

汤臣倍健(300146)

公司报告

行业公司研究
— 生物制品 — 行业 —

证券研究报告

大单品+双渠道持续发力, LSG 提供增量

——汤臣倍健深度报告

✍️ : 申晟 执业证书编号: S1230118090046
☎️ :
✉️ : shensheng@stocke.com.cn

投资要点

□ 具备在不断变化的外部环境下自我调节、改进的能力

我们复盘了公司发展历史,过去几年在外部环境出现波动的情况下,汤臣通过自身战略多次调整,收入、利润逐渐恢复,磨炼和验证了公司本身优秀的渠道掌控和管理能力,这是未来公司持续发展的基石。诚然,2015年公司致力于大健康平台,但短期协同效应见效甚微。2016年下半年公司开始结构性调整,将精力和资源集中至大单品和电商品牌的建设,成效显著。

□ 大单品:策略行之有效,模式复制推动品牌成长

我们认为汤臣大单品策略成功的原因在于(1)所处膳食补充剂第一大品类钙类,精准定位产品消费者画像,用户体验好,复购率高;(2)先高举高打、后精准投放的营销策略;(3)主品牌线下渠道的覆盖率以及蓝帽子所带来的壁垒,汤臣多年致力于耕耘线下药店和商超的渠道所建立起来的护城河,在蓝帽子的加持下,壁垒较高,这样使得在一旦找好新品的目标定位后,渠道铺货会较为顺畅,产生大单品的概率较高。我们按照氨糖保健食品的对应症、渗透率以及市占率模式来预测健力多的增速,预计健力多2019-2021年的出厂销售额分别为12.8亿/17.4亿/22.4亿,同比+54%/37%/28%。

□ 双渠道协同发力:线下绝对龙头,线上厚积薄发

部分药店渠道必须有蓝帽子才能进入+渠道的高利润+品牌效应,使得汤臣线下渠道壁垒较高,而其他品牌渗透需要时间。而前期的电商2.0品牌计划也使得汤臣成为阿里平台保健食品领头羊,未来除了提供更加年轻化的产品系列,用线下爆品引流线上其他品类销售做到协同发展,是汤臣的线上优势所在。

□ 收购澳洲益生菌 LSG 品牌,丰富产品品类,切入跨境电商

根据欧睿数据,2017年我国益生菌补充剂规模约为35亿人民币,同比+19%,属于保健食品细分品类中增长较快的种类,也是较为新兴的品类。目前国内市场尚无出现绝对的行业领头羊,CR5仅为12%,且多以国内品牌为主,市场尚处发展初期的蓝海市场。汤臣此时切入,除了在快速发展的跨境电商市场分得一杯羹,同时可利用自身营销给 LSG 线上引流,并借力其线下药店、母婴渠道来做大线下益生菌市场。

□ 盈利预测及估值

我们预计健力多2018-2020年收入增速分别为100%/50%/25%,LSG收入2019-2020年收入增速分别30%/20%,预计2018-2020年汤臣总体收入分别为43.5亿元/58.9亿元/70.1亿元,同比+39.9%/35.4%/19%。由于LSG的毛利率低于汤臣主体,我们预计对于明年毛利率略有影响,2018-2020年毛利率分别为69.0%/69.1%/69.3%。由于LSG新进入中国线下渠道,叠加大单品高投放策略的影响,营销费用投放维持高位,2018-2020年销售费用率分别为31.29%/31.3%/31.4%。2018-2020年净利润分别为10.1亿元/13.9亿元/17.3亿元,我们假设明年发行股份购买佰盛剩余股份后,总股本上升至1,578百万股,对应EPS分别为0.69元/0.88元/1.09元,目前股价对应19年PE为22X,维持“买入”评级。

评级

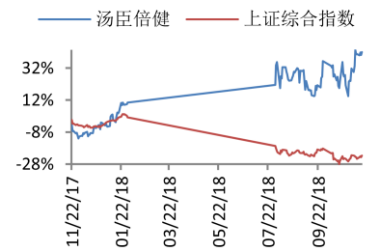
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥21.34

单季度业绩

元/股

3Q/2018	0.22
2Q/2018	0.20
1Q/2018	0.26
4Q/2017	-0.04



公司简介

相关报告

报告撰写人: 申晟
数据支持人: 申晟

□ 风险提示

医保卡政策收紧风险: 汤臣>70%收入来自于药店渠道,若医保卡政策收紧则会影响收入增速。**跨境电商政策松绑:** 不同于前期48政策的收紧,11月21日国务院常务会议的决定使得跨境电商松绑,但对线下渠道影响有限。**下游渠道整合,议价能力提高:** 目前整体下游医药连锁集中度在提升,这是一把双刃剑,一方面连锁药店倾向于选择品牌保健食品销售,另一方面,若集中度进一步提升,下游议价能力提高后,会影响公司的利润。**收购容易,融合难:** 前期汤臣也和自然之宝建立了合资公司做中国业务,但目前健之宝进入了清算程序。我们目前的业绩假设都建立在LSG能顺利有效推进的前提下。**商誉减值和无形资产摊销增加的风险。**

财务摘要

(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	3,111	4,353	5,895	7,014
(+/-)	34.72%	39.94%	35.42%	18.98%
净利润	766	1,009	1,390	1,726
(+/-)	43.17%	31.66%	37.81%	24.14%
每股收益(元)	0.52	0.69	0.88	1.09
P/E	39.35	29.88	21.68	17.47

正文目录

1. 保健食品行业：细分子品类高速发展，电商渠道政策松绑	6
1.1. 保健食品行业整体依然保持高增速	7
1.1.1. 人口老龄化是行业推力的基础	7
1.1.2. 人均收入提升为行业带来增量	7
1.2. 政策推动保健食品渠道变革	8
1.2.1. 2013年年底跨境电商放开，传统渠道受冲击	8
1.2.2. 电商冲击头部品牌市场份额，行业依然分散	9
1.2.3. 各品类百花齐放，品牌差异化经营	10
1.3. 政策依然是保健食品行业发展不确定因素	11
2. 汤臣倍健发展复盘：调整后再出发	13
2.1. 2001-2010年：选择膳食营养补充剂赛道，高速发展	13
2.2. 2011-2013年：受行业负面消息冲击，自我调节业绩稳定	15
2.3. 2014-2016年：自我调整以及尝试合并国外品牌	16
2.4. 2017年-现在：回归业务本身，聚焦大单品+电商 2.0	18
3. 未来成长动力：大单品复制推动品牌成长+LSG 切入益生菌细分品类	19
3.1. 大单品：策略行之有效，模式复制推动品牌成长	19
3.1.1. 健力多：大单品策略成功典范 - 好产品+好渠道+密集精准广告投放	20
3.1.2. 老年人口的增加，以及渗透率提升将继续助推健力多快速增长	20
3.1.3. 产品细分聚焦+渠道高举高打+品牌背书，大单品模式可复制性高	22
3.2. 双渠道协同发力：线下绝对龙头，线上厚积薄发	23
3.2.1. 线下药店渠道有壁垒，竞争者下沉还需时间	23
3.2.2. 电商渠道目标客群和医药渠道形成互补，占据快速发展渠道头名	24
3.3. 收购澳洲益生菌 LSG 品牌，丰富产品品类，切入跨境电商	24
3.3.1. 保健食品行业进入细分品类发展阶段，LSG 的发展可期	24
3.3.2. 收购估值偏高，长期发展可期	26
4. 盈利预测	27
风险提示	28

图表目录

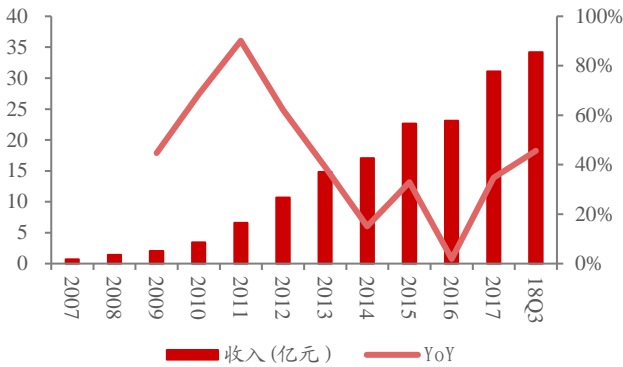
图 1：公司收入（亿元）及增速	6
图 2：公司归母净利润（亿元）及利润率	6
图 3：中国保健食品规模及增速	7

图 4: 美国保健食品规模及增速	7
图 5: 保健食品在老人、孩子渗透率最高	7
图 6: 老年人重复购买频次高	7
图 7: 中国人均保健食品销售额及可支配收入增速	8
图 8: 美国人均保健食品销售额及可支配收入增速	8
图 9: 中国保健食品行业(膳食补充剂)渠道占比	8
图 10: 美国保健食品行业(膳食补充剂)渠道占比	8
图 11: 中国膳食补充剂市场份额(%)	10
图 12: 国外品牌电商渠道崛起(人民币百万元)	10
图 13: 中国前五大膳食补充剂品牌销售额增速	10
图 14: 我国跨境电商发展历程	12
图 15: 跨境电商 Top5 份额占比	12
图 16: 汤臣倍健主要大事记及股价走势	13
图 17: 2007-2010 年汤臣收入及利润增速(人民币百万元)	14
图 18: 2007-2010 年毛利率及费用率(品牌投入提费用率)	14
图 19: 中国医药零售店向连锁集中	14
图 20: 汤臣倍健的渠道结构	14
图 21: 2011-2014 年汤臣收入及利润增速(人民币百万元)	15
图 22: 2011-2014 年毛利率及费用率	15
图 23: 2011-2012 年单季度收入利润增速下滑	16
图 24: 2012 年控制网点质量, 费用投放不经济, 费用率上升	16
图 25: 调整后 2013 年业绩逐步恢复	16
图 26: 2013 年毛利稳定, 控费到位	16
图 27: 2014 年渠道调整, 业绩下滑	17
图 28: 2014 年终端调整, 费用率上升	17
图 29: 2015 年新品+低基数, 业绩增速高	18
图 30: 2015 年新品推广费用上升	18
图 31: 2016 年渠道受冲击, 业绩承压	18
图 32: 2016 年姚明后时代销售费用波动	18
图 33: 2017 年产品渠道调整效果初显	19
图 34: 2017 提价后毛利上升, 大单品策略费用投放高	19
图 35: 2018 年大单品+电商聚焦策略收获期	19
图 36: 2018 年收入高增速下费用率下滑	19
图 37: 广东佰嘉的收入及利润(人民币百万元)	20
图 38: 汤臣营销费用 17H2 开始高企	20
图 39: 中、日、美三国氨糖保健食品的市场增速	21
图 40: 美国、日本氨糖 CR5 的市场份额	21
图 41: 中国氨糖产品 CR4 的市场份额	21
图 42: 安利、汤臣的蛋白粉销售额(亿元)	22
图 43: 国内保健食品获得蓝帽子数目	22
图 44: 汤臣销售终端个数	23
图 45: 汤臣覆盖百强药店和商超数	23
图 46: 中国益生菌补充剂依然分散	24
图 47: 澳大利亚益生菌补充剂高度集中	24

图 48: 儿童保健食品市场份额亦分散	25
图 49: 合生元益生菌销售额增速(人民币百万元)	25
图 50: LSG 收入(百万元)及利润率	25
图 51: LSG 毛利率及费用率	25
图 52: 2018-2021 年 LSG 收入(百万元)及利润增速	25
图 53: 2018-2021 年 LSG 毛利率及费用率	25
图 54: 2018-2021 年 LSG 分地区收入(百万元)	26
图 55: 2018-2021 年 LSG 收入分渠道占比	26
表 1: 保健食品和一般食品、药品的共性和区别	6
表 2: 保健食品行业发展路径	9
表 3: 汤臣倍健、Swisse 膳食补充剂主要销售品类占比	10
表 4: 维骨力、益生菌以及其他植物提取物销售额增速超传统品类	11
表 5: 保健食品注册、备案的范围	12
表 6: 汤臣高速发展的 10 年历史性事件节点	13
表 7: 2010 年零售终端覆盖计划	14
表 8: 2015 年汤臣并购项目	17
表 9: 健力多销售额预测	22
表 10: 保健食品各渠道利润分配(假设终端销售价格 100 元)	23
表 11: 收购 LSG 估值	26
表 12: 利润表预测(百万元)	27
表附录: 三大报表预测值	29

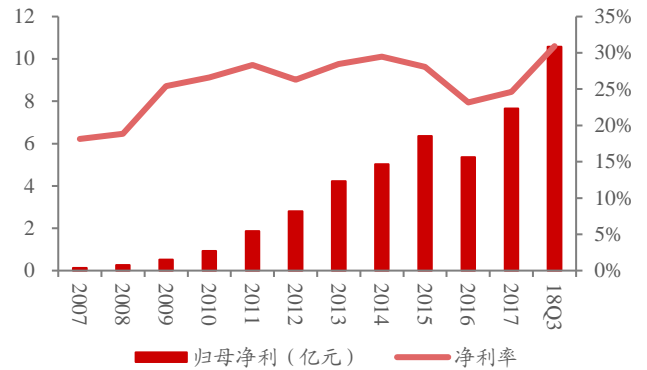
截止 2018 年前三季度，汤臣倍健共实现收入 34.2 亿元，同比+45.58%，归母净利润 10.58 亿元，同比+31.72%，其中 Q3 单季录得收入 12.52 亿元，同比+44.94%，归母净利 3.53 亿元，同比+59.95%，表现靓丽，2018 年以来公司依靠（1）聚焦大单品健力多发力，带动主品牌销售，收入高增长；（2）渠道整合，精耕细作，借助线上线下区分的品牌策略，阿里系汤臣反超 Swisse 成为保健食品龙头；（3）受高毛利大单品的拉动，整体毛利率提升，同时大单品投入从前期的高举高打逐步进入收获期，期间费用率下滑，推动了利润增速超收入增速。那么 2019 年业绩能否持续成为市场关注的主要问题，我们复盘了汤臣的发展历史，认为其具备在不断变化的外部环境下自我调节、改进的能力；在其线下渠道高覆盖率以及丰富的蓝帽子产品加持下，大单品具备可复制的持续性；在保健食品行业进入细分子品类发展阶段，益生菌线下渠道尚处在蓝海市场，汤臣具备做大市场的能力。

图 1：公司收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：公司归母净利润（亿元）及利润率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1. 保健食品行业：细分子品类高速发展，电商渠道政策松绑

保健食品实际上是国内特有的词语，国外一般只分为食品、营养补充剂以及药品。按 2016 年 7 月开始正式实施的《保健食品注册与备案管理办法》定义，保健食品是指声称具有特定保健功能或者补充维生素、矿物质为目的的食品，即适宜于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或者慢性危害的食品。而根据国内的行业习惯，我们将国内保健食品分为营养补充剂（维生素、钙片、胡萝卜素等）以及传统中草药（阿胶、银杏、人参等）两大类。

表 1：保健食品和一般食品、药品的共性和区别

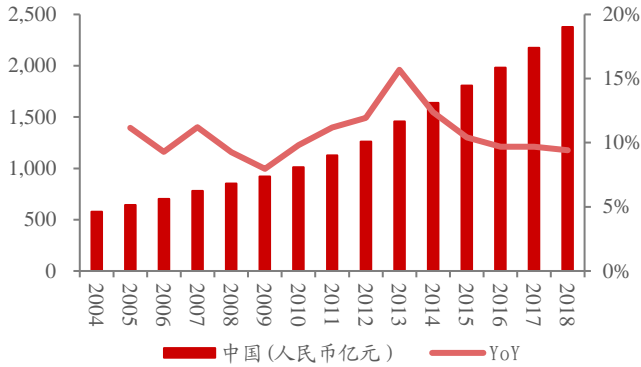
	食品	药品
共性	(1)都能提供人体生存必需的基本营养物质(食品第一功能);(2)都具特定色、香、味、形(食品第二功能)。	
区别	保健食品强调特定功能和特定人群:(1)保健食品含一定量功效成分(生理活性物质),能调节人体机能,具有特定功能(食品的第三功能);而一般食品不强调特定功能(食品的第三功能);(2)保健食品一般有特定食用范围(特定人群),而一般食品没有。(3)保健食品一般是浓缩(或添加纯度较高的某种生理活性物质),使其在人体内达到发挥作用的浓度,从而具备了食品第三功能。	药品是指用于预防、治疗、诊断人的疾病,有目的地调节人的生理机能并规定有适应症或者功能主治、用法和用量的物质。而保健食品的本质仍是食品,虽有调节人体某种机能的作用,但它不是人类赖以治疗疾病的物质。

资料来源：《保健食品注册与备案管理办法》，浙商证券研究所

1.1. 保健食品行业整体依然保持高增速

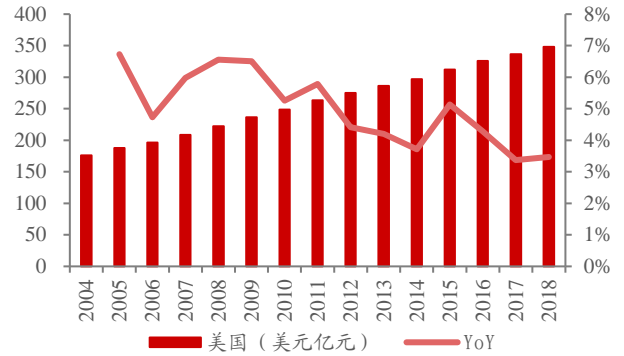
保健食品的消费属性介于可选和必选之间,推动我国保健食品行业发展背后的长期大逻辑在于(1)居民收入水平;(2)人口老龄化;(3)消费意识的养成,这三大因素一直推进着我国保健食品市场规模增速维持双位数,或者说这三大放诸四海皆准的推动力在未来也会持续拉升整体保健食品行业的增长,而相对成熟的美国保健食品市场依然保持着低个位数的增速,更加说明作为可必选、可可选的保健食品行业的生命力。

图 3: 中国保健食品规模及增速



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图 4: 美国保健食品规模及增速

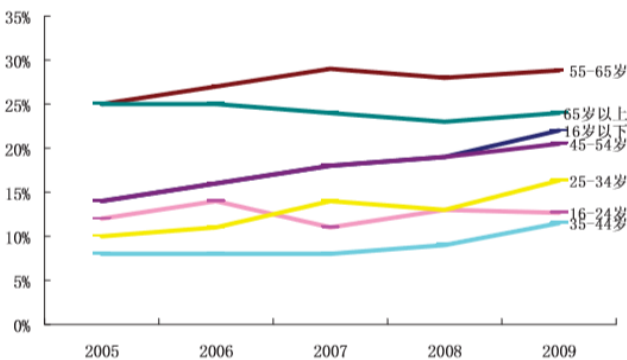


资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

1.1.1. 人口老龄化是行业推力的基础

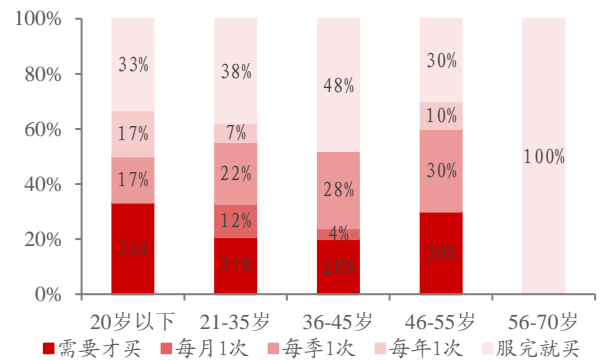
从保健食品的使用人群上看,我国保健食品行业中老年人、女性、孩子是保健食品的主要消费群体。根据庶正康讯 2009 年调查显示,年龄在 55-65 岁的人群保健食品渗透率最高,其次是 65 岁以上;从不同年龄人群购买习惯看,年龄越大的消费者重复购买越多,55 岁以上的老年人基本上是服用完即购买。老年人口比例的提升将成为我国保健食品行业的持续发展的基础。截止 2017 年,我国 50 岁以上人口占比超 30%,相较 5 年前上升近 6ppt,老龄化比例的提升将成为推动我国保健食品行业向前发展的基础。

图 5: 保健食品在老人、孩子渗透率最高



资料来源: 庶正康讯, 招股说明书, 浙商证券研究所

图 6: 老年人重复购买频次高

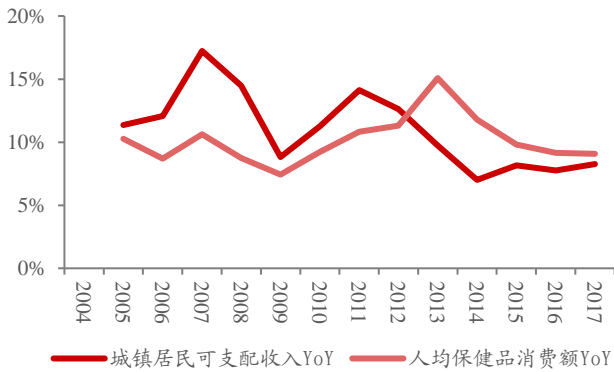


资料来源: 庶正康讯, 招股说明书, 浙商证券研究所

1.1.2. 人均收入提升为行业带来增量

保健食品行业背后更长期的推动因素在于人均收入水平的提高所带来的对于健康生活要求的提升。我国目前整体人均保健食品消费额增速依然和可支配收入保持着正向相关性(除了2014年电商保健食品爆发),截止2017年年底,欧睿的数据显示2017年人均保健食品消费额约为157元/同比+9%。而从美国保健食品的数据看,虽然人均可支配收入随着宏观经济波动有波折,但保健食品人均销售额基本稳定。

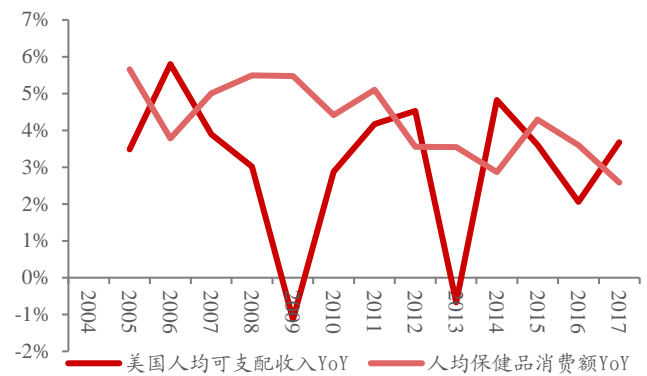
图 7：中国人均保健食品销售额及可支配收入增速



资料来源：Euromonitor, 浙商证券研究所

历史研究资料显示，当一国人均 GDP 从 4000 美元向 8000 美元跃升阶段中，消费者在保健食品消费驱动上会从可选消费品向必选消费品转变，进而带动保健食品行业需求的提升。2015 年我国人均 GDP 跨入 5 万元关口，保健食品人均消费额增速的走势亦和可支配收入增速趋于一致，鉴于中国地大物博，消费具有阶梯性，未来保健食品发展除了消费属性从可选向必选转变，未来我们猜想还将伴随着以下增量（1）规范品牌的保健食品从发达地区向欠发达地区扩散；（2）随着跨境电商以及亚健康意识的推动，年轻人服用保健食品的频次增加；（3）从单纯的补充蛋白质等泛泛的功能性保健食品向细分领域精准保健食品转变。

图 8：美国人均保健食品销售额及可支配收入增速



资料来源：Euromonitor, 浙商证券研究所

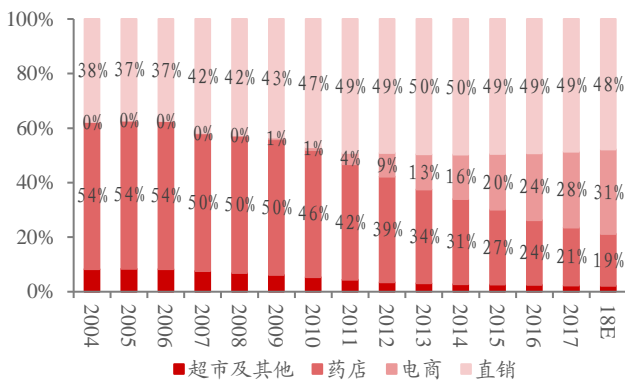
1.2. 政策推动保健食品渠道变革

如果说以上人均收入提升和人口老龄化是国内保健食品行业向前发展的长期逻辑会持续演绎，国内保健食品行业本身也在政策助推下，发生渠道整合以及品牌淘汰化进程。

1.2.1. 2013 年年底跨境电商放开，传统渠道受冲击

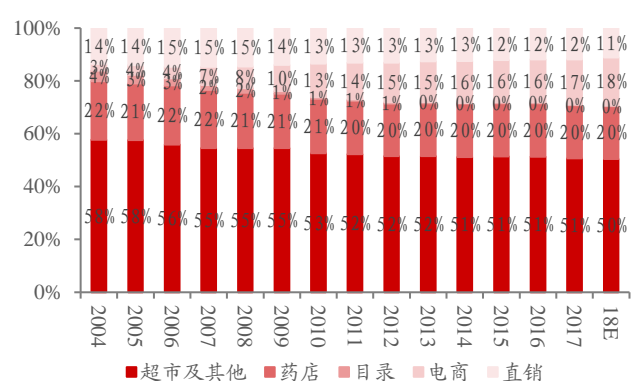
2013 年年底中国政府为了响应国内消费者对进口商品的需求增长，开始试点跨境保税区政策。2014 年 7 月开始试点网购保税进口合法身份，开放 6+1 跨境电商试点城市，给予税收上的优惠政策，即通过跨境电商渠道购买的海外商品只需要缴纳行邮税，免去了一般进口贸易的“关税+增值税+消费税”的模式。此举吸引了大量的国外保健食品品牌通过跨境电商渠道进入中国，冲击了传统渠道。从 2013 年开始，中国保健食品行业电商渠道占比从 13% 跃升至 2017 年的 28%，挤压了传统药店渠道，致使其占比从 2013 年的 34% 下滑至 21%。

图 9：中国保健食品行业（膳食补充剂）渠道占比



资料来源：Euromonitor, 浙商证券研究所

图 10：美国保健食品行业（膳食补充剂）渠道占比



资料来源：Euromonitor, 浙商证券研究所

保健食品渠道的改变催化剂在于自贸区的兴起，而实际上关键是保健食品行业推进过程中消费者观念的更迭，我国保健食品行业起步于 80 年代，消费者对于保健食品基本属于无认知状态，那时的消费者对媒体的追崇，是盲从的和

不加思索的，保健食品企业大多采取“大量地毯式广告投放+线下渠道铺货”的方式，广告大多有夸大虚假之嫌疑，1995-1996年，《食品卫生法》和《保健食品管理办法》相继颁布，保健食品纳入法制管理，产业结构重新调整，曾经红极一时的三株口服液、红桃K等红极一时产品逐步退出历史舞台。1998年外资安利开始进入中国，他们开始用膳食营养补充剂的思想教育消费者为以后保健食品的发展，部分国内企业从粗放式经营开始过渡至渠道的精耕细作，但由于管理的不规范以及食品安全事件频发，行业一直处于盘整螺旋向上的状态。

保健食品行业发展的转折点出现在2003年，一是保健食品行业协会的建立，相关法律相对完善；二是非典刺激了消费者主动购买营养补充剂的需求。此时的消费者对于保健食品有了一定的认知，购买动机部分从送礼转变为本身家庭使用，因此对于原材料以及具体功效要求更高，使得强调进口原材料的安利、汤臣倍健、无限极，配合前期在直销或连锁店渠道深耕，品牌产品得到迅速发展。

行业的又一分水岭出现在2014年，随着跨境电商政策放开，以及海外代购的影响，国外保健食品品牌加速进入国内消费者视线。此时的消费者认知较前期有了进一步提高，实际功效成为他们主要关注点。不同于以前国内保健食品大多集中于蛋白粉、VC、VE、钙片、复合维生素等相对单一的营养补充剂，国外新兴品牌更多主打功能性、细节专攻的营养补充剂，比如泌尿系统健康的蔓越莓、肝脏排毒的奶蓟片、美容养颜的胶原蛋白剂、调整血压血脂的鱼肝油等。电商渠道进口品牌带动了青年人对于保健食品的需求，冲击了部分传统渠道的市场份额，也促进着整体保健食品行业差异化大单品的开发，是否有实际功效、能否把握现代人对于健康痛点以及对于渠道的把控力将成为未来保健食品品牌致胜的主导因素，整体行业将逐渐走向成熟。

表 2：保健食品行业发展路径

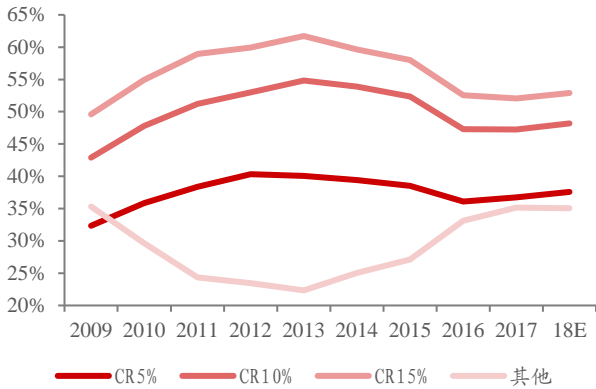
	80s-2003年	2003年-2013年	2013年-现在
消费者认知状态	礼品、跟风式消费；对保健食品认知较少，广告灌输理念为主；产品多以中药补血补气概念为主	制度逐渐完善，保健食品协会开始整顿市场；“非典”带动消费者自用购买商机；消费者从盲目信从广告到期望了解具体疗效；	消费认知提升，部分从可选转化为定期主动购买；差异化需求兴起，不只是追求单纯全面补充维生素。
优胜企业主打路线	大量广告洗脑式宣传；夸大药效、概念炒作；	直销贴面服务，给予消费者直接高效的教育和深度沟通；国外进口原材料；品牌崛起	差异化、有疗效的产品；品牌为王；电商、线下双渠道齐发力
代表企业及品牌	太阳神、红桃K、脑白金、三株口服液等	直销安利、无限极、汤臣倍健、瑞年国际	Blackmores、Swisse、汤臣倍健、安利

资料来源：浙商证券研究所整理

1.2.2. 电商冲击头部品牌市场份额，行业依然分散

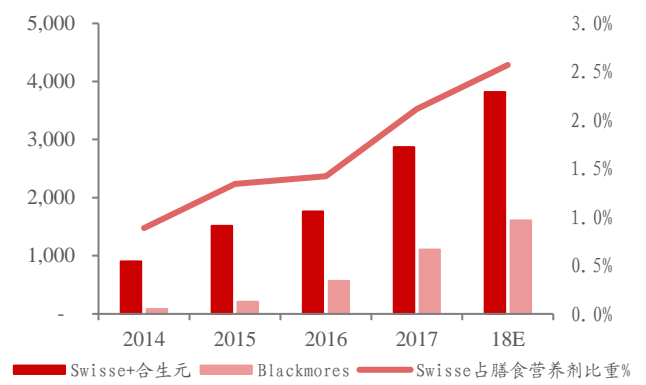
根据欧睿的数据，截止2017年在膳食营养补充剂品类，CR10的占比约为47.2%，但整体集中度从2014年放开跨境电商渠道后开始出现下滑，而年销售额小于2000万的品牌占比逐年提升。随着2016年保健食品注册+备案制的完善以及跨境电商48政策收紧的信号出现，电商品牌爆发期结束，其他品牌重振旗鼓，或调整产品结构、进军线上渠道；或整合线下渠道，整体头部品牌市场份额趋于稳定。值得一提的是，膳食补充剂中排名前5的品牌相对稳定，分别为直销模式的无限极、安利以及完美，传统渠道为主的汤臣倍健和东阿阿胶，此波电商冲击下，安利和完美的销售额增速迅速下滑，而汤臣倍健调整策略后迅速恢复增速，非直销渠道借力药店渠道的专业性以及药店本身的行业整合，弥补了电商渠道的冲击。而直销渠道自成体系，销售人员系统庞大冗余后，容易增加管理和信息向下输送的难度，再叠加安利、完美本身产品更迭的速度落后于消费者的需求变更，受电商渠道影响更大。

图 11：中国膳食补充剂市场份额（%）



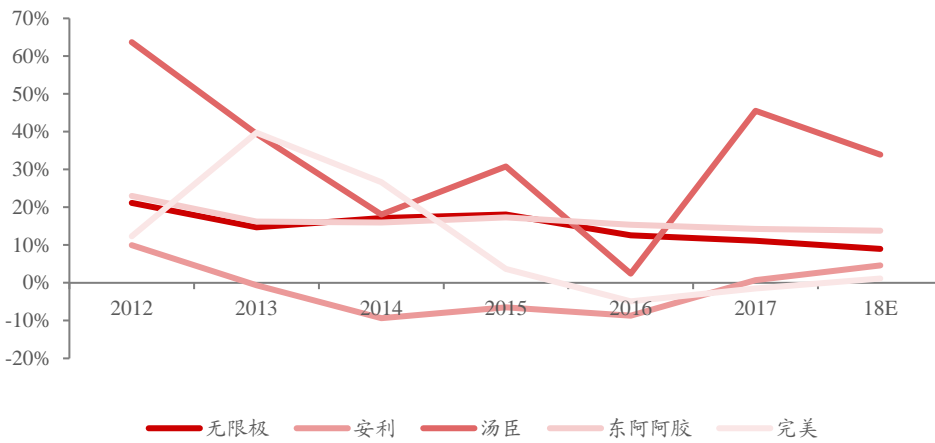
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 12：国外品牌电商渠道崛起（人民币百万元）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 13：中国前五大膳食补充剂品牌销售额增速



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

1.2.3. 各品类百花齐放，品牌差异化经营

电商渠道开放后，除了渠道占比的提升以及对头部品牌集中度的稀释，还有更多的是细化品类的发展，强调功能性产品产生。目前从线上数据来看，进口和国内品牌呈现错位竞争的状态，汤臣倍健热销品类是蛋白粉和维生素、钙类，而 Swisse 是草本类特定功能类产品。从 2013 年以来分品类的增速看，单独细分品类如维骨力、益生菌、其他植物提取膳食营养剂以及鱼油销售额增速超过了传统品类如蛋白粉、多种维生素的增速。

表 3：汤臣倍健、Swisse 膳食补充剂主要销售品类占比

排名	Swisse		汤臣倍健	
	产品	功能	产品	功能
1	钙片+维生素 D	补钙	多维素片	均衡营养
2	血橙精华口服液	胶原蛋白	健力多	补钙，关节健康
3	奶蓟片	护肝	VC	提高免疫力
4	葡萄籽	花青素，美肌	VB	维持
5	鱼油	心血管健康	液体钙	补钙

资料来源：天猫旗舰店，主要根据最近一个月的销量数据，浙商证券研究所

表 4：维骨力、益生菌以及其他植物提取物销售额增速超传统品类

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
维骨力		1024.6%	85.0%	38.0%	13.8%	32.8%	38.6%
益生菌	13.0%	15.8%	16.8%	19.8%	21.4%	22.5%	19.0%
其他植物提取物	24.4%	33.2%	22.7%	16.8%	15.4%	13.2%	12.7%
阿胶	15.2%	31.0%	18.9%	19.7%	16.2%	13.2%	12.2%
鱼油	8.6%	7.5%	5.1%	7.3%	6.2%	12.5%	11.2%
其他非植物提取物	11.3%	39.5%	21.1%	17.9%	14.4%	12.2%	11.1%
大蒜素	12.2%	9.2%	8.8%	8.7%	6.8%	6.4%	6.7%
单一维生素	4.6%	8.1%	7.9%	7.1%	6.9%	6.8%	6.5%
矿物质	8.6%	8.9%	7.0%	7.0%	5.7%	5.5%	5.1%
多维片	8.3%	7.3%	6.2%	5.9%	5.6%	5.4%	4.8%
蛋白粉	14.2%	12.5%	2.1%	5.0%	4.2%	4.1%	4.0%
银杏	6.8%	4.4%	4.2%	-30.0%	-10.5%	3.9%	3.1%
人参	-2.8%	-3.3%	2.4%	2.3%	2.1%	2.0%	1.9%

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

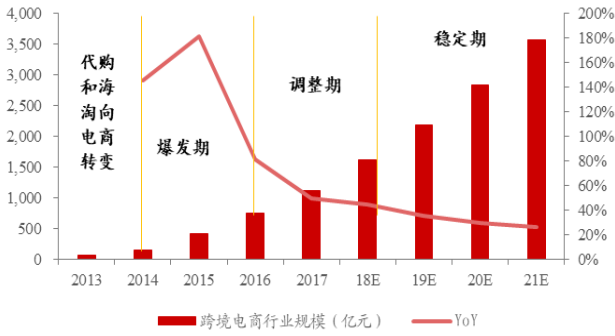
1.3. 政策依然是保健食品行业发展不确定因素

48 政策释放电商收紧信号，近期又现宽松：虽然 2013 年以来跨境电商对于我国保健食品行业渠道冲击较大，但 2016 年 4 月以来颁布的《跨境电商进口税收新政》以及《跨境电子商务零售进口商品清单》，依然表现了期望适度加强跨境电商监管的决心，但近期受国内外宏观环境的影响，电商政策又再度放松。

- **放开：**2014 年 7 月开始试点网购保税进口合法身份，开放 6+1 跨境电商试点城市，给予税收上的优惠政策，即通过跨境电商渠道购买的海外商品只需要缴纳行邮税，免去了一般进口贸易的“关税+增值税+消费税”的模式。相比一般贸易进口，保税和直邮都按行邮税计算，且能够通过不同的分装方式规避一定的税费。
- **收紧：**2016 年 4 月 8 日起（48 政策），我国正式实施跨境电子商务零售进口税收政策：（1）跨境电商零售进口商品不再按物品征收行邮税而是按货物征收关税、增值税、消费税；（2）公布跨境零售进口电商正面清单，进口商品的品类受到一定限制；（3）规定个人购买限额，“跨境电子商务零售进口商品的单次交易限值为人民币 2000 元，个人年度交易限值为人民币 2 万元”；（4）跨境进口标准提高，化妆品、配方奶粉、医疗器械、特殊食品等首次进口需提供许可证件，注册或备案
- **延期：**2016 年 5 月，经国务院批准，对跨境电商零售进口有关监管给予一年过渡期，至 2017 年底
- **再次延期：**2017 年 9 月，再次延长跨境电商零售进口监管过渡期延长一年至 2018 年底。
- **松绑：**随着再次延期监管的到期，11 月 21 日国务院常务会议决定，2019 年将延续当前跨境电商政策，对进口商品按个人物品监管，过渡期取消，同时将政策适用范围城市新增 22 个扩至 37 个，扩大税收优惠政策范围，新增群众需求大的 63 个税目商品，提高享受税收优惠政策的商品限额上限等。

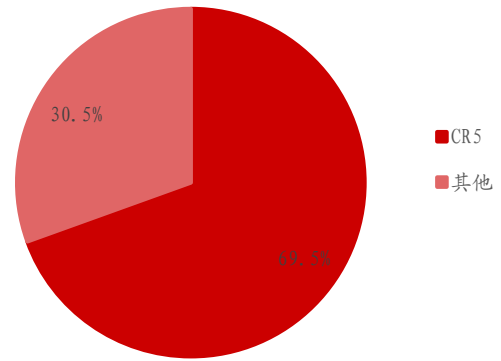
而在实际发展过程中，虽然政策经历了两次延期，但由于政策本身的不确定性，期间无相关资质的小型跨境电商已经被逐出局，集中度亦较高。整体跨境电商已经由 2014 年的爆发期到 2016-2017 年的洗牌期，到现在的稳定发展期，以后整体对于其他渠道的影响激烈程度亦会降低。

图 14：我国跨境电商发展历程



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 15：跨境电商 Top5 份额占比



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

“注册+备案”短期影响有限，长期拓宽整体市场空间。2016年之前，与美国、欧盟等国家相比，我国是审评制度规定较为严格的国家，由政府负责保健食品的注册申请。2016年3月，食药监局颁布《保健食品注册与备案管理办法》进一步强调了2015年10月实施的新《食安法》中（1）将保健食品产品上市的管理模式由原来的单一注册制，调整为注册与备案相结合的管理模式，由国药监局和省、自治区、直辖市食药监局分别管理；（2）规定生产使用保健食品原料目录以外原料的保健食品，以及首次进口的保健食品（属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品除外）必须通过产品注册。虽然食药监局采取“注册+备案”的双轨制，意在“宽进严管”。

表 5：保健食品注册、备案的范围

制度	产品类别	部门
注册	适用保健食品原料目录以外原料生产的保健食品	总局
	首次进口的保健食品	
备案	首次进口的保健食品中属于补充维生素、矿物质的	省局
	使用保健食品原料目录中的原料生产的保健食品等其他	

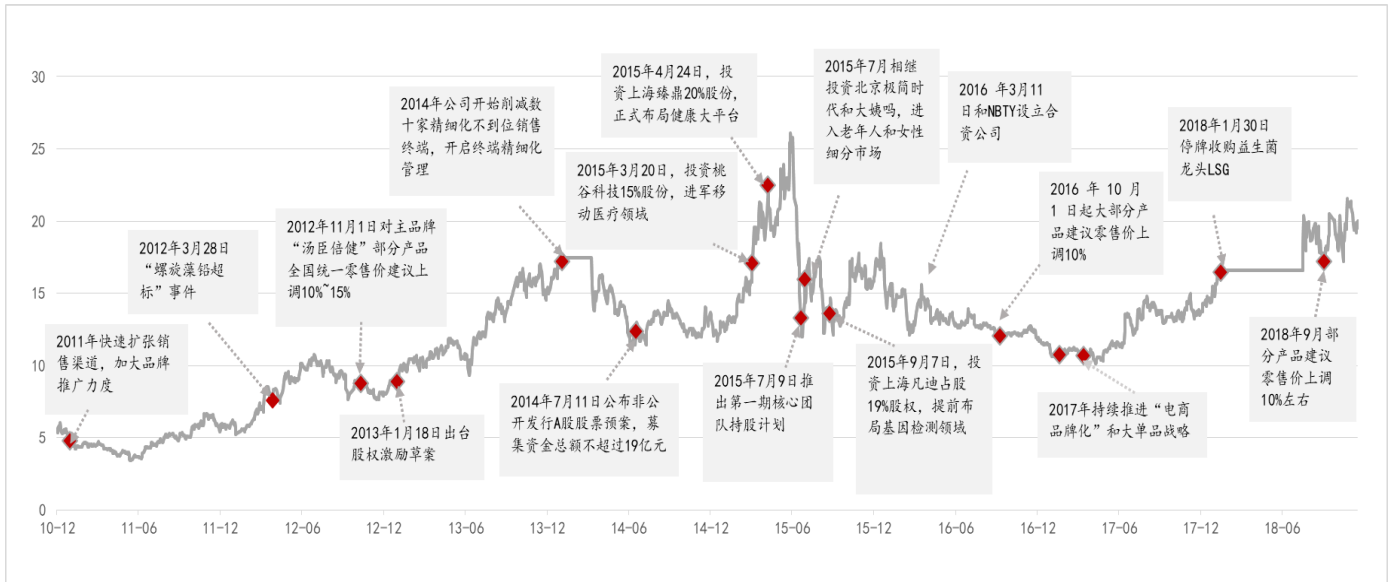
资料来源：CFDA，浙商证券研究所

但目前整体原料目录中仅有矿物质（钙、镁、钾、锰、铁、锌、硒、铜）、维生素（A、D、B、C、K）、烟酸、叶酸、泛酸、胆碱、生物素，能享受备案制（半年-1年）时间的保健食品种类有限，这些品类的主要产品依然是原有的蓝帽子。原料目录的出现就是为了缓解直接全面备案制所带来的对现有市场的冲击，部分药店依然以保健食品是否有蓝帽子作为准入的标准，短时间“注册+备案”对市场影响有限。长期来看的话，国内保健食品完全遵循FDA放开监管，仅负责事后监督安全性问题（FDA认为保健食品属于食品，管理应与普通食品无疑）的可能性不大，但逐步放松监管依然是大趋势。

2. 汤臣倍健发展复盘：调整后再出发

过去几年在外部环境出现波动的情况下，汤臣通过自身战略多次调整，收入、利润逐渐恢复，磨炼和验证了公司本身优秀的渠道掌控和管理能力。

图 26：汤臣倍健主要大事记及股价走势



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.1. 2001-2010年：选择膳食营养补充剂赛道，高速发展

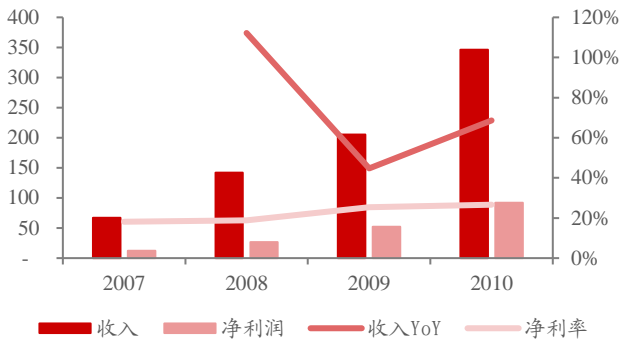
汤臣倍健成立于1995年，公司初创时的四位“元老”是90年代风靡一时的“太阳神”的原职工，产品的思路依然是“广告+功能”。2001年随着董事长考察美国保健食品市场，随后将公司产品定位从强调产品功效的模式转变成基础营养模式，专注做膳食营养补充剂，开启了汤臣高速发展的10年。截止2010年上半年，汤臣共有经销商246人，覆盖终端9,003个，其中药店终端8,553个、商超终端450个。

表 6：汤臣高速发展的10年历史性事件节点

时间	事件
2002年	终端销售：引入专柜加营养顾问的销售模式，向消费者输出公司的品牌理念，建立公司品牌形象
2004年	原料定位：确定“取自全球、健康全家”的品牌理念，在全球范围内甄选高品质的原料
2006年	品牌形象：聘请体操冠军刘璇作为品牌的形象代言人，在全国重点城市进行广告投放
2007年	全国化战略：制定5年品牌提升战略，从渠道性品牌变成知名的大众消费品牌。
2008年	央视品牌投放：在央视、省级区域媒体，广告传播品牌理念
2010年	7月签约姚明为形象代言人，12月登陆创业板

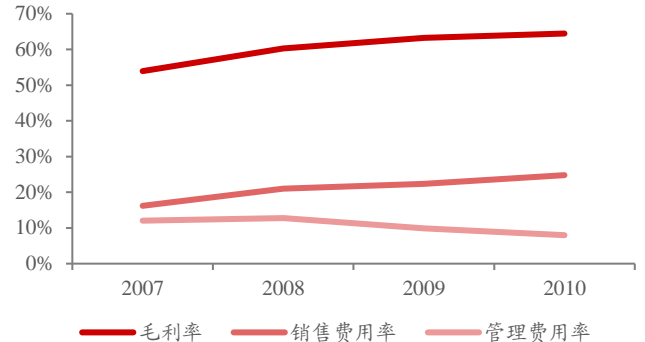
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 17: 2007-2010 年汤臣收入及利润增速 (人民币百万元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 18: 2007-2010 年毛利率及费用率 (品牌投入计提费率)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2010 年上市募集资金除了 50% 用于产能的扩充外, 另 50% 用于营销网络升级, 计划未来三年零售终端从 9,000 多个增加至 20,000 个左右, 同时公司将加强连锁店建设, 计划 2012 年年末新增连锁店 442 家, 以消化公司新增产能。也就是说在 2010 年汤臣上市初期, 当时的公司发展计划是: 依靠募集到的资金扩建产能, 同时通过经销商拓展药店渠道, 并且效仿国际行业巨头 NBTY 和 GNC 试水连锁专卖体系。

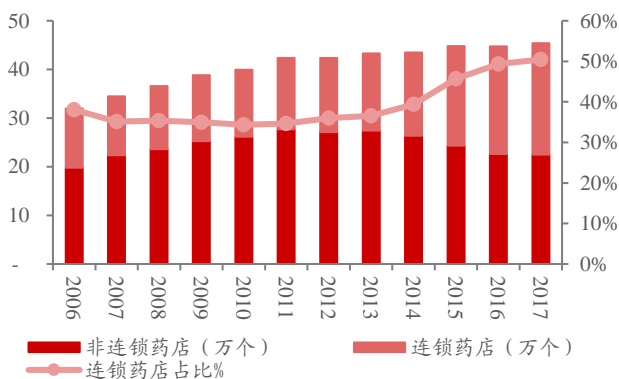
表 7: 2010 年零售终端覆盖计划

		2009	2010	2011	2012
销售终端个数合计		7,220	10,400	15,000	20,000
药店销售终端	总数	6,800	9,800	14,300	19,200
	新增		3,000	4,500	4,900
商超销售终端	总数	420	600	700	800
	新增		180	100	100

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

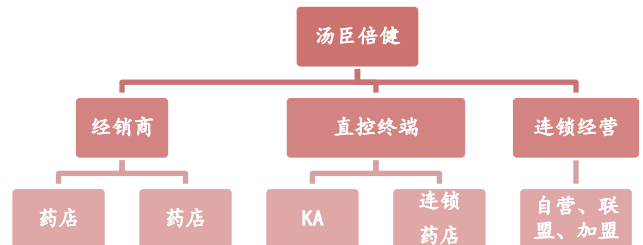
上市后汤臣的主要发展目标依然还是渠道的继续下沉以及非医药渠道的探索, 依托的背景是医药渠道本身的融合、渠道覆盖面的加强。(1) 国家《医药流通行业“十二五”规划》, 计划在未来形成 1-3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团, 20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业, 药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60% 以上, 连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上。当时在医药流通企业整合的大背景下, 汤臣可以捆绑连锁药店, 在其集中度提升的过程中, 借力广泛铺货。2010 年全国连锁药店 13.7 万家, 占比 34.3%。而汤臣进入药店终端约为 1.6 万个, 还有较大的渗透空间。

图 19: 中国医药零售店向连锁集中



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 20: 汤臣倍健的渠道结构



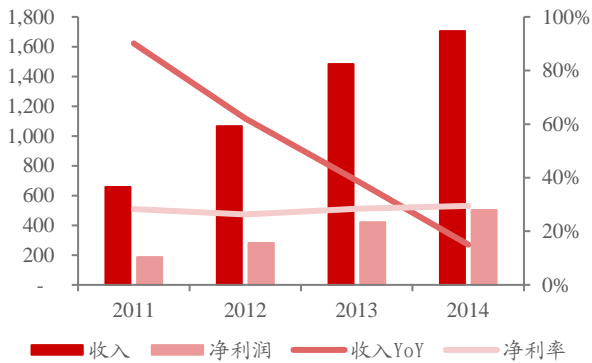
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

(2) 2010 年汤臣约 80% 的销售额在药店渠道实现，而其他渠道占比不到 20%。这在当时还属于比较传统的销售渠道，即公司负责产品研发、生产、品牌、营销和市场管理，以及经销商的培训；区域经销商负责销售网络拓展、产品分销、促销等。费用分摊方面，品牌推广、市场策略的费用归汤臣倍健，而铺货、库存仓储、运输及促销费用由经销商承担。这样短期看来利于厂商的迅速铺货，但在长期来看，产品究竟销售给谁、客户的反馈如何、厂商对于整体终端消费的把控稍弱。于是汤臣在 2010 年上市时提出效法国际行业巨头 NBTY 和 GNC 连锁专营店的体系。这样一来，公司可以建立起独立于连锁药店的渠道销售网络，降低对其的依赖；二来可以直接和消费者沟通，节省原先利润占比 30%-70% 的渠道分成；三来直接对接消费者，对于终端消费的走向趋势把握更加牢靠。

2.2. 2011-2013 年：受行业负面消息冲击，自我调节业绩稳定

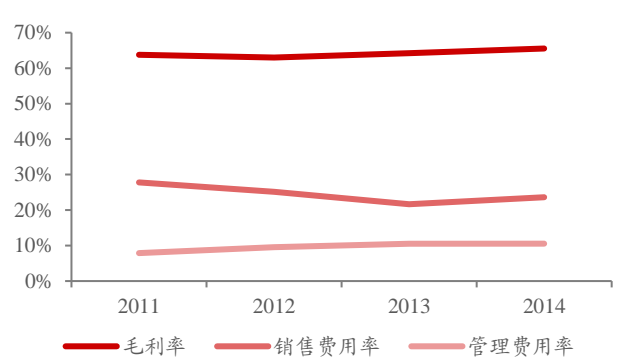
2011 年汤臣倍健制定发布了《2011-2015 年经营规划纲要》，从渠道、模式和品牌三大维度去做未来战略布局，奠定了未来 5 年公司发展的基调。(1) 首要目标依然是渠道的覆盖。药店渠道依然是维持汤臣倍销售体量的核心（通过经销商+直营完成），商超将定位为传统中药参茸类渠道（单独成立商超部门对接）；连锁专卖店是公司的种子业务，除了有效分流药店渠道占比较高的影响，还将成为未来直接对话消费者，掌握终端消费的途径；(2) 业务模式对标“NBTY+GNC+惠氏”，形成保健食品的投资控股结构。核心业务汤臣倍健、奈梵斯对标 NBTY，重心发力渠道和品牌；种子业务子公司佰健对标 GNC，在中国建立专卖系统，靠近消费者，获取渠道最大利润；成长性业务子公司佰嘉对标惠氏（善存和钙尔奇），建立自己的小分队在医药和商超渠道试水大单品模式；(3) 5 年规划中更高的目标在于品牌建设，除了推广汤臣自身的品牌之外，公司意图遵循匹配协同的原则，逐步将世界知名品牌纳入到公司体系内。

图 21：2011-2014 年汤臣收入及利润增速（人民币百万元）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

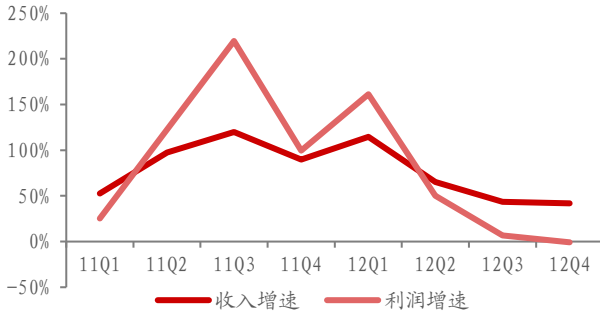
图 22：2011-2014 年毛利率及费用率



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

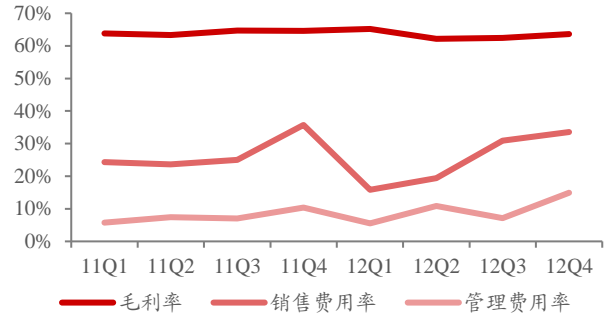
2012 年确定为“调整年”：2012 年 3 月底报道称市场抽检 8 企业的螺旋藻保健食品，有 6 家重金属铅超标，包括汤臣倍健，后经过食药监局复查，公司产品合格，但短期依然造成市场情绪波动；4 月中旬央视曝光河北一些企业用生石灰处理皮革废料，熬制成工业明胶，最终流入药品企业的案件，由于汤臣倍健近 1/3 的产品是胶囊包装，公司整体 Q2 收入增速较 Q1 大幅下滑。虽然螺旋藻占汤臣收入比重仅为 2%，公司依然在年底将螺旋藻原料改为美国采购，同时在 6 月份与巴西签订第一批全球原料专供基地，缓解主要原料供应风险，巩固产品质量。但接连的零售产品质量问题是消费者对于整个零售产品质量的信任度下降，部分产品终端周转放慢，公司开始主动控制网点数量增速，确保有质增长，对已有终端精细化管理。

图 23：2011-2012 年单季度收入利润增速下滑



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

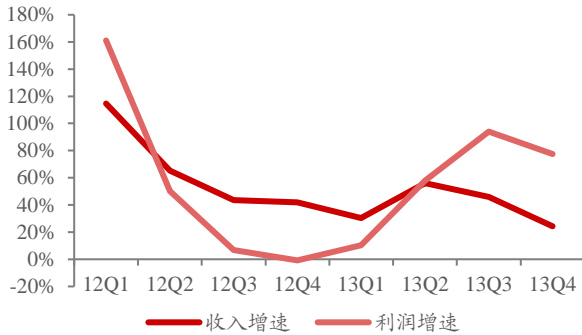
图 24：2012 年控制网点质量，费用投放不经济，费用率上升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

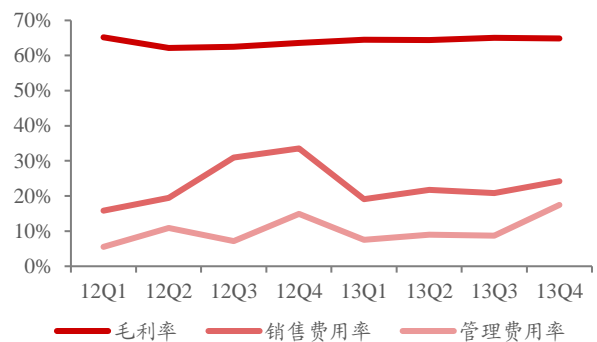
2013 年股权激励，受提价提振业绩逐步恢复：公司于 1 月 18 日出台股权激励草案，拟向激励对象授予 233 万份股票期权，占股本总额 1.07% 行权价格 60.40 元。行权条件锁定为来三年 2013-15 年利润增速分别为 40%、30%、30%。2013 年公司业绩受 2012 年年底提价的提振，以及控费效果到位，2013 年全年收入同比+39%，利润同比+50%，业绩逐步恢复。

图 25：调整后 2013 年业绩逐步恢复



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 26：2013 年毛利稳定，控费到位

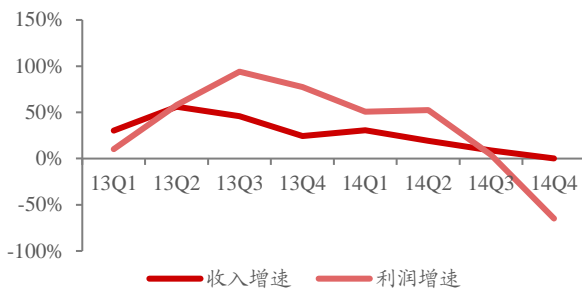


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

2.3. 2014-2016 年：自我调整以及尝试合并国外品牌

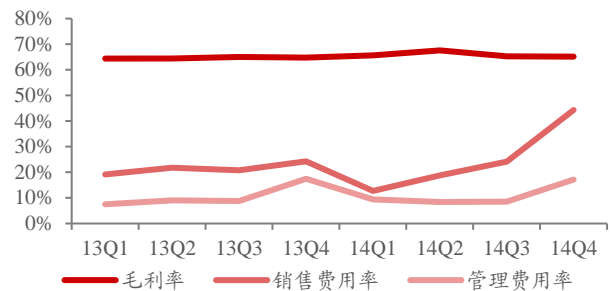
2014 年渠道野蛮式增长遭遇瓶颈，定增试水外延扩张和加强大单品策略。2014 年伊始，公司主动削减了数十家渠道精细化工作不到位，存在网上串货现象的经销商，并调整了经销商考核 KPI（不再将新开店数目纳入考核 KPI，侧重同店考核），以建立更为良性的渠道系统，缓解前期粗放发展所带来的渠道不经济，致使 2014 年整体开店速度下滑，收入增速不达预期。2014 年汤臣在理顺渠道的同时，亦开始寻找新的业绩增长点：7 月公布非公开发行 A 股股票预案，募集资金总额不超过 19 亿元，将用于公司“珠海生产基地四期建设项目”、“广东佰嘉单品运作项目”、“技术运营中心项目”、“信息化规划与建设项目”与“终端精细化管理及品牌建设项目”，主要意在（1）扩张产能、拓展单品战略，加强公司的内生力量；（2）为后续并购提供资金基础，加速公司并购进程。

图 27：2014 年渠道调整，业绩下滑



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 28：2014 年终端调整，费用率上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

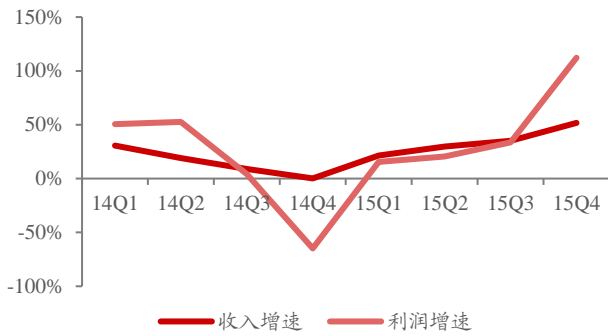
2015 年开启收购进程，欲打造互联网+大健康平台。2015 年是汤臣新三年计划的第一年，按照新制订的《2015-2017 年度经营规划纲要》，**该新战略纲要的主旨在于公司整体业务布局由膳食补充剂扩展到大健康产业**，未来业务生态由三大业务板块（汤臣药业板块、广东佰嘉板块、线上业务板块）与大健康产业布局构成，2015 年汤臣便开启了收购互联网公司、发布线上品牌的多业务发展进程。公司亦在 2015 年 7 月推出第一期核心管理团队持股计划，包括 CEO、副董事长、副总经理、董事会秘书，子公司汤臣倍健药业董事长，子公司佰嘉和奈梵斯总经理等 10 人，期望推动核心管理团队从“经理人”向“合伙人”的思维转变，主动承担公司长期成长责任。2015 年对于汤臣来说开局并不顺利，一季度由于公司推广包装印有二维码的新产品，受到 22 家连锁渠道的联合抵制，影响了销售。此后公司在上半年集中推出中药材品牌无限能定位重要贵细品类、互联网品牌“每日每加”系定位于都市年轻人群蛋白质粉、维生素等以及线上运动品牌健乐多，费用投放有所上升。

表 8：2015 年汤臣并购项目

时间	项目	意义
3 月 20 日	自有资金 1,500 万元，投资桃谷科技 15% 股份	作为战略投资方投资新的移动医疗合资公司，早期业务是为医疗机构量身定制开发“掌上医院”产品
4 月 24 日	自有资金 2,400 万元，投资上海臻鼎 20% 股份	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。
6 月 10 日	自有资金 5000 万元参与发起设立相互人寿保险公司，占 5% 股份	布局互联网金融
6 月 26 日	自有资金 16,000 万元，投资深圳有棵树 10% 股份（现已转让退出）	有棵树四大业务板块：“海豚供应链”（跨境电商进口业务）+“维康氏”（保税进口实体店及跨境电商进口 体验店）+跨境电商出口业务+无人机航模机器人零配件业务。将与汤臣共同打造大健康领域的跨境电商平台，为后续的海外品牌并购做铺垫。
7 月 15 日	自有资金 4,000 万元，投资北京极简时代 10% 股权	进击老年人细分市场。除数据共享外，极简时代手机产品将预装汤臣倍健或其指定关联方的健康管理服务 APP，有望开辟老年人保健食品移动端消费场景。
7 月 20 日	全资子公司香港佰瑞有限公司以自有资金 1,000 万美元投资“大姨吗”App，占增资后标的公司股权比例的 4.52%	进击女性细分市场。大姨吗以“工具+社区+电商”的综合服务模式，推出专业经期智能预测、怀孕几率分析及综合健康统计、姐妹说与闺蜜说社区、美月优选电商栏目等。汤臣可在产品、渠道和数据共享上和其对接
8 月 4 日	自有资金 2,600 万元，投资珠海蓝海之略 2% 股权	包括医院的投资、企业管理；三类医用电子仪器设备等
9 月 7 日	自有资金人民币 8,760 万元，投资上海凡迪 19% 股权	提前布局基因检测领域。

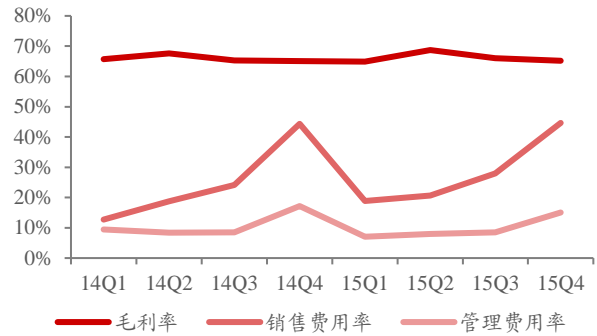
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 29：2015 年新品+低基数，业绩增速高



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

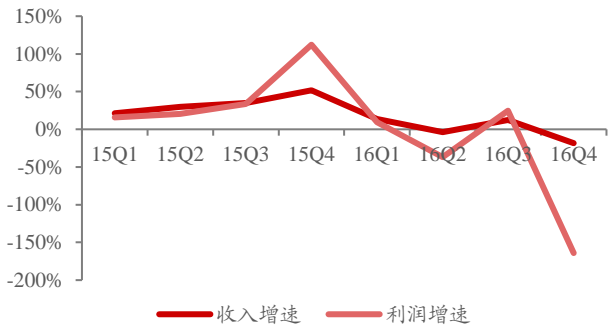
图 30：2015 年新品推广费用上升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

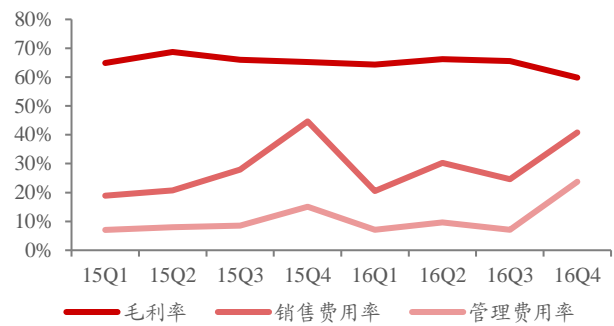
2016 年上半年渠道受冲击业绩继续低迷，和 NBTY 设立合资公司。诚然，2015 年汤臣在健康大产业做了一些投资布局，但短期见效甚微。2016 年上半年汤臣业绩持续低迷，Q1 收入/利润同比+ 13.55%/7.63%，而 Q2 收入/利润同比-3.67%/-36.72%。一方面由于健力多改革考核方式，转至以利润为主从而收入增速下滑，另一方面由于后姚明时代品牌升级需要，终端推广费用以及广告费用激增；渠道方面，药店渠道本身整合加快，上市公司渐多，要求降低对单一品牌依赖，故加大品种布局，分散了汤臣资源。而和 NBTY 牵手设立合资公司，更多是缓解跨境电商对于药店渠道的冲击。2016 年下半年开始对品牌开始升级，包括 logo 和包装的变化以及 10 月 1 日起 80% 产品平均提价 10%，同时将旗下几大品牌集中到汤臣主体管理走大单品战略，一方面有利于嫁接主品牌已有的渠道与服务优势，在费用可控的前提下实现快速放量；另一方面则希望依靠品牌的组合拳激活增速略显疲态的传统药店渠道，真正实现渠道与产品的协同共振。

图 31：2016 年渠道受冲击，业绩承压



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 32：2016 年姚明后时代销售费用波动

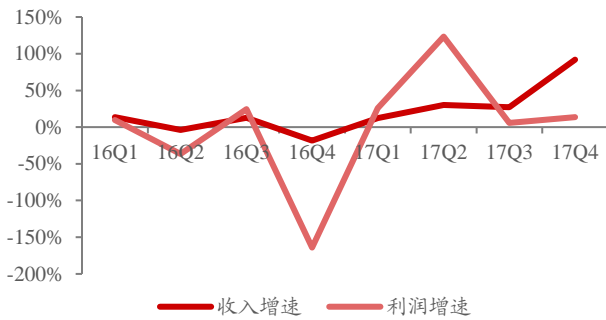


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

2.4. 2017 年-现在：回归业务本身，聚焦大单品+电商 2.0

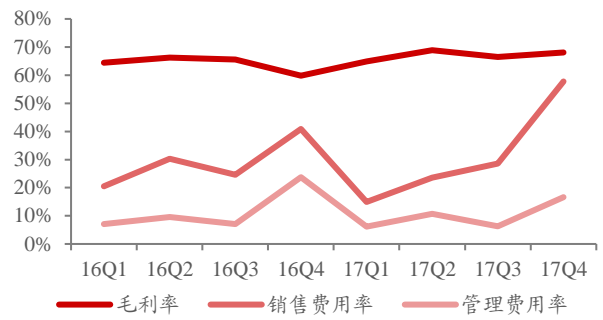
2017 年三大战役取得初步成功：在 2016 年调整产品策略、聚焦本身保健食品业务和渠道建设后，2017 年业绩逐季好转。（1）大单品战役。健力多在 2016 年年底销售并入汤臣主品牌后，渠道、营销借力明显，全年销售额+160%；（2）电商品牌化战役。年初公司成立电商部门和专项费用加强支持，推出近 20 个专供线上的普通食品，由于汤臣倍健主品牌线上线下同价，专供产品推出后，线上促销的灵活性大幅增加带动了主品牌线上增速，品牌组合运作实现 130% 增长；（3）NBTY 合资“健之宝”并表，跨境电商表现向好，聘请汤唯担任代言人扩大影响，摸索线下渠道渗透。

图 33：2017 年产品渠道调整效果初显



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

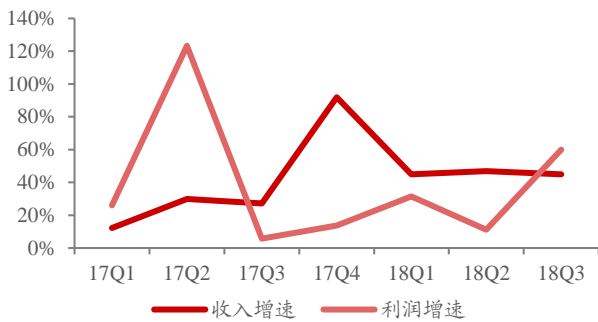
图 34：2017 提价后毛利上升，大单品策略费用投放高



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

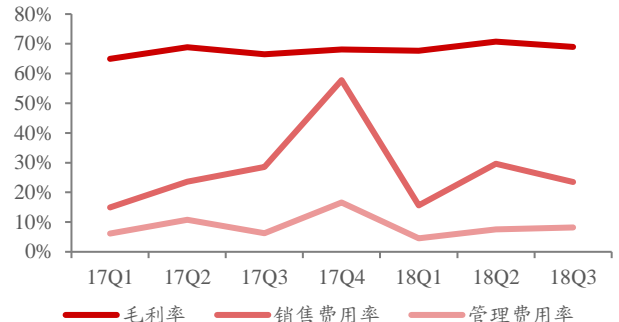
2018 年大单品+电商投放持续显效，储备下一个大单品品类。大单品健力多经过 2017 年销售团队调整与广告营销持续大规模投入，步入快速放量的收获期，依然保持较高的收入增速，并带动了汤臣主品牌在药店渠道的增长。电商方面持续打出“组合拳”推进“电商品牌化”战略，邀请国际超模米兰达·可儿+流量明星蔡徐坤代言子品牌 YEP 系列指定普通食品，同时联合流行 IP 做营销，塑造年轻化品牌形象，以区分线下药店渠道目标人群，保健食品电商排名目前第一，超越了 Swisse。

图 35：2018 年大单品+电商聚焦策略收获期



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 36：2018 年收入高增速下费用率下滑



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

3. 未来成长动力：大单品复制推动品牌成长+LSG 切入益生菌细分品类

汤臣在过去发展过程中逐渐积累了自身在产品、渠道、和品牌的优势。产品方面，汤臣从 2004 年便确定了产品差异化战略，从全球范围内甄选原料；同时公司持续加大研发力度，不断开发新产品，保健食品批文数量快速增长。渠道方面，公司深耕线下非直销渠道，特别是对蓝帽子要求较高的医药渠道，占汤臣收入比重约为 74%，截止 2014 年公司已经布局线下 96 家百强药店和 50 余家百强商超。品牌方面，公司从 2006 年开始致力于树立大众消费品牌，到 2010 年聘请姚明代言，持续 5 年品牌提升战略，再到今年树立“23 国营养，为 1 个更好的你”的宣传，为汤臣终端零售价格带来了溢价。在夯实了基础之后，我们认为未来汤臣的发展来源于线下渠道的覆盖率优势所带来的大单品策略的可复制性，以及推进细分子品类，带动市场发展的品牌势能。

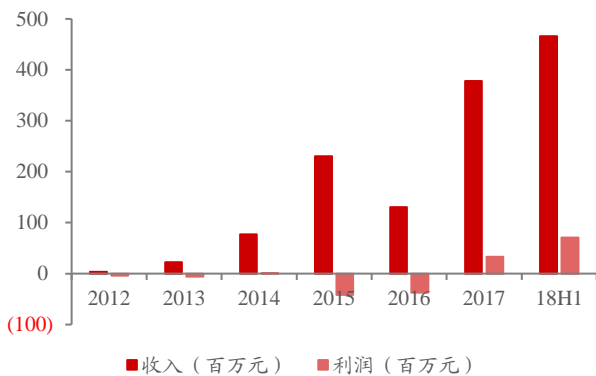
3.1. 大单品：策略行之有效，模式复制推动品牌成长

所谓的大单品模式，即有好产品（有效果），配合本身强有力的渠道（深度和广度），以及高举高打的营销集中投放策略，从而带动此类大单品的快速发展，然后进而通过大单品再次提高品牌知名度，带动其他产品品类的发展。

3.1.1. 健力多：大单品策略成功典范 – 好产品+好渠道+密集精准广告投放

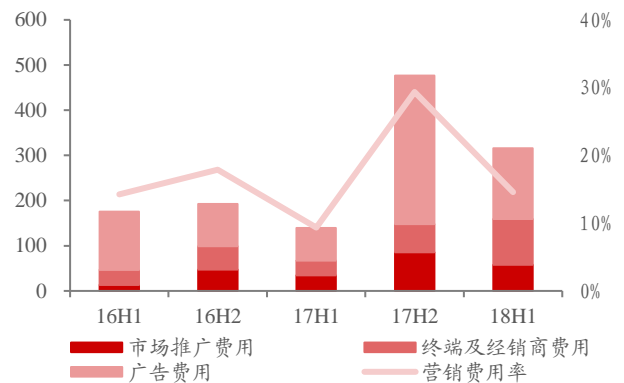
健力多无疑是近年来公司运作最为成功的大单品，从 2012 年开始培育到 2017 年正式爆发。健力多的成功主要有以下三方面的原因（1）**精确细分产品品类，效果好是王道**。健力多所处的钙类是膳食补充剂第一大品类，市场容量在不断扩大，受众人群众大且继续增加。健力多主要定位于老年人，骨关节炎在老年人中较为普遍，随着我国老龄化进程的加剧，预计受众人群众将继续增加。健力多的主要成分是氨糖，氨糖产品也是中国目前唯一的口服软骨关节健康品，具有较为明显的服用后缓解关节疼痛的作用，有效果是健力多成为大单品的首要原因；（2）**主品牌渠道借力**，健力多产品本身的销售渠道是线上和线下，而线下主要是药店渠道，而老年人恰好是药店渠道主要的消费群体。2016 年以前子公司佰嘉采取直供模式，独立将健力多推向药店渠道，2015 年销售额曾达 2.5 亿，但因营销费用巨大而亏损近 5000 万。2016 年上半年佰嘉转为利润考核，亏损虽减少，但收入端却大幅萎缩至不足 1.5 亿。2016 年底汤臣将健力多销售部门并入本部，而佰嘉负责其品牌的市场与推广。健力多借助汤臣本部的药店和线上渠道、费用资源迅速成长，收入大幅增长的同时亦扭亏为盈；（3）**先高举高打、后精准投放的营销策略**。在媒体方面，在央视+卫视+地方台持续高密度高频词的宣传，建立起健力多的知名度，随后采用“先撒网、后聚焦”的媒体策略，瞄准中老年人微信、广场舞 APP 平台等进行信息投放，成功触达目标人群。销售终端药店渠道方面，主题促销活动同时覆盖了 8 万个药店连锁门店。汤臣高举高打聚人气、精准投放定点突围的策略，让对应目标消费群体中老年人对健力多品牌产生较高的认同度。

图 37：广东佰嘉的收入及利润（人民币百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 38：汤臣营销费用 17H2 开始高企



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1.2. 老年人口的增加，渗透率提升以及扩展至钙类市场将继续助推健力多快速增长

目前我国氨糖骨关节保健食品市场从 2012 年健力多上市以来刚起步，期间跟随汤臣倍健佰嘉推进市场的节奏而销售增速有波动。对照美国、日本欧睿的数据来看，氨糖骨关节发源最早美国，从 2009 年开始整体销售额已经开始出现小幅下滑，而日本市场整体的增速过去 10 年的增速放缓，市场逐步饱和。考虑到氨糖主要的消费者是中老年人，我们统一口径按照 65 岁以上的人口数做人均氨糖销售额的分析：美国、日本 65 岁以上人均消费氨糖保健的金额分别在 2007 年、2014 年达到高点 22.5 美元、1,731 日元，对应人民币分别为 145 元、106 元，截止 2018 年预计美国、日本的 65 岁以上老年人人均氨糖保健食品的销售额分别为 12.5 美元、1,641 日元，分别对应 85 元、100 元，而我国 2018 年 65 岁以上老年人人均氨糖保健食品的销售额为 22.8 元，依然有较大的空间。

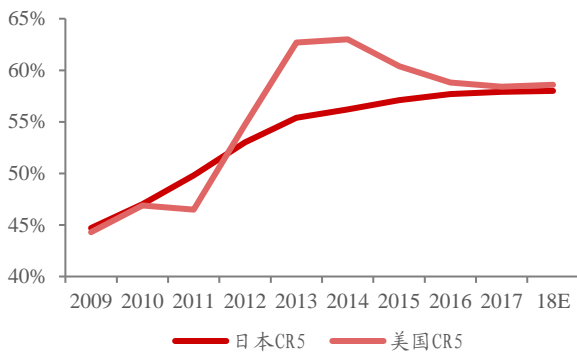
我们认为美国氨糖人均消费额的下滑主要由于品类发展到一定阶段所带来的价格相对透明，以及新进入竞争者对于更加细分品类份额的争夺。美国市场 2014 年受零售渠道贴牌的影响，CR5 的份额出现了下滑；虽然日本行业增速出现了放缓，但由于行业起步时间落后于美国，目前 CR5 的集中度依然处于平稳上升的阶段。而中国氨糖保健食品行业刚起步，前三大品牌汤臣、Movefree 以及 blackmores 合计占 60% 的市场份额，联手推进整体氨糖的消费增速。

图 39：中、日、美三国氨糖保健食品的市场增速

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	18E
氨糖类保健食品的销售															
中国(人民币百万元)	-	-	-	-	-	-	-	-	63.1	709.6	1,312.5	1,811.3	2,061.4	2,737.0	3,793.1
- YoY										1024.6%	85.0%	38.0%	13.8%	32.8%	38.6%
日本(日元10亿)	29.2	32.7	35.4	37.1	39.3	42.2	45.2	47.9	51.4	54.5	56.4	57.4	58.2	58.4	58.5
- YoY		12.0%	8.3%	4.8%	5.9%	7.4%	7.1%	6.0%	7.3%	6.0%	3.5%	1.8%	1.4%	0.3%	0.2%
美国(美元百万元)	756.7	808.1	820.2	853.1	864.6	834.4	799.2	767.3	696.4	679.2	689.4	674.2	667.4	661.8	655.5
- YoY		6.8%	1.5%	4.0%	1.3%	-3.5%	-4.2%	-4.0%	-9.2%	-2.5%	1.5%	-2.2%	-1.0%	-0.8%	-1.0%
65岁以上人口数目(万人)															
中国	9,857	10,055	10,419	10,636	10,956	11,307	11,894	12,288	12,714	13,161	13,755	14,386	15,003	15,831	16,623
- YoY		2.0%	3.6%	2.1%	3.0%	3.2%	5.2%	3.3%	3.5%	3.5%	4.5%	4.6%	4.3%	5.5%	5.0%
日本	2,489	2,567	2,635	2,705	2,776	2,849	2,925	3,004	3,087	3,171	3,258	3,347	3,437	3,530	3,625
- YoY		3.1%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
美国	3,626	3,670	3,721	3,787	3,880	3,957	4,048	4,137	4,316	4,468	4,620	4,776	4,924	5,087	5,240
- YoY		1.2%	1.4%	1.8%	2.5%	2.0%	2.3%	2.2%	4.3%	3.5%	3.4%	3.4%	3.1%	3.3%	3.0%
人均消费额(本国货币/人)															
中国(人民币元)									0.50	5.39	9.54	12.59	13.74	17.29	22.82
- YoY										986.4%	77.0%	32.0%	9.1%	25.8%	32.0%
日本(日元)	1,173	1,274	1,343	1,372	1,416	1,481	1,546	1,594	1,665	1,719	1,731	1,715	1,693	1,655	1,614
- YoY		8.6%	5.5%	2.1%	3.2%	4.6%	4.4%	3.2%	4.5%	3.2%	0.7%	-0.9%	-1.3%	-2.3%	-2.5%
美国(美元)	20.9	22.0	22.0	22.5	22.3	21.1	19.7	18.5	16.1	15.2	14.9	14.1	13.6	13.0	12.5
- YoY		5.5%	0.1%	2.2%	-1.1%	-5.4%	-6.4%	-6.0%	-13.0%	-5.8%	-1.8%	-5.4%	-4.0%	-4.0%	-3.8%

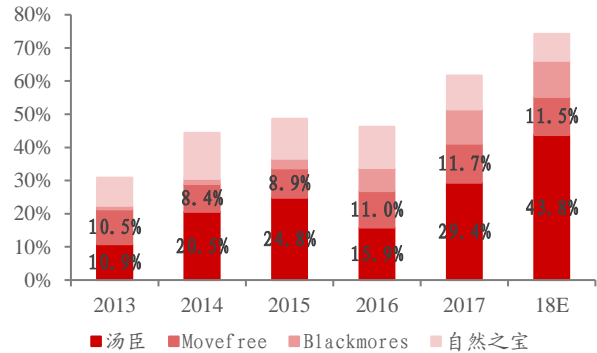
资料来源：Euromonitor, Wind, 浙商证券研究所

图 40：美国、日本氨糖 CR5 的市场份额



资料来源：Euromonitor, 浙商证券研究所

图 41：中国氨糖产品 CR4 的市场份额



资料来源：Euromonitor, 浙商证券研究所

基于美国、日本市场的比较，我国氨糖还处于较为初级的发展阶段，未来健力多发展主要基于以下两个方面：(1) 消费者教育后，市场渗透率的提升。健力多的价格约为 358 元/180 片，服用剂量是每天两次，每次两片，也就是说如果服用一个月花费是 238 元，而美国 Movefree 的价格约为 339 元/400 粒（美国本土和天猫旗舰店相差不大），服用剂量是每天两片，也就是说服用一个月花费大约是 50 元。而从国内 65 岁以上老年人人均消费额来看仅为 22.8 元，若假设多为城镇居民购买为主（58%城镇化比例），则人均消费额 39 元，在健力多相对较高的价格情况下，人均依然远低于美国和日本，氨糖品类还有较大的发展空间；(2) 线下渠道本身覆盖广度和深度的加强。一方面广度方面，2017 年健力多的销售才正式并入汤臣，汤臣主体已经和 97 家全国百强连锁药店合作，随着未来连锁药店占比提升，还有更多新增门店的铺货空间，另一方面深度方面，汤臣已经和全国前十大连锁药店签署了战略合作协议，由连锁药店牵头加强产品在其药店的宣传。

我们按照药品增速的模式来预测未来氨糖以及健力多的增速，氨糖主要适应人群是中老年人，而目前健力多市场份额 2018 年按照欧睿的数据市占率约为 43.8%，我们假设以下条件（1）未来我国 65 岁以上人口数目线性假设以 5% 的年均增速；（2）目前健力多的服用费用依然较高，假设未来三年依然以城镇居民服用为主，城镇人口比重线性假设每年增长 1ppt；（3）预计明年在健力多渠道持续拓展以及其他品牌共同推动的推动下依然能维持较高增速，我们假设三年之后即 2021 年我国国内城镇老年人消费氨糖和美国人均氨糖消费相当即 80 元左右；（4）健力多的市占率我们分为乐观假设，即每年依然能维持市占率的提升，到 2021 年占比近 60%，而悲观假设在国外品牌以及国内线下小品牌的影响，市占率出现每年 5 个点的下滑，综合中性假设健力多的市占率；（5）从历史健力多的报表销售额以及欧睿数据

关系看，报表端大约是终端的 5 折左右，我们预计健力多 2019-2021 年的出厂销售额分别为 12.8 亿/17.4 亿/22.4 亿，同比+54%/37%/28%。

表 9：健力多销售额预测

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
65 岁以上人口数目 (万人)					
中国	15,831	16,623	17,454	18,326	19,243
- YoY	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
城镇比重%	58.0%	59.0%	60.0%	61.0%	62.0%
人均消费额 (元/人)					
人均消费额 (元/人)	17.29	22.82	30.81	40.05	50.06
- YoY	25.8%	32.0%	35.0%	30.0%	25.0%
城镇比重%	29.81	38.68	51.34	65.65	80.74
健力多空间预测					
氨糖总体市场规模 (百万元)	2,737	3,793	5,377	7,339	9,633
健力多市占率 (乐观)	29.4%	43.8%	50.0%	55.0%	58.0%
健力多市占率 (悲观)	29.4%	43.8%	45.0%	40.0%	35.0%
健力多终端销售额 (乐观, 百万元)	804	1,660	2,688	4,037	5,587
健力多终端销售额 (悲观, 百万元)	804	1,660	2,420	2,936	3,371
健力多出厂规模 (中性, 百万元)	350	830	1,277	1,743	2,240
- YoY		107%	54%	37%	28%

资料来源：Euromonitor, 浙商证券研究所

3.1.3. 产品细分聚焦+渠道高举高打+品牌背书，大单品模式可复制性高

其实健力多不算汤臣运作成功的首个大单品，汤臣在 2011 年成功推出蛋白粉，依靠姚明的明星效应，从安利分得一杯羹。汤臣打造大单品的成功除了 (1) 洞察消费者需求，或早期定位于“增强免疫力”泛泛需求，以及其后精准定位细分领域的产品策略，(2) 渠道费用集中投放，除了用明星效应带动消费者需求外，我们认为更多在于其凭借“蓝帽子”在药店的渠道把控能力。部分药店依然要求销售的保健食品有蓝帽子，而药店渠道依然占国内保健食品 20% 的份额，汤臣作为国内保健食品前 5 品牌唯一发力药店渠道，品牌优势明显；同时保健食品消费目标人群依然大部分为老年人，他们通过电商购买的习惯尚未得到培养，依然会选择到药店购买。其他前 4 大保健食品品牌多采用直销渠道，直销渠道在发展到一定阶段会由于人员结构的层级较多，产生一定的管理成本和局限，且消费者在逐步理性后，听从别人建议就购买产品的意愿降低，而更加遵循实际效果，汤臣多年致力于耕耘线下药店和商超的渠道所建立起来的护城河，在蓝帽子的加持下，壁垒较高，这样使得在一旦找好新品的目标定位后，渠道铺货会较为顺畅，产生大单品的概率较高。

图 42：安利、汤臣的蛋白粉销售额 (亿元)

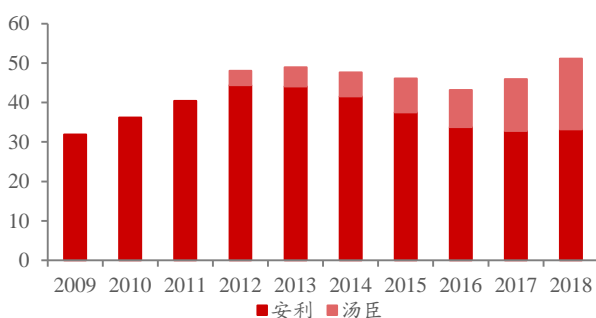
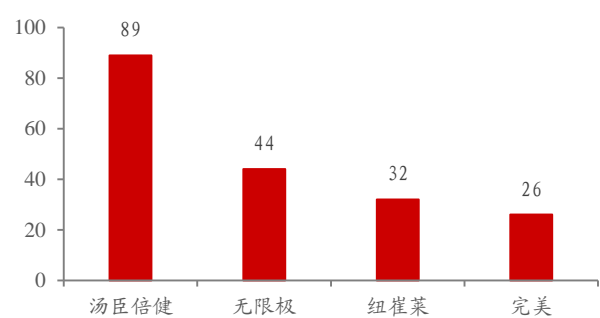
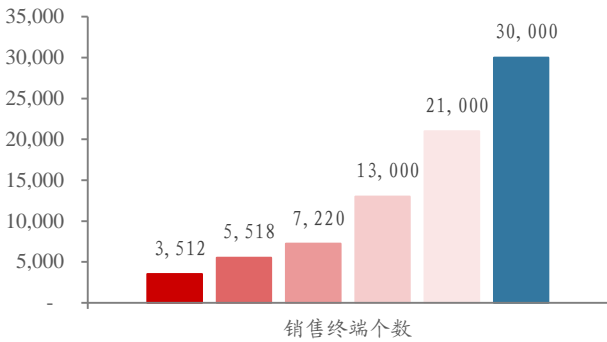


图 43：国内保健食品获得蓝帽子数目



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图 44: 汤臣销售终端个数



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

资料来源: CFDA, 浙商证券研究所

图 45: 汤臣覆盖百强药店和商超数



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2. 双渠道协同发力: 线下绝对龙头, 线上厚积薄发

相较其他保健食品品牌, 汤臣的渠道力在于线下药店渠道的龙头壁垒以及线上电商 2.0 以后所彰显运营能力。

3.2.1. 线下药店渠道有壁垒, 竞争者下沉还需时间

药店渠道是汤臣倍健的主要渠道, 占比 70%+。线下药店渠道客群以中老年为主, 和保健食品主要客群重合, 经过 20 余年的深耕, 公司在药店渠道构筑了高壁垒, 其高壁垒来源于三个方面: (1) 部分药店渠道必须有蓝帽子才能进入; 而如果刷医保卡买保健食品的话, 也必须有蓝帽子的产品, 汤臣作为拥有蓝帽子最多的企业, 优势明显; (2) 渠道的高利润, 目前保健食品占药店渠道收入比重约为 9%, 但毛利率较高约有 30%--70%。保健食品行业属于营销驱动型, 让消费者形成购买的最终环节分得了较多的价值链份额, 而公司亦给予分销商较大的利润空间以辅助其市场拓展, 使得渠道和终端有动力去给公司做市场; (3) 品牌效应: 诚然药店渠道中依然有部分连锁药店的自有品牌保健食品, 但汤臣多年的广告宣传费用投入, 使之全国范围内知名度较高, 消费者更愿意购买其品牌溢价; 同时药店的利润大多来自于非处方药, 药店对于将宣传费用投放到保健食品的驱动力不大, 只需赚自有产品毛利即可, 长期难对汤臣形成威胁、另外保健食品占药店收入来源不足 10%, 在药店货架陈列空间有限的情况下, 一般会优先选取有蓝帽子且有品牌效应的保健食品, 汤臣优势明显。

表 10: 保健食品各渠道利润分配 (假设终端销售价格 100 元)

	生产企业	经销商 (携泰为例)	终端渠道
毛利率	65%的毛利率。主要由于产品契合消费者需求, 但是原料成本不透明、产品功效和消费健康需求相关, 以及部分送礼属性决定	保健食品 25%左右的毛利率。即 30 元左右从生产企业拿货, 40 元卖给下级经销商或者终端	30%-70%的毛利率, 保健食品占药店收入比重约为 8-10%, 若大型连锁药店集采, 则会比中小型个体药店毛利高 10ppt。
销售费用率	28%, 其中 2017 年市场推广费用、终端及经销商费用以及广告费用分别占收入比 3.9%、3.1%、12.9%	9%, 其中市场推广费用占收入比重约为 3%。	25%, 其中占比最大的为职工费用和房租物业, 分别占收入比重 13% 和 8%
利润率	25%	8%	5-7%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所, 数据参考 2017 年年报

3.2.2. 电商渠道目标客群和医药渠道形成互补，占据快速发展渠道头名

2017年年初，汤臣倍健成立电商部门和专项费用加强对线上渠道以及当时健之宝的支持，推出近20个专供线上的普通食品，在普通食品参与线上打折的同时，拉动了线上汤臣主产品的销售额；汤臣开始整理线上渠道和线下渠道的互补性，由于线上渠道年轻消费者居多，公司致力于打造品牌年轻化形象，（1）邀请超模米兰可儿和青春偶像蔡徐坤代言 YEP 系列指定普通食品，聚焦年轻消费者的需求（胶原蛋白、蔓越莓、蓝莓、蛋白膳食纤维等）；（2）联合大英博物馆和 Linefriend 超级 IP 做营销；（3）改善外包装，使之更加活泼、显眼，以吸引年轻消费者，这一系列的措施效果显著，2017年5月汤臣倍健已经超越 Swisse 成为阿里巴巴平台保健食品销售额第一，2019年公司将继续推出适合线上销售的食品级单品，在外包装上下功夫，使得更加适合年轻人的需求。虽然目前跨境电商政策有所松动，但线上渠道属于汤臣未来新的渠道增长点和不得不发展路径之一，我们相信前期电商 2.0 品牌计划的成功实施给予了电商团队信心、建立专职团队管理线上也可以做到资源聚焦。未来我们认为除了提供更加年轻化的产品化，用线下爆品引流线上其他品类销售，做到协同发展，是汤臣的优势所在。

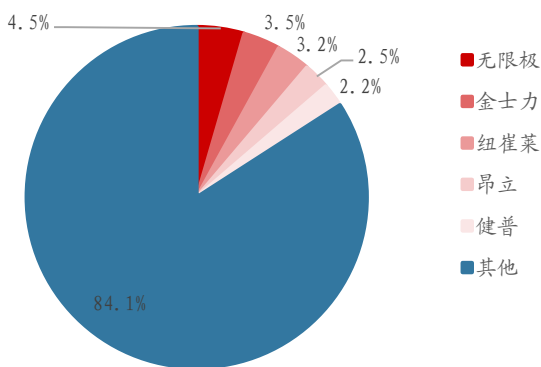
3.3. 收购澳洲益生菌 LSG 品牌，丰富产品品类，切入跨境电商

汤臣旗下子公司于今年8月30日支付6.72亿澳元（约34亿人民币）获得澳大利亚 LSG100%股权，其收购未来是否成功的关键在于两者是否（1）能达成渠道的协同性，LSG 能否借助汤臣的现有线下渠道进行扩张、（2）要促进 LSG 在中国业务的开展，势必需要投入一定的费用，保证此端费用投放的同时，不会降低对汤臣主品牌必要的投入。

3.3.1. 保健食品行业进入细分品类发展阶段，LSG 的发展可期

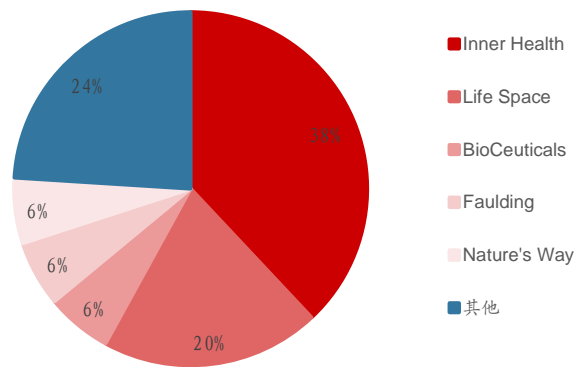
保健食品行业进入细分品类发展阶段，益生菌补充剂尚为蓝海市场：根据欧睿数据，2017年我国益生菌补充剂规模约为35亿人民币，同比+19%，属于保健食品细分品类中增长较快的种类，也是较为新兴的品类。目前国内市场尚无出现绝对的行业领头羊，CR5 仅为12%，且多以国内品牌为主，市场尚处发展初期的蓝海市场。汤臣此时切入，除了在快速发展的跨境电商市场分得一杯羹，同时可利用自身营销给 LSG 线上引流，并借力其线下药店、母婴渠道来做大线下益生菌市场。同时，益生菌补充剂在儿童保健食品市场占比10%，领头羊是合生元，2017年的销售额为7.8亿元，我们认为目前合生元的战略重心并不在儿童用益生菌品类且其渠道多为母婴店渠道，对于 LSG 影响较小，但从其近年来较快的收入增速，说明益生菌补充剂市场潜力。

图 46：中国益生菌补充剂依然分散



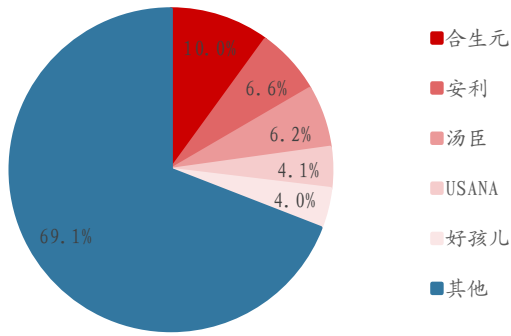
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 47：澳大利亚益生菌补充剂高度集中



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 48：儿童保健食品市场份额亦分散



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

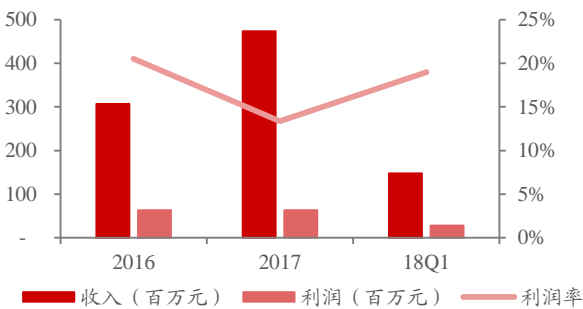
图 49：合生元益生菌销售额增速（人民币百万元）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

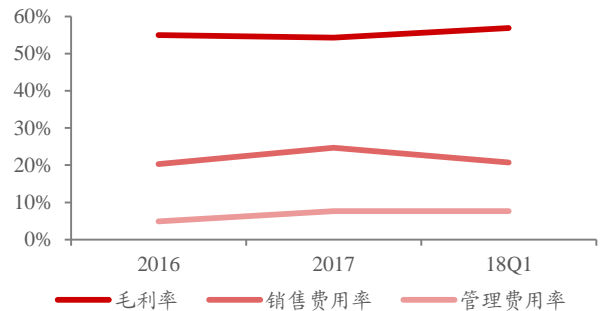
LSG 发展迅速: LSG 于 2012 年开始进军澳洲益生菌保健食品市场, 2017 年即晋升澳州市占率第二的益生菌品牌。2017 年共取得收入 4.7 亿人民币, 同比+54%, 利润率达 13.4%。LSG 能不同于其竞争对手, 快速发展的原因在于 (1) 覆盖全年龄段人群, 细分至包括成人、儿童、孕妇以及老年人等群体的专门产品; (2) 属于广谱益生菌产品, 包涵 15 种菌株, 远超竞品; (3) 有别于龙头 Inner Health 的传统液体及冷藏产品, LSG 产品可常温储存且便于携带; (4) 较早进入中国市场, 其产品通过经销商以及代购的方式销往中国。

图 50：LSG 收入（百万元）及利润率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 51：LSG 毛利率及费用率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

收购后将借助汤臣线下渠道产生增量: 汤臣计划收购后 LSG 益生菌产品后, 线下拓展以药店渠道为主、母婴渠道为辅, 而 LSG 现有管理团队还是保留, 管理层的稳定将有助于其更快速度过收购期, 我们相信在经过健之宝合资公司运作失败后, 汤臣在收购后管理境外企业经验更为丰富, 会更加全面处理两家企业的融合问题。此次收购并不涉及业绩对赌, 根据《重大资产购买报告书(草案)》中第三方标的评估报告的预测假设, 2019-2021 年 LSG 的收入分别约为 9.6 亿元/11.5 亿元/13.2 亿元, 同比+27.2%/19.4%/14.9%, 净利润分别为 1.8 亿元/2.27 亿元/2.66 亿元, 同比+32.9%/23.2%/17.1%。

图 52：2018-2021 年 LSG 收入（百万元）及利润增速

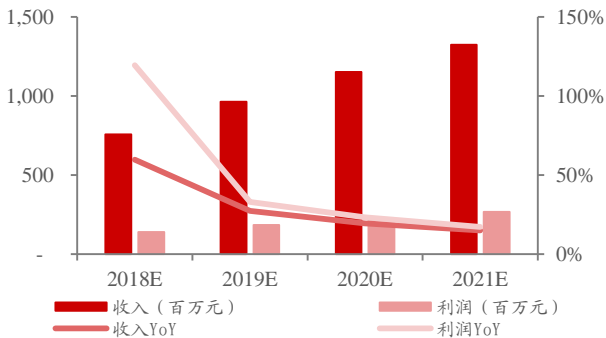
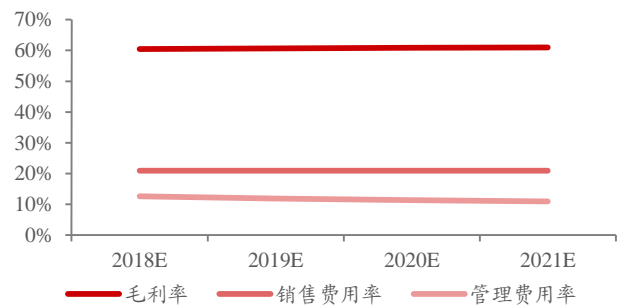
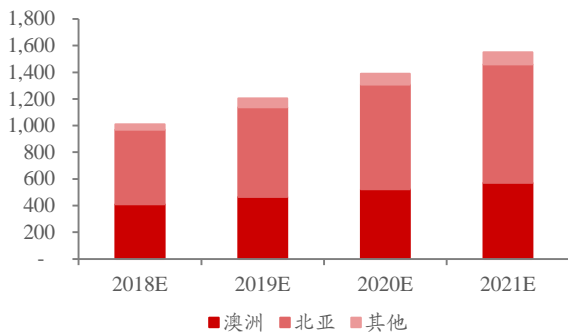


图 53：2018-2021 年 LSG 毛利率及费用率

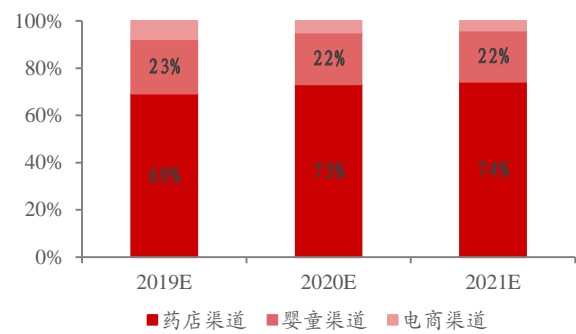


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 54：2018-2021 年 LSG 分地区收入（百万元）


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 55：2018-2021 年 LSG 收入分渠道占比


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3.2. 收购估值偏高，长期发展可期

收购估值偏高，成长可期。今年7月份，汤臣发布公告收购澳洲益生菌领头羊 LSG100% 股权，收购方案分为两步（1）子公司汤臣佰盛（汤臣持股 53.33%）现金收购 LSG 公司 100% 股权；（2）汤臣倍健分别向中平国璟、嘉兴仲平、信德敦东、信德厚峡发行股份购买其合计持有的汤臣佰盛 46.67% 股权，作价 14 亿元，对应除息调整后的股票发行价格为 12.81 元/股。收购 LSG 交易对价分为固定交割和浮动两部分，固定交割金额 5.865 亿澳元，浮动交割金额不超过 1.035 亿澳元，浮动部分根据 LSG2018 年会计年度（2017 年 7 月 1 日-2018 年 6 月 30 日）EBITDA 进行支付，若 EBITDA 低于 3,087 万澳元则不需要额外支付对价，反之则支付（2018 年 EBITDA-3,087 澳元）*19。8 月 30 日，澳洲佰盛已向卖方支付交易对价 6.72 亿澳元（约 34 亿人民币）以获得 LSG 100% 股份。本次收购主要采用的市场估值法，和其他可比交易相对较贵，LSG 2018 年 EV/EBITDA 估值为 19.2X，而 Swisse 和 Kerr 当年收购的估值为 14.7X/12.3X，考虑到其成长期，估值切换至 2019 年较为合理。

表 11：收购 LSG 估值

			2018			2019		
	2018E	2019E	P/E	P/S	EV/EBITDA	P/E	P/S	EV/EBITDA
收入（百万元）	757.8	1068.4	29.79	4.70	19.20	17.30	3.30	11.90

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

财务费用影响不大。从 18Q3 的报表来看，收购致使汤臣长期借款增加 9 亿元，目前公司的财务收入为 4000 万-5000 万左右，包括部分结构性存款的利息收入，从 18Q3 报表看，单季利息收入增加 1000 万左右，财务费用整体对于费用影响不大。

商誉以及无形资产摊销：LSG 并入汤臣报表后产生 22 亿的商誉，约占其净资产的 31%，商誉减值的计提取决于其收购资产的运行状况，LSG 被收购时并未做业绩对赌，在未并入汤臣之前 2017 年已经产生 4.7 亿的非主动销售，其并未大规模做营销宣传或进军线下渠道，未来在汤臣渠道的借力下，经营水平大幅下滑的可能性不大；无形资产方面，本次交易产生 13 亿多可辨认无形资产（包括商标、域名及专利），分 10 年摊销，那预计一年约为 1.4 亿的无形资产摊销，约占去年管理费用总额的 40%，预计管理费用未来压力增大。

4. 盈利预测

我们预计健力多 2018-2020 年收入增速分别为 100%/50%/25%，LSG 收入 2019-2020 年收入增速分别 30%/20%，预计 2018-2020 年汤臣总体收入分别为 43.5 亿元/58.9 亿元/70.1 亿元，同比+39.9%/35.4%/19%。由于 LSG 的毛利率低于汤臣主体，我们预计对于明年毛利率略有影响，2018-2020 年毛利率分别为 69.0%/69.1%/69.3%。由于 LSG 新进入中国线下渠道，叠加大单品高投放策略的影响，营销费用投放维持高位，2018-2020 年销售费用率分别为 31.29%/31.3%/31.4%。2018-2020 年净利润分别为 10.1 亿元/13.9 亿元/17.3 亿元，我们假设明年发行股份购买佰盛剩余股份后，总股本上升至 1,578 百万股，对应 EPS 分别为 0.69 元/0.88 元/1.09 元，目前股价对应 19 年 PE 为 22X，维持“买入”评级。

表 12：利润表预测（百万元）

收入	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业总收入	1,482	1,705	2,266	2,309	3,111	4,353	5,895	7,014
’-YoY	39.0%	15.0%	32.9%	1.9%	34.7%	39.9%	35.4%	19.0%
片剂	483	634	725	874	1,372	2,049	2,750	3,470
’-YoY	24.5%	31.4%	14.3%	20.5%	57.0%	49.3%	34.2%	26.2%
健力多					354	756	1,135	1,532
其他		557	495	743	994	1,292	1,615	1,938
- YoY			-11.2%	50.2%	33.7%	30.0%	25.0%	20.0%
胶囊	505	545	521	547	714	1,070	1,774	2,016
’-YoY	41.8%	7.9%	-4.3%	4.9%	30.5%	49.9%	65.8%	13.6%
主品牌胶囊	505	545	521	547	714	856	942	1,017
- YoY	41.8%	7.9%	-4.3%	4.9%	30.5%	20.0%	10.0%	8.0%
粉剂	282	296	448	482	700	910	1,046	1,203
’-YoY	33.9%	4.9%	51.4%	7.6%	45.3%	30.0%	15.0%	15.0%
其他主营业务	207	226	557	397	309	309	309	309
’-YoY	93.4%	9.0%	146.7%	-28.9%	-22.1%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	5	4	15	10	16	16	16	16
’-YoY	4.8%	-16.3%	229.6%	-30.7%	59.0%	0.0%	0.0%	0.0%
汤臣主品牌	1,247	1,397	1,464	1,772	2,408	3,059	3,604	4,159
’-YoY		12.0%	4.8%	21.0%	35.9%	27.0%	17.8%	15.4%
健力多（百万元）					354	756	1,135	1,532
’-YoY						100.0%	54.0%	37.0%
LSG					474	640	832	998
’-YoY						35.0%	30.0%	20.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

风险提示

医保卡政策收紧风险：汤臣>70%收入来自于药店渠道，若医保卡政策收紧则会影响收入增速。

跨境电商政策松绑：不同于前期 48 政策的收紧，但 11 月 21 日国务院常务会议的决定使得跨境电商松绑，对线下渠道影响有限。

下游渠道整合，议价能力提高：目前整体下游医药连锁集中度在提升，这是一把双刃剑，一方面连锁药店倾向于选择品牌保健食品销售，另一方面，若集中度进一步提升，下游议价能力提高后，会影响公司的利润。

收购容易，融合难：前期汤臣也和自然之宝建立了合资公司做线上业务，但目前健之宝进入了清算程序。我们目前的业绩假设都建立在 LSG 能顺利有效推进的前提下。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,058	2,799	5,823	7,821
现金	2,655	907	3,653	5,486
交易性金融资产	-	-	-	-
应收账款	181	296	355	351
其它应收款	8	13	18	21
预付账款	14	20	29	39
存货	422	561	761	906
其他	778	1,002	1,007	1,018
非流动资产	2,055	6,145	5,997	5,853
金额资产类	758	997	960	930
长期投资	147	260	260	260
固定资产	660	668	673	683
无形资产	184	1,644	1,504	1,364
在建工程	10	32	50	64
其他	297	2,544	2,550	2,553
资产总计	6,114	8,944	11,820	13,674
流动负债	913	1,314	1,657	1,833
短期借款	-	159	100	50
应付款项	275	405	528	604
预收账款	180	248	348	421
其他	458	502	681	759
非流动负债	69	1,400	1,134	1,076
长期借款	-	906	906	906
其他	69	494	228	170
负债合计	982	2,714	2,791	2,909
少数股东权益	31	39	48	58
归属母公司股东权	5,101	6,190	8,981	10,707
负债和股东权益	6,114	8,944	11,820	13,674
现金流量表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	954	1,363	1,480	1,907
净利润	767	1,017	1,399	1,736
折旧摊销	111	223	231	239
财务费用	(46)	2	33	(25)
投资损失	(126)	(39)	(45)	(55)
营运资金变动	243	(182)	316	195
其它	5	341	(454)	(183)
投资活动现金流	77	(4,250)	(42)	(49)
资本支出	51	(100)	(100)	(110)
长期投资	51	(339)	27	20
其他	(25)	(3,811)	31	41
筹资活动现金流	(379)	1,140	1,308	(25)
短期借款	-	159	(59)	(50)
长期借款	-	906	-	-
其他	(379)	75	1,367	25
现金净增加额	652	(1,748)	2,746	1,833

利润表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,111	4,353	5,895	7,014
营业成本	1,024	1,351	1,820	2,157
营业税金及附加	46	70	94	112
营业费用	973	1,362	1,845	2,202
管理费用	306	340	501	575
财务费用	(46)	2	33	(25)
资产减值损失	64	100	29	35
其他经营收益	9	10	11	12
投资净收益	126	39	45	55
营业利润	878	1,178	1,628	2,025
营业外收入	21	45	50	55
营业外支出	15	12	13	13
利润总额	885	1,211	1,666	2,067
所得税	118	194	267	331
净利润	767	1,017	1,399	1,736
少数股东损益	1	8	9	10
归属母公司净利润	766	1,009	1,390	1,726
EBITDA	930	1,434	1,928	2,277
EPS (元)	0.52	0.69	0.88	1.09
主要财务比率				
	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	34.72%	39.94%	35.42%	18.98%
营业利润	38.14%	34.12%	38.23%	24.35%
归属母公司净利润	43.17%	31.66%	37.81%	24.14%
获利能力				
毛利率	67.08%	68.97%	69.14%	69.25%
净利率	24.65%	23.36%	23.74%	24.75%
ROE	15.58%	17.76%	18.22%	17.44%
ROIC	13.91%	14.02%	14.27%	14.68%
偿债能力				
资产负债率	16.06%	30.35%	23.61%	21.28%
净负债比率	0.00%	39.23%	36.04%	32.86%
流动比率	4.45	2.13	3.51	4.27
速动比率	3.98	1.70	3.06	3.77
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.58	0.57	0.55
应收帐款周转率	29.79	17.32	15.49	16.83
应付帐款周转率	4.45	3.97	3.90	3.81
每股指标(元)				
每股收益	0.52	0.69	0.88	1.09
每股经营现金	0.65	0.93	0.94	1.21
每股净资产	3.47	4.21	5.69	6.78
估值比率				
P/E	39.35	29.88	21.68	17.47
P/B	5.91	4.87	3.61	3.03
EV/EBITDA	20.92	21.16	15.46	12.26

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>