

食品饮料

保健品行业深度报告——行业依旧朝阳，变革接踵而至，精选顺势龙头

投资要点

1. 保健品是兼具药品属性的快速消费品

保健品是具有功能性的食品，我国的保健品对应国际上的四个品类：膳食补充剂、传统滋补品、运动营养产品、体重管理产品。保健品行业研究需要综合考虑其快消品属性中的品牌与营销、渠道、定价特性及药品属性中的批文、政策影响等方面。

2. 行业现状：空间广阔、动力充沛，格局分散盈利美，上下游地位存异

我国保健品行业规模 1700 亿元规模，膳食补充剂和传统滋补品占据大头，整体增速远高于宏观经济，运动营养品子领域尤其亮眼。对标美国，我国保健品行业处于发达国际起步阶段，空间广阔，人均收入提高、老龄化、城镇化、保健意识提升是行业增长的持续推动力。保健品生产环节技术壁垒低，参与者多，集中度低，企业毛利较高。产业链价值分布上呈现生产端轻、流通端重的特点，上游原材料企业议价能力弱，下游渠道商议价能力强，电商带来变数。

3. 趋势研判：变革接踵而至，龙头有恃无恐

监管政策由注册制迈向双轨制，长期往备案制发展是大势所趋，短期看行业监管未实质性放松，无批文产品受限更多利于国内龙头汤臣倍健，长期参照美国经验，备案制后行业扩容，龙头将充分受益。渠道生变，电商持续渗透，线下终端承压但职能不可替代，份额出现调整，但基数依旧上升，直销线上鲜有动作，份额或恐式微。海淘凶猛来袭，畅销品品类以国内稀缺为主，受众以女性为主，国内龙头短期不输海外竞品，长期有望受益行业扩容。运动营养品是行业的新爆发点。

4. 投资逻辑——寻找受益于行业变革趋势的保健品厂商

我们寻找能够顺应渠道变革趋势：线下占据份额，线上具备弹性，从容应对海淘来袭，产品捕捉行业新增长点、长期受益监管放松带来行业扩容机会的 A 股优秀标的。汤臣倍健是最符合的标的：（1）顺应渠道变革：线下优势牢固、份额突出，线下收入增长稳健，线上持续发力、效果持续超预期，线上拓展具备弹性；（2）分享新品蓝海：推出新品健乐多布局高成长的运动营养子行业；（3）不惧海淘冲击：品质出众、品牌突出，溢价合理、价格策略灵活，品类丰富持续推进外加并购期权，能够有效应对海淘产品涌入；且公司具备海外并购的动力与实力；（4）拥抱备案落地：作为综合竞争力突出的龙头，长期将充分受益备案制改革带来的行业高速扩容。综合考虑健力多、健乐多等新品相继放量、主品牌线上拓展弹性，预计公司 2015~2017 年营业收入为 22.69、29.34、37.44 亿元，Yoy +33.1%、+29.3%、+27.6%，归母净利润为 6.62、8.55、10.78 亿元，Yoy +31.7%、+29.2%、+26.0%，对应 EPS 为 0.91、1.17、1.48 元。公司目标价 46 元，给予“强烈推荐”评级。

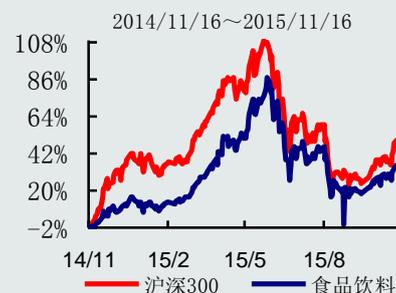
行业评级

行业评级:	推荐
评级变动:	维持

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
汤臣倍健	强烈推荐

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

目 录

一、保健食品简介——兼具药品属性的快速消费品.....	5
二、千亿规模，空间广阔，动力充沛.....	6
（一）子行业：份额分化，增长迅速.....	6
（二）国际对标：人均、渗透均处低水平，未来大有可为.....	7
（三）驱动因素：多引擎共同推动行业持续成长.....	8
三、产业链：格局分散盈利美，上下游地位存异.....	11
（一）行业格局：千家公司同飨千亿蛋糕，“罕见”业态由国情决定.....	11
（二）产业链：链条较长，生产端轻，流通端重.....	13
（三）上游：整体弱势，稀缺“难求”.....	13
（四）下游：传统地位强势，电商带来变数.....	14
四、趋势：变革接踵而至，新领域爆发机遇来袭.....	15
（一）政策异动：短期未放松，备案落地将引爆行业规模.....	15
（二）渠道生变：电商渗透，实体被挤，直销式微.....	16
（三）海淘来袭：全球比选，国内龙头短期不惧挑战，长期受益行业扩容.....	20
（四）新爆发点：运动营养品一片蓝海.....	23
五、投资逻辑——寻找受益于行业变革趋势的保健品厂商.....	24
六、汤臣倍健：线下优势稳固，电商加码未来.....	24
（一）非直销领域领导者，线下三驾马车优势将继续彰显.....	24
（二）线上多点发力成绩斐然、领先初显.....	26
（三）同行比较：汤臣倍健线上、线下优势突出，综合竞争力显著.....	29
（四）会员机制或打破区隔、整合双渠道优势.....	30
（五）盈利预测.....	32
附录：海外保健品龙头简介.....	33
（一）直销巨头安利.....	33
（二）膳食营养补充剂领导者 NBTY.....	37
（三）澳大利亚保健品龙头——Swisse Wellness.....	40

图表目录

图表 1	国内保健品对应国际上四类产品	5
图表 2	保健品企业销售费用投入高	6
图表 3	保健品批文标识——“蓝帽”	6
图表 4	保健品兼具快消品属性与药品属性	6
图表 5	保健品行业千亿规模、增速较快	7
图表 6	各细分领域规模占比保持稳定	7
图表 7	中美保健品行业结构	7
图表 8	我国保健品人均支出与可比国家差距巨大	8
图表 9	我国保健品渗透率较低，整体不到三成	8
图表 10	美国保健品渗透率水平较高	8
图表 11	保健品支出随人均收入提升而提升	9
图表 12	保健品支出随人均 GDP 提升而提升	9
图表 13	我国 65 岁以上人口占比持续提升	9
图表 14	农村人均保健品消费水平仅为城镇的 13%	10
图表 15	我国规划到 2020 年城镇化率提升到 60%	10
图表 16	我国平均工作时间较长	10
图表 17	我国亚健康人群占比巨大	10
图表 18	保健品各子行业份额居前公司	11
图表 19	国内保健品制造企业盈利良好	12
图表 20	直销企业比非直销企业领先 10 年进入市场	13
图表 21	保健品产业链价值曲线及各环节参与者	13
图表 22	全球保健品原料巨头	14
图表 23	国内保健品销售的各种渠道模式	15
图表 24	注册制下保健品批文审核流程复杂，耗时较长	15
图表 25	美国保健品行业发展阶段总述	16
图表 26	美国备案制落实后龙头企业 NBTY 迎来最快增长期	16
图表 27	直销份额稳定	17
图表 28	线上渠道份额快速上升	17
图表 29	线上渠道厂商能够清楚掌握各项经营数据	17
图表 30	天猫上保健品 SKU 非常丰富，远多于实体店	18
图表 31	常见快消品电商适销性比较	18
图表 22	线下实体店零售额趋于稳定	19
图表 33	线下终端职能	19
图表 34	直销规模增速持续下滑	20
图表 35	直销份额持续下滑	20
图表 36	天猫平台鲜有直销品牌推荐，无限极系违背公司规定	20
图表 47	我国海淘规模爆发式增长	21
图表 38	消费者选择海淘的三个首要原因	21
图表 59	天猫国际 Swisse 出现多个万级销量产品	21
图表 40	天猫国际 GNC 出现多个万级销量产品	21
图表 41	搜索 swisse、gnc 产品的主要是女性群体	22
图表 42	汤臣倍健线上主流产品与健安喜比较分析	22
图表 43	汤臣倍健、NBTY、GNC 毛利水平、净利水平比较	23
图表 44	我国运动营养品行业增长迅速	24

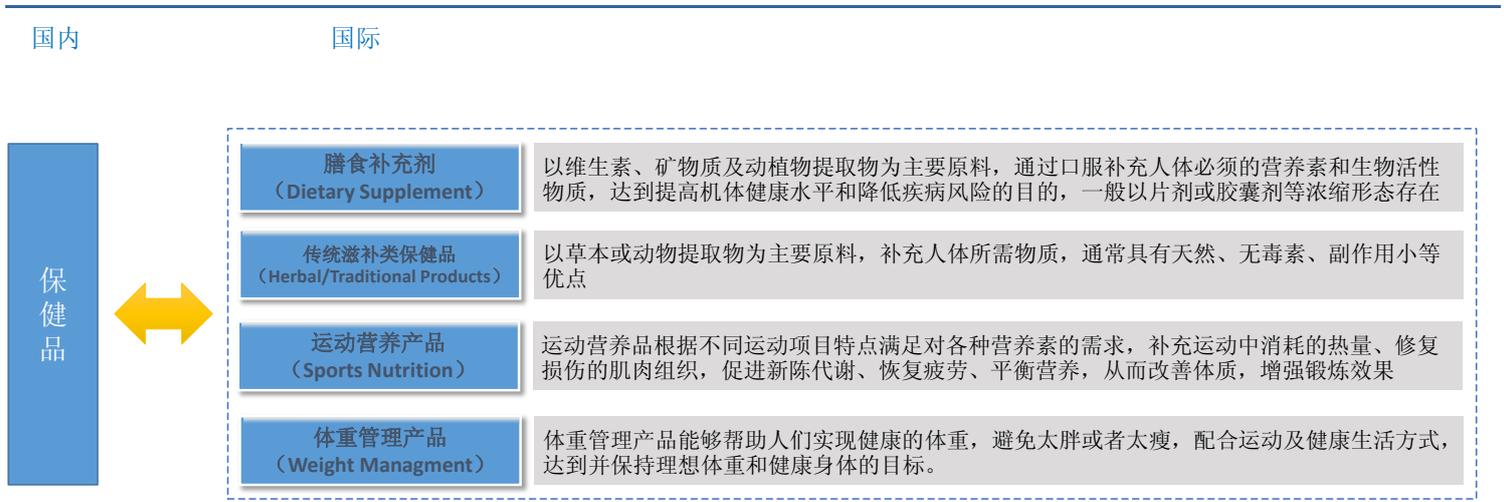
图表 45	我国运动营养品占行业份额极低	24
图表 46	拥有批文的汤臣倍健产品标签上可以进行保健品功能声明	25
图表 47	自然之宝因没有批文不能进行产品功能声明	25
图表 48	汤臣倍健 6 万个线下终端	26
图表 49	汤臣倍健广告费支出比例高	26
图表 50	超一线明星代言汤臣倍健产品	26
图表 51	天猫搜索保健品优先推荐的是汤臣倍健、健力多	27
图表 52	汤臣倍健淘宝搜索热度远远领先海外竞品	27
图表 53	每日每加推出后多个单品销量上千	28
图表 54	每日每加壕占《南方都市报》整版头条	28
图表 55	每日每加百万悬赏引爆话题，明星也凑热闹	28
图表 56	健乐多推出四个月频现“万级”大单品	29
图表 57	中、美运动营养品份额差异巨大	29
图表 58	健乐多高度吸睛的“晒肌免单”活动全国二十城及上千家健身房举办	29
图表 59	“晒肌免单”活动引发火爆的转发、讨论、话题营销	29
图表 60	主流保健品厂商比较	30
图表 61	营养家会员当前享受在线健康管理师服务、营养顾问服务、积分会员权益等	31
图表 62	营养家会员凭积分兑换礼品	31
图表 63	渠道视角的汤臣倍健投资逻辑	32
图表 64	安利第一代掌舵人杰·温安洛和理查·狄维士	33
图表 65	安利第二代掌舵人史提夫·温安洛和狄克·狄维士	33
图表 66	安利的业务遍布全球（着色部分）	33
图表 67	安利四大产品线	34
图表 68	纽崔莱成为 27、28 届奥运会中国代表团唯一专用营养品	35
图表 69	刘翔代言纽崔莱产品	35
图表 70	安利中国的四个发展阶段	35
图表 71	中国政府对直销监管政策演变	36
图表 72	公司发展历程	37
图表 73	2014 年 NBTY 销售地区结构	37
图表 74	NBTY 规模庞大的生产基地	38
图表 75	NBTY 发展历程	38
图表 76	NBTY 通过并购拥有多款知名品牌	39
图表 77	产品品类不断扩张	40
图表 78	膳食补充剂在澳大利亚 Swisse 排名第一	40
图表 79	2014 年 Swisse 销售收入按渠道划分	41
图表 80	Swisse 品牌通过 PGT 覆盖全球	41
图表 81	Swisse 淘宝搜索指数在 2014 年后攀升	41

一、保健食品简介——兼具药品属性的快速消费品

保健品是特殊食品。在我国，保健品是保健食品的通俗说法，根据中国保健协会的定义，保健食品是“具有特定保健功能或者以补充维生素、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。”由定义可见，保健食品是特殊的食品，具有功能性，在人们生活中扮演的核心角色是对日常食品的补充，本质上仍属于食品的范畴。

保健品是我国独有的称谓，对应国际上多个品类。国际上并没有保健品的说法，从概念的内容上讲，参照 Euromonitor 的统计口径，我国俗称的保健品总体上对应国际上的四个品类的产品：膳食补充剂（Vitamins and Dietary Supplements）、传统滋补类保健品（Herbal/Traditional Products）、运动营养品（Sports Nutrition）、体重管理产品（Weight Management）。

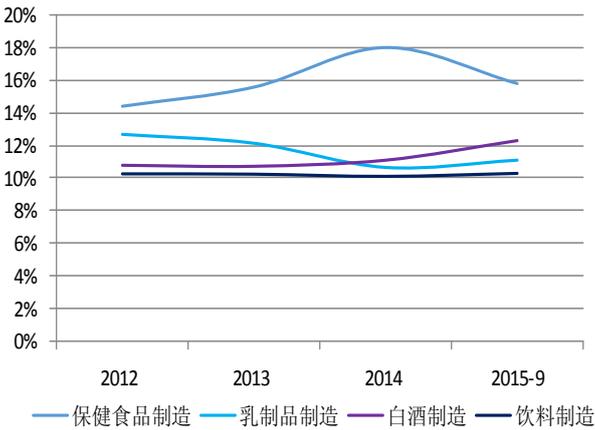
图表 1 国内保健品对应国际上四类产品



资料来源：维基百科，Euromonitor，华创证券

兼具药品属性的快速消费品。一方面，保健品是食品，具有周转速度快、通路宽、标准化程度高、营销投入大等典型的快速消费品特征。另一方面，保健品涉及人体健康，具有特殊保健功能，主要以粉剂、片剂、丸剂、胶囊等形态上市，并且保健品受到国家药品食品质量监督总局的严格监管，现阶段仍需要获得保健品批文才能上市流通，质量及安全性要求远高于普通食品。综合这两个方面，我们认为**保健品是兼具药品属性的快速消费品**，保健品研究需要综合考虑其快消品属性中的品牌与营销、渠道、定价特性及药品属性中的批文、监管政策影响等方面。

图表 2 保健品企业销售费用投入高



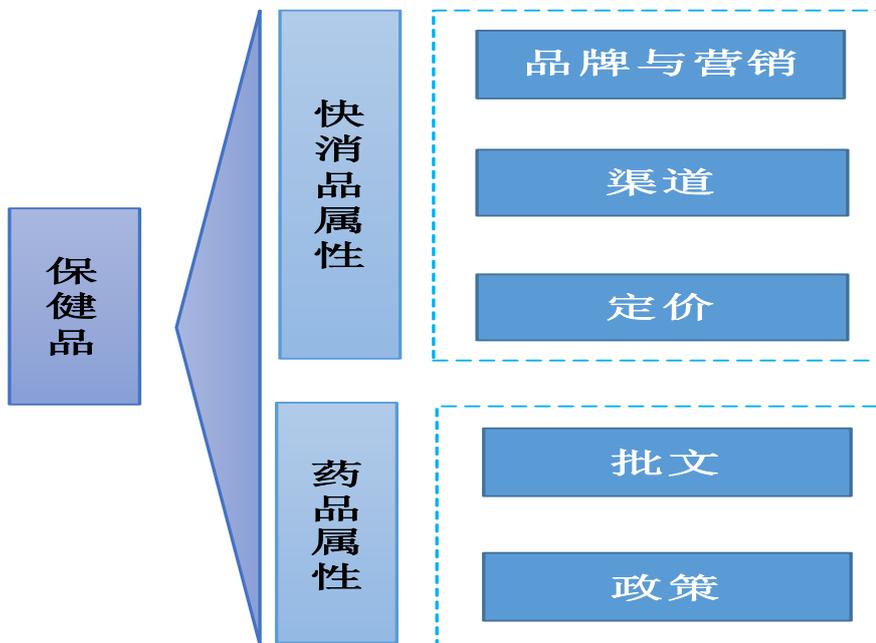
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 3 保健品批文标识——“蓝帽”



资料来源：百度图片，华创证券

图表 4 保健品兼具快消品属性与药品属性



资料来源：华创证券

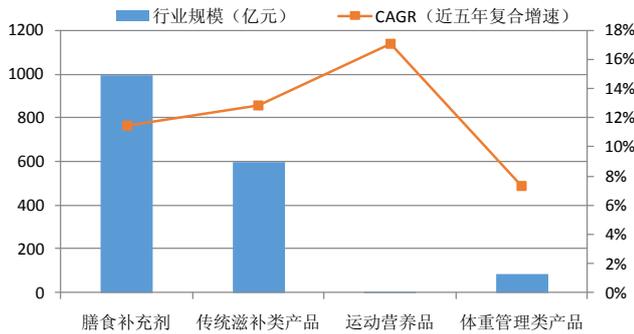
二、千亿规模，空间广阔，动力充沛

(一) 子行业：份额分化，增长迅速

1、膳食补充剂、传统滋补品合计份额 95%

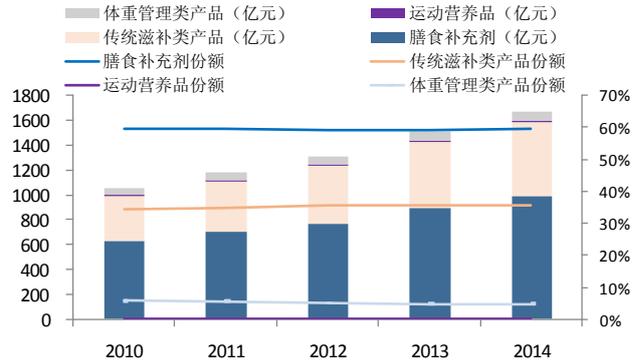
根据 Euromonitor 监测的零售端数据，2014 年我国保健品行业零售总规模在 1700 亿元左右，行业规模居世界第二位，各子行业中膳食补充剂规模 992 亿、传统滋补产品规模 597 亿、运动营养品 4 亿、体重管理产品 82 亿，膳食补充剂和传统滋补产品分别占比 59%、36%，占据了行业的 95% 以上份额，且份额相对稳定，是行业的主体，运动营养品和体重管理产品当前基数较小。

图表 5 保健品行业千亿规模、增速较快



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 6 各细分领域规模占比保持稳定

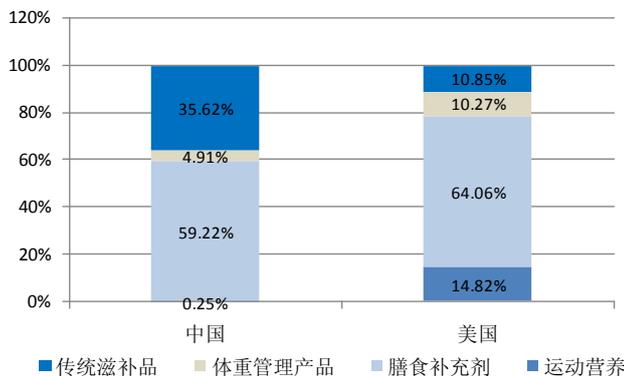


资料来源: Euromonitor, 华创证券

2、中美保健品行业结构存异

对比我国与美国在保健品结构上的差异: 我国传统滋补类产品占比较大, 普遍占据 36% 的比重, 份额高于美国, 我们认为这与亚洲诸国同受中华文化影响深远、中草药产品在这些国家推广度较高有关。美国市场运动营养品份额高达 15%, 料与西方国家高频健身、运动丰富的生活方式有关。

图表 7 中美保健品行业结构



资料来源: Euromonitor, 华创证券

3、增速快于 GDP, 运动营养品尤显眼

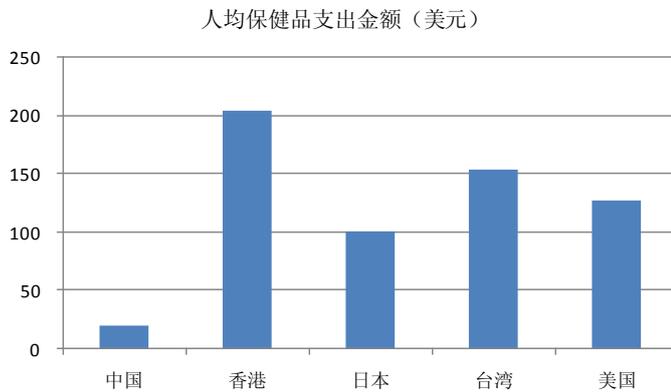
从近五年复合增速来看, 膳食补充剂、传统滋补产品、运动营养品、体重管理产品 CAGR 分别是 11.44%、12.84%、17.04%、7.34%, 除体重管理产品外, 其余三个子行业增速都远高于宏观经济 7%~8% 左右的增速, 表明**保健品行业整体仍然是成长性行业**。运动营养品近五年增速最快, 与近年来国人健康意识增强、健身运动兴起有关。

(二) 国际对标: 人均、渗透均处低水平, 未来大有可为

人均保健品支出水平远低于发达国家和地区, 成长空间广阔。2014 年, 我国人均保健品支出水平仅 20 美元, 对比美国以及与我国文化、饮食、养生习惯接近的日本、香港、台湾等亚洲先进国家和地区, 我国的保健品人均支出仅为 20 美元, 分别是仅是美国的 1/5, 日本、香港、台湾的 1/6、1/10、1/8, 差距极大。从人均保健品消费看, 我国同美国至少还存在 4 倍空间。进一步考虑区域特性, 文化接近的日本、香港、台湾等亚洲国家和地区人均

保健品支出水平高于美国，我们认为这与亚洲国家重视养生、保健的文化传统及生活习性有关。若拿香港、台湾对标，我国的市场空间更大。

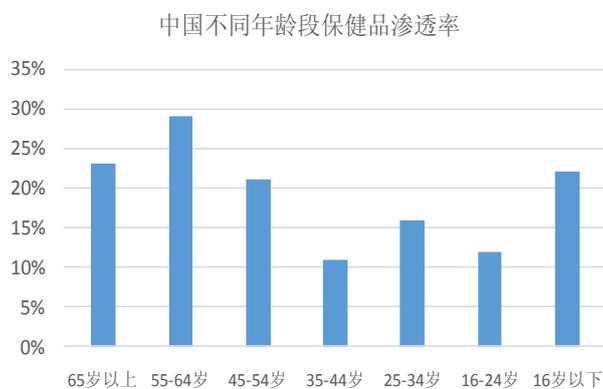
图表 8 我国保健品人均支出与可比国家差距巨大



资料来源: Euromonitor, 华创证券

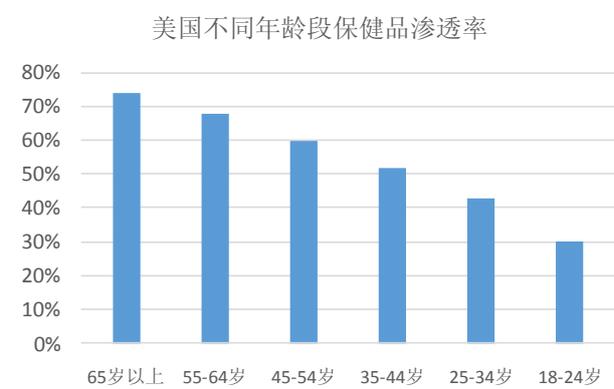
渗透率：按年龄结构呈现 U 型，整体落后美国甚远。我国保健品渗透率整体水平在 20% 左右，人口结构的两端 55 岁以上和 16 岁以下人群中渗透率相对较高，中间年龄段（16~44 岁）人群渗透率较低，在 10%~15% 水平。对比美国，美国各年龄段保健品渗透率普遍高出我国 20%+，整体渗透率较高，并且呈现随年龄增长使用频率增大的趋势。

图表 9 我国保健品渗透率较低，整体不到三成



资料来源: 网络资料, 华创证券

图表 10 美国保健品渗透率水平较高



资料来源: 网络资料, 华创证券

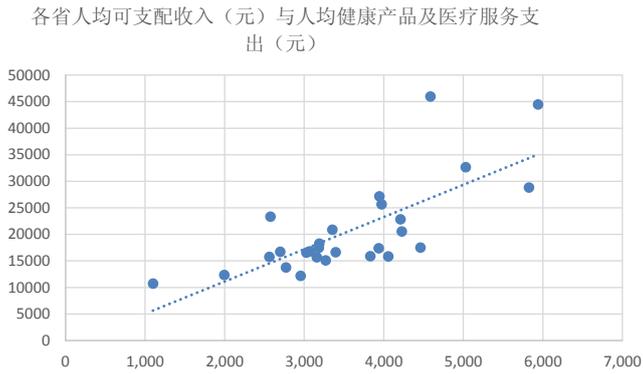
从人均消费水平和渗透率两个指标来看，我国保健品行业都仅仅处于发达国际起步阶段，空间广阔，未来大有可为。

（三）驱动因素：多引擎共同推动行业持续增长

1、人均收入水平持续提升

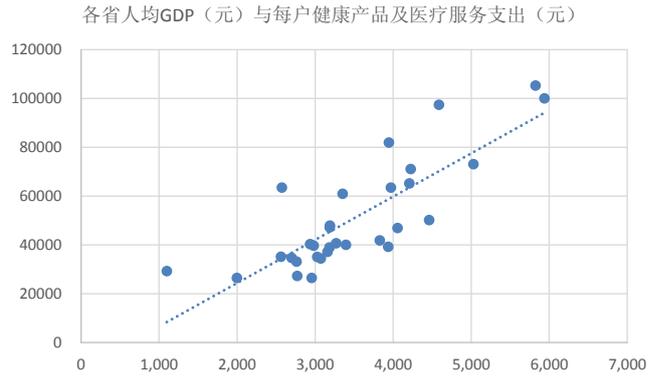
我们分别对国内各省市人均保健品支出与人均可支配收入及人均保健品支出与人均 GDP 之间的关系进行回归，发现：人均保健品支出与人均可支配收入以及人均 GDP 呈现明显的正相关，这意味着人均保健品支出随着人均可支配收入以及人均 GDP 的提升而提升。

图表 11 保健品支出随人均收入提升而提升



资料来源: wind, Euromonitor, 华创证券

图表 12 保健品支出随人均 GDP 提升而提升



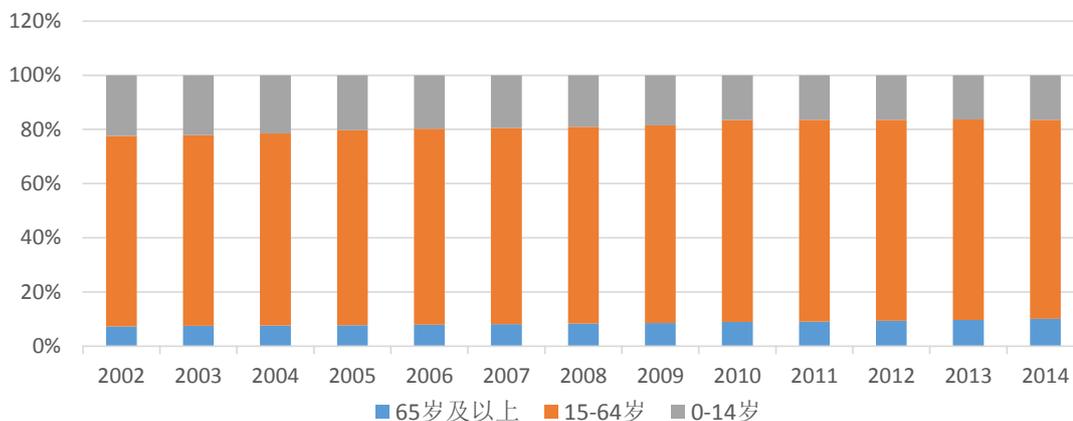
资料来源: wind, Euromonitor, 华创证券

2、老龄化趋势加速蔓延

我们在上文对保健品在国内各年龄段的渗透分析，老年人消耗保健品频率远高于中青年。我国社会正呈现越来越严重的老龄化趋势：根据国家统计局《2014 年国民经济和社会发展统计公报》，2014 年中国 13.67 亿人口中，60 岁及以上的老人 2.12 亿人，占总人口比例为 15.5%；65 岁及以上人口数为 1.37 亿人，占比 10.1%。另世界卫生组织预测，到 2050 年，中国将有 35% 的人口超过 60 岁，成为世界上老龄化最严重的国家。人口老龄化已成为我国未来人口结构的长期趋势，由此可以预计，**保健品需求将长期受益我国人口结构变化的趋势。**

图表 13 我国 65 岁以上人口占比持续提升

我国人口年龄段分布

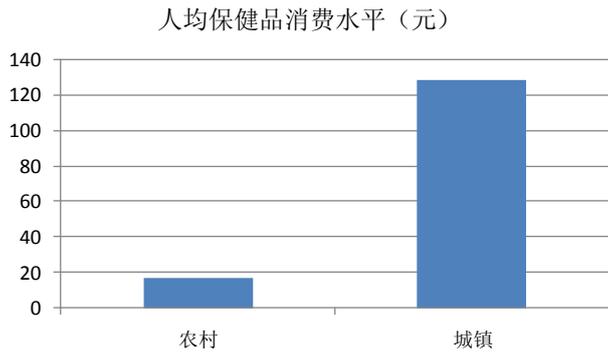


资料来源: 国家统计局, 华创证券

3、城镇化使农民消费市民化，保健品支出增加

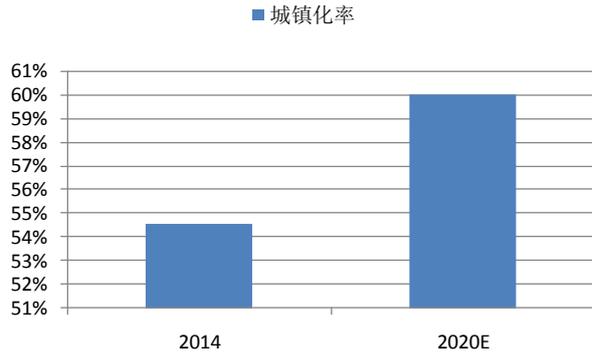
城镇化使农民实现市民化的转变，逐渐获得与城镇居民相似的消费习惯，根据网络公开资料，我国农村人均保健品消费量仅为城镇水平的 12%，农村消费存在巨大空间。按照我国新型城镇化的目标，2020 年城镇化率要达到 60%，这就意味着从 2015 年开始城镇化率每年至少要提升 0.9% 比重，城镇化建设有望加速农村村民消费力的释放，保健品行业将受益这一进程。

图表 14 农村人均保健品消费水平仅为城镇的 13%



资料来源: 网络资料, 华创证券

图表 15 我国规划到 2020 年城镇化率提升到 60%



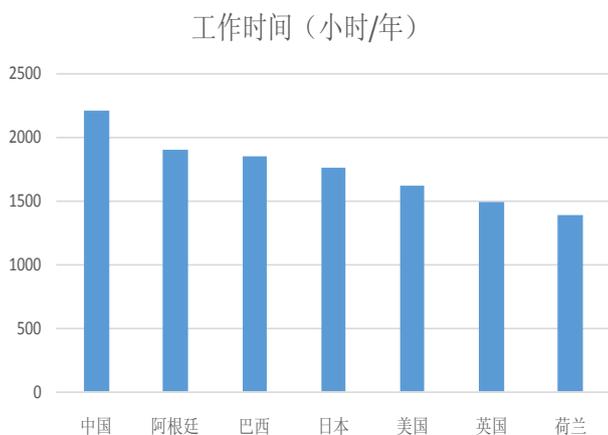
资料来源: 国家统计局, 华创证券

4、亚健康人群呈扩大趋势，人们养生、防病诉求增加

亚健康状况普遍。我国居民工作时间及工作压力长期居世界前列，长时间快节奏的工作使人们身心承受高负荷压力、缺少锻炼时间、无法有规律的作息饮食。据 BCG 的统计，如今超过半数的中国中产阶层正遭受来自工作压力、家庭义务和长时间工作的健康问题，普遍问题是失眠、疲劳、乏力、肥胖和常见病，另外，根据中国保健品协会公布的数据我国亚健康人群比重高达 70%。亚健康是处在健康和疾病之间的一种状态，如果没有很好采取预防措施，可能会演变成疾病，如果预防采取措施有效，就可回归到健康状态。

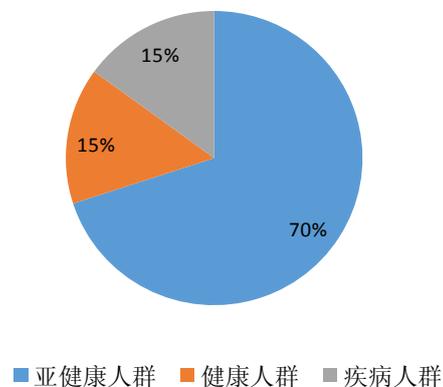
保健品养生、保健、提升免疫力的功效逐渐深入人心。我国自古以来就拥有深厚的养生、保健、固本文化，《黄帝内经》、《吕氏春秋》中都曾阐述通过养生来避免患病的理念，传统滋补品采用天然动植物有益成分，契合现代人自然、健康、注重阴阳调和的生活保养方式，并且其预防疾病、保持健康的功效早已深入人心。膳食营养补充剂概念源自国外，具有补充营养素、增强免疫力的功效，服用膳食营养补充剂也已经逐渐在国内中得以推广，尤其是白领阶层和年轻人群中备受认可，随着全社会生活节奏加快，人们更加注重通过食用保健品、营养素的方式来预防疾病。我们预计保健品行业的发展将持续受益于居民自我保健意识的提升。

图表 16 我国平均工作时间较长



资料来源: 网络资料, 华创证券

图表 17 我国亚健康人群占比巨大



资料来源: 网络资料, 华创证券

三、产业链：格局分散盈利美，上下游地位存异

（一）行业格局：千家公司同飨千亿蛋糕，“罕见”业态由国情决定

参与企业众多。根据中国统计局最新数据，2015年9月国内有保健品生产企业273家，考虑到统计局2010年调整口径，对规模较小的保健品企业不再归属到统计结果里，可推断国内现在在经营的保健品企业远多于273家，结合网络资料，毛估企业数量至少是上千的数量级，企业众多。

膳食补充剂及传统滋补品行业集中度低。落实到具体子行业，膳食营养补充剂和传统滋补品市场集中度较低，运动营养品及体重管理产品市场集中相对高一些，这与这两个行业规模基数小有很大关系。膳食营养补充剂行业：市场份额前四的都是直销企业，安利、无限极、天狮、完美合计份额30%左右，其中安利、无限极是细分行业中仅有的两个份额超过10%的公司，排名第五的是非直销品牌汤臣倍健，份额占4.3%，后续的追随者份额都在4%以下。膳食补充剂行业缺乏绝对强势的品牌，除前两名在10%左右外，后续厂商份额差异不大，市场较为分散。传统滋补品行业更加分散，无限极份额在10.7%，其余都在3%及以下，集中度很低。运动营养品和体重管理产品两个细分行业集中度高与行业规模较小有关。

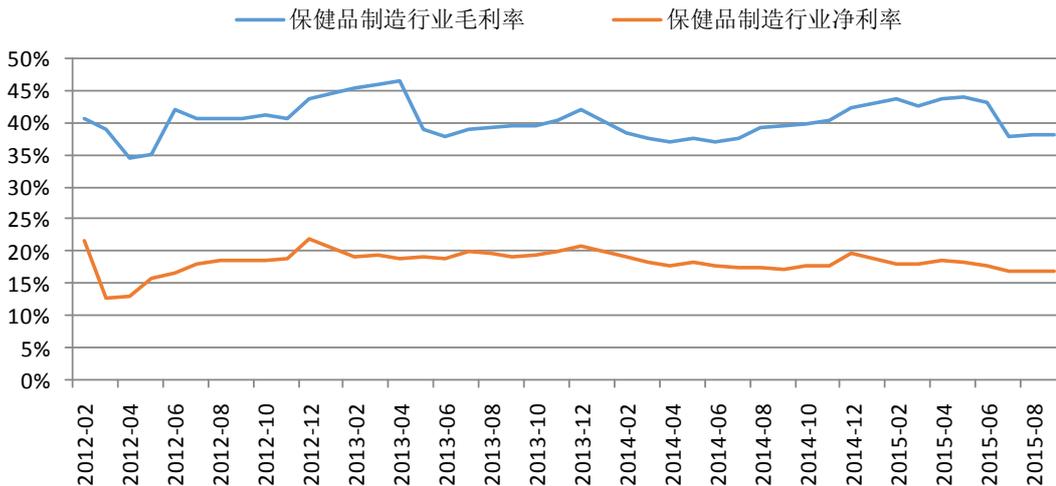
图表 18 保健品各子行业份额居前公司

行业顺序	膳食补充剂		传统滋补产品		运动营养品		体重管理产品	
	公司	份额	公司	份额	公司	份额	公司	份额
1	安利	10.7%	无限极	10.7%	康比特	44.0%	康宝莱	47.5%
2	无限极	10.2%	三九	3.0%	自然之宝	20.4%	泰尔	4.5%
3	天狮	5.1%	京都念慈菴	1.8%	Iovate	13.7%	安利	2.7%
4	完美	4.6%	云南白药	1.8%	优恩	3.8%	绿瘦	2.1%
5	汤臣倍健	4.3%	天狮	1.8%	健安喜	3.0%	姗拉娜	1.2%
6	东阿阿胶	3.6%	江中	1.6%	-	-	-	-
7	新时代	3.3%	吉林修正	1.3%	-	-	-	-
8	善存	2.9%	桂林三金	1.3%	-	-	-	-
9	瑞年国际	2.3%	广西金嗓子	1.3%	-	-	-	-
10	四通控股	1.4%	安利	1.2%	-	-	-	-
	其他	51.6%	其他	74.2%	其他	15.1%	其他	42.0%

资料来源：Euromonitor，华创证券

企业小但盈利美。技术门槛低、集中度低、同质化竞争并未导致行业的低利润空间，相反，国内保健品制造商盈利丰厚。根据中国统计局的数据，保健品制造业毛利水平在40%左右，净利水平在15~20%左右，这在国内严重同质化竞争的消费品领域实属少见。

图表 19 国内保健品制造企业盈利良好



资料来源：国家统计局，华创证券

结合我们华创食品饮料团队深入的草根调研和专家走访，我们以问答形式逐一探讨以下“反常”现象存在的原因：

1、格局为什么分散？

第一，行业技术门槛低，生产设备折旧少，是典型的轻资产行业，退出门槛亦低，因此 90 年代行业爆发期时，众多企业加入进来。

第二，行业毛利高，保健品具备部分药品属性，跟人的健康关系紧密，消费者愿意为健康支付溢价，同时，原材料的价格难以厘定，产品功效又难以清楚感知，这些原因造成了这个行业很大的定价灵活性。国内保健品厂商普遍定价偏高，高毛利使得诸多厂商可以长期存活。

第三，消费端存在多样、长尾的需求，庞大的、多样化的市场客观上支撑了这么多企业的存在。人们的健康需求也非常多样化，国内的保健品种类远没有国外丰富，这就使得国内始终存在一部分未被满足或者未能被充分满足的需求存在，只要满足这一部分细分需求，就能“养活”一部分企业。

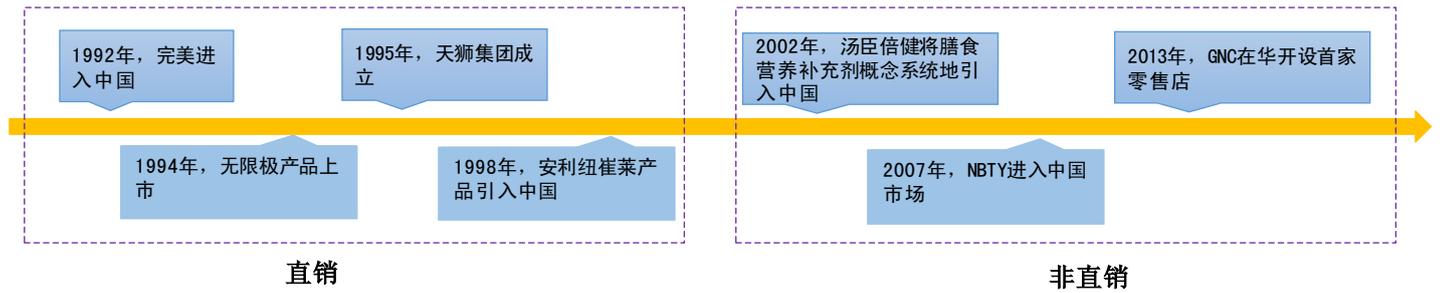
第四，缺乏具有绝对优势的企业或品牌。国内保健品企业规模普遍不大，安利纽崔莱和无限极做到了百亿级的规模，其他领导品牌大部分在十亿级左右，没有一个品牌在全国享有绝对的优势，这就会造成行业份额难以集中，区域性品牌拥有存活空间。

第五，领导企业的直销模式长期积累了高粘度的客群基础。国内保健品起步较晚，在早期消费者对保健品非常陌生的情况下，直销企业是最早开展了消费者教育，形成了先发优势，而直销的特性在于“面对面、一对一、长期、稳定、高粘性、高控制性”，这就决定了占据主要市场份额的直销企业都有稳定的客群基础，具备了一定的核心竞争力。

2、直销为什么多？

直销企业最早开展消费者教育，培养保健品消费习惯。外资直销巨头进入中国较早，在行业早期中国商品流通体系不甚发达的情况下，其直销模式能够节省网点成本实现迅速扩张，以及直销模式具有激励灵活，消费者年度高等特性，这些使得直销模式能够在消费者不成熟的行业初期迅速打开市场，占据先发优势。

图表 20 直销企业比非直销企业领先 10 年进入市场

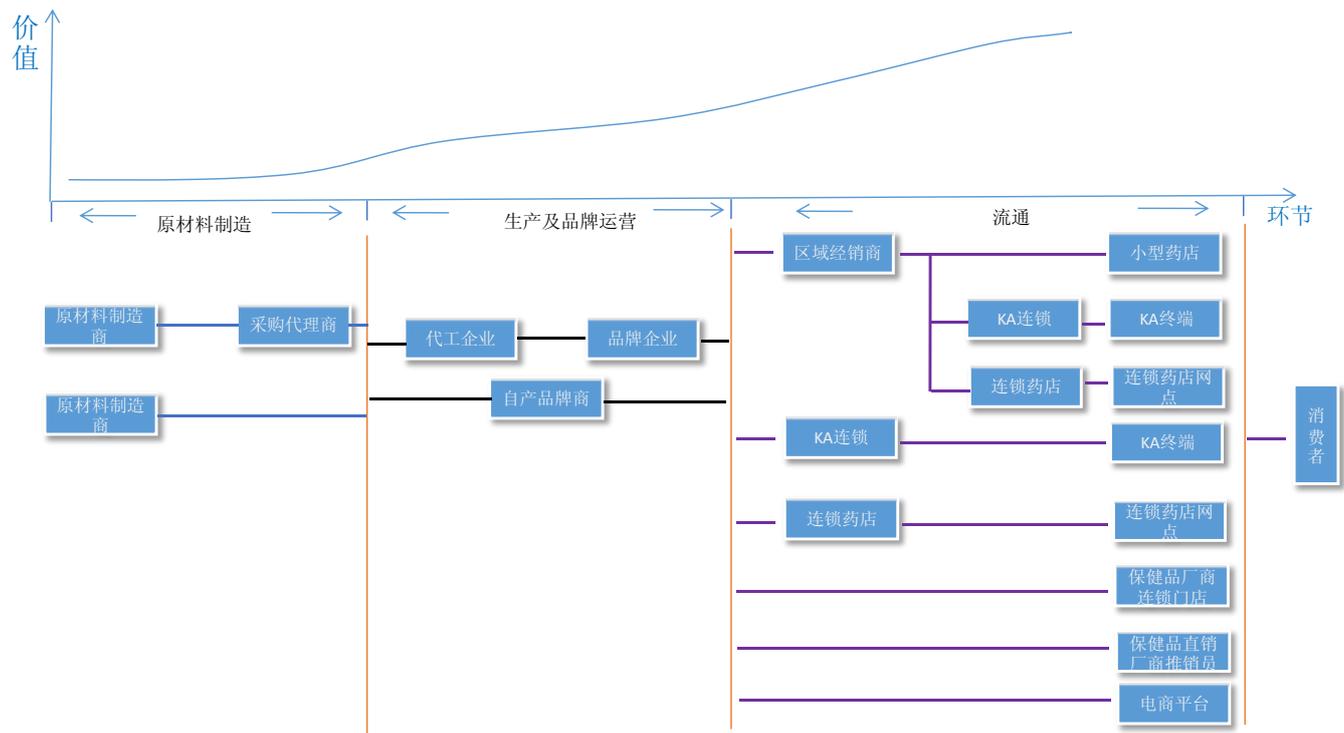


资料来源：华创证券

(二) 产业链：链条较长，生产端轻，流通端重

保健品产业链可以有三个环节的参与商：原材料提供商、生产及品牌运营商、流通渠道，保健品产业从原料到消费者的整个链条中，价值最薄弱的是原材料端，价值最集中的是流通端，价值曲线随产业链往下游延伸而上行。我们在（一）中对保健品制造环节的现状 & 原因进行了分析，将在（三）、（四）中对上游、下游进行讨论。

图表 21 保健品产业链价值曲线及各环节参与者



资料来源：华创证券

(三) 上游：整体弱势，稀缺“难求”

原料中含有能够对人体发挥生理作用的功效成分或功能因子，所以原料的品质直接决定保健食品的功能以及品质。保健品原材料通常包括维生素、矿物质、动植物提取物、中草药、乳清蛋白粉、鱼油等，中高端的保健品还会采用一些珍贵的原料，如灵芝、人参等。

国内原材料供应行业生态并不乐观。低端原料如维生素、矿物质等，国内供应商参与

者众多、市场分散、技术水平低、同质化严重，对下游缺乏议价能力，盈利水平也较低。

监管趋于严格。2014年12月我国《食品安全法修订草案》中提到将更加规范管理保健食品原料目录，到今天为止，目录仍在制定当中，不过可以预期新食品安全法落地后保健食品原料行业的监管会更加完善、严格。

高品质原料供应由全球巨头主导。高品质原料稀有，受制于产地、采购条件、培育成本等，价格昂贵，原料供应商议价能力强，目前，全球知名的高品质原料供应商有恒天然、科宁、巴斯夫、帝斯曼、杜邦等，这些厂商在高品质原料领域深耕多年，份额领先。

图表 22 全球保健品原料巨头



恒天然

科宁

巴斯夫

帝斯曼

杜邦

资料来源：网络资料，华创证券

（四）下游：传统地位强势，电商带来变数

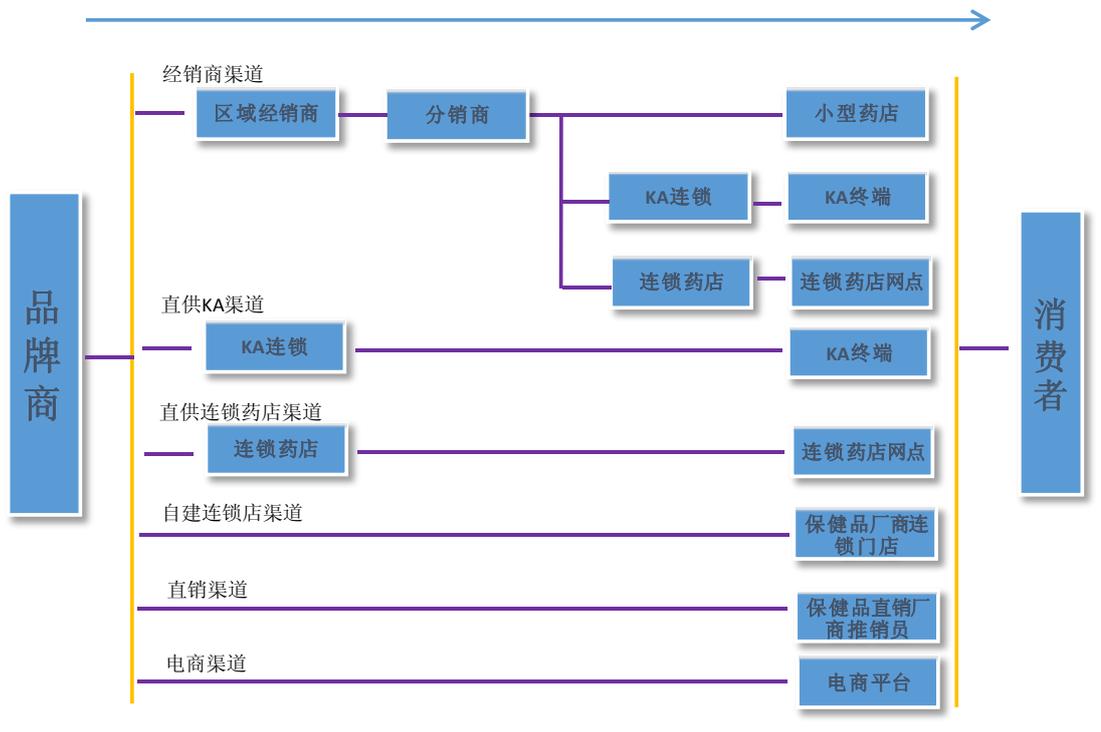
国内非直销企业通常采用经销商模式，这种模式流通环节分食了产业链价值的大部分份额。这与我国保健品行业早期“品牌弱势、渠道强势”的特点有关系。连锁药店及大的经销商长期从厂商3-4折拿货，进货价与零售价的价差全都在流通环节进行消化。这一模式短期有利于品牌商迅速铺货，长期的造成品牌商离消费者太远，缺乏对渠道的掌控力。国内非直销模式厂商多采用这一模式。

国内直销模式通常是多层级销售，流通环节的价值用来补贴每一层级的销售人员，据网络相关资料，直销模式流通环节价值份额也大约在五成到七成。

连锁店模式能够增加企业对渠道的掌控力，并能够深度接触消费者，缺点在于**成本高，品类不够丰富的厂商难以实现盈利**。美国的GNC是典型的连锁店模式，NBTY以及国内的汤臣倍健是连锁店与区域经销商混合的模式。

电商是新兴渠道，渗透率上升迅速，我们认为短期这一趋势还将持续，这一趋势将削弱线下渠道对保健品厂商的议价能力。我们将在行业趋势部分详细阐述我们的观点。

图表 23 国内保健品销售的各种渠道模式



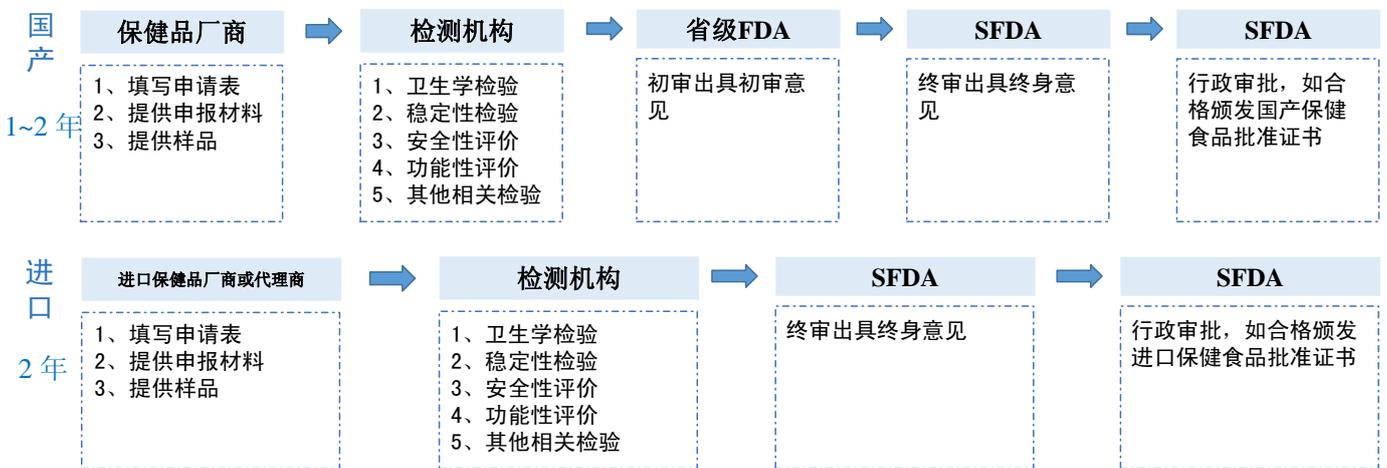
资料来源：华创证券

四、趋势：变革接踵而至，新领域爆发机遇来袭

(一) 政策异动：短期未放松，备案落地将引爆行业规模

注册制下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），俗称“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 1~2 年左右，国外厂商拿批文则需要至少 2 年左右时间。

图表 24 注册制下保健品批文审核流程复杂，耗时较长



资料来源：网络资料，华创证券

新《食品安全法》短期未实质性放松监管。新修订的《食品安全法》已经于2015年10月1日实施，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，中短期看，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），初期实施备案制的维生素、矿物质等均是国内厂商占据优势的产品领域，由此可见，注册制短期并未实质性放松，行业格局变动有限。

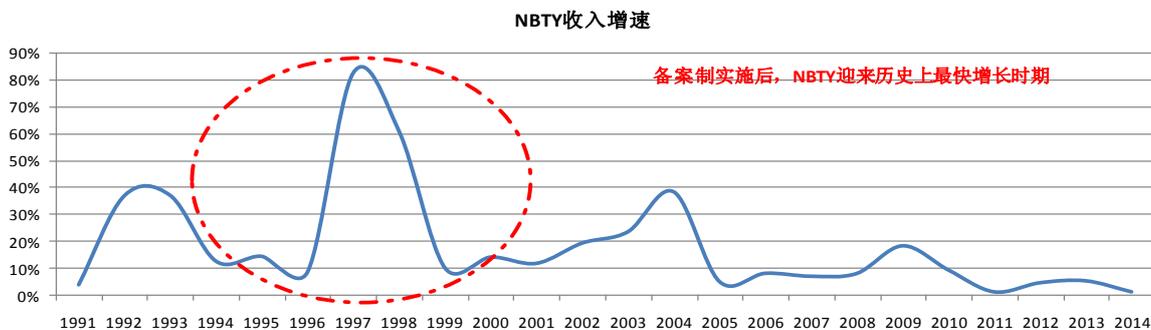
长期对照美国备案制有望开启行业又一春，龙头企业受益。长期参照美国经验，备案制实施后美国营养补充剂行业迎来历史最快发展阶段，年均复合增速23%，是GDP增速的4倍左右，龙头企业NBTY在这一时期通过并购迅速实现品类多元化，实现CAGR+32%的超越行业增长。长期来看我国也有望在备案制实施后迎来行业迅速扩容，优势企业如汤臣倍健等将优先分享这一盛宴。

图表 25 美国保健品行业发展阶段总述

时期	阶段	增速 (CAGR)	概述
1972-1981	高速成长期	15%	《VITAMINS AND MINERALS AMENDMENTS》颁布，FDA 不再像药物一样根据效力去监管维生素和矿物质，监管环境放松
1982-1993	稳定增长期	9%	
1994-2000	爆发性增长期	23%	《DIETARY SUPPLEMENT HEALTH AND EDUCATION ACT》营养补充剂实施备案制
2001-至今	稳定期	5%	行业进入成熟期，增速与 GDP 接近，运动营养品等新兴品类仍保持高速增长

资料来源: Nutrition Business Journal, 华创证券

图表 26 美国备案制落实后龙头企业 NBTY 迎来最快增长期



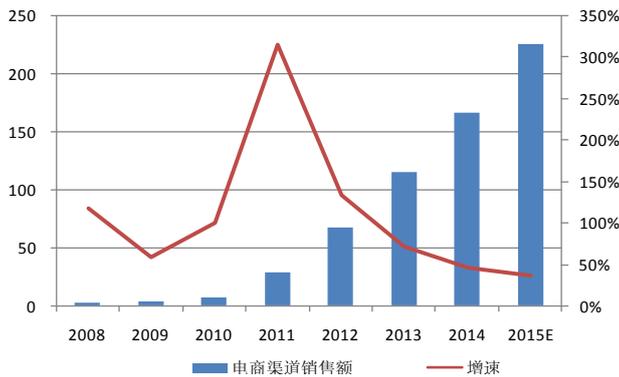
资料来源: Bloomberg, 华创证券

(二) 渠道生变：电商渗透，实体被挤，直销式微

1、产业、品类禀赋及厂商、消费者诉求共同推动线上渗透维持增长态势

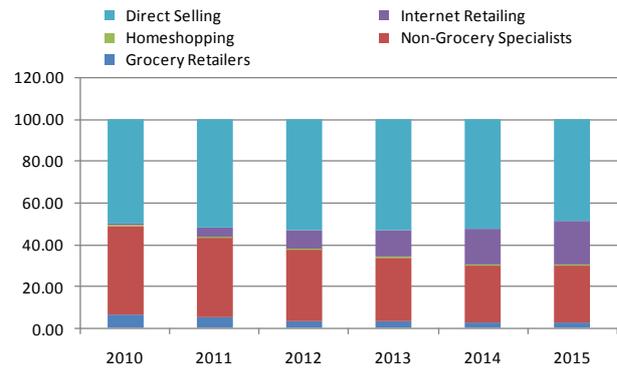
近五年来，保健品电商份额的上升尤为亮眼，从2010年的1.1%上升至2015年的20.7%，而且上升速度没有呈现弱化趋势。我们判断，保健品电商份额上升趋势将维持：

图表 27 直销份额稳定



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 28 线上渠道份额快速上升



资料来源: Euromonitor, 华创证券

产业视角：传统渠道低效、多层加价、水平不均。我国保健品实体终端店低效、加价过高，且整体不发达。传统线下渠道以药店为主，流通环节从经销商到分销商再到终端，往往经历 3 到 4 个环节的加价，多层代理分销模式推高产品价格（国内流通环节加价占终端标价 60%~70%），我们华创证券食品饮料团队 9 月份在上海地区草根调研发现国内品牌保健品线下价格普遍比天猫价贵 10%左右。另外，国内实体店渠道存在地区差异，三四线覆盖率低于一二线城市。低价、高效、方便比价、到达率高的电商渠道抢夺传统渠道份额符合渠道进化规律。

品类视角：保健品具有电商销售的天然禀赋。保健品价格高、质量轻、配送费用低、消费即时性弱、电商平台不间断营业、品类丰富，天然适合线上销售。

厂商视角：电商拉近品牌商与消费者距离。渠道线上化缩短流通环节，压缩成本、提高效率，并且可以直接对接消费者、了解消费者的消费数据，线上份额增大能够有效削弱线下渠道的议价能力，国内厂商有动力去提升线上销售量。

图表 29 线上渠道厂商能够清楚掌握各项经营数据



资料来源: 华创证券

消费者视角：电商契合消费者产品比选、时间碎片、需求多样等特点，符合现代生活习性、节奏的转变。普通药店及连锁商超终端保健品数量通常只有几百种，最多不过千种，但天猫等平台型电商几乎汇聚了所有知名品牌的大部分品类，消费者必选余地大。同时，电商 24 小时营业方便生活节奏较快的现代人利用碎片时间进行购物。另外，线下门店受制于陈列空间有限，上柜的通常是知名、主流保健品，对于长尾、细分需求无法满足，品类极其丰富的电商克服了这一难题。综合而言，电商符合现代人生活习性、节奏的变迁。

图表 30 天猫上保健品 SKU 非常丰富，远多于实体店



资料来源：天猫，华创证券

我们通过对常见的几种消费品电商适销性比较，发现保健品与化妆品电商禀赋接近，而化妆品当前线上份额高达 30% 并且仍保持上升趋势，预计国内保健品渗透率亦将持续提升，且短期难见天花板。

图表 31 常见快消品电商适销性比较

指标	服装	休闲食品	保健品	化妆品
客单价	中	低	高	高
配送成本	低	低	低	低
消费频次	高	高	中	高
仓储成本	低	低	低	低
标准化程度	低	中	中	低
SKU 数量	高	中	中	高
消费即时性	较低	较低	低	较低
电商渗透率	15%	10%~20%	20%	30%

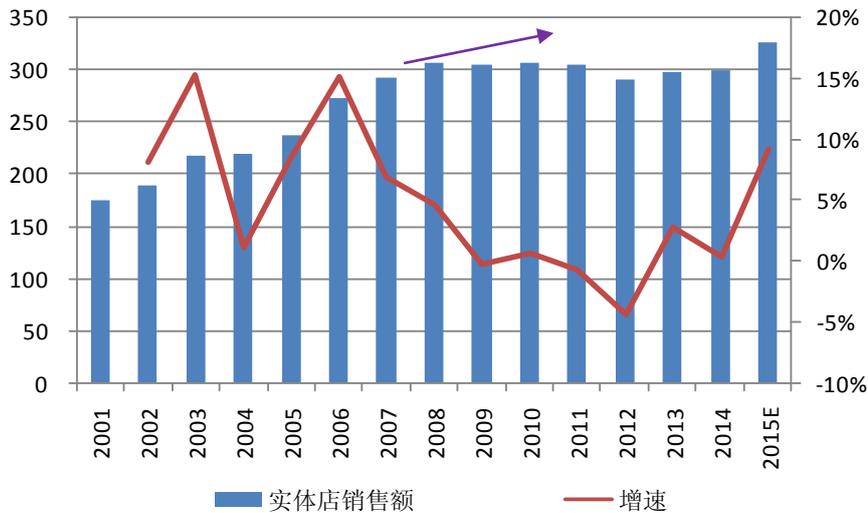
资料来源：华创证券

2、线下门店：份额虽会下降，基数仍在增长，职能难以替代

根据《2014 年中国医药市场发展蓝皮书》，2013 年底我国拥有药店总数 43 万家，其中单体药店及连锁药店分别占比 63%、35%，基数庞大，另外若考虑连锁商超渠道，则终端店基数更为庞大。我国非直销领域保健品领导品牌汤臣倍健至今只覆盖了 6 万个终端，尚不到药店终端总量的 15%，国内厂商线下渠道扩展空间巨大。结合 1 中讨论，线上渠道渗透率提升势必会对保健品企业线下渠道拓展增速造成一定扰动，但实体店依旧是非直销企业实现收入的主要渠道，比如汤臣倍健越有 90% 左右的收入来自线下门店。线下渠道的核心流量入口、产品铺货网络、消费者教育窗口、服务体验载体的职能难以被线上渠道替代。我们综合判断，厂商视角，借助开拓线下渠道仍能提高销售收入，渠道视角，线下渠道提升速度会落后于电商渠道，份额会有降低。

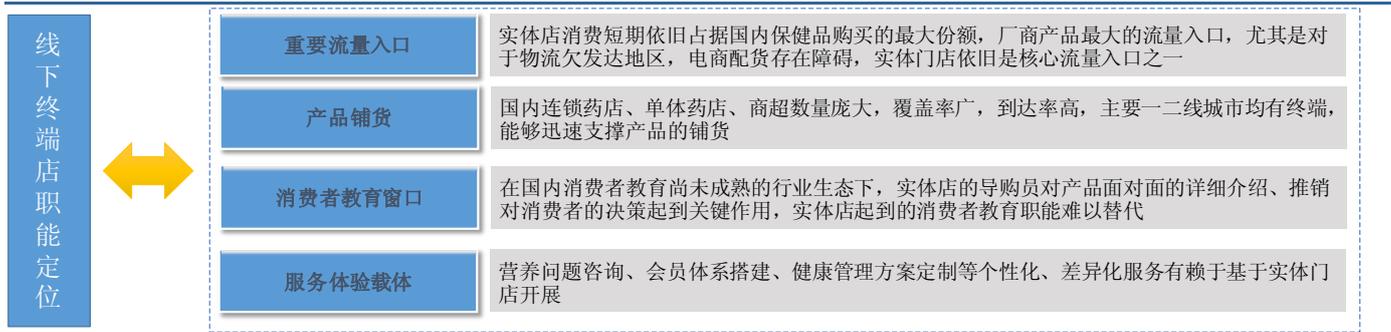
从数据来看，线下实体店零售额也从 2012 年开始重回增长通道。

图表 22 线下实体店零售额趋于稳定



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 33 线下终端职能



资料来源: 华创证券

3、直销：线上鲜有布局，份额或遇调整

直销渠道是份额最大的渠道，这与我国保健品行业特殊的发展历史有关，我国保健品消费意识、消费者教育最初由安利等国外直销巨头培育，外资巨头不受时间、地点限制的、面对面的直销“打法”较好地克服了保健品导入初期消费者认知度低、渠道不完善的诸多限制，并凭借先发优势占领绝大部分市场份额。

但在移动互联网时代，直销企业的渠道线上化建设却步伐蹒跚。直销体系以来多层次代理商的模式与电商去媒介的模式天然相悖，品牌商为避免销售人员抵制，一直鲜有在线上渠道大刀阔斧的建设。安利至今未有在天猫开设旗舰店，虽有手机端易联网推出，但消费群体受限。无限极为了管控价格、防止串货扰乱直销体系仅在其官方网站上搭建电商平台。在天猫平台搜索保健品，仅有一个直销品牌无限极出现，且相关链接是串货的直销人员提供，系违背无限极公司规定。

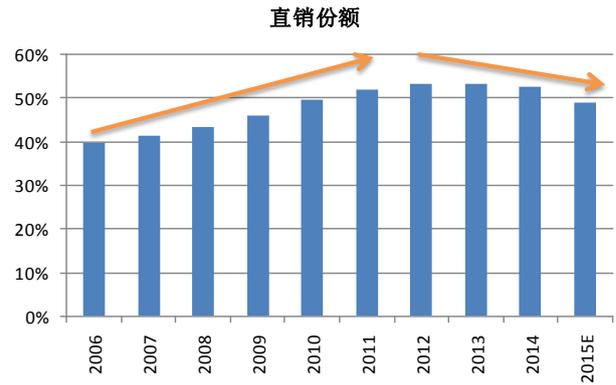
根据 Euromonitor 的预测数据，2012 年开始，直销份额开始下滑，到 2015 年总共下滑了 4.3pct，平均每年减少 1pct。从直销规模来看，直销同比增速也急速放慢。预计电商渠道崛起贡献行业规模增量，直销企业迟迟不愿扰动线下直销体系，其份额将继续下滑。

图表 34 直销规模增速持续下滑



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 35 直销份额持续下滑



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 36 天猫平台鲜有直销品牌推荐, 无限极系违背公司规定

违背无限极公司规定

天猫 Tmall.com 搜索结果: 保健品

品牌: 汤臣倍健, 健力多, **无限极**, 脑白金, 香丹清, 百纯萃健, 善存, 国珍, 康恩贝, 红桃K, 劲生源, 修正, 绿A, 同仁堂

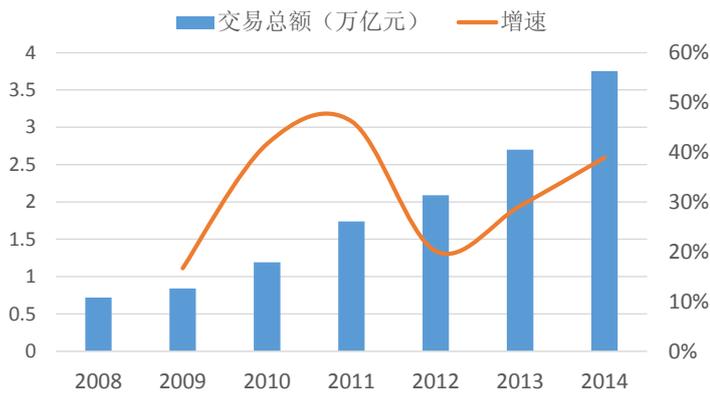
品牌	汤臣倍健	健力多	无限极	脑白金	香丹清	百纯萃健	善存	国珍
保健功能	增强免疫力	补钙	补充多种维生素及矿物质	辅助降血脂	缓解体力疲劳	减肥	补充维生素C	补充维生素D
适宜人群	孕期及哺乳期妇女	女性	中老年/老年	成人	儿童/青少年	男性		
产品剂型	口服散剂	压片糖果	饮料	丸剂	颗粒	片剂	冲剂	粉剂

资料来源: 天猫, 华创证券

(三) 海淘来袭: 全球比选, 国内龙头短期无惧挑战, 长期受益行业扩容

海淘来袭, 国产品牌需从品质、价格、产品线三方面着手应对。海淘商品成为近年来在线购物的“新宠”, 根据易观智库数据, 我国跨境电商交易规模已经从2008年的0.72万亿元上升到2014年的3.75万亿元, CAGR+32%, 增长迅猛。根据易观智库的调查, 国人选择海淘途径购买商品的前三大原因是: 品质信任、价格优势、特殊品类, 足见海淘为消费者提供了更多的品类选择余地及品牌比价空间。海淘商品迅速起量势必给国内商品造成一定压力, 只有从消费者角度出发, 拥有优质产品、价格优势、丰富品类的国内企业才能抵御冲击、从容应对。

图表 47 我国海淘规模爆发式增长



资料来源: 易观智库, 华创证券

图表 38 消费者选择海淘的三个首要原因

为何选择海淘?

- 1 品质信任**
对于奶粉、奢侈品(如: 高端手表)、化妆品等, 消费者对品质的要求较高, 对国外产品更为信任。
- 2 价格优势**
由于国际品牌的定价歧视和中国较高的关税及流转税税率, 国外品牌(尤其是奢侈品和化妆品)进口后在中国零售的价格显著高于海外购买价, 即使考虑海淘的行邮税和物流费用, 价格优势依然明显。
- 3 特殊品类**
某些品牌和商品品类仅在国外有售, 国内没有引进, 随着消费水平的提升, 中国消费者开始追求更丰富的商品品类。

资料来源: 易观智库, 华创证券

海外保健品品牌跨境网购受追捧。落脚到保健品领域, 由于海外品牌缺乏批文, 无法在国内主流药店渠道销售, 跨境电商渠道省去了批文的束缚及线下渠道建设的繁琐, 成为海外品牌入境的首选“口岸”, 海外保健品品牌纷纷布局国内主流跨境电商平台, 欲分食保健品海淘盛宴。目前, 国内消费者选购海外保健品的主流平台有天猫国际、洋码头、京东全球购及美国电商 Amazon.com 等。我们粗略地对天猫国际平台上的海外保健品品牌进行梳理, 发现销量最大的两个品牌是 Swisse 和 GNC, Swisse 在 3000 以上销量的网点单品就有 12 个, GNC 有三个, 若考虑洋码头、京东全球购情况, 数额会更大, 可见海外保健品在跨境电商上的受追捧程度。根据 2015 年双十一天猫销售数据, 排在前三的保健品品牌是 Swisse、汤臣倍健、GNC, 海外保健品实力不容小觑。

图表 59 天猫国际 Swisse 出现多个万级销量产品



资料来源: 天猫国际, 华创证券

图表 40 天猫国际 GNC 出现多个万级销量产品



资料来源: 天猫国际, 华创证券

海淘大单品是国内稀缺品, 消费主体是女性。仔细分析 Swisse 和 GNC 销量大的单品, 发现均为葡萄籽、胶原蛋白等美白减肥类, 而国内保健品厂商在缺乏相应品类布局, 在传统蛋白粉、维生素领域依旧是以汤臣倍健为主导的国内厂商占据优势。葡萄籽、胶原蛋白的主要功效是抗衰老、美白等, 这类产品消费的主体是女性, 淘宝指数的统计结果也验证了这一点, 即女性是海淘保健品的主要群体。国内品牌商线上销售需在品类丰富度、女性群体上下功夫。

图表 41 搜索 swisse、gnc 产品的主要是女性群体



资料来源：淘宝指数，华创证券

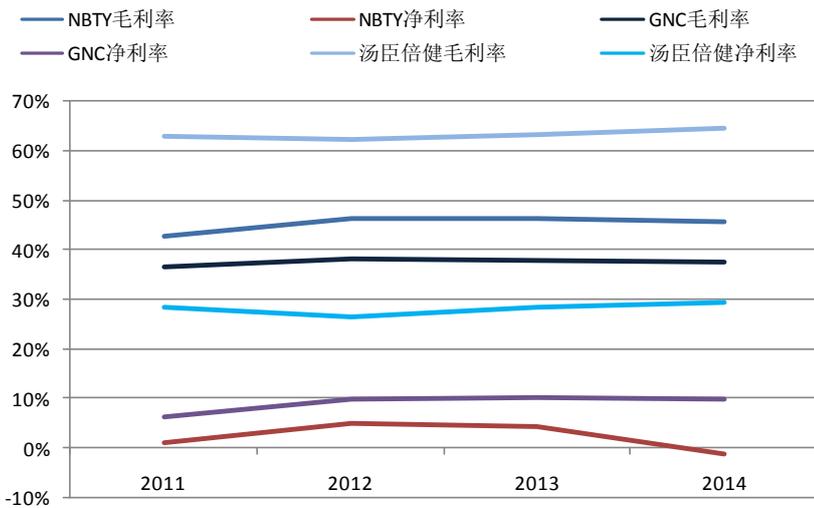
短期来看，国内领导品牌品质、价格、品类丰富度均能从容应对“门口的野蛮人”。考虑国内品牌上能否应对海淘品的冲击，我们以国内非直销领域领导者汤臣倍健为例。结合上述易观智库的调查结果：品质、价格、品类丰富度是消费者的首要考虑因素。汤臣倍健“取自全球，健康全家”的产品理念、姚明、李连杰等超一线代言人、深耕多年的品牌建设使得汤臣倍健在产品品质上丝毫不属于海外品牌。价格方面，我们选取天猫上销量最大的几款汤臣倍健产品与天猫国际上 GNC 的相应产品进行价格比较（价格均选取二者销量最大的网店单品对应的价格），我们发现汤臣倍健整体上比 GNC 略贵，这与汤臣倍健原料相对稀缺、优质、昂贵以及汤臣倍健在国内享有较高的品牌溢价有关，从汤臣倍健双十一天猫全网销量第二也能印证消费者对其价格的认可，进一步说，即使价格存在不合理因素，汤臣倍健管理团队经营策略一贯灵活应变、顺应趋势，汤臣倍健公司管理层也会及时做出应对措施，近日，汤臣倍健线下买赠活动也反映公司价格策略灵活性。品类丰富度方面，汤臣倍健当前品类无法与 GNC、Swisse 等匹敌，但公司每年推出 100 种左右单品的速度以及借海外并购实现“品牌联合国”的短期规划都能使公司迅速补足短板，无惧“野蛮人”挑战。

图表 42 汤臣倍健线上主流产品与健安喜比较分析

汤臣倍健			健安喜		
品名	规格	价格(元)	品名	规格	价格(元)
蛋白粉	455g/罐	313	大豆蛋白粉	315g/罐	128
R 液体钙软胶囊	1000mg*100 粒	88	液体钙镁软胶囊	1480mg*180 片	168
维生素 B 族片	550mg*100 片	133	维生素 b 族	(每粒中 VB1,VB2,VB6,叶酸各 50mg)*250 粒	119
鱼油软胶囊	1000mg*100 粒	98	三倍效力浓缩深海鱼油	1500mg*120 粒	175
R 多种维生素矿物质片(女士)	1.5g*60 片	115	多种维生素矿物质复合片(女士)	60 片	119
鱼油软胶囊	1g*100 粒	98	三倍效力浓缩鱼油	120 粒	158
维生素 C 片	600mg*100 片	106	玫瑰果缓释 vc	1000mg*180 片	105
褪黑素片	500mg*60 片	59.9	美乐通宁褪黑素片	120 粒	98

资料来源：天猫，天猫国际，华创证券

图表 43 汤臣倍健、NBTY、GNC 毛利水平、净利水平比较



资料来源: Bloomberg, 华创证券

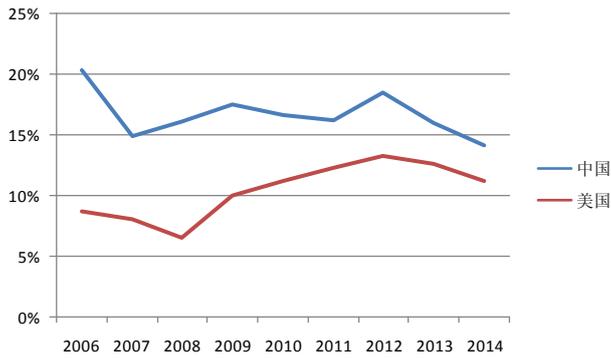
长期来看，海淘品加速消费者教育，丰富消费者选择，势必助力做大行业规模，国内龙头亦将受益。我国当前行业消费者教育尚不成熟，渗透率依然处于较低水平，海淘品的涌入有望提高消费者知晓程度，加速产品在人群中的渗透，做大行业。结合其他消费品经验，葡萄酒关税放开后，国内葡萄酒规模上升明显，足以预判进口保健品涌入也将引爆行业规模。国内龙头企业如汤臣倍健等综合实力突出，预计将有限收益行业的扩容。

（四）新爆发点：运动营养品一片蓝海

我国运动营养品行业增长迅速，人均消费金额极低。我国运动营养领域是保健品行业增速最快的子行业，近 5 年 CAGR+17%，增速迅猛，对标美国，我国运动营养品占据行业份额仅 0.25% 远低于美国的 15% 水平，人均则差异更大，我国人均运动营养品消费金额仅为 0.057 美元，同期美国是 20.9 美元，差距数百倍。

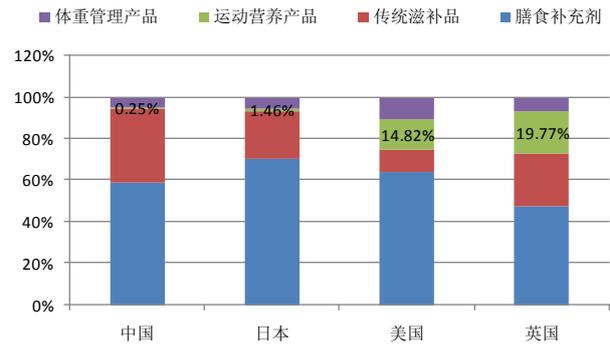
运动营养品行业刚刚起步、空间广阔。运动营养品有望长期引领国内保健品行业的增长。我国运动营养食品在行业起步后的相当长一段时间内，消费群体以国家和各省市的运动员为主。伴随国内运动营养食品行业技术的不断发展及全民健身潮流的风行，国内消费者对运动营养品的认知度也将越来越高，国内竞技体育、健身、运动人群的扩大也将带动运动营养行业迅速持续扩容。即使是在保健品市场较为成熟的美国，运动营养品增速也是长期领先于其它子行业以及 GDP 增速，2014 年，美国运动营养品增长 11.2%，远高于膳食补充剂 4%、传统滋补品 4.6%、体重管理类产品-1.7%，说明美国运动营养产品远未饱和。我国运动营养品行业更加如此。

图表 44 我国运动营养品行业增长迅速



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 45 我国运动营养品占行业份额极低



资料来源: Euromonitor, 华创证券

五、投资逻辑—寻找受益于行业变革趋势的保健品厂商

我们寻找能够顺应渠道变革趋势：线下占据份额，线上具备弹性，从容应对海淘来袭，产品捕捉行业新增长点、长期受益监管放松带来行业扩容机会的 A 股优秀标的。

我们经过比选，发现汤臣倍健是最符合的标的：

(1) 顺应渠道变革：线下优势牢固、份额突出，线下收入增长稳健，线上持续发力、效果持续超预期，线上拓展具备弹性；

(2) 分享新品蓝海：推出新品健乐多布局高成长的运动营养子行业；

(3) 不惧海淘冲击：品质出众、品牌突出、价格策略灵活、品类丰富持续推进，能够有效应对海淘产品涌入；且公司具备海外并购的动力与实力，有望分享海淘爆发的行业新风口；

(4) 拥抱备案落地：作为综合竞争力突出的龙头，长期将充分受益备案制改革带来的行业高速扩容。

关于汤臣倍健能够从容应对海淘产品的判断我们已经在行业趋势部分仔细分析过，下面，我们沿着线下、线上两条主线来分析汤臣倍健的优秀基因。

六、汤臣倍健：线下优势稳固，电商加码未来

我们华创食品饮料团队之前在《主品牌护城河牢固，新品、新业、新机制起航大健康》报告中从新产品、新业务、管理机制角度探讨了汤臣倍健的投资机会。在这里，我们重点从行业趋势角度研判汤臣倍健的投资机会。

(一) 非直销领域领导者，线下三驾马车优势将继续彰显

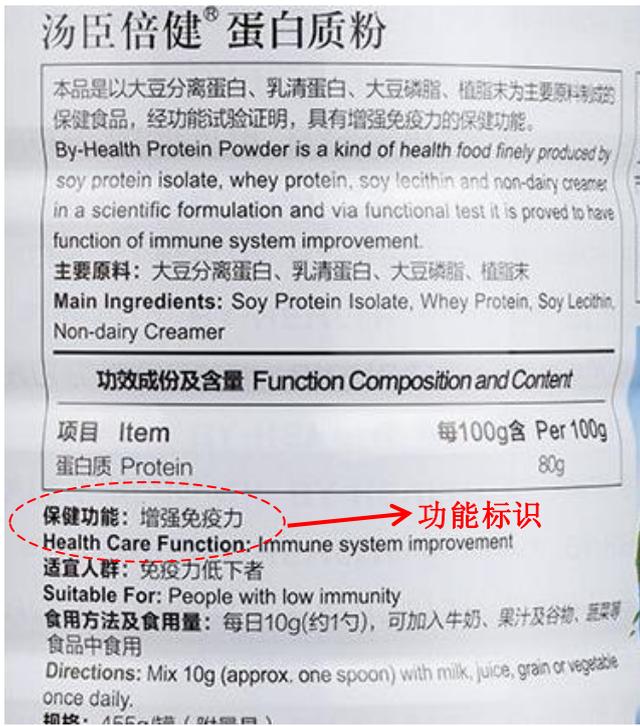
我们在上文讨论过，保健品是兼具药品属性的快速消费品，企业的核心竞争力体现在品牌、渠道、批文、定价。而在国内保健品行业整体定价偏高的特殊国情下，汤臣倍健凭借批文优势屏障了海外知名保健品品牌，凭借渠道、品牌优势逾越了国内其它竞争对手，综合竞争力突出，并将继续优先享受行业的增长。

1、批文优势：屏障海外品牌，助力拓展门店，许可功能标识

首先，汤臣倍健拥有行业内最多的营养素与保健品批文储备，与之相比，国际竞争对手鲜有“蓝帽”批文，根据 2013 年国家药品监督管理局《关于进一步规范保健食品监督管理严厉打击违法违规行为有关事项的公告》“2014 年起，禁止生产、经营和进口未获保

健食品批准文号的片剂、胶囊、口服液、冲剂、丸剂等食品”的规定，国际竞争对手传统打擦边球食品形态入境方式将受到更严厉限制。其次，批文是质量、品质、安全性的最佳明证，拥有批文的商品在进入线下最主流的传统药店渠道时，较受认可，缺乏批文的竞争对手则很难开拓这一渠道。最后，总局《公告》还规定“未获保健食品批准文号的食品不得在标签、说明书上声称保健功能，若声称有保健功能的，已获食品生产许可，一律按食品虚假、夸大宣传违法行为予以严厉查处”，海外竞争对手及缺乏批文的国内厂商无法再其标签上宣传产品功能，而产品标签往往是自身“最醒目的自我展示窗口”，对于消费者购买引导意义重大，公司产品竞争优势更加凸显。

图表 46 拥有批文的汤臣倍健产品标签上可以进行保健品功能声明



资料来源：百度图片，华创证券

图表 47 自然之宝因没有批文不能进行产品功能声明

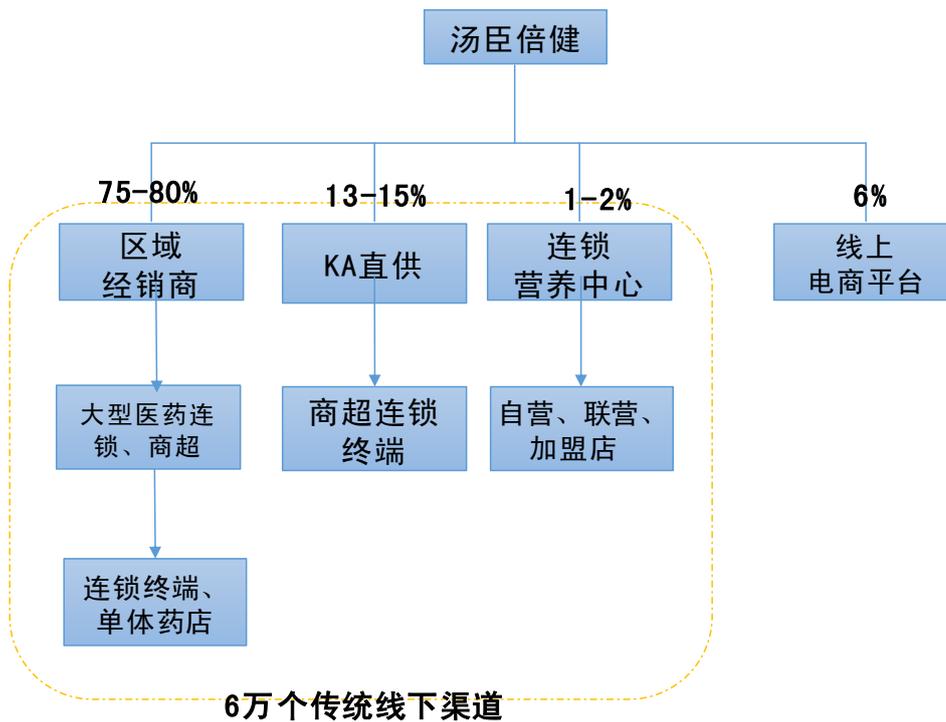


资料来源：百度图片，华创证券

2、门店优势：线下覆盖率广，支撑产品铺货，主导消费教育，承载会员体制

汤臣倍健现有终端 6 万左右，覆盖率广，到达率高，主要一二线城市均有终端，并且每年增加 1 万左右终端网点，能够迅速支撑产品的铺货。相比海外竞争对手，NBTY、GNC 数百个门店的量级，公司终端优势明显。同时，公司相当部分门店均配有导购，在国内消费者教育尚未成熟的行业生态下，导购员面对面的详细介绍、推销对消费者的决策起到关键作用，汤臣倍健又是多数终端店首推及次推产品，竞争力突出，海外竞争对手 GNC 等虽是直控模式但受制于店少影响力有限。再次，汤臣倍健开启建设营养家会员体系，旨在深度绑定客户，输出服务体验，对比合生元、GNC 美国成功的会员 O2O 模式运作，汤臣倍健终端将成为公司会员机制重要的支点。

图表 48 汤臣倍健 6 万个线下终端

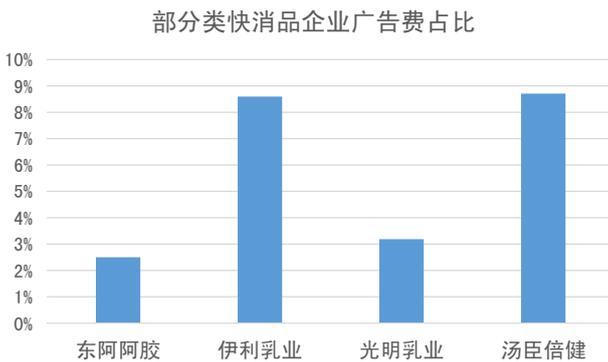


资料来源：公司公告，华创证券

3、品牌优势

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+健康车”等多元化、差异化的途径构筑了牢固的品牌壁垒、优秀的公众形象。作为国内保健品一线领导品牌，公司将受益消费升级趋势下的品牌消费潮流。

图表 49 汤臣倍健广告费支出比例高



资料来源：wind，华创证券

图表 50 超一线明星代言汤臣倍健产品



资料来源：公司网站，华创证券

(二) 线上多点发力成绩斐然、领先初显

线上突破点体现在主品牌线上销量屡超预期，电商新品运作顺畅，互联网营销水平登峰造极，海外并购动力、实力兼具，强强联手值得期待，多点发力或成就线上领导品牌。

1、主品牌线上销量屡超预期，线上关注度持续领先

汤臣倍健品牌 2015 年前三季度线上收入占比从 4% 提升至 6%，线上销量拓展明显。另

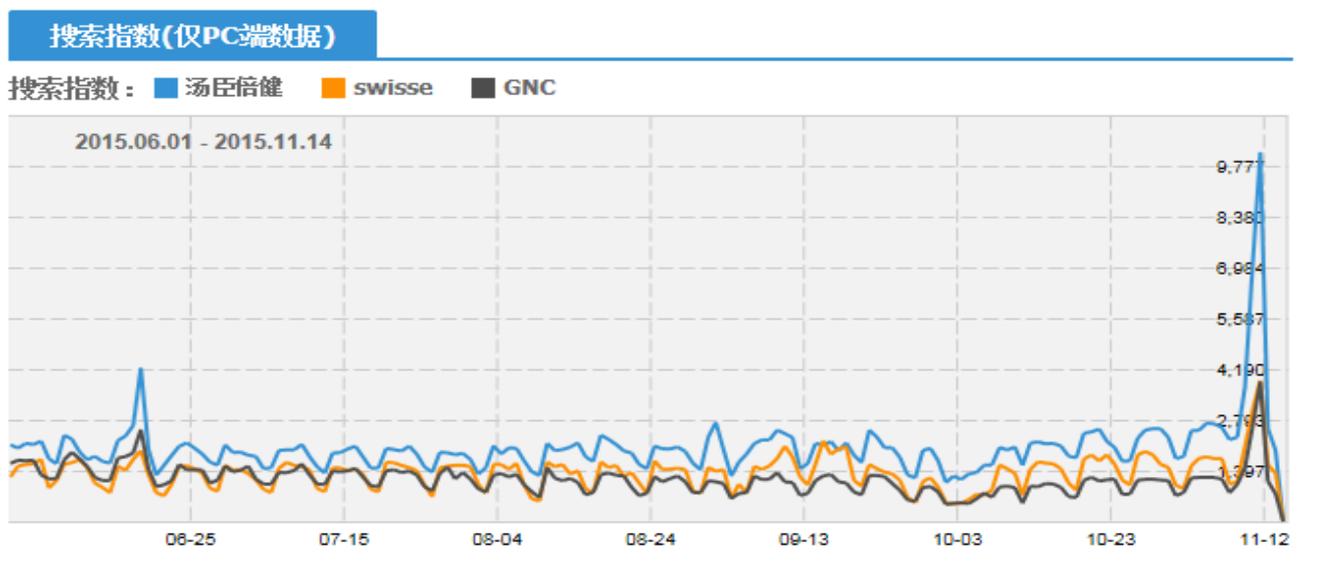
外，结合 2015 年“京东 618 购物狂欢”、“天猫双 11 购物狂欢”大型线上购物活动中，汤臣倍健分别名列保健品品类第一名和第二名，足见在更为充分竞争的线上渠道，汤臣倍健享有高于竞品的品牌认可度。除此之外，汤臣倍健和健力多品牌亦是天猫优先推荐的保健品品牌，极具流量导入效果。淘宝搜索指数的数据也表明汤臣倍健搜索热度远高于竞品，说明汤臣倍健仍是消费者心中的优先之选。

图表 51 天猫搜索保健品优先推荐的是汤臣倍健、健力多



资料来源：天猫，华创证券

图表 52 汤臣倍健淘宝搜索热度远远领先海外竞品



资料来源：淘宝指数，华创证券

2、电商新品运作顺畅，互联网营销水平登峰造极，屡屡吸睛、聚粉，引爆抢购狂潮

电商品牌每日每加运作顺畅，互联网创意营销收效良好。汤臣倍健 2015 年 5 月推出区隔于线下品牌的电商专有品牌“每日每加”，截至 2015 年 11 月 15 日，每日每加已出现多个销量上千的单品，经营较为顺畅。另外，每日每加双十一前夕在《南方都市报》刊登的颠覆传统的封面悬念广告成功引爆话题。每日每加悬念式广告词“寻物启事：寻找 720 天沉淀的美丽”风格清新，整个版面简洁吸睛、色彩多样、布局合理，同时，下附二维码是正版广告的关键所在，用户通过扫描进入游戏互动界面，了解每日每加产品。每日每加定位“年轻人的第一瓶营养素”，这次广告融土豪风格、清新风格、自然元素、悬念设计、二维码入口、趣味游戏诸多细节设计于一体，充分迎合了当下年轻人的生活习惯、潮流、关注热点，收效良好。

图表 53 每日每加推出后多个单品销量上千



资料来源: 天猫, 华创证券

图表 54 每日每加独占《南方都市报》整版头条



资料来源: 网络图片, 华创证券

图表 55 每日每加百万悬赏引爆话题, 明星也凑热闹



资料来源: 新浪微博, 华创证券

健乐多推出四个月收入料已超两千万, 行业空间广阔, 创新性营销水平与每日每加比肩。我们对华创食品饮料团队对健乐多从 2015 年 6 月末推出到到 2015 年 11 月 15 日的线上销量进行统计, 发现四个月来天猫旗舰店销量高达 1281 万元, 若考虑天猫其他店铺、京东、一号店合计销量, 则健乐多累计收入料将超两千万, 不考虑增长即时按照平均每月 500 万估计, 一整年保守估计也不少于 6000 万, 由此可见健乐多业绩爆发力度远强于健乐多。其次, 健乐多互联网营销水平精湛, 双十一前夕策划多场以“晒肌免单”为主题的线上、线下创新互动营销, 这一活动效果极好, 双十一当天健乐多天猫旗舰店荣登运动营养品旗舰店交易指数榜首, 同时“晒肌免单”的微博话题阅读数更是超过 3000 万。我们认为, 健乐多营销团队深刻理解目标客户健身人群“敢爱敢秀”的特点, 能够推出高度契合的创新性、互动性活动, 在短时间内迅速吸睛、聚粉、创造流量, 具有领域内一流的互联网营销水平。另外, 根据我们在行业趋势部分的论述, 我国运动营养品市场仍处于培育期, 空间广阔、增长迅猛, 近年流行的健身文化、户外风潮、体育营销将加速行业的膨胀。汤臣倍健新品运作经验丰富, 善于捕捉行业风口, 深刻领悟互联网营销理念, “成功新品运作经验+顶级互联网营销水平+高速成长、空间广阔的细分领域”将共同驱动健乐多持续爆发式放量。

图表 56 健乐多推出四个月频现“万级”大单品



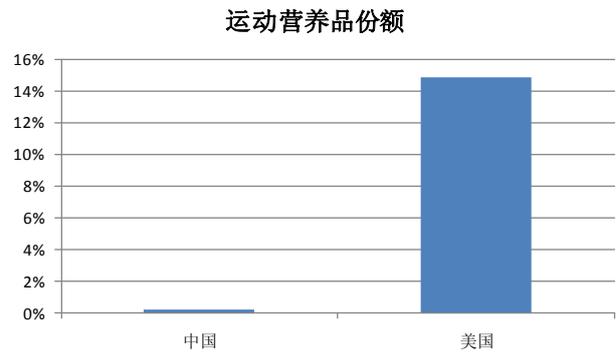
资料来源：天猫，华创证券

图表 58 健乐多高度吸睛的“晒肌免单”活动全国二十城及上千家健身房举办



资料来源：百度图片，华创证券

图表 57 中、美运动营养品份额差异巨大



资料来源：Euromonitor, 华创证券

图表 59 “晒肌免单”活动引发火爆的转发、讨论、话题营销



资料来源：新浪微博，华创证券

3、海外并购：动力十足、资金充沛，伺机而动适时打造“品牌联合国”

公司近两年一直在寻求优秀的海外并购标的，海外并购对于公司而言意义重大：首先，公司现阶段 SKU 数量不足，只有几百种，而海外竞争对手通常有数千甚至上万种，国内审批流程复杂、耗时较长，通过海外并购实现 SKU 扩充、打造“品牌联合国”是较为合理的做法；其次，公司在国内线下终端众多，有望结合保健品批文申请领域的储备及经验帮助海外品牌以合规形势导入自身销售体系；第三，海淘渠道保健品增速迅猛，公司有望借助并购捕捉这一风口。同时，公司负债率低，增发后有三十多亿的现金储备，有开展并购的能力。

(三) 同行比较：汤臣倍健线上、线下优势突出，综合竞争力显著

我们将汤臣倍健与主要海外竞争对手进行比较，分析各自优势、劣势。

我们发现，汤臣倍健的优势在于批文、终端、品牌知名度及营销能力，与我们上文讨论一致，这三个方面共同铸就了汤臣倍健在线下以及线上的地位。结合我们在报告第四部分的海淘品冲击分析，公司产品类偏少可以通过持续推出新品（当前每年约有百种新品推出）+海外并购解决，略高的价格是因公司产品原料、品质、品牌的合理溢价体现，且公司机制灵活深刻理解行业趋势，能够适时对价格策略做出调整。综合来看，公司相对弱势之处都较易克服。

图表 60 主流保健品厂商比较

指标	汤臣倍健	NBTY	GNC	安利（中国）
产品领域	以膳食营养补充剂为主，新推出运动营养品、传统滋补品	全面的膳食营养补充剂系列，	高	高
国内品牌知名度	极高	高	高	极高
代言人	姚明、李连杰、陈映蓉	汤唯、金秀贤	-	曾签约众多体育明星，现无代言人
品类丰富度	数百种	3000种	1500	数百种
销售模式	非直销	非直销	非直销	直销
批文储备	93	无	无	38
价格	高	中高	中高	最高
线下终端建设	6万多终端	少	少	直销网络覆盖全国
线上渠道	天猫、京东旗舰店	天猫、京东旗舰店，海淘网站	天猫、京东旗舰店，海淘网站	无
线上营销能力	极高	较高	较高	较高
指标	汤臣倍健	NBTY	GNC	安利（中国）

资料来源：华创证券

综上，我们认为批文、终端、品牌力及营销力三大核心优势将继续使公司优先受益行业增长，公司产品有限可通过“研发+海外并购”解决，溢价合理且价格策略灵活，长期看，公司综合竞争力突出。

（四）会员机制或打破区隔、整合双渠道优势

前文我们分析了公司在线下牢固的领跑地位及线上逐渐显现的领导者姿态，但当前公司线上、线下渠道区隔运营，缺乏相关载体打通隔膜。我们认为，公司“营养家会员体系”成为打通公司“任督二脉”的核心利器。

借助营养家会员体系整合双渠道优势。公司自2014年开始试点建立汤臣倍健营养家会员店和汤臣倍健健康体验中心，2015年计划投入3000-5000万元用于“营养家”会员平台，其主要作用是为经销商、零售高等合作伙伴提供更多增值服务，进而提升复购率和交叉购买率。当前公司会员基数主要来自线下门店，线下端有门店导购介绍、邀请等方式。营养家线上操作、线下体验的模式有望打开公司线下渠道、线上渠道的区隔：公司借助电脑或手机端将新的产品推介、营养资讯、折扣优惠、线下活动推介给会员，会员既能在线上网购享受相关折扣及在线健康服务，还能通过线上预约等方式亲赴实体店体验差异化服务。会员体系利于公司整合双渠道领导者优势，增强消费者的品牌忠诚度。

图表 61 营养家会员当前享受在线健康管理师服务、营养顾问服务、积分会员权益等



资料来源：公司网站，华创证券

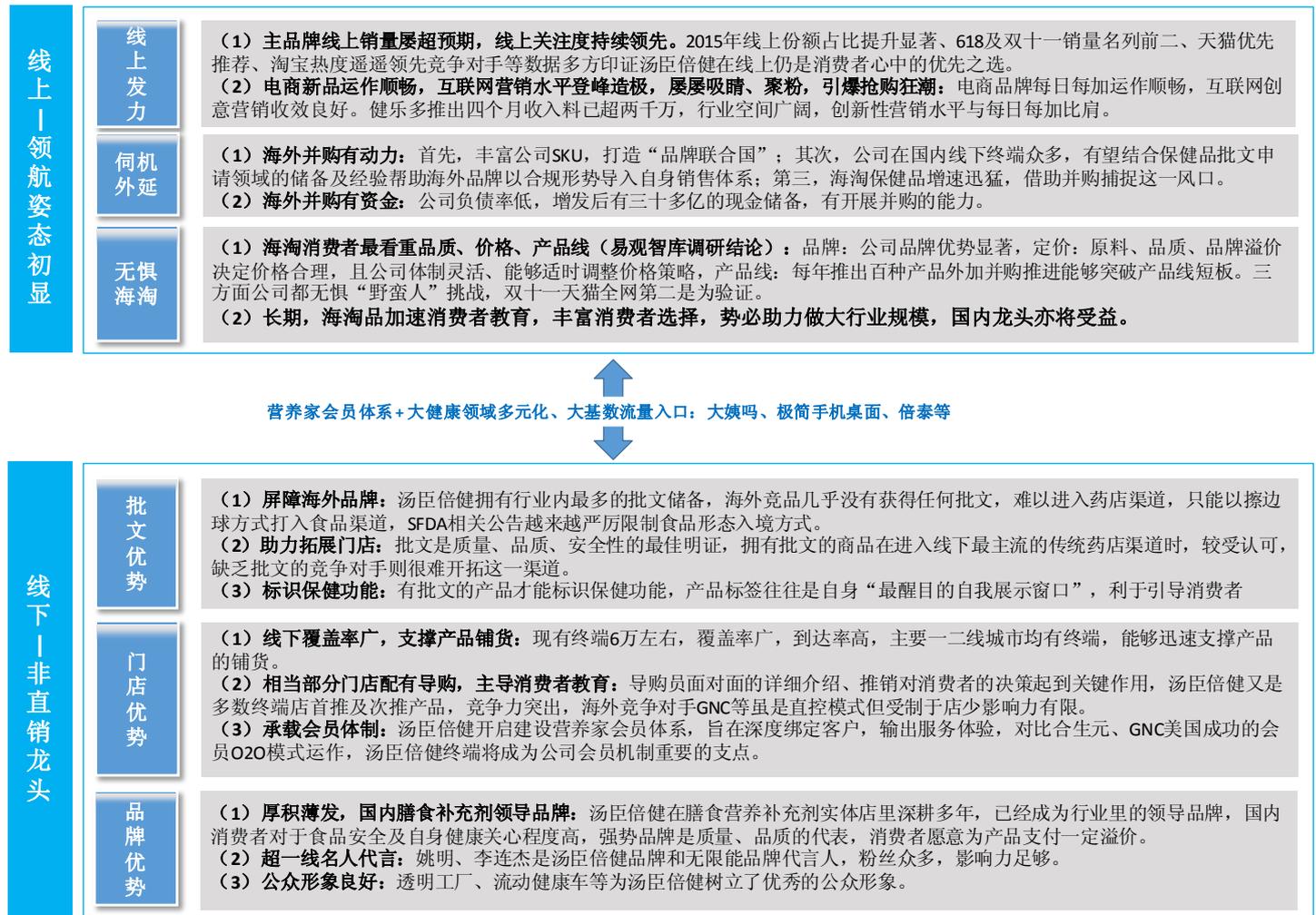
图表 62 营养家会员凭积分兑换礼品



资料来源：公司网站，华创证券

视线放长一些，公司还有网整合线上、线下、大健康领域资源，通过会员体系、健康标的共同搭建流量入口，深度拓展健康服务。公司布局标的大姨吗拥有 8000 万用户、极简手机桌面拥有 650 万用户、倍泰等拥有丰富的医疗机构资源，这些移动互联网标的用户基数庞大并且使用粘性较高，是天然的优良 O2O 流量入口，公司有望整合线上、线下、投资标的优势，打通区隔，实现 O2O 闭环，借助“营养家会员体系”，形成深度粘性，从产品提供商实现向综合性健康服务提供商的转型。

图表 63 渠道视角的汤臣倍健投资逻辑



资料来源：华创证券

(五) 盈利预测

我们对盈利的预测考虑以下因素：(1) 考虑线上线下增速差异，线下每年1万左右门店，线上快速起量，我们预计汤臣倍健主品牌 2015、2016、2017 增速分别是 20.0%、20.31%、21.29%；(2) 奈梵斯业务持续收缩；(4) 佰嘉：健力多爆发式放量是公司 2015~2017 年的重要看点，佰嘉业务板块今年收入贡献大概率超过 2 亿元，贡献显著；(5) 佰悦旗下健乐多四个月实现收入 2000 万，单月 500 万，布局行业风口，明年收入有望接近 1 亿，每日每加聚焦女性消费者，双十一营销聚粉、吸睛效果良好，未来值得关注；(6) 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、29.34、37.44 亿元，Yoy +33.1%、+29.3%、+27.6%，归母净利润为 6.62、8.55、10.78 亿元，Yoy +31.7%、+29.2%、+26.0%，对应 EPS 为 0.91、1.17、1.48 元。当前价格 34.74 元，对应明年估值 30x，处于合理水平。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：海外保健品龙头简介

(一) 直销巨头安利

安利是全球直销领导者。安利全球总部位于美国密西根州，1959年由杰·温安洛和理查·狄维士创立。刚成立的时候，安利只是一家卖肥皂的小公司，经过五十多年的发展，安利如今已成为收入达 108 亿美元、拥有 21000 名员工、390 万名推销人员、业务遍布 90 多个国家和地区的全球直销巨头。上世纪 90 年代，史提夫·温安洛和狄克·狄维士继承他们父亲的事业，成为安利的第二代掌舵者。1999 年，温安洛和狄维士家族调整了公司组织架构，成立新的控股公司安达高作为安利的母公司，同时安达高还控股安利的兄弟公司 Quixtar(负责安利在美国的业务，现已更名为 Amway Global)， Access Business Group (为安利以及其他品牌商提供个人护理、家庭护理产品的生产、包装业务) 以及 Amway Hotel Corporation 等。2012 年福布斯评选的全美最大私有企业中，安利名列第 26 位，在 2015 年《直销新闻》杂志中排名全球直销 100 强第一名。值得注意的是，安利至今未从银行贷过款，并且至今仍未上市。

图表 64 安利第一代掌舵人杰·温安洛和理查·狄维士



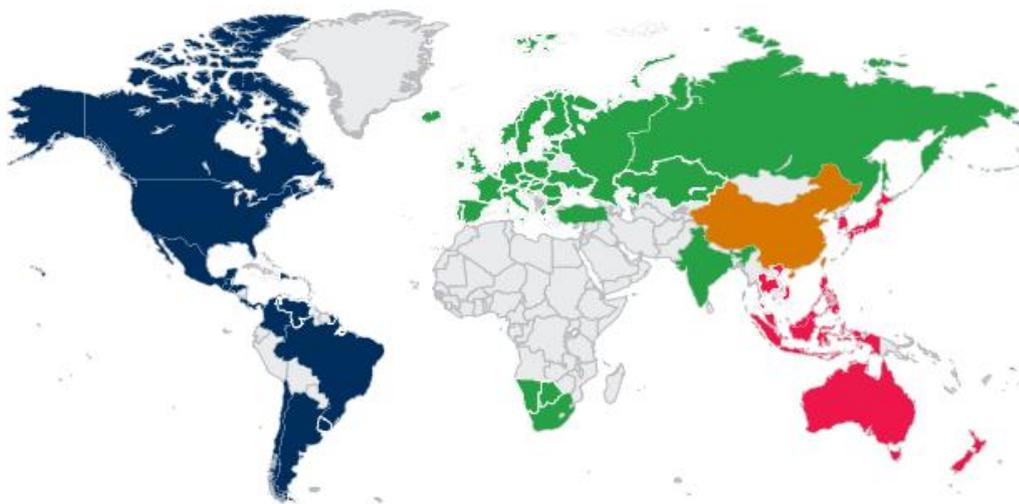
资料来源：安利网站，华创证券

图表 65 安利第二代掌舵人史提夫·温安洛和狄克·狄维士



资料来源：安利网站，华创证券

图表 66 安利的业务遍布全球（着色部分）



资料来源：安利网站，华创证券

安利最大的收入来源是营养品业务，最大的收入来源地是中国。营养品、美容用品、耐用消费品、家居护理产品是安利的四大收入来源，2014年这四类业务分别贡献了收入的43%、25%、19%、8%，合计份额95%。安利在营养品、美容用品、耐用消费品领域均有行业领导品牌，营养品业务拥有全球销量极高的纽崔莱品牌，美容用品拥有全球五大护肤品品牌之一雅姿，耐用消费品品牌 eSpring 在全球家用净水系统领域销量第一。从地域来看，安利十大市场是中国、韩国、日本、美国、泰国、俄罗斯、台湾、印度、马来西亚和乌克兰，其中中国贡献了安利总收入的四成份额，贡献最大。

图表 67 安利四大产品线



营养品

美容用品

耐用消费品

家居用品

资料来源：公司网站，华创证券

安利中国：膳食营养补充剂市场的开创者与培育者，快速增长之后速度放缓。安利分别在 1995、1998 年将雅姿和纽崔莱品牌引入中国，截至 2014 年安利中国已经实现收入 287 亿元人民币，是安利最大的收入来源地区。安利在中国的发展过程中，始终绕不开的是政府及民间对于其直销模式的顾虑，中国政府对直销监管的态度及方向也体现在安利的收入波动中。如下图所示，安利在中国的发展可以划分为四个阶段：

(1) 初步培育期，安利 1992-1995 年在中国投资建厂，并在 1995 年完工后导入部分产品，在国内市场反响强烈；

(2) 调整期，1998 年国内传销禁令的颁布是安利业绩的一个重要转折，安利在被中国政府停业 3 个月后，安利主动打破海外营运将近 40 年的传统，按国内规定采用“店铺销售+雇佣推销员”的方式转型，并取得政府批文。

(3) 快速增长期：采用新的经营模式后，伴随安利纽崔莱、雅姿等品牌的引入，安利凭借高质量的产品、领先的管理、创新的体育营销方式、良好的公益形象在国内迅速扩张，同时，也得益于这一时期 SARS 事件对国民营养保健意识的刺激以及 2006 年直销牌照颁发使得国内直销监管环境趋于明朗。行业与公司因素的双重叠加，使得安利中国从 1998 年到 2013 年十五年收入增长了 91 倍。

图表 68 纽崔莱成为 27、28 届奥运会中国代表团唯一专用营养品



资料来源：安利网站，华创证券

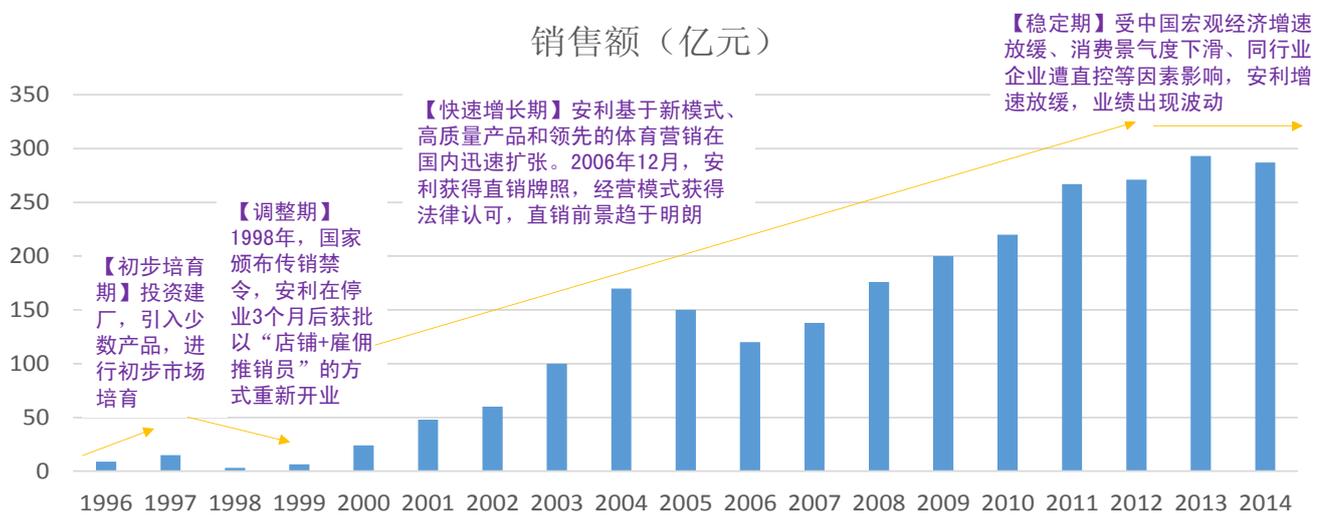
图表 69 刘翔代言纽崔莱产品



资料来源：安利网站，华创证券

(4) 稳定期：经历了前期高速的扩张，安利也伴随中国经济出现了放缓的趋势。一方面，下游需求不景气，行业增长放缓，保健品行业竞争对手增加导致行业竞争加剧。另一方面，保健品质量轻、价格高天生适合线上消费的属性使得电子商务时代线上销售渠道对线下市场替代凶猛。还有一方面，国外保健品企业多采取直销模式进入中国，其他企业直销模式被媒体质疑也会导致人们对整个行业的顾虑，这也是安利 2014 年业绩下滑的原因之一。自此，安利在行业变革、渠道变革的双重因素下，收入出现波动，增长渐趋平缓。

图表 70 安利中国的四个发展阶段



资料来源：维基百科，公司网站，华创证券

图表 71 中国对直销监管政策演变



资料来源：网络资料，华创证券

电子商务定位于服务直销，或致线上地位弱化。电子商务时代，安利中国线下的领先地位并未能在网上得以复制。根据公开资料，为避免对线下直销体系造成冲击，安利总裁层承诺不做 B2C 模式，采用 O2O 模式----将电商直接嫁接与直销模式。这种模式以微信公众号为载体，在直销人员推销产品的时候能够基于公众号交互实现在线下单，更好地支撑了线下的直销业务。因此，安利（中国）电商的尝试本质上市帮助直销人员提升效率，而非借助线上实现压缩渠道、提升流量。B2C 缺失也就造成了安利在电商端的弱势地位。

(二) 膳食营养补充剂领导者 NBTY

膳食补充剂领导者，品类、品牌、品种丰富。NBTY 公司前身为创建于 1971 年的自然之宝公司，发展至今已经成为在世界占有领先地位的，从事研发、生产和销售高品质营养补充剂的综合性公司。根据 NBTY 官网介绍，NBTY 全球拥有 22 个生产基地。旗下超过 150 个世界知名品牌取自全世界范围内的天然原料，拥有 7 个世界级顶尖研发实验室，公司产品种类丰富达 3000 多个品种，超过 22,000 个单品(SKU)，拥有 150 多个国际知名品牌。

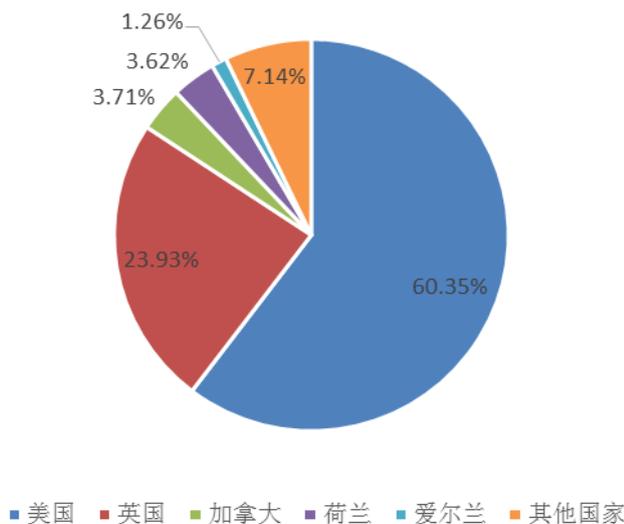
图表 72 公司发展历程



资料来源：NBTY 网站，华创证券

收入主要集中于发达国家。区别于安利，NBTY 全球的收入主要集中于发达国家，公司产品主要在美国本土、加拿大、英国、荷兰、爱尔兰等国家销售，2014 年，美国占据公司销售总额的 60%，英国占据 24%。

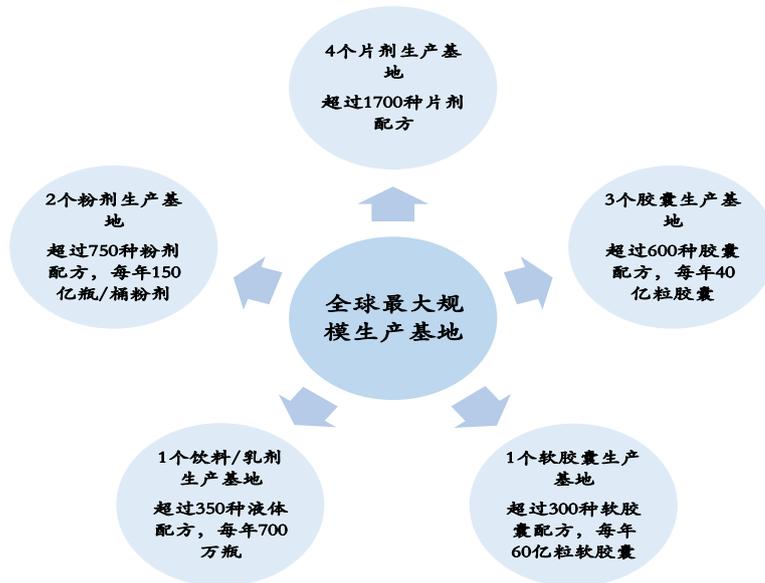
图表 73 2014 年 NBTY 销售地区结构



资料来源：Bloomberg, 华创证券

拥有全球最大规模营养补充剂生产基地，产品自产率极高。根据公开资料介绍，NBTY 公司拥有业内最大规模的生产设施厂房面积达 150 万平方英尺，并且 NBTY 控制着从采购到零售的众多环节，大约有 95% 的产品自己生产。

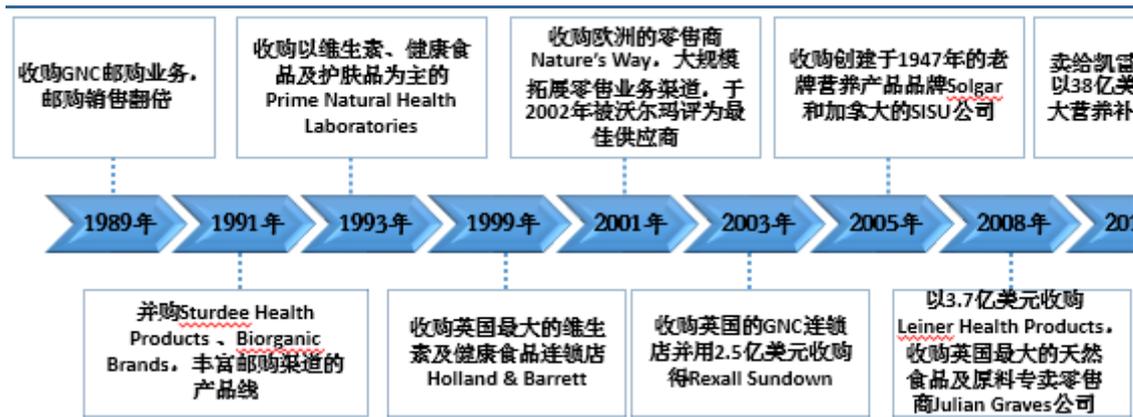
图表 74 NBTY 规模庞大的生产基地



资料来源：NBTY 年报，华创证券

产业链频繁并购，外延式持续扩张。自 90 年代以来，NBTY 开始了频繁的收购，其收购范围涵盖整个产业链，包括生产商、经销商、渠道商在内都成为其收购标的，大规模收购造使得 NBTY 实现了纵向和横向的扩张。

图表 75 NBTY 发展历程



资料来源：NBTY 网站，华创证券

图表 76 NBTY 通过并购拥有多款知名品牌

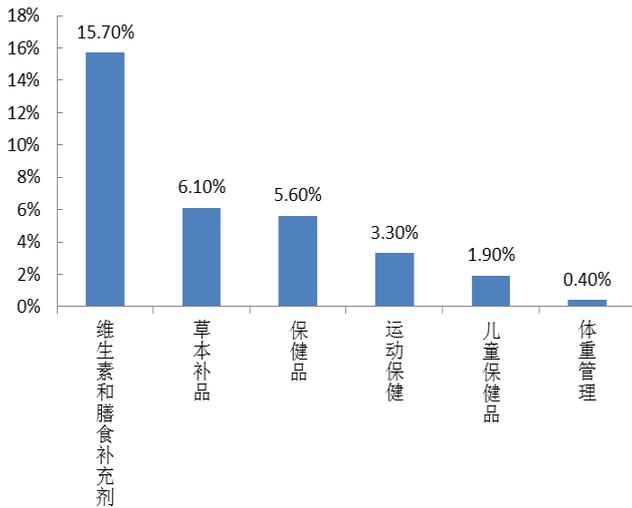


资料来源：NBTY 网站，华创证券

（三）澳大利亚保健品龙头——Swisse Wellness

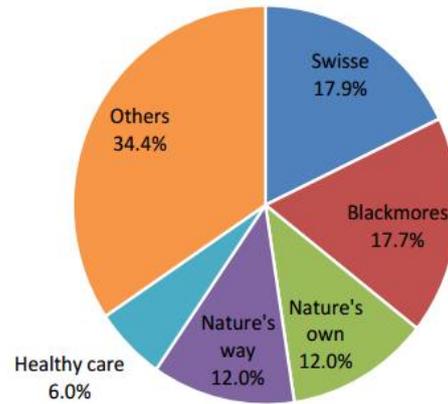
产品外延式发展，品类不断扩大。Swisse Wellness 的前身是 SwisseVitamins，成立于 50 年代末期，初期主要集中于维生素产品的生产。直到 2005 年开始，这家公司开始将保健品范围扩张到维生素和膳食补充剂（VDS），2009 年至 2013 年这一品类销售收入增长了 10 倍，近 215 百万美元。目前，Swisse 旗下拥有 258 个 SKU 单品，在澳洲膳食营养剂市场中多个品类市占率名列前茅，其中多种维生素、磷虾油、液体胶原蛋白、奶蓟草（护肝）、缬草油（改善睡眠）及钙+维生素 D 的市占率均为第一。

图表 77 产品品类不断扩张



资料来源：Euromonitor，华创证券

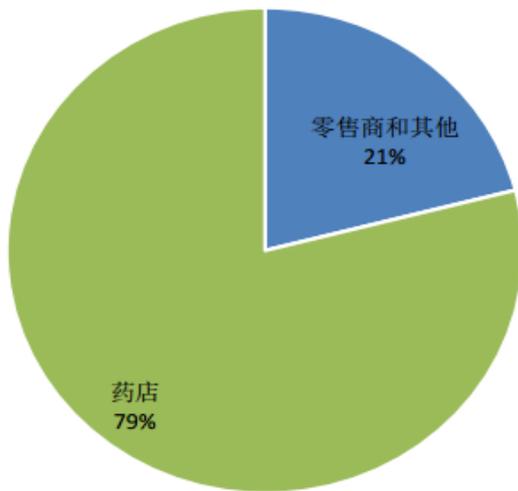
图表 78 膳食补充剂在澳大利亚 Swisse 排名第一



资料来源：Swisse 年报，华创证券

国际市场四处圈地，牵手合生元发力中国。目前公司 80-90% 的收入来自于澳洲，销售渠道中药店的占比最大，占比 79%。2013 年 2 月公司与美国最大的连锁药店沃尔格森签订分销协议。2013 年 11 月公司与 PGT Healthcare（美国消费产品制造商宝洁及以色列仿制药巨头梯瓦（Teva）成立的合资公司）签订分销协议，将品牌向亚太、拉丁美洲和欧洲地区扩张，并计划在 2020 年新增覆盖 20 个国家，剑指世界保健品领导品牌。基于亚太地区的主市场像日本、中国、韩国等地区对于国际大品牌的偏好，借助 PGT 渠道的开拓和营销的推动，预计未来亚太将会成为核心市场之一。2015 年 9 月 17 日合生元宣布收购 Swisse 公司 83% 的股权，中国将成为未来重点市场。

图表 79 2014 年 Swisse 销售收入按渠道划分



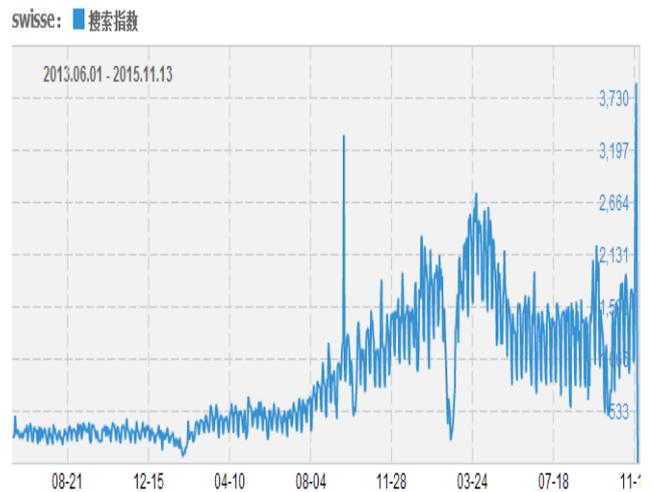
资料来源: Swisse 年报, 华创证券

图表 80 Swisse 品牌通过 PGT 覆盖全球



资料来源: Bain, 华创证券

图表 81 Swisse 淘宝搜索指数在 2014 年后攀升



资料来源: 淘宝指数, 华创证券