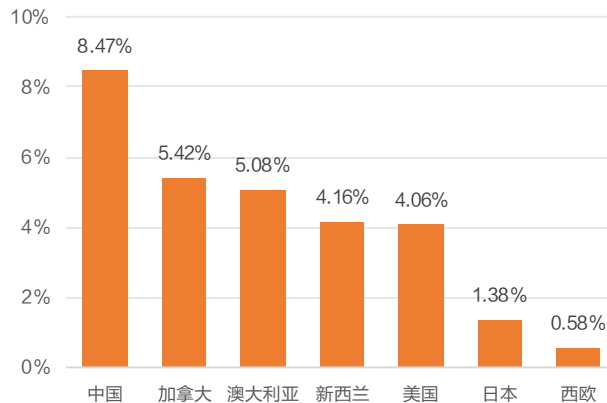
2023 年中国 VDS 行业规模达到 2253.41 亿元，复合增速领先。据欧睿国际数据，2009 年中国 VDS 市场规模为 636.42 亿，2023 年稳步增长至 2253.41 亿元，14 年间翻了 3.5 倍。从增速看，2013-2023 年中国 VDS 市场 CAGR 为 8.47%，远高于其他发达国家的增长水平。我国 VDS 行业发展时间较短，居民的相关消费意识和习惯尚未成型。从人均消费水平看，2023 年中国维生素与膳食补充剂人均消费 23.3 美元，略高于全球平均水平，仅为美国的 22%，相比于发达国家而言存在较高增长空间。据欧睿国际数据预测，未来五年的 CAGR 为 5.4%，2028 年将达到 2931.53 亿元，未来增长空间可期。

图 12：2009-2028 年中国 VDS 市场规模



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

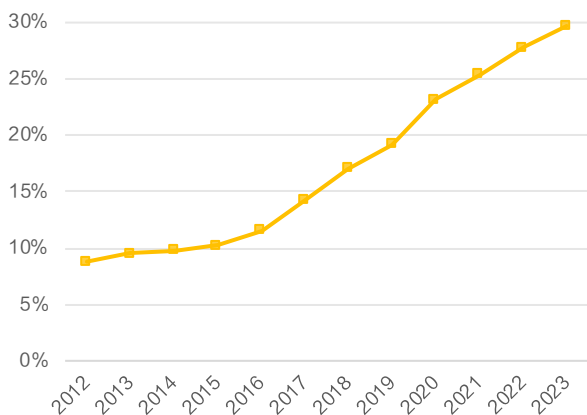
图 13：2013-2023 年各地区 VDS 市场复合增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

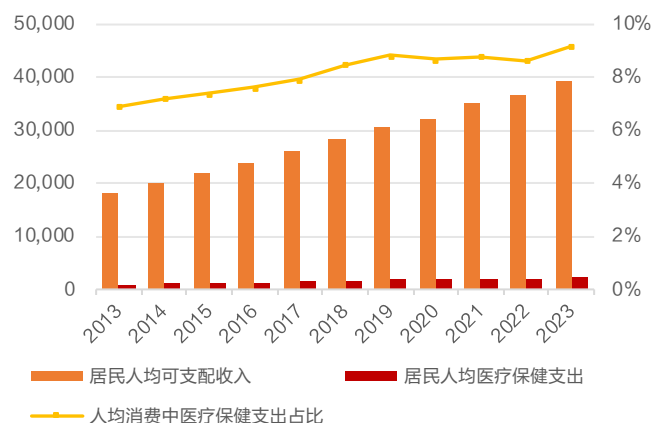
**驱动一：国民健康意识提升叠加生活改善，带来健康需求跃升。**2013-2023 年间，居民人均可支配收入由 18310 元上升至 39218 元，CAGR 为 7.91%；人均医疗保健支出由 912 元上升至 2460 元，CAGR 为 10.43%，增速高于人均可支配收入。医疗保健支出在人均消费支出中的占比由 2013 年的 6.9%逐步提升至 2023 年的 9.18%。可见随着收入水平的提升和生活水品的改善，人们的健康意识逐步提高。据国家卫生健康委员会发布，我国居民健康素养水平近 10 年间有很大提升，由 2012 年的 8.8%提升至 2023 年的 29.7%，为营养健康产业的发展奠定良好基础。健康素养是指个人获取基本健康信息和服务以提升维护和促进自身健康的能力，因此居民健康素养水平的提高体现了居民健康意识的提升。据《全民健康素养提升三年行动方案》，全民健康素养水平未来 3 年目标为每年+2pct。我们认为，未来收入水平和健康意识的进一步提高将持续刺激居民释放健康需求，有望带来保健行业市场增长。

图 14：2012-2023 年中国居民健康素养水平



资料来源：国家卫生健康委员会，央视网，天风证券研究所

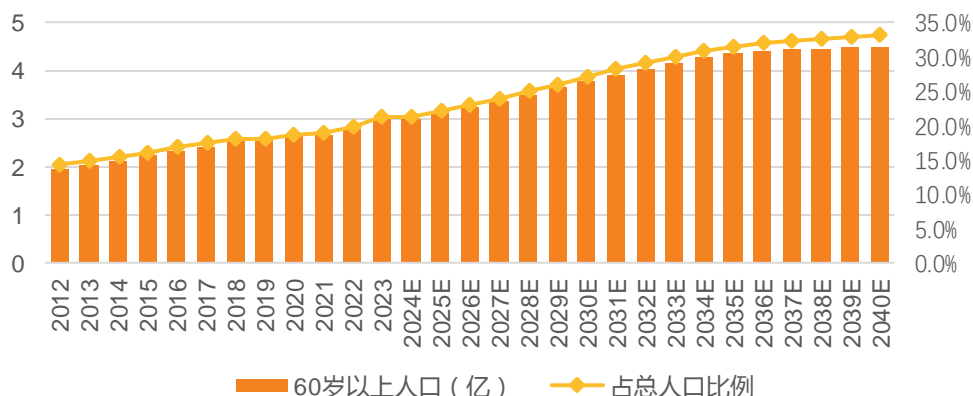
图 15：2013-2023 年中国人均可支配收入及医疗保健支出（元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

**驱动二：人口老龄化程度加深，银发经济带来新增长。** 不断增长的老龄人口是营养健康食品消费的基本盘。2012 至 2023 年间，我国 60 岁以上老年人口从 1.94 亿上升至 2.97 亿，占总人口比例由 14.3% 上升至 21.21%。根据国家卫生健康委员会发布，“十四五”期间，即到 2025 年，中国进入中度老龄化阶段，老年人口突破 3 亿，占比超 20%；2035 年左右进入重度老龄化，老年人口超 4 亿，占比超 30%。据欧睿国际数据测算，到 2040 年我国老年人口将达到 4.48 亿。随着老年人预防意识的提升，消费心态上对营养健康产品更加重视。据欧睿消费者调研，2019-2023 年间，老龄人口中每日服用维生素及膳食补充剂的人数占比有明显提升。

图 16：2012-2040 年中国老年人口数量及占比



资料来源：国家统计局，国家卫健委，欧睿国际，天风证券研究所

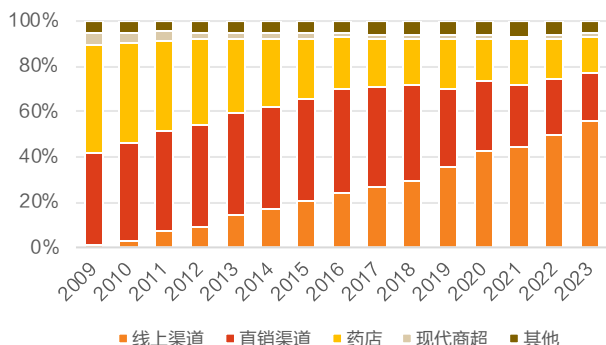
**驱动三：青年人心态转变，带来消费新势力。** 随着生活方式转变和健康意识提升，VDS 市场面对的消费者年龄层及不断扩大，新生代逐渐成为营养健康食品市场的重要增长来源。据央视、国家统计局、中国邮政、北京大学国家发展研究院联合发起的《中国美好生活大调查》2023 年的数据显示，18-35 岁年轻人的消费榜单中，保健养生位列第三。此外，年轻人通常对新事物有较高的需求和接受度。

## 2.2. 市场格局：渠道结构变化加剧，竞争格局不断演变，市占率仍存在提升空间

### 2.2.1. 线上渠道占比不断提升，未来消费增长可期

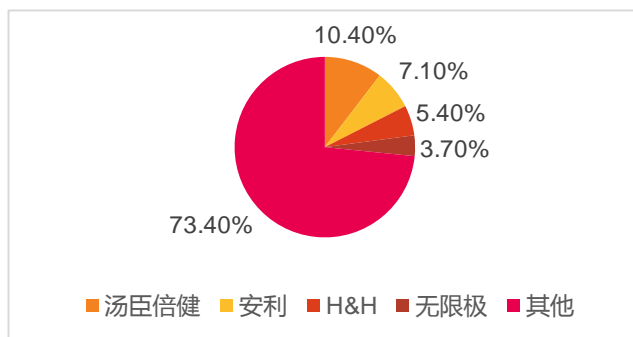
2009-2023 年间，VDS 市场各销售渠道占比变化明显。2009 年，线下直销和药店销售占比达到 88%，线上销售仅占比 1.4%。2011 年，直销渠道超过药店，位列第一。2020 年，在疫情影响下，线上渠道占比不断增大，达到 42.9%，超过直销渠道位列第一。2023 年，线上销售份额占比已超过一半，达到 56%。

图 17：2009-2023 年中国 VDS 市场渠道结构演变



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 18：2023 年 VDS 行业企业市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

药店渠道具有专业性强，可以起到品牌推广和背书的作用，在 14 年以前销售份额一直在 30% 以上。2020 年 8 月，国家医保局发布《基本医疗保险用药管理暂行办法》，9 月 1 日起施行，规定个人医保账户不得用养生保健消费。而这也一定程度上影响保健品在药店渠道的销售。2020 年 VDS 市场药店渠道销售额同比-5.1%。2019-2023 年间，在 VDS 市场以 7% 的复合增长率迅速扩张的情况下，药店渠道销售 CAGR 仅有 0.3%。整体上医保趋严是大趋势，到当前阶段已成常态化。近几年国家医保局、卫健委出台“双通道”等多项政策促进“处方外流”的实质性开展，为药店渠道带来新的机遇。基于处方外流等趋势，药店渠道仍然会长期存在并且是具备增长潜力的渠道。

直销渠道通过与消费者线下互动保持强关系，在消费者对保健品认知度较低的发展期占据重要地位。2019 年，相关监管趋严，“百日行动”开展后暂停直销牌照发放，一定程度上抑制直销渠道发展。2020 年，疫情面对面接触产生较大影响，直销逐步让贤电商渠道。

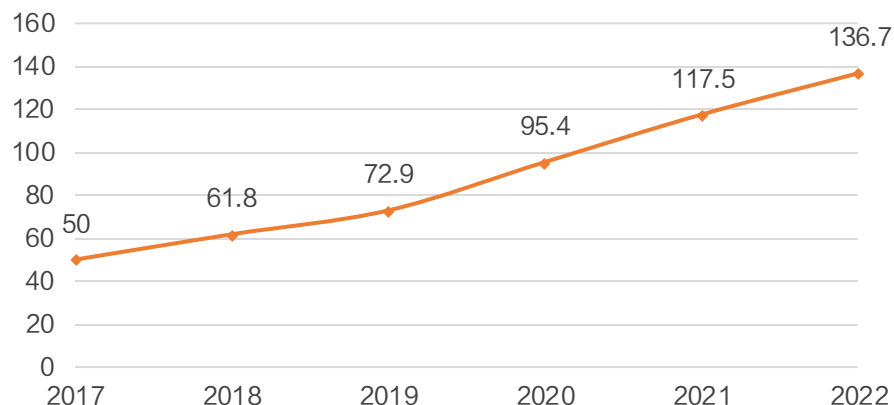
线上渠道具有品类多、方便快捷、价格优惠、能提供个性化推荐等特点。近几年专业科普风潮的流行，许多专业人士线上为产品的功效进行背书，增强了产品可信度。从需求端看，青年消费群体需求被打开。2017 年《关于促进食品工业健康发展的指导意见》出台，加快满足特定人群需求的功能性食品的发展，促进了企业研发。产品研发突破打开了年轻人群体的市场需求。电商渠道作为年轻人聚集地得到发展。

线上渠道的各项优点加之内容输出的属性，为企业提供了品牌发展、品牌创新管理、提高消费者认可的机会，是保健品行业的重点趋势渠道。随着电商渠道的发展，药店渠道的发展将持续承压发生转移，占比或将持续下降。线上渠道已成为企业部署重点。我们认为，未来 VDS 行业渠道增量重点在于线上渠道。

### 2.2.2. 行业分散，竞争加剧，市占率仍有提升空间

行业竞争加剧：①国际领先企业进入中国市场，大型药企和食品企业介入；②海外品牌借助跨境电商参与线上渠道竞争，如澳大利亚品牌 Swisse、Blackmores。海外品牌通过跨境电商方式销售产品无需获得批文，准入门槛低；③新时代下，技术、媒体、渠道的发展为新品牌、产品提供了机会。2017-2022 年，我国保健食品注册企业数量飞速增长，CAGR 达到 22.3%，2022 年已经企业数量已达 136.7 万家。

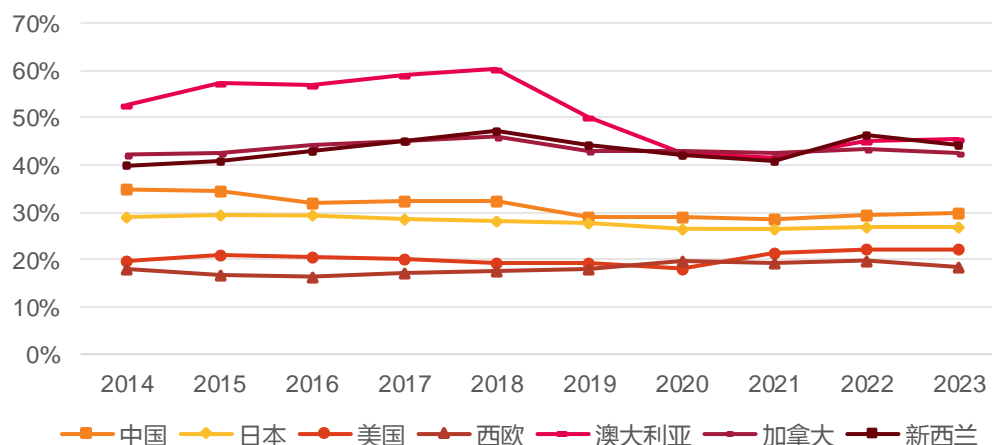
图 19：2017-2022 我国保健食品注册企业数量（万）



资料来源：中商产业研究院公众号，天风证券研究所

从不同国家的 VDS 市场排名前五的公司的市占率来看，中国、日本、美国、西欧的集中度较低，且在 2014-2023 年间波动不大。美国、西欧 CR5 保持在 20% 左右，日本保持在 30% 左右，中国 CR5 整体呈轻微下降趋势，2023 年为 30%，较 2014 年下降 4.8pct。澳大利亚、加拿大、新西兰市场集中度较高，且波动比低集中度市场更大。集中度最高的澳大利亚市场 2023 年的 CR5 为 45.6%。

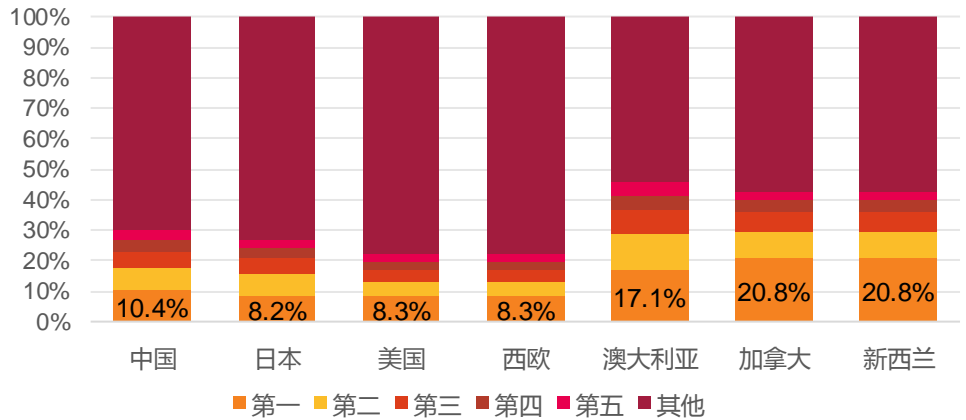
图 20：2014-2023 年各地区 VDS 市场 CR5



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

**中国 VDS 市场低集中度的原因：**①**门槛低利润高：**中国保健品行业代加工比例高，新锐品牌多为轻资产模式，技术和资金门槛低。再加上毛利高，吸引新人加入瓜分蛋糕；②**产品同质化严重，难以形成核心竞争力：**中国对保健品市场进行规范化管理之后，对保健品可声称的功能进行了规定。原为 27 种，22 年出台相关政策调整为 24 种功能。这一规定程度上减少了产品多样化，加剧了产品同质化；③**头部企业市场占比低：**汤臣倍健作为中国 VDS 行业龙头，2023 年公司市占率为 10.4%，略高于日本、美国、西欧等低集中度国家。但澳大利亚、加拿大、新西兰市占率第一的企业占比分别为 17%\21%\21%，接近中国的两倍。

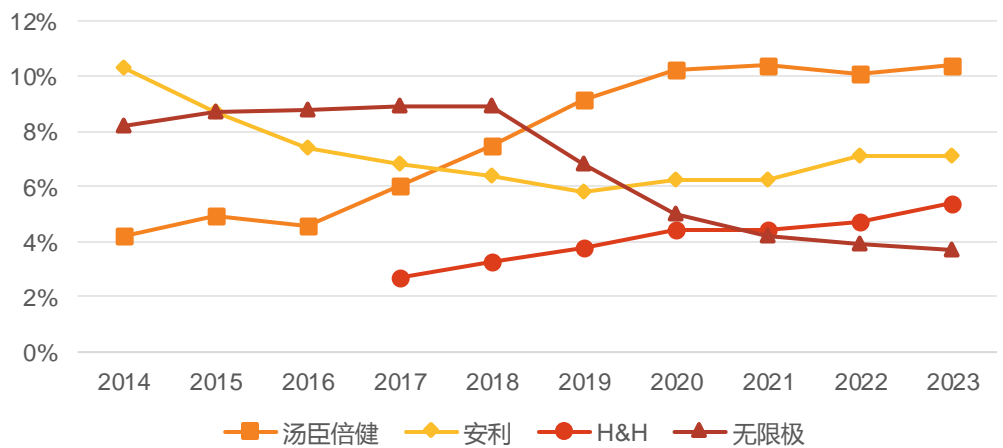
图 21：2023 年各地区 VDS 市场集中度



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

**未来有望进一步提升头部集中度：**①**政策趋严，监管加强。**准入门槛有望进一步提高；②**政策改进，有望建立技术研发优势。**2023 年 8 月出台《保健食品新功能及产品技术评价实施细则（试行）》，正式放开保健食品新功能的申报管理。有助于企业创新探索，提高产品差异化；③**行业并购加剧，海内外协同促进行业整合。**国内企业不断通过海外收购扩充业务品类，激活空白市场和渠道；④**头部市占率有望不断提升。**自 2019 年以来，汤臣倍健市占率维持行业第一且市占率不断提升，由 2019 年的 9.1% 提升至 2023 年的 10.4%，其在 2023 年股东大会设立的中长期目标为市占率 15%。我们认为，在当前市场发展趋势下，头部企业若能针对性的提升产品、渠道等核心竞争力，则有望进一步提升市占率。

图 22：2014-2023 年中国 VDS 市场主要企业市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

### 2.2.3. 市场价格呈现分层，未来或将形成三类定价

市场的价格敏感度表现为：中端和中高端客户对价格较为敏感，而高端客户的价格敏感度则较低。对于大品牌的西式保健营养品，由于科技优势不明显，可以采用国民平价的定价策略，这种方式更容易得到渠道的认可。

未来，保健营养品市场的价格定位可能会分为三类：第一类是适合高端人群的细分稀缺品类，采用高定价策略，包括抗衰老提取物、珍贵中草药和降糖功能食品等；第二类是针对中端人群的特色保健品，采用中高端定价策略，如益生菌、DHA、EPA 等成分，主要面向城市白领；第三类是面向大众人群的成熟功能食品，采用中低端定价策略，如复合维生素和膳食纤维等，科技含量较低但产量较大。

### 3. 核心竞争力：全品类产品矩阵，线下渠道地位稳固

#### 3.1. 产品端：矩阵布局持续完善，产品力品牌力突出

公司坚信强科技打造极致产品力，强品牌构建核心竞争力。公司在 2024 上半年以创造消费者健康价值为核心，继续推动强科技转型的三个月亮目标落地。

坚持“多品牌大单品全品类”战略方向，构建全覆盖品牌矩阵。在成功培育出业内领先主品牌“汤臣倍健”后，针对身体器官、年龄阶段、营养原料和消费场景的不同，不断拓展细分品牌，先后推出健力多、YEP、健视佳、健安适、维满C等。并在2018年收购澳大利亚益生菌品牌 Life-Space、儿童营养补充剂品牌 Pentavite，构建起全品类、全人群覆盖的产品线布局。

表 3：公司企业主要品牌和产品组成

| 品牌         | 定位         | 产品                       |
|------------|------------|--------------------------|
| 汤臣倍健       | 全系列膳食营养补充剂 | 蛋白粉、多种维生素咀嚼片、DHA藻油软胶囊    |
| 健力多        | 关节营养       | 氨糖软骨素钙片、II型胶原软骨片         |
| 健视佳        | 眼部营养       | 越橘叶黄素酯β-胡萝卜素软胶囊          |
| 健安适        | 肝健康养护专家    | 水飞蓟葛根丹参片                 |
| 天然博士       | 孕婴童膳食营养补充剂 | DHA藻油凝胶糖果                |
| Pentavite  | 婴童营养补充剂    | 儿童成长每日复合维生素软糖、儿童日常免疫支持软糖 |
| YEP        | 年轻人的新营养品牌  | 胶原蛋白果味饮料、胶原蛋白肽口服液        |
| 维满C        | 维生素C营养补充专家 | 维生素C咀嚼片、维生素C泡腾片          |
| Life-space | 益生菌补充剂     | 成人益生菌养胃胶囊                |
| 无限能        | 科学贵细中药材    | 破壁灵芝孢子粉胶囊                |
| 健乐多        | 运动营养       | 助增肌蛋白粉                   |

资料来源：公司公告，淘宝，汤臣倍健公众号，汤臣倍健官网，天风证券研究所

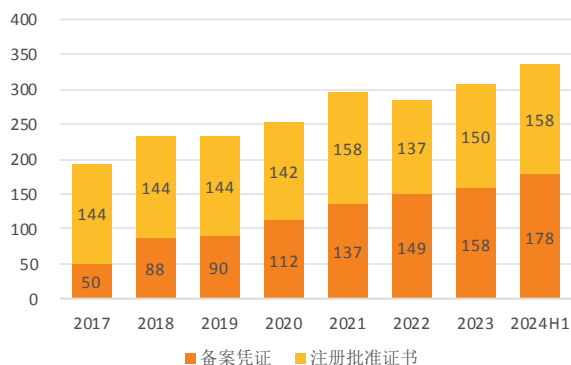
##### 3.1.1. 产品创新打造核心竞争力，借政策趋势有望完成弯道超车

布局“科学营养”，助力产品极致升级。产品创新是 VDS 行业的底层逻辑，是品牌核心竞争力的建设来源。2020 年，汤臣倍健于新三年规划中提出“科学营养”战略，此后一直聚焦于提升核心竞争力，打造产品差异化，从多个方面进行战略布局：①自有专利、原料及配方的研发；②新功能、重功能产品研发；③抗衰老及精准营养等前瞻性基础研究及成果转化等。

以科研实力赋能产品力，引领行业高质量发展。在新技术创新方面，公司首次发现唾液酸与益生菌组合对新生儿的肠道菌群健康发育及免疫应答提升的积极作用，并落地于产品应用；主导及参与多项标准制定，联合多家专业机构开展复合益生菌菌种的精准鉴定及活菌定量检测技术研究，发布全球首个将 PMA-qPCR 技术应用于食品用菌种活菌定量检测的标准方法。

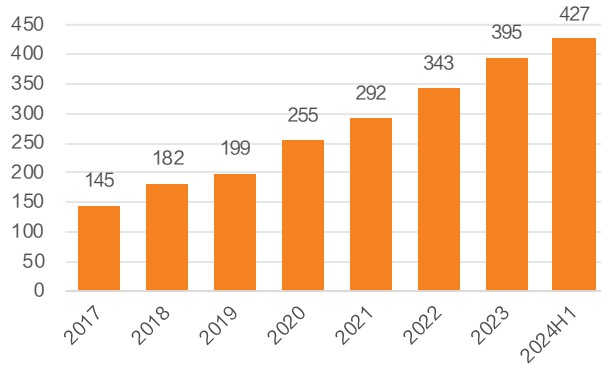
多年沉淀硬科技产品力已见成效，紧抓政策机会。在新功能方面，紧抓政策趋势，2023 年 8 月市局局开放新功能申请后，率先提交“有助于维持正常的小血小板聚集功能”的新功能申请；新原料方面，原料及配方相关专利由 2020 年的 60+项，提升至 113 项。2023 年，自主研发的富含糖胺聚糖的 GAGs 胶原蛋白肽申报专利并应用于 Yep 口服美容升级产品。2017-2023 年间，公司保健食品批文和专利数量提升明显。截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有 158 个保健食品注册批准证书及 178 个保健食品备案凭证，已开发 30 多种定制原料，获得 427 项专利，其中 121 项原料及配方等发明专利，保健食品注册批准证书数量达 158 个。

图 23：2017-2024H1 汤臣倍健产品批文数量（个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：2017-2024H1 汤臣倍健专利数量（个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**未来有望进一步提升产品的差异化竞争优势。**短期上，2024 年公司将启动极致的产品升级项目，原料上聚焦益生菌菌株、天然提取物等新方向，加大自有知识产权原料及产品开发；功能上强化新功能、重功能开发；产品上，进一步推动科技创新的运用。长期上，2022 年制定《科学营养 2030 核心目标与行动纲要》，确立强科技转型战略路径。我们认为在鼓励产品创新、放开保健品新功能申请的趋势下，多年积累的研发科技实力和未来清晰的战略规划，将在保健品市场较严重的产品同质化竞争中，为汤臣倍健带来长期的差异化竞争优势。

### 3.1.2. 持续推进大单品战略，占领细分市场高地

自 2017 年提出“大单品”战略以来，汤臣倍健在不同细分市场不断尝试，以大单品打开蓝海市场。

表 4：公司“大单品”战略实施主要举措

| 时间阶段        | 主要举措   |
|-------------|--|
| 2017 年      | 开启大单品之战，集中资源培养第一个大单品健力多氨糖产品，希望通过大单品带动整个品牌的提升。当年健力多实现超 160% 增长，首战告捷。  |
| 2018 年      | 健力多已在关节护理细分领域占据优势地位。开启第二个大单品健视佳在部分样板城市的试点工作。   |
| 2019 年      | 三箭齐发，聚焦关节护理、眼部健康、益生菌三大品类。加大健力多品牌推广，市占率稳步提升；扩大健视佳试点区域至 6 个重点省份；将 Life-Space 作为大单品打造，在国内药店、母婴渠道推出。                                     |
| 2020 年      | 启动经销商裂变计划，构建主业、健力多、Life-Space 三个完全独立的经销商体系，成立独立的销售业务和推广团队。健视佳依旧作为储备大单品，扩大试点区域，多项措施提升品牌影响。推出新的储备大单品健甘适（后改名为“健安适”），依托稀缺批文、配方，开启护肝蓝海市场。 |
| 2021 年      | 进一步完善大单品矩阵。健力多通过消费人群、场景补充巩固领导地位；健视佳由区域推广至全国；健安适重点打造样板市场；推出新一代植物科技辅助降血脂产品“舒百宁”，在线下渠道启动试点。   |
| 2022-2023 年 | 以提升各渠道前 15 大细分品类市占率为长期目标，通过大单品占领细分品类赛道市占率高位。在集团层面建立重点大单品事业，优先成立 Life-Space 中国、健力多事业部，负责品牌全渠道的发展。                                     |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2023 年，汤臣倍健已在多个细分品类领域取得不错成绩。线下，汤臣倍健市占率上升达



34.3%，保持第一，汤臣倍健或旗下子品牌多品类位于线下市占榜前五；线上，在核心电商销售的前 10 大品类中，汤臣倍健旗下 6 大品类迈入品牌前三。

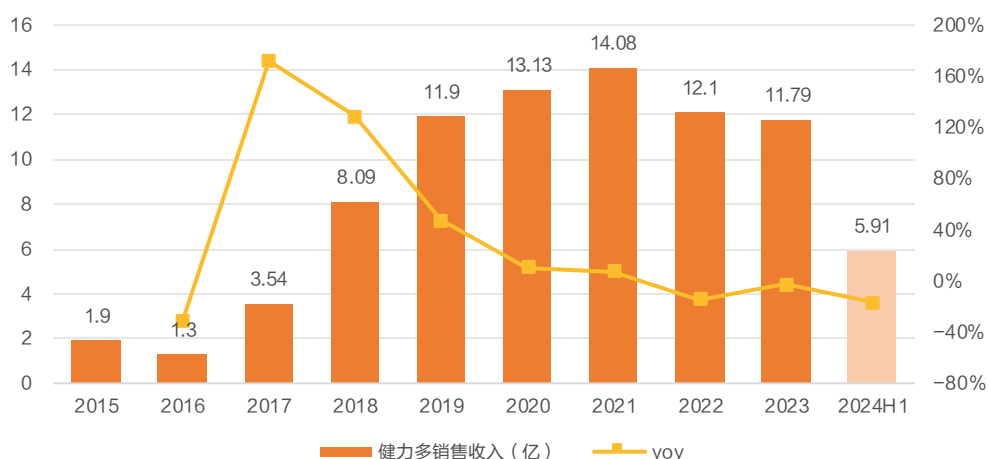
**首个大单品健力多，有望延续增长态势：**

**集中资源，首战告捷。**2017 年，公司将健力多氨糖产品作为首个大单品进行打造，集中投入了大量资源。当年 3 月推出新的包装，6 月开始铺货并进行大规模广告投放。18 年对线上年轻群体开展覆盖工作。17-18 年，健力多连续两年实现翻倍增长，销售额突破 10 亿，在关节护理领域占据领先地位。

**疫情影响，由增转跌。**健力多线下销售占比较高，2022 年在重点城市药店渠道市场份额超 40%，位居细分品类榜首，再加上品类较单一、行业竞争加剧，其在三年疫情期间销售受到较大影响，增速逐步下降。

**拓宽赛道，产品升级，未来仍有可能实现增长。**2023 年，公司成立健力多事业部，通过推出不同渠道专供品、建设子品牌钙达以进入市场容量更大的钙品类赛道等举措逐步进行品牌调整。公司于 2024 年获取了新的批文，在 5、6 月份分别推出健力多金装、白金装氨糖升级产品。从细分品类增长空间、市占率、覆盖人群等方面看，健力多仍有提升空间。我们认为，通过产品的不断升级和赛道的拓宽，健力多有望在维持 10 亿体量基础上实现营收转增。

图 25：2015-2024H1 公司旗下健力多销售收入（亿元）及 YOY（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

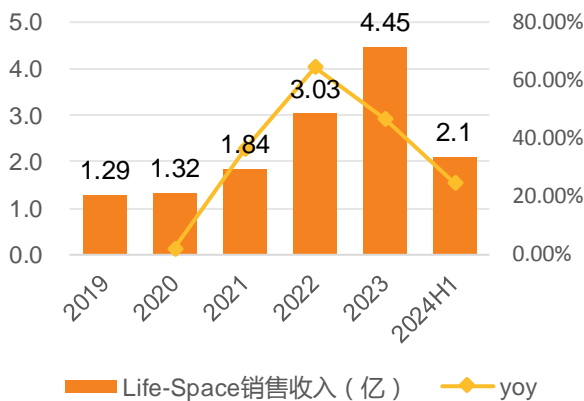
**第二个 10 亿大单品 Life-Space，未来增速可期：**

2018 年公司收购澳洲药店和中国跨境电商细分领域排名第一品牌 Life-Space，并以“健力多”的高度，将其作为第二大单品进行打造。2022 年境内外整体收入已突破 10 亿，2023 年达到 14.28 亿。

**境内主要布局线下药店和母婴渠道。**19 年 3 月开始在药店、母婴渠道推出相关产品，20 年 1 月取得益生菌粉注册批文，加速了 Life-Space 在个渠道的覆盖和渗透。随着公司不断加大市场投入力度，同时依托公司在药店渠道的优势，Life-Space 在国内市场市占率和收入水平稳步提升。

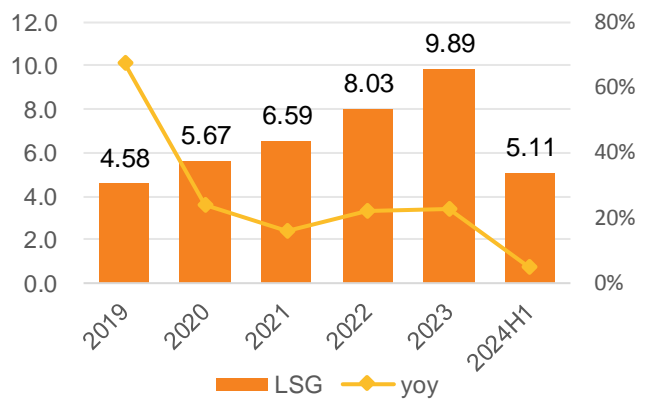
**境外主要布局澳洲本土、跨境电商以及其他国际市场。**在澳洲本土，基于其多菌株、不同年龄段个性产品配方等差异化优势，保持平稳增长，维持本土益生菌品牌第一地位。而境外收入增量则主要来源于中国跨境电商和海外市场拓展。2022 年，公司重点发展跨境电商渠道，其收入已经占 LSG 整体收入的 50%以上，“Life-Space”品牌进入阿里平台前十大品牌。截至 2024 年 4 月，跨境电商渠道已占 LSG 收入 70%以上。在境外市场的拓展上，2020 年开始布局东南亚市场，目前已布局东南亚多个国家。境外 LSG 近 5 年收入 CAGR 达到 29%，2023 年收入接近 10 亿元。

图 26：2019-2024H1 公司旗下 Life-Space 销售收入（亿元）及增长（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：2019-2024H1 公司旗下 LSG 销售收入（亿元）及增长（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**公司多方布局，市场前景广阔，未来增量可期。**生产上，2020 年开始布局澳洲生产基地，预计于 2026 年年中达到预定可使用状态。其定位为海外生产基地，建成后将满足“Life-Space”、“Pentavite”等品牌境外产能需求；产品研发上，2022 年开始打造“全球微生态研究中心”，并于当年发布双专利新菌种，源自中国健康婴儿肠道的 LPB27，同时推出相关新品。2023 年 9 月，微生态研发中心实验室落成并投入使用，同年公司联合科研机构在国际权威期刊发表 2 篇益生菌领域临床研究成果。新产品上，2024 年已相继发布新一代小蓝腰 Slium 益生菌、蔓越莓益生菌、舒幽养益生菌、加入 LPB27 的新一代小蓝条等新品。投入上，从费用比例看，Life-Space 仍是公司今年重点投入品牌。

**行业上，益生菌品类是近几年的趋势，**其市场规模不管在线上还是线下渠道都位居各品类前列。据国际益生菌协会（IPA），中国已经成为全球第二大益生菌消费市场，中国益生菌类功能食品市场将以 11-12% 的速度增长。据前瞻产业研究院，全球益生菌的市场将以 5.64% 的速度增长，2026 年将达到 800 亿元。**我们认为，汤臣倍健充分布局研发、提高产品差异化和渠道渗透，将有望乘益生菌行业发展之风，近几年保持 Life-Space 的高速增长。**

### 3.1.3. 大力推进消费者教育，多种方式打造品牌力

**参与举办、支持官方活动，充分推进消费者教育。**2022-2024 年，汤臣倍健连续三年协办由新华网主办、中国营养学会指导、汤臣倍健协办的 518 中国营养节，宣传免疫力的科学提升；2021 年，汤臣倍健成为中国国家队运动食品、营养品供应商；旗下子品牌健力多 22 年成为杭州亚运会官方官方骨健康营养品供应商，23 年亚运会期间，与罗雪娟、黄秋爽、毕文静、鲍春来等多个世界冠军一起宣传亚运会、普及关节健康知识。并于 5 月 27 日与人民日报共同举办“我爱膝”全国保膝日官方宣传活动。

**聚焦热点人物，最大幅度提品牌热度消费者粘性。**公司 2024H1 在销售费用方面投入 18.22 亿元，其中广告费合计 5.22 亿元，主要为提高品牌知名度增加综艺节目冠名及重点产品的资源投入。公司坚持实施强品牌战略，确立了“用科学 营养生命”的全新品牌价值主张，并持续深化品牌全触点升级及管理，继续夯实强品牌战略，持续推进从行业领导品牌向全民大健康品牌的跃升，以强品牌导向助力公司向强科技企业转型。公司在 21 年聘请世界冠军运动新星谷爱凌为旗下子品牌 YEP 的品牌大使；23 年与知名健身博主帕梅拉合作举办健身活动并且在 24 年邀请其参与体重管理新品“新一代小蓝腰”产品发布会；近两年赞助《歌手 2024》、《声生不息》、《中餐厅》等热播综艺；邀请周深、李现、高圆圆等知名明星为产品代言。

图 28：公司参与多项官方活动



资料来源：公司官方公众号，公司官方微博，天风证券研究所

图 29：公司近年赞助的部分综艺、邀请的部分代言人



资料来源：公司官方公众号，公司官方微博，天风证券研究所

**打造透明工厂，提升品牌信赖。**汤臣倍健一直坚持全球原料可追溯，生产过程全透明。2012年开始打造透明工厂，并开放参观。2018年被评为4A级景区和国家绿色工厂。截至2022年9月23日，透明工厂累计获奖174项以上，2023年又获全国质量标杆、第二届中国标杆智能工厂等称号。我们认为透明工厂的建设树立了业内诚信、质量标杆，打造了可靠的品牌健康品牌形象，有助于提高消费者信赖和品牌粘性。

### 3.1.4. 稳固高端保健品定位，品牌定位决定品牌价值上限

在2020年至2022年期间，公司片剂产品的单片平均价格上调了0.16元，粉剂产品的单克平均价格上调了0.1元，分别对应48.9%和62.6%的涨幅。公司董事长梁允超曾表示，“汤臣倍健的定位类似于德国制造，不追求物美价廉。”提价的主要原因是公司在市场调研中认为公司产品价格位于中等偏上水平，与品牌应处的高端定位不符。

中高端和高端保健品具有品牌价值较高的特性。高端/贵重保健品属于中决策、中价值链的产业，属于品牌战略和产品战略相互驱动的模式，因此，中高端、高端保健品更加应该重视品牌，建立品牌为中心的商业致胜体系。

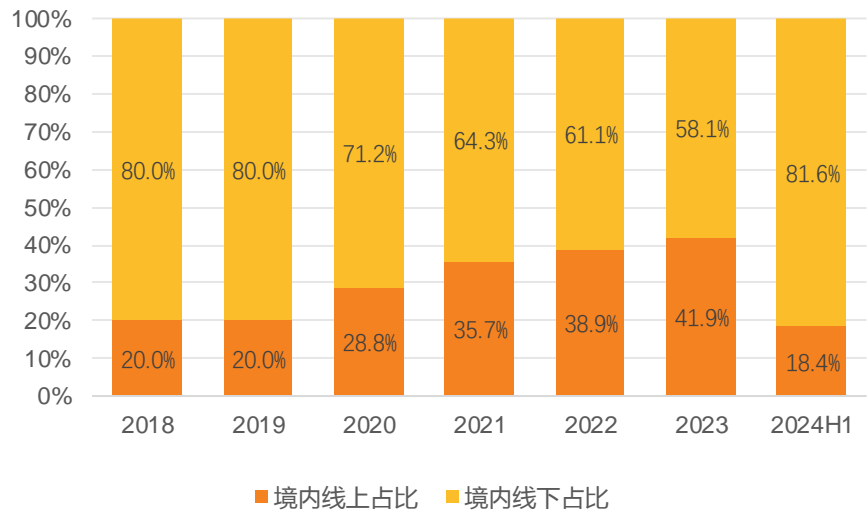
## 3.2. 渠道端：线下渠道护城河高筑，线上渠道持续开拓、高速增长

公司构建并不断夯实全渠道销售体系，促进渠道的差异化与多元化，零售终端规模处于行业领先地位。公司在线下渠道覆盖药店、商超、母婴店等零售终端，拥有优质的经销商和零售终端资源，通过实施大单品战略、线下销售变革等稳步扩大线下渠道的竞争优势。公司在线上渠道布局多元化电商平台，在阿里和京东等平台的销售额位居行业前列，不断提升在抖快兴趣电商的运营组织能力和销售力，以及推动电商数字化等方式不断促进线上渠道的健康快速发展。

### 3.2.1. 线下：药店渠道头部地位稳固，巩固竞争壁垒

**线下渠道优势明显，基本盘稳固。**2002年公司利用非直销渠道在VDS行业崭露头角，随着中国零售药店的不断发展，公司享受到渠道红利。在此基础上，公司搭建并完善了以渠道营销为核心的业务中台团队，进一步巩固线下渠道竞争优势。截至2014年12月31日，公司产品成功进入了96家全国百强连锁药店和50多家全国百强商业超市，在同行业中零售终端规模处于领先地位。据公司公告显示，2018-2023年公司境内线下营收占比均在50%以上。

图 30：2018-2024H1 年公司境内线上、线下营收占比（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**打破药店渠道深厚壁垒，批文数量遥遥领先。**公司率先发力药店渠道占据了同业竞争的优势地位。同时公司通过经销商在各主要零售终端采用“专柜加营养顾问”的销售模式，配备的营养顾问均经过本公司的专业培训，为顾客提供专业的健康指导；通过营养天团、营养学院、新零售部以及会员服务平台等不同载体的全方位、多角度触达和发力，不断提升对消费者、零售终端店员和经销商等利益相关方的服务质量，树立了较好的公众影响力。公司专注研发，批文数量在行业内遥遥领先，截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有 158 个保健食品注册批准证书及 178 个保健食品备案凭证。

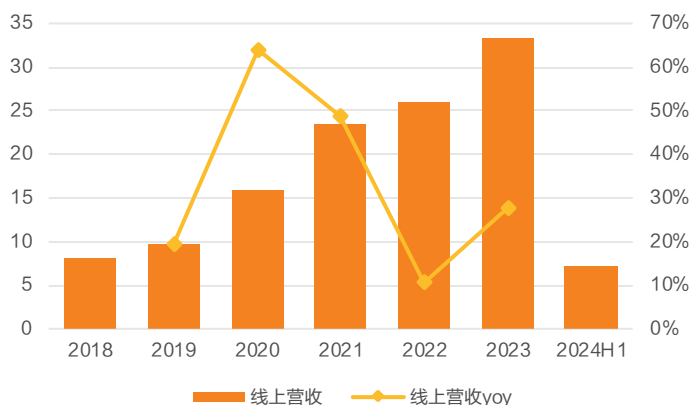
### 3.2.2. 线上：强化电商整体策略，赋能全渠道高质增长

**电商品牌化策略助推线上渠道持续扩容。**2017 年，公司启动“电商品牌化”策略，首次推出电商渠道专供品，从差异化产品发力，抢占更多线上份额。2018 年开启电商品牌化 2.0 战略，汤臣倍健线上专供的 YEP 系列普通食品正式启用代言人，承担起在年轻消费者中的品牌塑造职责。2019 年电商品牌化 3.0 战略持续打造线上专业年轻品牌颜值管理系列 YEP 和体重管理系列 IWOW，电商渠道战略逐步完善，营收逐步增加。2020 年收购广东麦优进行线上直营，强化策略布局。

**顺应时代发展，致力新兴渠道。**公司在近几年发展势头较好的抖快账号以及直播间进行直播销售+账号科普的方式，进一步扩大消费群体，核心电商渠道整体来看，抖音已超过京东成为行业第二大平台，其 2023 年的整体增速也最快。相对于传统的货柜式电商，抖音的直播电商形式是很好的教育场，公司可通过输出优质内容的方式进行消费者培育。2023 年公司在抖音渠道增速超过 100%，实现了全渠道的高质量增长。

电商及新兴渠道的发展、疫情带来的居民免疫需求的提升双向助推 2023 年公司境内线上营收增速的回升，后续随着居民消费情况的改善，增速向好有望延续。

图 31：2018-2024H1 境内线上营收（亿元）及 yoy（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 32：汤臣倍健旗舰店及合作抖音账号截图



资料来源：公司官方抖音旗舰店，抖音，天风证券研究所

**线上专供品增长迅速，线上市占率遥遥领先。**2017 年，公司启动“电商品牌化”策略后持续推出线上专供品 YEP 进行线上渠道发展，迎合线上年轻化消费者的消费需求，2021 年线上专供品收入占主品牌线上渠道收入的比例超 50%。2023 双十一期间，汤臣倍健旗下全品牌全网销售额突破 9 亿元，官方旗舰店连续五年斩获天猫保健食品/膳食营养补充食品店铺销售额冠军，多单品销售成绩位居榜首。

图 33：2023 汤臣倍健双十一销售成绩



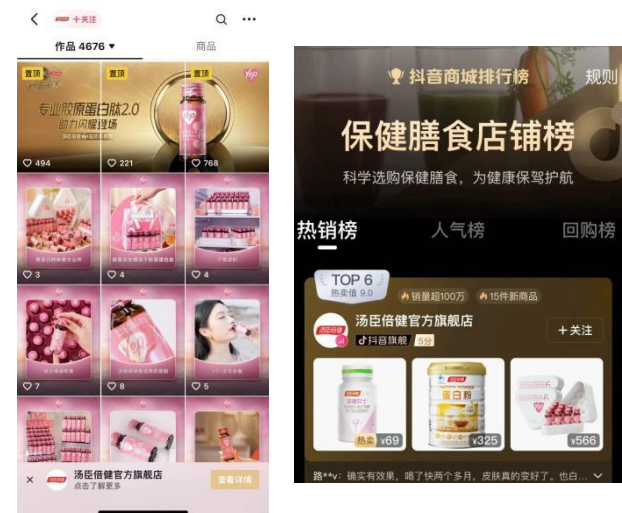
资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

## 4. 未来亮点：向内积极开拓线上渠道，向外逐步推进海外布局

### 4.1. 渠道：成立集团数字营销中心，抢占线上发展先机

2022 年，公司建立数字营销内容中台，提升品牌内容的分发能力和社媒渗透率。2024 年，为进一步提升各渠道业务执行能力，公司将成立集团数字营销中心，搭建全网数字媒介中台、会员数字化平台，统筹内容管理及数字媒体投放，强化集团电商整体策略，赋能抖快等线上平台高质量增长；进一步加强线下深度分销和渠道下沉能力，提高渗透率，巩固线下渠道竞争壁垒，截至 2024 年 6 月，公司主品牌在抖音和快手平台行业排名前十。2024 年一季度行业整体在线上渠道表现出平台间分化，阿里、京东平台 GMV 增速为个位数，抖音保持超过 80% 的增速，引领整体电商渠道增长。

图 34：汤臣倍健抖音平台营业内容及行业排名



资料来源：公司官方抖音账号，天风证券研究所

图 35：汤臣倍健快手平台营业内容及行业排名

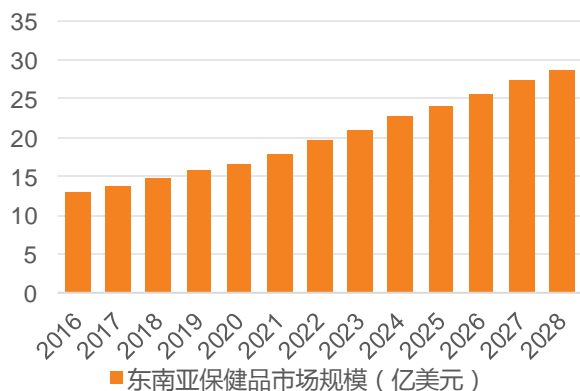


资料来源：公司官方快手账号，天风证券研究所

## 4.2. 海外：积极布局东南亚市场，销售有望持续增长

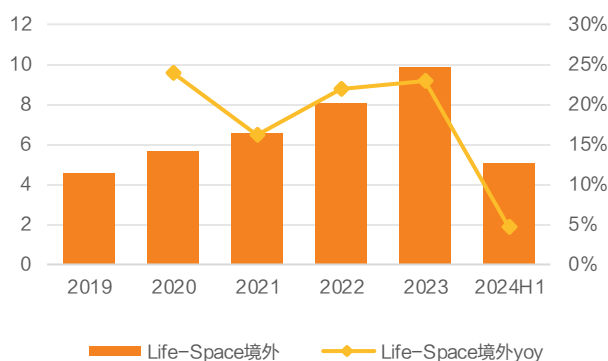
2021 年公司已布局“Life-Space”、“Pentavite”、“BYHEALTH”等产品线在东南亚、美国等境外市场的销售，主要采用直营模式和经销模式在线上、线下销售，但体量较小。东南亚地区消费者的健康意识日益增强，伴随着当地经济增长、消费者的购买力也在逐步提升，人们越来越认识到营养对整体健康的重要性，2016 年开始东南亚保健品市场规模持续扩张，到 2023 年已经达到 21.1 亿美元。同时公司近几年 Life-Space 境外业务营收增速十分可观，未来有望持续为公司整体营收发力。2024 年公司将根据“走出去”战略，以 Life-Space 品牌为主，持续开拓东南亚核心市场，通过设立海外子公司、经销商合作等方式推进本地化运营，布局多个国家传统药店药妆渠道、跨境及本地电商渠道，进一步拓展销售渠道网络。在此背景下，公司销售有望持续增长。

图 36：2016-2028 年东南亚保健品市场规模



资料来源：Statista Market Insights，魔镜洞察，HNC 健康营养展公众号，天风证券研究所

图 37：Life-Space 境外营收（亿元）及 yoy



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

表 5：公司财务拆分情况

| 分产品拆分        |         |         |         |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2021    | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| 片剂收入 (百万元)   | 2,625.2 | 2,543.2 | 2,478.4 | 2,366.9 | 2,568.0 | 2,760.6 |
| yoy          | 14.2%   | -3.1%   | -2.5%   | -4.5%   | 8.5%    | 7.5%    |
| 成本           | 701.9   | 595.4   | 633.3   | 580.7   | 639.6   | 694.6   |
| 毛利           | 1,923.3 | 1,947.9 | 1,845.1 | 1,786.2 | 1,928.4 | 2,066.0 |
| 毛利率          | 73.3%   | 76.6%   | 74.4%   | 75.5%   | 75.1%   | 74.8%   |
| 胶囊收入 (百万元)   | 1,447.9 | 1,744.0 | 1,963.8 | 1,741.9 | 1,870.8 | 2,100.9 |
| yoy          | 17.4%   | 20.4%   | 12.6%   | -11.3%  | 7.4%    | 12.3%   |
| 成本           | 486.9   | 628.0   | 679.2   | 612.8   | 662.2   | 750.1   |
| 毛利           | 961.1   | 1,116.0 | 1,284.6 | 1,129.1 | 1,208.6 | 1,350.8 |
| 毛利率          | 66.4%   | 64.0%   | 65.4%   | 64.8%   | 64.6%   | 64.3%   |
| 粉剂收入 (百万元)   | 1,325.4 | 1,122.2 | 1,370.6 | 1,233.6 | 1,354.1 | 1,505.8 |
| yoy          | 3.9%    | -15.3%  | 22.1%   | -10.0%  | 9.8%    | 11.2%   |
| 成本           | 493.2   | 305.7   | 394.4   | 464.4   | 498.5   | 539.1   |
| 毛利           | 832.3   | 816.5   | 976.2   | 769.2   | 855.7   | 966.6   |
| 毛利率          | 62.8%   | 72.8%   | 71.2%   | 62.4%   | 63.2%   | 64.2%   |
| 其他主营收入 (百万元) | 2,032.8 | 2,452.0 | 3,594.0 | 4,043.2 | 4,674.0 | 5,365.7 |
| yoy          | 57.7%   | 20.6%   | 46.6%   | 12.5%   | 15.6%   | 14.8%   |
| 成本           | 839.9   | 964.3   | 1,219.7 | 1,787.1 | 1,996.9 | 2,268.6 |
| 毛利           | 1,192.9 | 1,487.8 | 2,374.3 | 2,256.1 | 2,677.1 | 3,097.1 |
| 毛利率          | 58.7%   | 60.7%   | 66.1%   | 55.8%   | 57.3%   | 57.7%   |

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 5.2. 投资建议

本文选取仙乐健康、嘉必优、科拓生物三家保健品企业作为可比上市公司，其 2024E 的 PE 估值区间位于 16.0x-33.4x。我们认为公司保健品产品覆盖全面，给予 24 年 20xPE，目标市值 283.6 亿元，目标价为 16.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：同类可比公司 PE 对比

|      | 归母净利润 (亿元) |       |       | PE    |       |       |
|------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      | 2024E      | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 仙乐健康 | 4.0        | 4.9   | 5.8   | 16.0  | 13.0  | 10.9  |
| 嘉必优  | 1.3        | 1.5   | 1.9   | 23.4  | 19.2  | 15.6  |
| 科拓生物 | 1.2        | 1.5   | 1.9   | 33.4  | 26.1  | 20.7  |
| 平均值  |            |       |       | 24.3  | 19.4  | 15.7  |

资料来源:Wind (截止至 2024 年 9 月 29 日)，天风证券研究所 (可比公司盈利数据来自 wind 一致预期)

## 6. 风险提示

- 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，同时企业面临的压力和挑战增大。未来行业政策调整和从严监管将成为常态化态势。
- 原材料成本增长风险：**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，随着公司销售规模的不断扩大，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。
- 行业竞争加剧风险：**近年来行业竞争持续加剧，如何抓住新时代的机遇再次实现跨越性发展，引领公司战略升级及行业盈利生态变化，是公司面临的重要命题。
- 新品牌与新业务的不确定性：**新品牌、新业务的商业模式与盈利模式均存在较大不确定性，需要在运行中不断摸索、实践、融合和总结，能否达到公司预期存在不确定性。
- 募集资金投资项目的风险：**公司在建的募集资金投资项目经过充分的市场调研和分析论证，可行性分析是基于当时的市场环境、技术发展趋势及公司实际情况做出，在项目实施过程中，可能存在因宏观经济环境、国家产业政策、技术发展方向发生变化，或市场及消费者需求变化及其他不确定性因素的影响，造成项目不能按期建设、项目达产延迟等，最终导致募投项目投资周期延长、投产延迟，未能实现预期效益的风险。此外，项目建设投产后，存在因行业监管政策变化、技术发展、市场需求变化、新产品替代等因素导致市场需求减少、新增产能难以消化，导致项目未能实现预期效益的风险。
- 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。
- 股价波动风险：**公司股价于2024年8月22日与2024年9月10日分别创60日新低，其中8月22日下跌1.46%至10.78元，9月10日下跌1.01%至10.77元。该异动可能与今年上半年公司发生营收净利双下滑相关。同时，公司股价在2024年9月26日至9月30日的三个交易日内，涨幅达31.16%，建议投资者关注股价波动风险。



## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2022             | 2023             | 2024E            | 2025E            | 2026E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 2,961.01         | 3,327.40         | 7,258.62         | 5,654.15         | 9,488.32         |
| 应收票据及应收账款        | 330.34           | 249.12           | 382.08           | 343.02           | 431.86           |
| 预付账款             | 229.19           | 188.02           | 265.72           | 266.73           | 320.82           |
| 存货               | 898.91           | 989.07           | 1,325.91         | 1,220.25         | 1,636.12         |
| 其他               | 2,884.83         | 3,559.32         | 3,422.95         | 3,141.06         | 3,372.08         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>7,304.28</b>  | <b>8,312.93</b>  | <b>12,655.28</b> | <b>10,625.22</b> | <b>15,249.19</b> |
| 长期股权投资           | 444.63           | 417.85           | 417.85           | 417.85           | 417.85           |
| 固定资产             | 903.70           | 905.55           | 789.31           | 673.07           | 556.83           |
| 在建工程             | 328.22           | 1,419.45         | 1,519.45         | 1,669.45         | 1,869.45         |
| 无形资产             | 764.09           | 702.26           | 598.06           | 493.85           | 389.65           |
| 其他               | 3,412.74         | 3,339.99         | 3,412.19         | 3,396.10         | 3,382.06         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>5,853.38</b>  | <b>6,785.09</b>  | <b>6,736.85</b>  | <b>6,650.33</b>  | <b>6,615.84</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>13,157.67</b> | <b>15,098.02</b> | <b>19,392.13</b> | <b>17,275.55</b> | <b>21,865.04</b> |
| 短期借款             | 0.00             | 0.00             | 100.00           | 105.00           | 110.25           |
| 应付票据及应付账款        | 366.92           | 426.57           | 586.76           | 522.16           | 693.09           |
| 其他               | 875.22           | 934.98           | 5,561.80         | 2,729.21         | 6,386.03         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1,242.14</b>  | <b>1,361.55</b>  | <b>6,248.55</b>  | <b>3,356.37</b>  | <b>7,189.37</b>  |
| 长期借款             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 100.00           | 0.00             |
| 应付债券             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | 279.00           | 392.55           | 343.26           | 338.27           | 358.02           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>279.00</b>    | <b>392.55</b>    | <b>343.26</b>    | <b>438.27</b>    | <b>358.02</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,401.42</b>  | <b>2,855.62</b>  | <b>6,591.81</b>  | <b>3,794.64</b>  | <b>7,547.40</b>  |
| 少数股东权益           | 62.96            | 75.40            | 26.84            | 26.84            | 26.84            |
| 股本               | 1,700.36         | 1,700.82         | 1,700.82         | 1,700.85         | 1,700.85         |
| 资本公积             | 6,113.50         | 6,120.54         | 6,120.54         | 6,120.54         | 6,120.54         |
| 留存收益             | 2,985.03         | 4,417.96         | 4,952.12         | 5,632.67         | 6,469.40         |
| 其他               | (105.61)         | (72.33)          | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>10,756.24</b> | <b>12,242.39</b> | <b>12,800.32</b> | <b>13,480.91</b> | <b>14,317.64</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>13,157.67</b> | <b>15,098.02</b> | <b>19,392.13</b> | <b>17,275.55</b> | <b>21,865.04</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2022              | 2023              | 2024E           | 2025E             | 2026E             |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 1,411.26          | 1,778.75          | 1,418.72        | 1,692.30          | 1,981.19          |
| 折旧摊销           | 213.63            | 226.81            | 220.44          | 220.44            | 220.44            |
| 财务费用           | 2.20              | 4.15              | (46.88)         | (61.66)           | (71.96)           |
| 投资损失           | (190.55)          | (94.37)           | (30.00)         | (42.00)           | (50.00)           |
| 营运资金变动         | 1,584.59          | (522.64)          | 3,141.02        | (2,455.18)        | 3,072.15          |
| 其它             | (1,642.21)        | 658.71            | (128.97)        | 0.00              | 0.00              |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,378.93</b>   | <b>2,051.41</b>   | <b>4,574.32</b> | <b>(646.10)</b>   | <b>5,151.83</b>   |
| 资本支出           | 544.44            | 1,148.44          | 149.29          | 154.99            | 180.24            |
| 长期投资           | 163.90            | (26.78)           | 0.00            | 0.00              | 0.00              |
| 其他             | (839.62)          | (2,448.70)        | (216.63)        | (264.74)          | (329.96)          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(131.28)</b>   | <b>(1,327.04)</b> | <b>(67.33)</b>  | <b>(109.75)</b>   | <b>(149.72)</b>   |
| 债权融资           | 23.79             | 48.11             | 156.05          | 163.09            | (23.47)           |
| 股权融资           | (288.71)          | (1,475.81)        | (731.82)        | (1,011.71)        | (1,144.47)        |
| 其他             | (962.38)          | 1,055.50          | 0.00            | 0.00              | 0.00              |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(1,227.30)</b> | <b>(372.20)</b>   | <b>(575.77)</b> | <b>(848.62)</b>   | <b>(1,167.94)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00            | 0.00              | 7.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>20.35</b>      | <b>352.17</b>     | <b>3,931.22</b> | <b>(1,604.47)</b> | <b>3,841.17</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2022            | 2023            | 2024E           | 2025E            | 2026E            |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>7,861.41</b> | <b>9,406.81</b> | <b>9,385.56</b> | <b>10,466.93</b> | <b>11,733.05</b> |
| 营业成本             | 2,493.31        | 2,926.56        | 3,445.04        | 3,797.19         | 4,252.53         |
| 营业税金及附加          | 76.86           | 93.11           | 92.80           | 103.14           | 115.92           |
| 销售费用             | 3,169.25        | 3,859.08        | 3,745.51        | 3,917.00         | 4,291.57         |
| 管理费用             | 390.97          | 494.18          | 501.46          | 560.11           | 623.71           |
| 研发费用             | 158.50          | 179.33          | 178.93          | 207.42           | 230.92           |
| 财务费用             | (36.04)         | (55.74)         | (46.88)         | (61.66)          | (71.96)          |
| 资产/信用减值损失        | (21.89)         | (13.90)         | (17.89)         | (15.89)          | (16.89)          |
| 公允价值变动收益         | (177.85)        | 51.21           | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 投资净收益            | 190.55          | 94.37           | 30.00           | 42.00            | 57.00            |
| 其他               | 8.44            | (289.99)        | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| <b>营业利润</b>      | <b>1,609.30</b> | <b>2,068.60</b> | <b>1,480.83</b> | <b>1,969.83</b>  | <b>2,330.46</b>  |
| 营业外收入            | 103.31          | 139.91          | 121.61          | 130.76           | 126.19           |
| 营业外支出            | 7.82            | 12.58           | 10.20           | 11.39            | 10.80            |
| <b>利润总额</b>      | <b>1,704.79</b> | <b>2,195.93</b> | <b>1,592.24</b> | <b>2,089.20</b>  | <b>2,445.85</b>  |
| 所得税              | 293.53          | 417.18          | 302.49          | 396.90           | 464.66           |
| <b>净利润</b>       | <b>1,411.26</b> | <b>1,778.75</b> | <b>1,289.75</b> | <b>1,692.30</b>  | <b>1,981.19</b>  |
| 少数股东损益           | 25.41           | 32.44           | (128.97)        | 0.00             | 0.00             |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1,385.85</b> | <b>1,746.31</b> | <b>1,418.72</b> | <b>1,692.30</b>  | <b>1,981.19</b>  |
| 每股收益(元)          | 0.81            | 1.03            | 0.83            | 0.99             | 1.16             |

| 主要财务比率         | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 5.79%   | 19.66%  | -0.23%  | 11.52%  | 12.10%  |
| 营业利润           | -20.60% | 28.54%  | -28.41% | 33.02%  | 18.31%  |
| 归属于母公司净利润      | -20.99% | 26.01%  | -18.76% | 19.28%  | 17.07%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 68.28%  | 68.89%  | 63.29%  | 63.72%  | 63.76%  |
| 净利率            | 17.63%  | 18.56%  | 15.12%  | 16.17%  | 16.89%  |
| ROE            | 12.96%  | 14.35%  | 11.11%  | 12.58%  | 13.86%  |
| ROIC           | 25.39%  | 43.92%  | 21.57%  | 75.34%  | 41.09%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 18.25%  | 18.91%  | 33.99%  | 21.97%  | 34.52%  |
| 净负债率           | -27.34% | -27.08% | -55.75% | -40.29% | -65.38% |
| 流动比率           | 3.44    | 3.38    | 2.03    | 3.17    | 2.12    |
| 速动比率           | 3.02    | 2.97    | 1.81    | 2.80    | 1.89    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 25.33   | 32.47   | 29.74   | 28.87   | 30.28   |
| 存货周转率          | 9.08    | 9.96    | 8.11    | 8.22    | 8.22    |
| 总资产周转率         | 0.60    | 0.67    | 0.54    | 0.57    | 0.60    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.81    | 1.03    | 0.83    | 0.99    | 1.16    |
| 每股经营现金流        | 0.81    | 1.21    | 2.69    | -0.38   | 3.03    |
| 每股净资产          | 6.29    | 7.15    | 7.51    | 7.91    | 8.40    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 18.29   | 14.51   | 17.86   | 14.98   | 12.79   |
| 市净率            | 2.37    | 2.08    | 1.98    | 1.88    | 1.77    |
| EV/EBITDA      | 16.11   | 9.18    | 8.66    | 7.57    | 4.95    |
| EV/EBIT        | 18.05   | 10.12   | 9.96    | 8.43    | 5.43    |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |  | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |