

食品加工

汤臣倍健(300146.SZ)/30.30元

汤臣倍健：主品牌护城河牢固，新品、新业、新机制启航大健康

投资要点

1. VMS 行业：规模已达千亿，空间至少还有两倍

我国膳食补充剂（VMS）行业收入规模约为 1005 亿元，行业增速快于宏观经济，我国 VMS 消费的渗透率依然处于较低，至少还有两倍空间。

2. 公司：VMS 非直销领域领导者，开启综合健康解决方案服务提供商新征程

公司是国内 VMS 非直销领域的领导者。公司未来将围绕三大业务板块：VMS、移动健康/互联网医疗以及生命科学领域实现由单一的产品供应商向健康综合解决方案服务提供商的升级。

3. VMS：主品成功三大基因难以撼动，新品成功值得期待

“渠道+品牌+批文储备”是主品牌成功的三大牢固护城河，公司能够有效应对进口品的冲击。健力多“爆发式放量+提前实现盈利”印证公司新品运营的水平及“先量后利”的科学思路，为近两年推出的新品无限能、每日每加、健乐多的成功运营提供重要启发。“十二篮”对公司的教育亦利于公司开展线上品牌运营。渠道调研情况反馈新品线上渠道受推崇、线下渠道销售态度乐观。我们认为新品中极有可能出现下一个汤臣倍健、健力多。

4. 新业：大健康产业圈地占山，轮廓渐清晰

公司在大健康领域通过多种途径密集布局、跑马圈地，已形成多细分领域布局、多元化流量入口、多种潜在产品、综合化健康服务的初步布局，轮廓逐渐清晰、效果值得期待。

5. 新机制：管理层陆续持股，经理人迈向合伙人

公司依托项目子公司布局大健康产业，推行管理层持股机制，支撑企业在发力大健康产业过程中攻城夺地、抢占先机。

风险提示

1. 保健品行业发生质量性事件等系统性风险 2、新品推广效果低于预期

主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万)	1704.98	2269.33	3038.63	4178.73
同比增速(%)	15.03%	33.10%	33.90%	37.52%
净利润(百万)	503	744	976	1345
同比增速(%)	19.2%	48.0%	31.2%	37.9%
每股盈利(元)	0.69	1.02	1.34	1.85
市盈率(倍)	39.67	29.65	22.60	16.39

证券分析师：王莺

执业编号：S0100510120001

Tel: 021-31758467

Email: wangying@hcyjs.com

投资评级

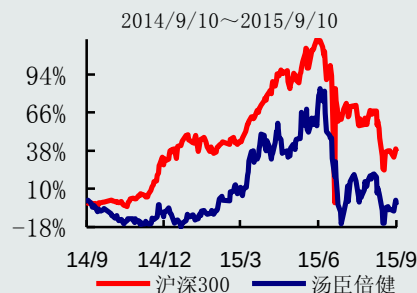
投资评级：强推

评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	72801
流通 A 股/B 股(万股)	33499/0
资产负债率(%)	7.1
每股净资产(元)	3.93
市盈率(倍)	29.65
市净率(倍)	7.70
12 个月内最高/最低价	58.19/24.81

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

目 录

一、VMS 行业：仍有至少两倍空间.....	4
（一）行业已达千亿，增速快于宏观经济.....	4
（二）横向对照，我国 VMS 渗透率至少有两倍空间	4
二、公司：VMS 非直销领域的领导者，开启综合健康解决方案提供商新征程.....	5
（一）汤臣倍健是我国 VMS 非直销领域的领导者	5
1、我国 VMS 行业起步晚，安利是市场的启蒙老师	5
2、汤臣倍健是我国 VMS 非直销领域领导者	5
3、汤臣倍健品牌是 VMS 领域最成功的单品之一	5
4、VMS 业务品牌、模式持续多元化	6
（二）三大业务板块发力，打造综合健康解决方案服务提供商	6
三、主品牌：成功的三大基因难以撼动.....	8
1、渠道：网点多、扩张快、考核方式优化、结构持续改善	8
2、品牌：多元化途径打造国内 VMS 领域一线品牌	10
3、批文：批文储备丰富，构筑政策禀赋	10
四、VMS 新品：健力多经验+十二篮教育+渠道反馈好，新品成功值得期待	12
（一）健力多单品的成功为后续新品运作提供重要启发	12
（二）期待无限能、每日每加、健乐多复制健力多传奇	13
五、新业：大健康产业圈地占山，轮廓渐清晰.....	16
六、新机制：管理层陆续持股，经理人迈向合伙人.....	19
盈利预测.....	21
风险因素.....	21

图表目录

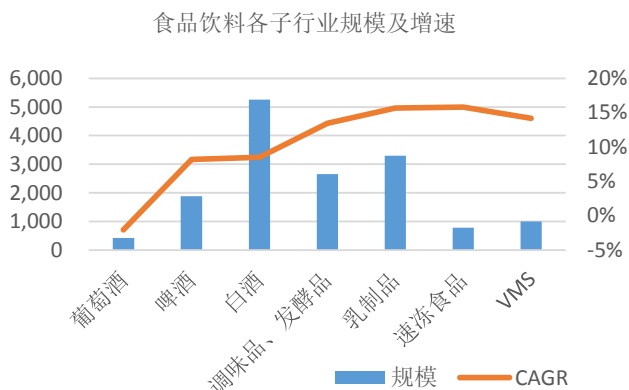
图表 1	VMS 行业在食品饮料行业中的地位	4
图表 2	VMS 行业增速快于经济增速	4
图表 3	我国 VMS 消费渗透率低远低于美、日	4
图表 4	我国 VMS 人均消费金额远低于美、日	4
图表 5	汤臣倍健发展大事年表	5
图表 6	汤臣倍健收入与净利润变动	6
图表 7	汤臣倍健毛利率 60%+, 净利率 30%+	6
图表 8	汤臣倍健品牌运作	6
图表 9	从单一产品提供商逐步升级为健康综合解决方案提供商	7
图表 10	汤臣倍健三大业务模块	7
图表 11	汤臣倍健终端数量持续扩张	8
图表 12	汤臣倍健渠道构成	8
图表 13	渠道精细化	9
图表 14	营养家会员有效增强客户粘性	9
图表 15	经销商渠道公司产品流通环节加价途径（数字表示各环节占产品零售终端机的百分比）	9
图表 16	汤臣倍健品牌建设	10
图表 17	汤臣倍健品牌推广费收入占比较高	10
图表 18	汤臣倍健广告费支出占比在快消品中处于较高水平	10
图表 19	保健品批准证书申请流程复杂	11
图表 20	汤臣倍健保健品批文进展（截至 2014 年底）	11
图表 21	汤臣倍健储备的保健品批文数量遥遥领先	11
图表 22	各渠道进口保健品评析	12
图表 23	健力多产品由姚明代言	13
图表 24	健力多销量呈爆发式成长	13
图表 25	2015 年新品无限能、每日每加、健乐多与前期推出的健力多对比	13
图表 26	2015 年以来公司推出的部分产品（无限能、每日每加、健乐多）	14
图表 27	天猫为十二篮持续导入流量	15
图表 28	轻爱 App 下载页部分截图	15
图表 29	无限能西洋参胶囊天猫旗舰店部分产品评价、销量截图	15
图表 30	健乐多分离乳清蛋白粉天猫旗舰店部分产品评价、销量截图	16
图表 31	公司各业务板块布局	17
图表 32	2014 年以来公司大健康产业动作频频	17
图表 33	2015 年新品无限能、每日每加、健乐多与前期推出的健力多对比	20

一、VMS 行业：仍有至少两倍空间

（一）行业已达千亿，增速快于宏观经济

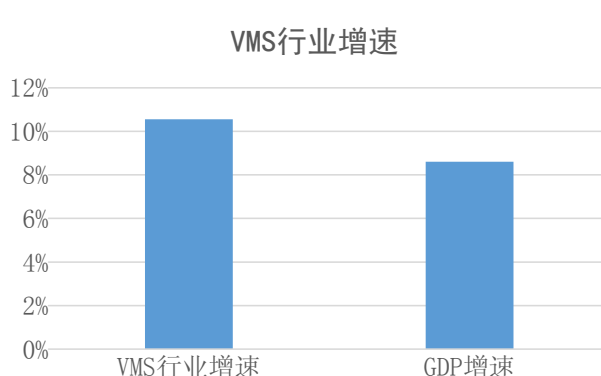
根据公开数据，2014 年，我国膳食补充剂（VMS）行业收入规模约为 1005 亿元，与食品饮料行业其它细分子行业相比，约相当于啤酒业规模的 1/2、乳制品行业的 1/3、葡萄酒行业的 2.5 倍。增速来看，膳食补充剂行业 2012~2014 年 CAGR+14.2%，在食品饮料子行业中排名中上。从长期看，行业增速 2008~2014 复合增速 CAGR+10.55%，高于国内 GDP 增速约 2 个百分点。

图表 1 VMS 行业在食品饮料行业中的地位



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 2 VMS 行业增速快于经济增速

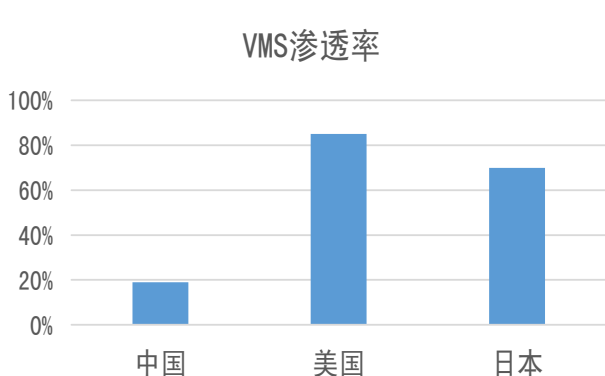


资料来源：网络资料，华创证券

（二）横向对照，我国 VMS 渗透率至少有两倍空间

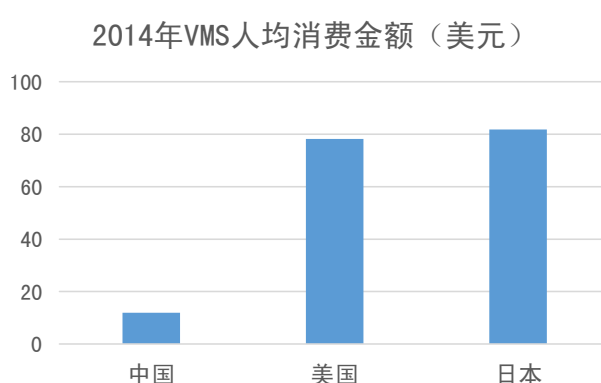
横向来看，同美国、日本等发达国家相比，我国 VMS 消费的渗透率依然处于相对较低水平。根据国际膳食补充剂协会（IADSA）的数据，2014 年美国 VMS 行业规模是 280 亿美元，85% 比例的消费者食用 VMS，日本 VMS 规模是 150 亿美元，70% 比例的消费者有食用习惯，但在我国的消费者食用习惯低于 20%，具有至少三倍的渗透率提升空间。且从人均消费量看，空间更大，美国、日本均是我国人均 VMS 消费水平的 6~7 倍。综合来看，我国 VMS 行业至少还有两倍空间，有望达到 3000 亿规模。

图表 3 我国 VMS 消费渗透率低远低于美、日



资料来源：IADSA，华创证券

图表 4 我国 VMS 人均消费金额远低于美、日



资料来源：欧睿，华创证券

长期来看，相对发达国家，我国 VMS 渗透率仍有巨大提升空间。伴随人均收入提升及人口老龄化，VMS 在我国将逐渐从可选消费品过渡为必须消费品，这一进程将长期支撑 VMS 行业快于 GDP 增速的增长态势。作为国内 VMS 非直销领域的领导者，汤臣倍健最希望受益于这一过程。

二、公司：VMS 非直销领域的领导者，开启综合健康解决方案提供商新征程

（一）汤臣倍健是我国 VMS 非直销领域的领导者

1、我国 VMS 行业起步晚，安利是市场的启蒙老师

我国膳食补充剂行业起步较晚，1998 年安利中国“纽崔莱”系列产品的引入是我国 VMS 行业发展的开端，而此时，美国、日本等国家 VMS 消费渗透率都已经处于 60%以上的水平，遥遥领先于我国。我国膳食补充剂的市场最早由跨国直销巨头安利培育，直销模式由于传播速度快、资金投入小、灵活性高在国内迅速打开了市场，安利的迅速扩张过程加速了大众对 VMS 产品和营养、健康观念的认知。

2、汤臣倍健是我国 VMS 非直销领域领导者

汤臣倍健创立于 1995 年 10 月，与安利直销主导的销售模式相异，公司采取的是传统经销商主导的渠道模式。公司也是国内第一家引入“营养顾问+专柜”销售模式的。2014 年年底，公司已经铺设 5 万多家终端店，2015 年上半年实现销售收入 11.77 亿元，网点数量及收入规模均居于 VMS 非直销领域第一位，市场份额约占非直销领域的 15%左右，是 VMS 非直销领域的绝对龙头。

图表 5 汤臣倍健发展大事年表

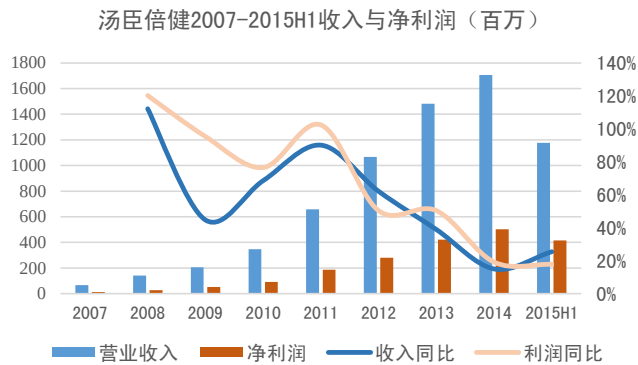


资料来源：华创证券

3、汤臣倍健品牌是 VMS 领域最成功的单品之一

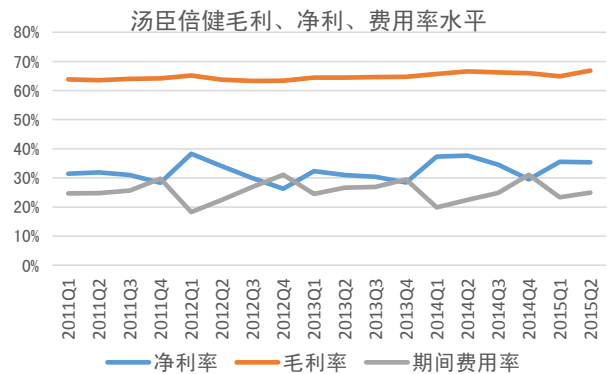
汤臣倍健品牌是膳食补充剂领域最为成功的品牌之一。2007~2014 年，汤臣倍健品牌（奈梵斯和其他业务占比较小，我们用公司收入近似汤臣倍健主品牌收入）收入从 6685 万元增长至 11.77 亿元，CAGR+58.83%，净利润从 1213 万元增长至 4.16 亿元，CAGR+65.71%。同时，产品规模扩张的同时，盈利水平亦十分耀眼，毛利率长期保持在 60%~70%区间、净利率长期保持在 30%以上。

图表 6 汤臣倍健收入与净利润变动



资料来源：华创证券

图表 7 汤臣倍健毛利率 60%+，净利率 30%+



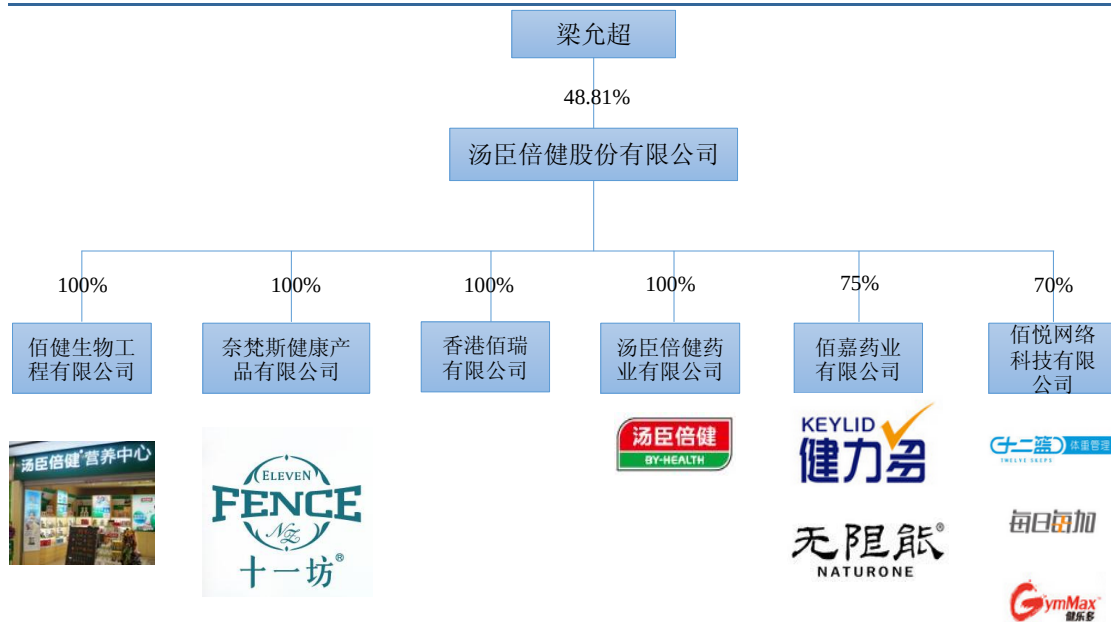
资料来源：华创证券

4、VMS 业务品牌、模式持续多元化

公司目前除主品牌汤臣倍健外，在多个成长性的 VMS 细分领域均有布局，相应品牌有：健力多、无限能、每日每加、健乐多、十二篮等，同时这些品牌也都有独立的项目公司来运营。

如下图所示，佰嘉药业运营科学贵细产品品牌“无限能”、骨骼健康营养补充剂“健力多”，佰悦负责运营以线上渠道为主的定位年轻人营养素的“每日每加”、专业运动营养品牌“健乐多”、体重管理解决方案“十二篮”、子公司佰健负责营养中心连锁店的经营，奈梵斯负责经营新西兰进口品牌“十一坊”。

图表 8 汤臣倍健品牌运作



资料来源：华创证券

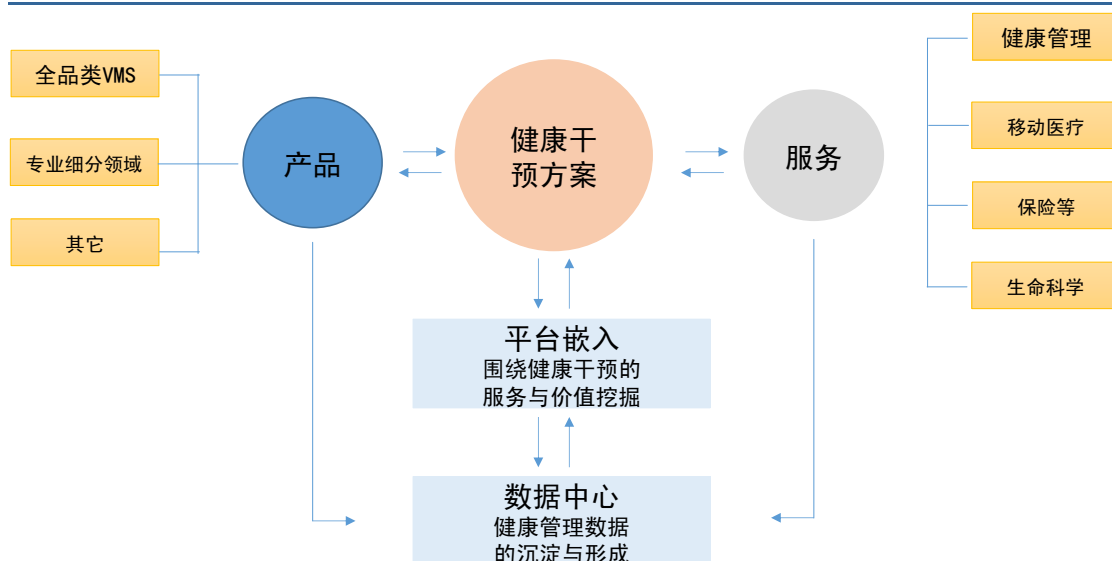
我们将在第四章对这几种 VMS 新品做重点讨论。

（二）三大业务板块发力，打造综合健康解决方案服务提供商

根据公司《2015-2017 年度经营规划纲要》，公司将从单一产品提供商逐步升级为健康综合解决方案提供商，围绕这一目标，公司将从具有较强优势的实体产品与健康管理服务两方面出发，形成健康干预方案，嵌入到公司已布局的各个移动健康/互联网医疗平台，围

绕健康干预的服务于价值挖掘，形成健康管理的数据沉淀，打造大健康产业生态圈。

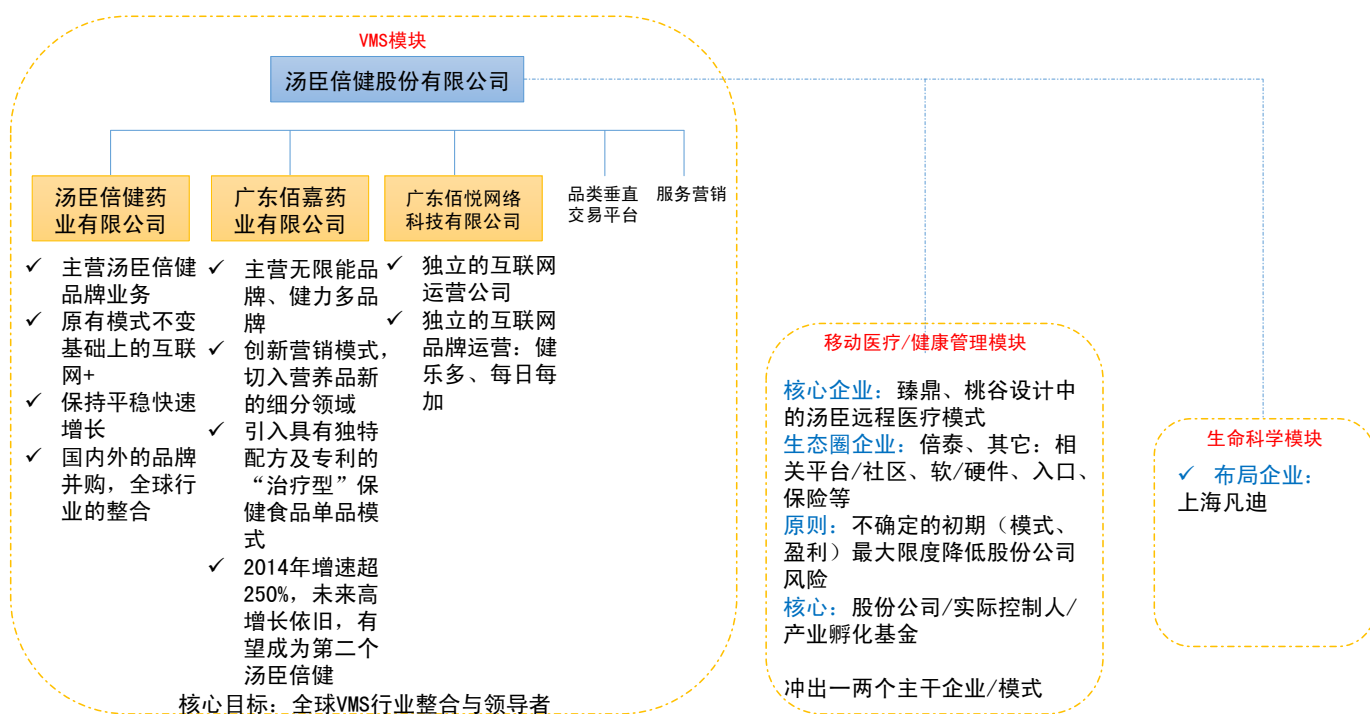
图表 9 从单一产品提供商逐步升级为健康综合解决方案提供商



资料来源：华创证券

为实现上述战略目标，公司将业务分为三块：当前主营的 VMS 模块、正在发力的移动健康/互联网医疗模块、初步介入的生命科学模块。

图表 10 汤臣倍健三大业务模块



资料来源：华创证券

VMS 模块。我们在第二部分已经重点介绍了公司 VMS 模块的现状。长期来看，公司 VMS 业务的战略规划是成为全球 VMS 行业的整合者与领导者。从具体执行层面来看：（1）公司将在继续深耕现有“汤臣倍健”主品牌的基础上，持续推出针对细分领域的新品、新模式，再造新增长引擎；（2）公司坚持全球优质 VMS 品牌资源整合的战略方向不变，通过海外收购的方式丰富产品品类、打造“品牌联合国”，并与已投资的海淘平台发生协同效应，

捕捉海淘风口；（3）继续优化服务力，以“营养家”为载体，“终端精细化”等项目为契机，推动公司从产品营销向价值营销过渡。

移动健康/互联网医疗模块。现阶段公司主要通过对大健康标的公司投资入股、战略合作等方式布局大健康领域。这一思路既能保证公司资源在标的公司业务模式成熟时得到及时嫁接，又能控制前期投资风险（标的公司不纳入汤臣倍健合并报表），操作灵活、性价比高，利于在新领域迅速跑马圈地。

生命科学模块。管理层对这一领域思路清晰、关注度高、适时介入，目前公司在此领域的布局有上海凡迪生物一家。上海凡迪主营业务是提供基因测序产品与服务，利于公司获取分子级大健康数据，并整合双方优势、丰富产品线、形成协同。生命科学领域具有细分领域众多、差异化、技术门槛高、空间广阔等特点，随着凡迪拉开公司布局生命科学领域的序幕，公司在这一蓝海市场的后续动作、收获值得期待。

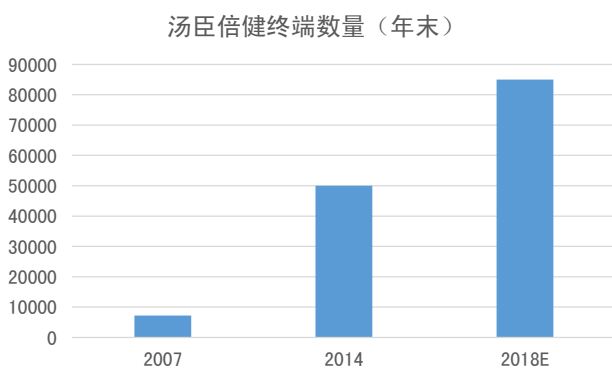
三、主品牌：成功的三大基因难以撼动

我们梳理汤臣倍健主品牌成功的原因，认为主要有三个方面：渠道力、品牌力、批文储备，这三大护城河是公司遥遥领先竞品的核心因素。我们将逐一讨论：

1、渠道：网点多、扩张快、考核方式优化、结构持续改善

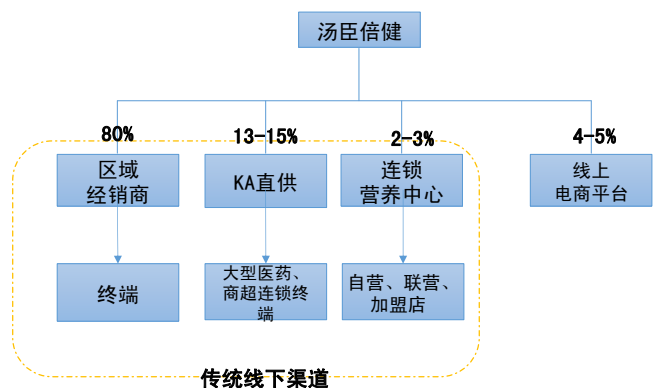
网点多、扩张速度快。公司渠道扩张迅速，2007 年终端数量仅 7220 个，2014 年年末终端数量已接近 5 万个，年扩张增速 30%+，截至 2014 年年末，公司产品已经进入 96 家全国百强连锁药店、50 多家全国百强商业超市，在 VMS 行业处于绝对领先地位。根据管理层规划（每年建设 1~2 万个网点）、基数效应、公司对经销商考核方式转变，我们预计未来网点扩张速度将有所放缓，2018 年网点数量将达到 8~10 万的水平，复合增速在 15%左右，继续维持稳定扩张速度。

图表 11 汤臣倍健终端数量持续扩张



资料来源：华创证券

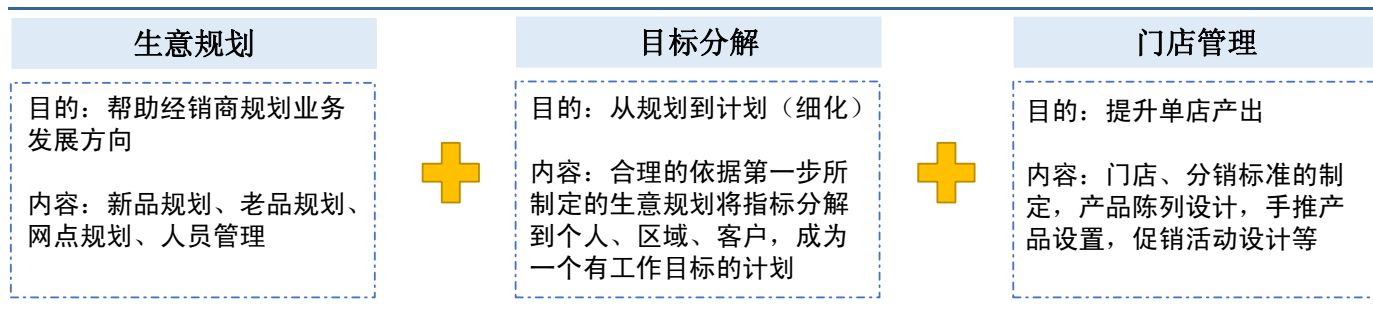
图表 12 汤臣倍健渠道构成



资料来源：华创证券

由关注量增到考核质升。公司从 2012 年开始推动“终端精细化管理”项目，公司不再把门店数量作为销售中心及经销商的主要考核指标。当前，公司重点关注的是同店增长即渠道深度经营问题，这一全新考核思路的落地有赖于终端精细化管理及营养家中心的搭建。终端精细化项目实施至今，公司已初步完成对经销商观念转变的引导、经销商与渠道推广队伍的搭建，推动经销商从物流配送商的边缘化角色升级为具有服务和市场支持功能的运营商，单店产出效果初显。

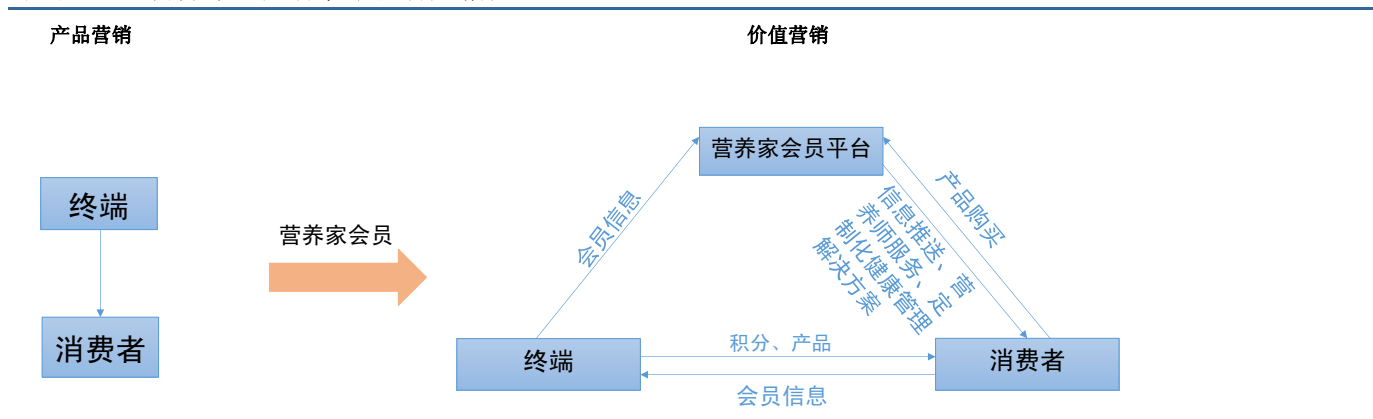
图表 13 渠道精细化



资料来源：华创证券

2014年下半年，公司启动“营养家体系”建设，旨在为经销商、零售商提供更多增值服务，并借助终端加强消费者教育，在使产业链各方收益的同时又有效增加终端、消费者忠诚度。按照公司管理层思路，未来“营养家”会员平台搭建完成后，公司将基于为消费者提供的服务程度来考核经销商。长期来看，扁平化、闭环的营养家平台有望聚集足够客户流量、提升消费者服务水平、降低销售费用率、增强客户粘性。

图表 14 营养家会员有效增强客户粘性

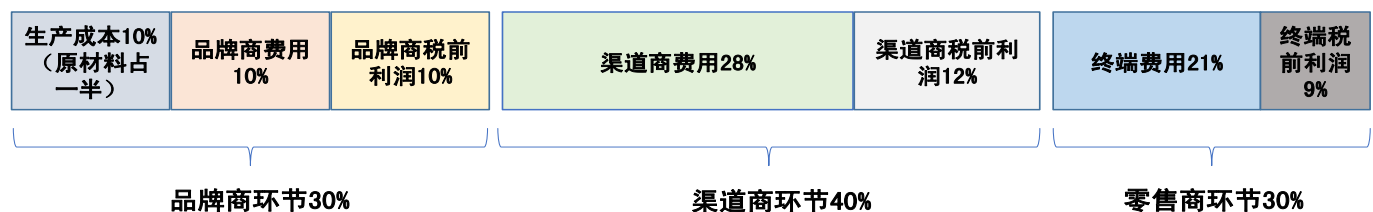


资料来源：华创证券

KA 直供占比扩大，渠道控制力持续强化。传统经销商模式的弊端在于公司利润被分食、对渠道依赖性大、无法获取消费者信息、渠道稳定性弱等。尤其是在快消品销售渠道线上化的大趋势下，当前获取用户数据对于企业的长期发展具有突出的重要性。公司近年来着力增大 KA 直供渠道占比也是基于这一思路考虑的。增加 KA 渠道占比好处如下：

(1) 分享渠道利润：公司传统经销商模式产品流通环节中，渠道商分食 40% 左右的价值环节、占比最大，相比而言，KA 职工模式直接绕过经销商实现公司与 KA 的直接对接，使公司产品通路成本降低，公司既可以更多分享利润又能将节省的成本用于消费者服务。

图表 15 经销商渠道公司产品流通环节加价途径（数字表示各环节占产品零售终端机的百分比）



资料来源：华创证券

(2) 获取客户数据：传统经销商模式中，公司无法直接接触零售终端，获取客户数据

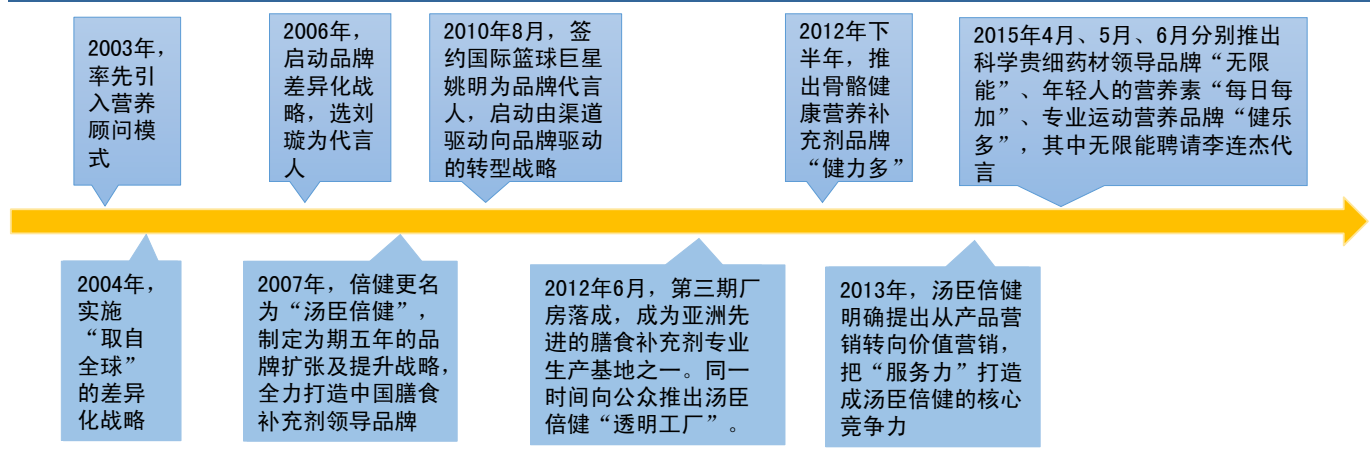
难度较大。相比而言，KA 直供渠道模式中，公司实现与终端的直接对接，能够通过共享等方式改善消费者大数据储备。

2、品牌：多元化途径打造国内 VMS 领域一线品牌

膳食补充剂属于可选消费品，兼具部分医药属性。消费者对于其质量关注度极高，较为推崇品牌厂商的产品。

公司汤臣倍健品牌现已成为国内 VMS 非直销领域的第一品牌。公司品牌意识及品牌运作能力强，已经建立“终端专柜+电视广告+明星代言+透明工厂参观+健康快车”等多元化、差异化的途径构筑了牢固的品牌壁垒。其中，部分关键性的历史事件如下图所示：

图表 16 汤臣倍健品牌建设

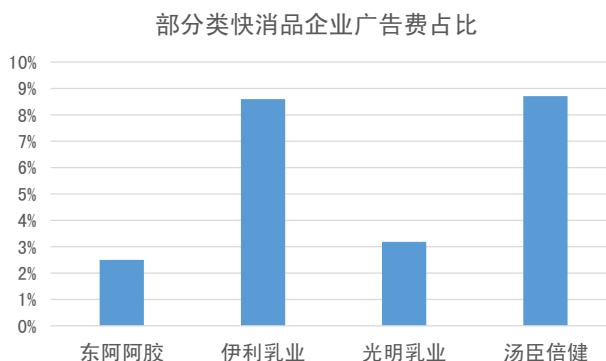
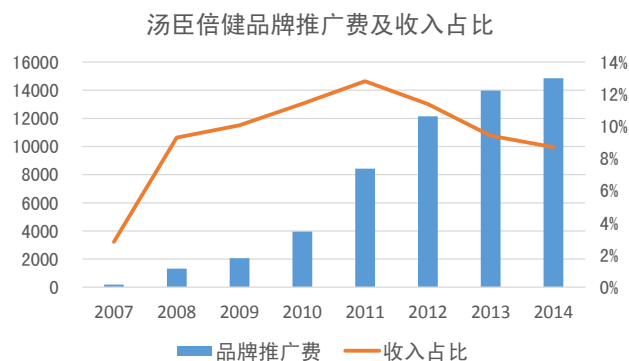


资料来源：华创证券

成功的品牌建设依赖于成功的品牌支出。公司每年投入的品牌推广费占收入比重大约在8%~12%区间，与可比类消费品相比，处于较高水平。高水平的投入是汤臣倍健从渠道知名品牌向大众知名品牌过渡的重要动力。

图表 17 汤臣倍健品牌推广费收入占比较高

图表 18 汤臣倍健广告费支出占比在快消品中处于较高水平



资料来源：华创证券

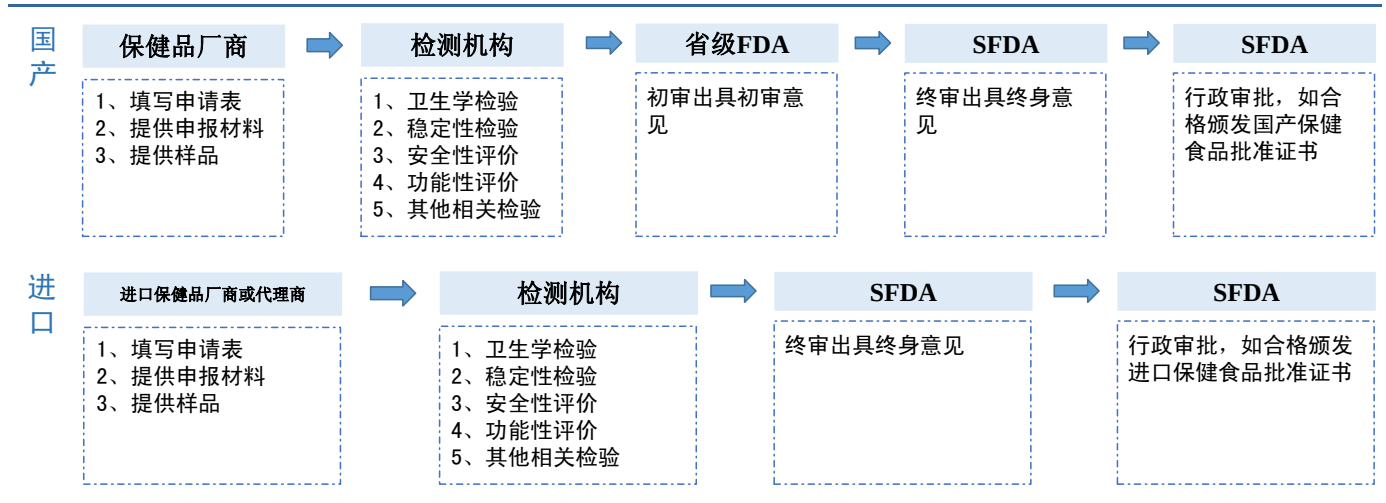
资料来源：华创证券

3、批文：批文储备丰富，构筑政策禀赋

国内保健品批文申请流程复杂，耗时约两年。保健食品在国内上市流通前需申请获得保健食品称号（国食健字或卫食健字），又称“蓝帽子”。国内“蓝帽子”认证申请流程复杂，品牌商需经历产品检测（包括卫生学、稳定性、安全性等）、省级 FDA 审核（进口食品直接

由 SFDA 审核)、SFDA 审核等一系列流程,通常需耗时两年左右。

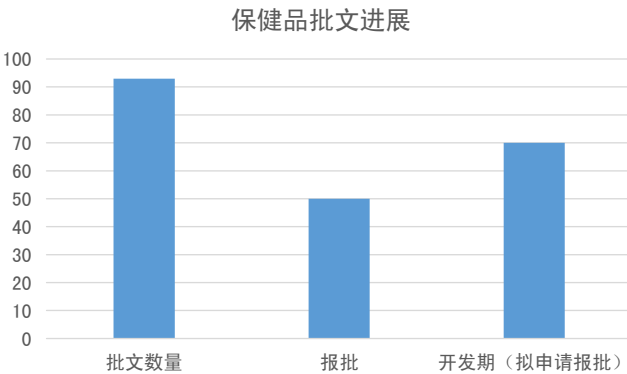
图表 19 保健品批准证书申请流程复杂



资料来源: 网络资料, 华创证券

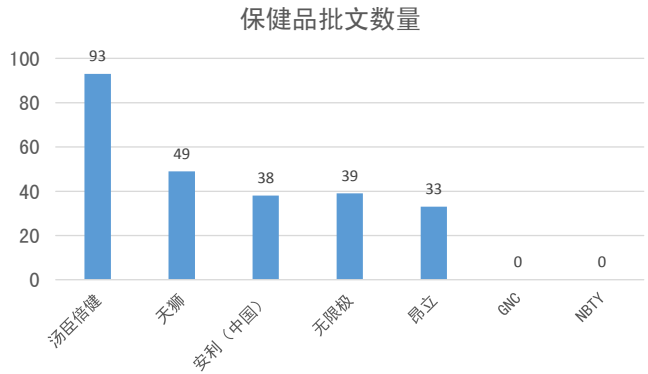
公司蓝帽子储备丰富。截止 2014 年 12 月 31 日, 公司拥有 VMS 和保健食品批准证书 93 个, 同时, 尚有 90 多个 VMS 和保健食品向 SFDA 递交保健食品或营养素补充剂的注册报批资料, 批文数量远远超过竞争对手天狮、纽崔莱、昂立等品牌。丰富的批文储备利于公司产品占据渠道尤其是医药连锁渠道优势, 并将受益于行业监管趋严的形势。

图表 20 汤臣倍健保健品批文进展 (截至 2014 年底)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 21 汤臣倍健储备的保健品批文数量遥遥领先



资料来源: SFDA, 华创证券

新《食品安全法》未放松行业监管, 公司批文“护城河”优势仍在。新修订的《食品安全法》将在 2015 年 10 月 1 日正式施行, 这一法案明确了对保健食品实行注册与备案分类管理的模式, 改变了过去单一的产品注册制度: (1) 使用保健食品原料目录以外原料的保健食品和首次进口的保健食品应当经国务院食品药品监督管理部门注册; (2) 首次进口的保健食品中属于补充维生素、矿物质等营养物质的, 应当报国务院食品药品监督管理部门备案, 其他保健食品应当报省、自治区、直辖市人民政府食品药品监督管理部门备案。我们认为: (1) 实施备案管理的原料目录尚在制定当中 (汤臣倍健亦参与此次制定), 初期仅限于维生素、矿物质等产品, 注册制并未实质性放松; (2) 备案制改革后, 海外竞争对手需注册方能取得新品销售资格。公司的主要竞争对手 GNC、NBTY 等之前未储备“蓝帽”, 现在仍需消耗较长时间周期取得“蓝帽”。

进口冲击不足惧: 批文守线下, 并购抢线上。进口品线上依赖海淘平台进入国内市场,

线下通过保健品形式或者以食品这一“打擦边球”的方式进入。食品形式相对保健品形式审批较为简单，只需获得相应卫生许可证即可，但其存在巨大的安全隐患，同时也面临这巨大的监管风险。我们认为，随着行业规范度的提升以及新《食品安全法》的落地，以食品形式进口的保健品将逐渐减少，外资品牌不得不耐心等待领取“蓝帽子”以获取线下渠道的“入场券”，这一趋势利于将海外品与公司产品拉回到线下统一竞争跑到上去，利于凸显公司批文储备丰富的巨大优势。同时，面对海淘市场的爆发，公司借助投资深圳“有棵树”跨境电商平台以及海外并购品牌商，亦能够分享到海淘市场爆发盛宴，增加公司盈利。

图表 22 各渠道进口保健品评析

进入形式	渠道	特点	现状	未来趋势	公司应对措施
海淘商品	iHerb 等海淘平台	种类丰富、选择多样；质量参差不齐；购买页面、商品标识多为英文，消费者范围受限	发展迅速	继续膨胀	推出新品牌布局线上渠道；并购跨境电商平台分食海淘盛宴；海外并购保健品品牌
食品	商超	以食品形式进口，以保健品形式进行宣传、销售	质量存在隐患；销售方式打擦边球，面临监管趋紧风险	随行业监管趋严，占比将长期趋势性降低	终端持续扩张，商超覆盖率增大，凭借批文禀赋、渠道关系凸显竞争力
保健品	医药连锁、商超等	通过 GMP 认证，获得 SFDA 批文，流程较为复杂，耗时久、成本高	除安利纽崔莱、康宝莱等品牌，其他品牌以保健品形式销售的比例较小	行业治理规范度提高，海外竞品进入国内销售必须获得“保健品批文”	保健品批文储备丰富，占据市场领先地位

资料来源：华创证券

综上，我们认为公司长期积累的渠道力、品牌力、批文储备为主品牌构筑了牢固的护城河，作为 VMS 非直销领域龙头，汤臣倍健有望凭借这“三驾马车”优先分享仍至少有两倍容量的 VMS 行业空间。

四、VMS 新品：健力多经验+十二篮教育+渠道反馈好，新品成功值得期待

我们在这一章重点探讨 VMS 新品再造传奇的可能性。

（一）健力多单品的成功为后续新品运作提供重要启发

公司于 2012 年下半年推出切入骨骼健康市场的“健力多”氨糖软骨素钙片产品，并与汤臣倍健品牌一起聘用姚明为代言人。我们认为“健力多”投入市场初期（2012-2014），其产品运作经验具有一定的探索性职能，能够为公司后续推出其它新品提供有益启发：**（1）产品、渠道、运营差异化**：“健力多”聚焦于骨骼健康保健品细分市场，捕捉成长性行业市场机遇（补钙保健品市场规模 2007-2013CAGR+21%）；渠道方面不同于汤臣倍健品牌的经销商主导模式，健力多由佰嘉公司与百强连锁直接对接、建立合作关系，渠道管控更为直接、灵活；健力多单品项目由汤臣倍健子公司佰嘉公司独立运作，灵活、高效的独立运作方式权责明晰，更有利于激发团队潜能。**（2）厚积薄发，“流量”为王**：公司新品运营思路科学、明确，注重新品快速推广。公司在健力多推出初期无利润要求，预期 2015 年开始贡献利润，并希冀新品运营商佰嘉公司能够在 2016-2020 成为较为重要的利润增长点来源。粗略预测佰嘉板块

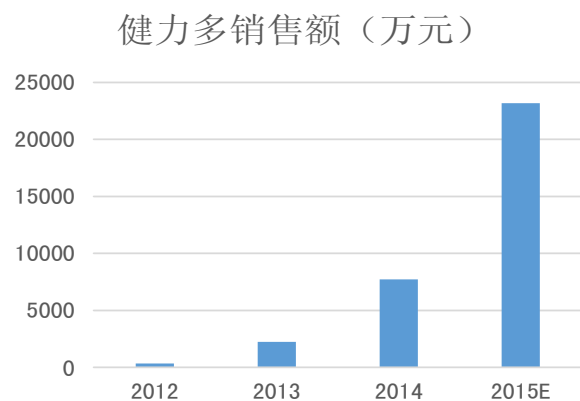
2017 年能够贡献收入、利润分别为 7 亿元、2 亿元左右，长期有望成为继汤臣倍健主品牌之后的另一现金奶牛。

图表 23 健力多产品由姚明代言



资料来源：百度图片，华创证券

图表 24 健力多销量呈爆发式成长



资料来源：华创证券

“健力多”爆发式放量印证公司新品运作思路、能力。自 2012 下半年推出开始，健力多销售增长迅速，收入持续上台阶。2014 年收入约在 8000 万元左右，Yoy 250%+，结合今年调研反馈，2015H1 增速在 200%+，我们预计补钙保健品行业持续快速增长、产品渠道端继续发力、品牌渐入佳境有望支撑健力多下半年维持高速放量态势，2015 年全年销售额有望突破 2 亿元。同时，健力多运营商佰嘉公司 2014 年已开始提前实现盈利，超出市场预期。我们认为，健力多“爆发式放量+提前实现盈利”充分印证了公司新品运营的水平以及“先量后利”的科学思路。

（二）期待无限能、每日每加、健乐多复制健力多传奇

公司今年陆续推出多款新品，定位清晰、渠道多元。4 月份佰嘉发布科学贵细药材品牌无限能，尝试线上线下全渠道运营模式，并聘请李连杰为无限能代言；5 月份佰悦上线每日每加电商平台，已上线多个蛋白质、维生素单品，产品线丰富，定位侧重于年轻人市场；6 月份佰悦推出运动营养补充剂品牌健乐多，亦采取全渠道运营模式。

图表 25 2015 年新品无限能、每日每加、健乐多与前期推出的健力多对比

产品	上市日期	运营实体	定位	代言人	销售模式	主要品类	销售状况
健力多	2012H2	佰嘉	骨骼健康营养补充剂	姚明	佰嘉公司直接与百强连锁建立合作关系，经销商负责配货	两类产品：氨糖软骨素钙片、钙加维生素 D 片	2014 年 Yoy +250%以上，2015H1 Yoy+200%以上
无限能	2015/4/10	佰嘉	科学贵细药材领导品牌	李连杰	线上线下全渠道经营模式	九大产品，分别为阿胶黄芪党参铁片、红景天枸杞片、珍珠粉维 CE 胶囊、天马酸枣仁胶囊、人参马鹿茸胶囊、灵芝孢子粉胶囊、灵芝孢子油胶囊、三七丹参胶囊、西洋参胶囊	销售乐观，试销期间，线下两个月破 200 万销售额

每日每加	2015/5/18	佰悦	年轻人的营养品牌	-	电商（已上线天猫、京东、1号店）	首批上线的产品以蛋白质粉、维生素类为主，包含二十个左右单品，今年内将陆续有几十个单品上线	乐观，短期难以贡献利润，需观察
健乐多	2015/6/25	佰悦	专业运动营养品牌	-	全渠道：线上已上线天猫、京东等；线下尝试专业健身渠道	首批上线的产品包括增肌、减脂、能量补充等系列，共12个单品	乐观，短期难以贡献利润，需观察

资料来源：华创证券

图表 26 2015 年以来公司推出的部分产品（无限能、每日每加、健乐多）

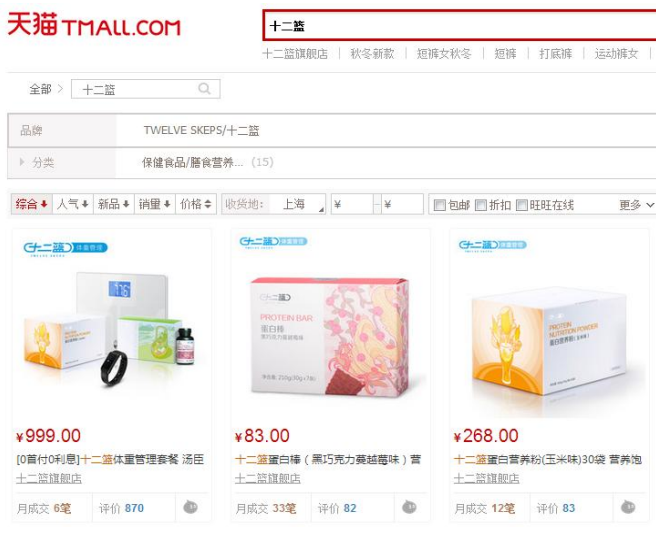


资料来源：华创证券

公司推出的产品质量毋庸置疑，多年来在市场上享有极佳口碑和良好溢价，我们在此不对产品原料、品质过多讨论。资本市场普遍关心的是新品能否放量，能否再次出现如汤臣倍健品牌一样的明星单品。我们结合近期公司、渠道调研的情况与市场分享我们的观点。

- (1) **健力多的成功为公司后续新品提供重要借鉴。**健力多、无限能、每日每加、健乐多都是聚焦于细分市场、独立子公司运营（佰嘉或佰悦）、渠道较为多样（其中每日每加目前重点针对线上市场），并且四个品牌都共享多重资源：母品牌、渠道、原料、团队等。诸多的共性造就了成功样本的易复制性。**我们认为健力多前期的投石问路，将为后续新品的成功运作提供重要参考，后续品牌是站在健力多辉煌的肩膀上，成功地概率极大增加。**
- (2) **“十二篮”的经验为公司灌输了互联网思维。**结合公司调研情况，公司14年8月推出的“十二篮”体重管理社区2014年遭遇曲折，流量低于预期。遭遇挫折的原因是公司将十二篮项目以传统的项目思维来运作互联网项目，致使流量低于预期。今年，公司管理层认真总结反思，转变经营思路：流量方面，将十二篮产品搬移至天猫平台，通过天猫这一入口导入流量，拓展用户基数；App方面，公司已将十二篮更新为更加大众化、友好的轻量级免费App“轻爱”，焕然一新、提升了用户体验；定位方面，“十二篮”将纳入线上业务统一运营，在体重管理项目服务方案基础上结合内部数据测试的成熟情况择机推出其它健康管理项目。短期，随着流量的持续导入和App的优化，“App+在线服务+健康社区+精准营销”的生态将初具雏形，极大增强消费粘性。**我们认为“十二篮”体重管理项目的挫折经验+管理团队深刻的反思为互联网平台新品的运作提供了重要参考。**

图表 27 天猫为十二篮持续导入流量



资料来源：百度图片，华创证券

图表 28 轻爱 App 下载页部分截图



资料来源：华创证券

(3) 线上关注度高，产品口碑较佳。公司各款新品都在天猫等主流电商平台上备受关注，评分高、评价多，购买量持续打开，这是新品开启成功的重要预兆。

下图是我们选取的比较有代表性的产品天猫旗舰店销售情况截图。

图表 29 无限能西洋参胶囊天猫旗舰店部分产品评价、销量截图



资料来源：天猫，华创证券

图表 30 健乐多分离乳清蛋白粉天猫旗舰店部分产品评价、销量截图



资料来源：天猫，华创证券

- (4) **线下零售渠道调研：新品已有铺开，网点态度乐观。**我们华创证券食品饮料团队 8 月份对上海市区 30 余家知名连锁药店、大型连锁超市进行了草根调研，发现约 90% 网点均陈列有汤臣倍健产品，但是今年新品却鲜有上市，新品上柜的渠道占比不到 5%，料与公司新品发布不久、线下渠道铺设初启、前期注重品牌营销推广、新品线上渠道比重增大有关联。但经过我们与网点负责人交流，发现保健品中汤臣倍健上柜产品最全、渠道对汤臣倍健品牌认可度颇高、推荐程度极高、动销力度大，对新品的销售也有较高期待和信心，态度乐观。

因此，结合公司与渠道调研情况，我们认为管理层对新品运作思路清晰、经验丰富，新品在线上渠道受推崇，线下渠道销售态度乐观。我们认为新单品中极有可能出现下一个汤臣倍健、健力多。

五、新业：大健康产业圈地占山，轮廓渐清晰

根据公司《2015-2017 年度经营规划纲要》，未来公司的整体业务布局将由单一的膳食补充剂扩展到大健康产业，逐步实现由产品提供商向健康干预综合解决方案提供商升级。2014 年下半年至今，公司已经在大健康领域密集布局、跑马圈地，通过入股、收购、设立等方式切入移动健康与互联网医疗。参照公司规划，未来将从具有较强优势的实体产品和健康管理内容服务两方面出发形成健康干预方案，通过大平台嵌入，围绕健康干预的服务于价值挖掘，形成健康管理数据的沉淀，打造大健康产业生态圈。

图表 31 公司各业务板块布局



资料来源：天猫，华创证券

我们对公司从去年年底到今年陆续入股、并购、战略合作的标的公司进行分析，探索大健康领域公司未来可能获得的数据入口和合作方式，如下表所示：

图表 32 2014年以来公司大健康产业动作频频

时间	公司	布局方式	投资标的或交易对手介绍	可能的流量入口	未来合作意向
2014年10月	深圳倍泰健康测量分析技术有限公司	汤臣倍健一亿元购买倍泰25%股份	国内移动健康领域的领先企业，已初步建立“硬件大数据采集、云健康平台、智慧医疗、移动健康”的商业模式，致力于成为智慧医疗解决方案领导者	倍泰拥有在社区医疗、广电系统、卫生系统多年积累的客户资源，能够在此基础上整合健康大数据资源	倍泰可穿戴硬件设备对接汤臣倍健“十二篮”；倍泰整合存量健康大数据资源并可实时采集消费者健康数据，为消费者提供增值服务，共同搭建移动健康管理平台；结合倍泰在广电系统的媒介资源共同打造有影响力的多屏互动的家庭在线的健康检测及教育等
2014年12月	广发信德健康产业投资基金（一期）	投资6000万元与广发信德投资管理有限公司、广发信德智胜投资管理有限公司合作，成为观法新的健康产业投资基金的合伙人	健康基金聚焦于投资健康管理领域新技术、新趋势、和新业态，另可投资保健品领域等		借助专业化的投资团队，积极布局互联网医疗领域，培育新的商业模式和利润增长点

2015年3月	北京桃谷科技	作为战略投资方，投资 1500 万元共同发起成立桃谷科技	从事互联网医疗相关业务的合资公司		利用合资公司各方股东的背景资源，积极布局移动医疗领域，目前概率较大的切入点是利用医院资源实现医患互动
2015年4月	上海臻鼎电脑科技	汤臣倍健联合关联方共同投资上海臻鼎电脑科技有限公司，占上海臻鼎增资后注册资本的 55%	上海臻鼎系国内临床营养与妇幼健康管理信息化领域的标杆企业，其开发的营养管理云平台无论从覆盖面还是合作的医疗机构数量均居国内前列，是一家专注于 临床营养、慢病管理和妇幼健康管理 等领域信息化建设的互联网科技企业	1、临床数据； 2、国内多个地区医院上千万的妇幼、慢病人群的个人健康档案资源； 3、全国上千家三甲医院和二级医院医疗合作资源； 4、全国上千名妇幼、慢病、营养专家合作基础。	上海臻鼎将与汤臣倍健在临床营养、慢病管理、妇幼健康管理等移动健康管理领域开展深入合作，共同打造移动健康管理平台。
2015年6月	深圳有棵树科技	自有资金 1.6 亿元投资深圳有棵树，占比 10%	主营业务为跨境电子商务	跨境电商大数据	有棵树将成为汤臣倍健布局跨境电商领域的战略合作伙伴，与汤臣倍健在供应链及进口健康产品、全新销售渠道、电子商务销售方式和大数据等方面开展深入合作，共同打造大健康领域的跨境电商平台
2015年7月	平安健康	与平安健康互联网股份有限公司签订了《战略合作框架协议》	作为中国平安健康管理门户规划的主要平台，平安健康致力于成为一站式线上健康管理全方位解决方案提供商，构建一个中国最大的互联网健康产业生态圈，打造全新的互联网健康管理新模式	1、“平安好医生”用户； 2、医院及医生资源。	双方将致力于共享各自优势资源，运用双方已有或未来拥有的医疗及健康管理、保险等方面的资源，逐步为中国消费者提供更加专业、丰富、个性化的健康产品及健康管理服务
2015年7月	相互人寿保险公司	公司出借自有资金 5,000 万元，参与发起设立相互人寿保险公司，占据初始运营资金的 5%	不以盈利为目的、彰显“互助共济”保险本质的相互制人寿保险公司		充分利用公司的业务优势，推进公司在金融领域的战略布局，提升公司的综合竞争力，为股东创造更大的价值。有利于公司积累长期优质客户，为公司带来稳定的收入
2015年7月	北京极简时代软件科技	以自有资金 4,000 万元投资，占增资后标的公司股权比例的 10%	“软件、硬件加服务”成为北京极简时代发展的生态链条，以“让爸妈同享科技之美”为奋斗目标，以设计制造适合父母使用的科技产品为宗旨，产品主要有“极简桌面”软件和硬件产品“极简手机”	1、桌面：极简总用户超过 650 万，是中国第一个老年用户达到百万级的互联网产品； 2、手机：搭载极简操作系统的极简手机已成为国内最好的老人健康智能手机，将会导入巨量流量。	1、双方互换和共享用户数据，并就用户数据展开合作和应用；2、北京极简时代若开展健康管理、膳食补充剂类业务，应优先与汤臣倍健合作；3、汤臣倍健同意开放其销售渠道为北京极简时代销售其手机产品提供便利；4、北京极简时代同意其手机产品预装汤臣倍健或其指定关联方的健康管理服务 APP。

2015年7月	大姨妈	1、香港佰瑞使用自有资金人民币 1,000 万美元，投资入股 KangSeed Technology。 该投资标的控股业务实体从事“大姨妈”APP 的开发； 2、广东佰悦与北京康智乐思网络科技有限公司签订了《每日每加-大姨妈战略合作协议》	“大姨妈”App 是康智乐思网络旗下的主营产品，首创周期管理概念，开创和引领了中国女性健康管理应用产业的发展格局	作为国内最早的女性健康管理软件，“大姨妈”拥有海量注册用户，目前已成为全球用户量最多的垂直女性健康类手机软件	品牌联合推广；商城平台对接：双方联合 定制产品套装，可在“大姨妈”的购物模块“美月优选”及“每日每加”电商渠道进行联合销售及推广；数据互通及产品深度定制；资源拓展合作：双方合作可拓展至已有或未来拥有的平台、品牌，如“好孕妈”、“健乐多”等
2015年8月	珠海蓝海之略医疗	以自有资金 2600 万元投资，受让上海谦毅投资持有的 2% 股权	蓝海之略已成为医院专科能力建设领域的资源整合者，可以提供覆盖 32 个科室的一站式医院专科能力建设综合解决方案。通过“互联网+医疗”建设，结合线下医疗资源与线上互联网，更好的匹配患者需求与现有医疗资源	新医改的目标客户是全国 2800 多个县级行政区划单位的 6000 余家基层县级医院	汤臣倍健以此为契机，加速从产品营销向价值营销的战略升级，积极布局互联网医疗等大健康产业相关领域，借助移动互联网浪潮培育新的商业模式及利润增长点，符合全体股东的利益
2015年8月	上海凡迪	汤臣倍健拟用自有资金 8769 万元投资入股上海凡迪，交易完成后，汤臣倍健持有上海凡迪 19.04% 的股权	凡迪生物是国内主流的基因测序服务企业。凡迪生物于 2011 年成立，2012 年正式落户上海浦东张江高科技园区，创始人李骏曾任华大基因健康管理团队成员。凡迪拥有第三方独立医学检验资质，向临床和公众提供“三体综合征”无创产前检测和“单基因遗传病”基因检测服务，并在这两个领域拥有多项核心技术	凡迪生物拥有三台检测设备并已同多家一线省会和二线城市医院建立稳固的合作基础、并将业务拓展至全国 21 个省市	公司有望通借助一支点获取深度的 DNA 层面诊断大数据，深挖产业服务机会，同时又能通过与凡迪优势互补，丰富现有产品与服务，为消费者提供更广泛的综合大健康服务

资料来源：华创证券

六、新机制：管理层陆续持股，经理人迈向合伙人

项目独立化、利益一致化、管理合伙化。自 2014 年起，公司依托项目子公司布局大健康产业，进行了一系列的“管理做减法、经营做加法”的管理改革，逐步建立管理层持股机制，打造事业合伙人。公司现在已经初步将不同模式和品牌切割成多个独立运营的项目公司来搭建大健康生态体系，独立的项目公司需要不同的专业团队共同打造以调动项目公司管理层的创新力、活力，这一目标的实现必须依托于事业合伙人计划的落实。从公司管理层推进思路来看，按照“事业合伙人计划”的设想，每一个管理团队都是各自领域的合伙人，子公司的管理团队以合伙制企业形式持股 25-40%。我们认为项目公司管理层持股能够高度绑定管理层与项目公司的利益，激发管理层活力和激情，释放企业治理红利。

从落实情况来看：(1)2015年3月，公司对运营无限能、健力多品牌的子公司佰嘉进行增资扩股，佰嘉负责人直接控制的广州齐整出资 1698.3 万元认缴佰嘉新增注册资本，扩股后广州奇正持股比例 25%；(2)2015年3月，公司将运营线上业务的子公司佰悦 30%的股权以 600 万元的作价转让给佰悦负责人龙翠耘女生直接控股的广州有加；(3)2015年7月，汤臣倍健股份公司层面出台一期管理团队持股计划暨“超级合伙人计划”草案，如下表所示，该计划将对公司核心管理团队进行股权激励，实现高管与公司利益的长期绑定。

我们认为，随着公司层面及各项目公司层面管理层持股方案的出台和落实，公司各核心经理人都将转变为公司合伙人。这一转变有效推动管理团队的主观经营动力，支撑企业在发力大健康产业过程中攻城夺地、抢占先机！

图表 33 2015 年新品无限能、每日每加、健乐多与前期推出的健力多对比

相关公告	出台时间	实体	激励对象	出资	方式	管理层持股	意义
关于全资子公司增资扩股的公告	2015/3/27	佰嘉	佰嘉管理团队吴小刚、周霆、尹昕、周云、李春鸿、王杨健	1698.3 万元	吴小刚等佰嘉高管控制的广州奇正出资认缴佰嘉新增注册资本 333 万元	25%	落实公司“管理做减法经营做加法”的原则，最大限度激发组织的激情与活力，打造多个分割的项目运营与决策中心与团队，建立多个管理层持股企业
关于转让全资子公司部分股权暨关联交易的议案	2015/3/27	佰悦	佰悦管理团队龙翠耘、黄剑锋	600 万元	龙翠耘等佰悦高管控制的广州有加出资认缴 600 万元	30%	同上
第一期核心管理团队持股计划暨“汤臣倍健超级合伙人计划”	2015/7/23	股份公司	公司 CEO、副董事长、副总经理(含兼任子公司总经理人员)、董事会秘书；子公司汤臣倍健药业有限公司董事长；子公司广东佰嘉药业有限公司和广州奈梵斯健康产品有限公司总经理	9000 万元	持股计划筹集资金总额上限为 9,000 万元，资金来源为持股计划持有人自筹资金(不超过 3,000 万元)和控股股东提供借款支持(不超过 6,000 万元)；每年滚动推出，每期存续期三年，锁定期不少于 12 个月	持股计划所持有的股票总数累计将不超过公司股本总额的 10%，任一持有人持有的持股计划份额所对应的股票数量将不超过公司股份总数的 1%	1、进一步完善公司治理机制，推动全体股东的利益一致与收益共享，提升公司整体价值； 2、推动核心管理团队与公司长期价值的绑定，推动“经理人”向“合伙人”转变，促进公司长远发展； 3、改善和创新公司薪酬激励结构，实现公司核心管理团队的长期激励与约束，确保公司长期经营目标的实现

资料来源：公司公告，华创证券

盈利预测

我们对盈利的预测考虑以下因素：（1）汤臣倍健品牌：汤臣倍健品牌逐渐由股份公司下沉至子公司汤臣倍健药业运营，保守估计，我们预计汤臣倍健主品牌 2015、2016、2017 增速保持在 20%；（2）佰嘉：健力多爆发式放量是公司 2015~2017 年的重要看点，佰嘉业务板块 2015 收入贡献大概率超过 2 亿元；（3）佰悦以运营电商项目为主，今年下半年仍以推广为主，料仍难以有正的盈利；（4）净利率考虑新品推广费用增加，但同时产品渠道线上化有效对冲渠道费用，判断未来三年盈利水平波动不大。

预计公司 2015~2017 年营业收入为 22.69、30.39、41.79 亿元，Yoy +33%、+34%、+38%，归母净利润为 7.44、9.76、13.45 亿元，Yoy +48%、+31%、+38%，对应 EPS 为 1.02、1.34、1.85 元。结合公司在移动健康/互联网医疗以及生命科学领域的攻城略地利于估值提振以及一期核心管理团队持股计划 36.82 的购入价对当前股价提供安全边际。公司目标价 46 元，给予“强烈推荐”评级。

风险因素

- 1、保健品行业发生质量事件等系统性风险；
- 2、公司新品推广效果低于预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1912	2223	2258	2626
现金	1537	1865	1904	2264
应收账款	43	40	41	42
其它应收款	9	10	9	9
预付账款	38	45	35	39
存货	229	224	229	228
其他	55	39	40	45
非流动资产	789	858	939	1021
长期投资	20	7	9	12
固定资产	429	579	640	699
无形资产	81	103	126	142
其他	259	169	163	168
资产总计	2701	3081	3197	3647
流动负债	243	209	222	225
短期借款	0	0	0	0
应付账款	67	61	65	64
其他	176	148	157	161
非流动负债	10	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他	10	9	9	9
负债合计	253	218	231	234
少数股东权益	0	0	0	0
股本	658	728	728	728
资本公积金	874	804	440	76
留存收益	916	1331	1798	2609
归属母公司股东权益	2448	2863	2965	3413
负债和股东权益	2701	3081	3197	3647

现金流量表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	560	724	1015	1358
净利润	503	744	976	1345
折旧摊销	50	46	58	67
财务费用	-44	-30	-33	-36
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-44	-26	7	-17
其它	96	-11	7	-1
投资活动现金流	-236	-97	-135	-137
资本支出	-197	-107	-96	-102
长期投资	40	32	-5	-7
其他	-80	-22	-34	-28
筹资活动现金流	-292	-299	-841	-861
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	330	70	0	0
资本公积增加	-289	-70	-364	-364
其他	-333	-299	-477	-497
现金净增加额	32	328	39	360

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1705	2269	3039	4179
营业成本	580	772	1064	1463
营业税金及附加	22	23	30	42
营业费用	397	454	608	836
管理费用	177	176	222	292
财务费用	-44	-30	-33	-36
资产减值损失	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	554	875	1148	1583
营业外收入	42	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	592	875	1148	1583
所得税	90	131	172	237
净利润	503	744	976	1345
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	503	744	976	1345
EBITDA	615	892	1173	1613
EPS 摊薄（元）	0.69	1.02	1.34	1.85

主要财务比率

	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	15.0%	33.1%	33.9%	37.5%
营业利润	10.2%	58.0%	31.2%	37.9%
归属母公司净利润	19.2%	48.0%	31.2%	37.9%
获利能力				
毛利率	66.0%	66.0%	65.0%	65.0%
净利率	29.5%	32.8%	32.1%	32.2%
ROE	21.5%	28.0%	33.5%	42.2%
ROIC	19.6%	25.1%	32.0%	38.5%
偿债能力				
资产负债率	9.4%	7.1%	7.2%	6.4%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	7.86	10.63	10.16	11.68
速动比率	6.92	9.56	9.13	10.67
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.78	0.97	1.22
应收账款周转率	40.87	54.29	74.74	100.96
应付账款周转率	8.64	12.06	16.89	22.61
每股指标（元）				
每股收益	0.69	1.02	1.34	1.85
每股经营现金	0.85	0.99	1.39	1.87
每股净资产	3.72	3.93	4.07	4.69
估值比率				
P/E	39.67	29.65	22.60	16.39
P/B	8.14	7.70	7.44	6.46
EV/EBITDA	-2.50	22.65	17.18	12.27

分析师简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士。2005 年 2 月加入元大京华证券（香港）上海代表处，2007 年 10 月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010 年 12 月加入民生证券，2012 年水晶球最佳分析师“农林牧渔行业”第五名；2015 年 6 月加盟华创证券，农业、食品饮料行业首席分析师。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构 销售部	王韦华	销售副总监	010-66500827	wangweihua@hcyjs.com
	翁 波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	王 勇	销售经理	010-66500817	wangyong@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	张 弋	销售助理	010-66500809	zhangyi@hcyjs.com
	陈 锐	销售助理	010-66500867	chenrui@hcyjs.com
广深机构 销售部	张 娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭 佳	销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	销售助理	0755-83479862	zhangyujie@hcyjs.com
	汪丽燕	销售助理	0755-83715429	wangliyan@hcyjs.com
	林芷璇	销售助理	0775-82027731	linzhiwan@hcyjs.com
上海机构 销售部	简 佳	高级销售经理	021-31118832	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-31180590	liyinyin@hcyjs.com
	石 露	高级销售经理	021-31218856	shilu@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-31218856	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-31217102	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售助理	021-31217101	zhangjiani@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编：518038
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558