



## 买入（首次）

所属行业：食品饮料  
当前价格(元)：26.82

### 证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

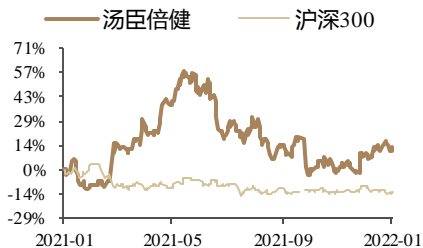
邓周贵

资格编号：S0120521030005

邮箱：dengzg@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.77	12.69	16.81
相对涨幅(%)	8.91	13.77	18.65

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 汤臣倍健：品牌产品渠道皆蓄力，科学营养挂云帆

### 投资要点

- **公司率先将膳食营养补充剂引入非直销领域，打造品牌成长为行业龙头。**汤臣倍健2002年正式进军国内膳食营养补充剂市场，在国内率先将膳食营养补充剂引入非直销领域并取得先发优势，在药店渠道形成壁垒。且公司通过全球优质原材料进口保障产品品质，通过姚明代言、线上线下多维度推广成功塑造品牌，2020年在中国维生素与膳食营养补充剂领域市占率第一，达到10.3%。
- **中国VDS行业政策监管调整到位，预期未来严监管成为常态，行业保持稳健增长，市场集中度有提升空间。**行业监管从宽松粗放走向全面严格，准入政策由单一注册制向注册备案双轨制转变，对“夸大宣传”等乱象进行严监管，执法力度显著提升，行业经营得到规范。对比美国、澳洲、韩国，行业监管趋严环境下我国VDS行业集中度有进一步提升空间。中国VDS行业仍处发展中期，2021年市场规模近2200亿元，人均消费量23.4美元，对标日本、韩国仍有5-6倍成长空间，多项需求因素拉动VDS行业成长，根据欧睿数据，预期2026年VDS行业市场规模将接近3000亿元，2021-2026年CAGR为6.57%。
- **渠道结构上直销份额下降、药店渠道企稳、电商渠道仍在高速增长。**分渠道来看，监管政策对直销渠道产生冲击最大，受权健事件影响直销份额大幅萎缩；受跨境电商和消费习惯转变影响，电商渠道高速增长；药店渠道在医保卡政策调整及疫情影响下占比有所下降。2021年中国维生素和膳食营养补充剂渠道结构为电商40.6%、直销29.6%、药店20.1%，预期电商未来仍为主要增长渠道，药店渠道份额长期有望保持稳定。
- **公司大单品战略出击，积极布局细分高潜赛道，有望多点开花。**公司2017年提出大单品战略，通过健力多的成功范例积累经验，进一步提出“大单品+形象产品+明星产品”产品矩阵聚焦资源投放，提升费投效率。我们认为Life-space具有成功基因，产品功效显著，适用人群广泛，成长可期。且舒百宁、健安适等多款产品定位多个细分高需求赛道，均在逐步培育推广中，未来有望多点开花。
- **药店、电商双渠道龙头，药店渠道地位稳固，启动销售变革助力终端动销，电商渠道份额有待提升。**在渠道端，公司率先进入药店渠道，终端网点广覆盖，且蓝帽子储备充足，龙头地位稳固。2020年公司启动经销商裂变，建立主业、健力多、Life-space三个独立的经销商体系，促进多元产品线共同发展。2021H2公司启动销售变革，规范促销力度及赠品制度，保障渠道利润空间，并搭建千人营养天团助力终端动销，2022年公司药店渠道有望迎来拐点。随着电商渠道崛起，公司启动电商品牌化战略大力发展线上渠道，境内主营业务收入中线上营收占比从2018年的20.5%提升至2020年的28.8%，据第三方数据，2020年汤臣倍健品牌在天猫VDS类目、京东医药保健行业中市场份额均位列第一。公司增资麦优提升电商运营能力，在电商渠道单独设立研发团队加速产品研发推新，未来电商份额有待进一步提升。
- **投资建议：**我们预期2021-2023年公司实现营业收入72.42/87.71/107.03亿元，同比增长18.8%/21.1%/22.0%；实现归母净利润17.98/22.12/27.01亿元，同比增长17.9%/23.0%/22.1%；预期EPS分别为1.06元/1.30元/1.59元，对应PE为25.4/20.6/16.9倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**电商渠道竞争加剧；新品推广不及预期；终端消费疲软；商誉减值风险



股票数据		主要财务数据及预测				
总股本(百万股):	1,700.31		2019	2020	2021E	2022E
流通 A 股(百万股):	1,012.02	营业收入(百万元)	5,262	6,095	7,242	8,771
52 周内股价区间(元):	21.06-37.65	(+/-)YOY(%)	20.9%	15.8%	18.8%	21.1%
总市值(百万元):	45,602.28	净利润(百万元)	-356	1,524	1,798	2,212
总资产(百万元):	12,064.64	(+/-)YOY(%)	-135.5%	528.3%	17.9%	23.0%
每股净资产(元):	6.11	全面摊薄 EPS(元)	-0.24	0.96	1.06	1.30
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	65.8%	62.8%	65.7%	65.5%
		净资产收益率(%)	-5.9%	22.0%	17.0%	19.8%
		资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所				
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润				

## 投资五要素

### 核心逻辑

**VDS 行业政策影响趋于常态化，步入稳健规范增长阶段。**中国 VDS 行业起步期乱序发展，1998 年后监管出台行业逐步得到规范，自 2019 年百日行动、医保卡政策调整后，VDS 行业经历阵痛期，目前调整基本到位，外部监管已经常态化。与发达国家相比，中国 VDS 行业仍有 5-6 倍扩容空间，人口老龄化趋势、年轻群体渗透率提升将共同推动行业扩容。我们认为中国 VDS 行业已进入稳健增长阶段，增速有望维持高个位数。且严监管下部分非规范经营的企业出清，规范经营的品牌商优势凸显，市场份额向头部集中。产品端功能性和食品化是未来的两条主线，一方面广告宣传得到规范，消费者更关注实际功效，具有强功能性的产品市场规模将继续扩大；另一方面产品将向普通食品形态发展，迎合年轻人消费趋势。渠道端直销份额在下滑，药店份额企稳，电商渠道扩容中。

**短期来看，汤臣倍健渠道调整到位，品牌、研发均有蓄力，2022 年有望厚积薄发。**公司药店渠道自 2019 年来经历医保卡政策调整、百日行动、疫情多重外部扰动，2021 年 7 月公司启动内部销售变革是推动终端动销和服务的变革，短期药店渠道内部外部均承压，当前政策影响常态化，预期 2022 年疫情对线下影响边际减弱，公司内部销售变革将于 2022 年上半年调整到位，药店渠道有望迎来反转，且公司全新打造的千人营养天团有望更好促进药店终端动销，渠道中如 life-space 等培育中的大单品均有望更快放量。此外，品牌上汤臣倍健已签约 2022-2025 年中国国家队运动食品及营养品供应商，YEP 系列已签约谷爱凌为品牌大使，体育营销将为公司“科学营养”战略更好赋能；研发端自有专利原料有待发布，强化公司差异化优势。我们认为公司当前多方面有所蓄力，2022 年经营有望拐点向上。

**中长期来看，强品牌力为公司发展提供有力支撑，渠道上药店壁垒稳固、电商份额有待提升，产品上大单品矩阵有待逐步培育成熟放量、多点开花。**我们认为行业过去乱序发展，具有优秀口碑的国产品牌是稀缺资源，汤臣倍健品牌已经历二十余年，渗透全渠道全年龄段，新三年规划下公司提出“科学营养”战略，聚焦提升科研实力，助力公司长远发展。分渠道来看，公司在药店渠道壁垒稳固，有望带动品类向 OTC 延伸，舒百宁、健安适等产品也可以向类药模式发展，带来渠道扩容；电商渠道公司市占率第一，但市场份额仍有待提升，公司将通过加速产品研发推新、加强电商运营能力来加强建设竞争壁垒。从产品线来看，公司通过多品牌策略提高覆盖广度和密度，积累了健力多的成功经验，正在以健力多的高度打造 life-space，多款具备强产品力的大单品培育中，且公司通过“大单品+形象产品+明星产品”矩阵的方式聚焦费用投放，提高费投效率，我们认为公司产品线丰富，未来有望多点开花。

### 盈利预测与投资建议

公司运用多品牌战略，多款大单品布局多个细分高潜赛道，未来有望实现多点突破。渠道端公司线下药店渠道龙头地位稳固，线上电商渠道份额有待进一步发力提升。我们认为公司短期存在渠道调整到位后的拐点机会，中长期多产品线培育成熟有望逐步放量，且有强品牌力提供支撑。我们预期 2021-2023 年公司实

现营业收入 72.42/87.71/107.03 亿元，同比增长 18.8%/21.1%/22.0%；实现归母净利润 17.98/22.12/27.01 亿元，同比增长 17.9%/23.0%/22.1%；预期 EPS 分别为 1.06 元/1.30 元/1.59 元，对应 PE 为 25.4/20.6/16.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 与市场预期的差异之处

一方面，公司境内主营业务收入中药店渠道收入占比超六成，市场担忧药店渠道受到医保卡政策影响，VDS 的销售规模或份额下滑，公司增长乏力。我们认为近年来药房渠道除医保卡政策外，还受到百日行动整顿、疫情下药房流量下滑的多重扰动，预期 2022 年这部分影响减弱，药房边际好转。VDS 品类中蛋白粉、维生素等品类对药房仍有引流作用，渠道高利润对药房仍有吸引力，预期未来在药房中仍将占据一定地位。且药店顾客以中老年为主，未来老龄化趋势下这部分群体数量增长，对功能性强的 VDS 产品有真实需求。从公司的角度来说，公司在药店渠道份额占比达到 30% 以上，壁垒深厚，且公司在药店渠道铺设的产品功效性强，符合终端消费者的真实需求，多年来在该渠道收获了超越行业整体的增速，2020 年在行业下滑的情况下公司逆势增长，未来仍有望在该渠道进一步扩张份额。同时，公司 21H2 启动的销售变革的重点之一为搭建千人营养天团赋能终端销售，有望带动 VDS 药店渠道复苏、扩容。

另一方面，除健力多外其他大单品规模尚小，市场担忧公司的新品培育放量不及预期。公司具备成功打造健力多大单品的经验，当前多款产品在培育中，我们认为 life-space 在线下渠道增速较缓与 2020 年疫情期间铺货受到影响、药店渠道承压、2021H2 销售变革等因素均有关，2022 年预期公司药店渠道迎来拐点，life-space 也有望更快放量。2021 年开始铺货的舒百宁产品力也较强，未来可能向类药方向发展，打开更大市场空间。我们认为公司各个大单品的成长性与对应的市场空间有关，公司通过多品牌、多产品矩阵稳步培育，未来有望多点开花。

### 股价的催化因素

第一，销售变革后药店渠道动销超预期；

第二，公司重点大单品如 Life-space 增速超预期；

第三，电商渠道份额显著提升。

### 主要风险

电商渠道竞争加剧；新品推广不及预期；终端消费疲软；商誉减值风险

## 内容目录

投资五要素 .....	3
核心逻辑 .....	3
盈利预测与投资建议 .....	3
与市场预期的差异之处 .....	4
股价的催化因素 .....	4
主要风险 .....	4
1. 公司概况：VDS 行业龙头，品牌年轻化转型 .....	10
1.1. 公司成长路径回顾 .....	10
1.2. 品牌年轻化，产品多线出击 .....	12
1.3. 强品牌力支撑公司长远发展，体育营销成新亮点 .....	14
1.4. “科学营养”战略引领，夯实科技实力 .....	16
1.5. 股权集中，激励常态化 .....	17
1.6. 定增募资扩张产能，拓展新品类 .....	18
2. 行业于变局中成长 .....	19
2.1. 政策监管调整到位，利好规范化发展的龙头企业 .....	19
2.1.1. 政策监管逐步深化，百日行动加速行业肃清 .....	19
2.1.2. 监管趋严利好头部企业发展，市场份额趋向集中 .....	21
2.2. 需求拉动 VDS 消费，预期行业稳健增长 .....	23
2.2.1. 需求拉动行业增长，渗透率有待提升 .....	23
2.2.2. 对标发达国家有 5-6 倍成长空间，预期仍将高个位数增长 .....	24
2.3. 渠道结构调整，直销占比下降、药店份额企稳、电商渠道扩容 .....	25
2.3.1. 直销：历史上占据重要份额，百日行动后占比迅速下降 .....	26
2.3.2. 药店：政策造成短期冲击，长期份额有望企稳 .....	27
2.3.3. 电商：后来居上，仍在高速增长 .....	28
3. 大单品战略出击，积极布局细分高潜赛道 .....	30
3.1. 大单品战略顺利实施，健力多成为成功范式 .....	30
3.2. “大单品+形象产品+明星产品”矩阵资源聚焦，提高费投效率 .....	32
3.3. Life-space 发力线下铺货，重点培育，放量可期 .....	33
3.4. 多款大单品定位高需求赛道，逐步推广，有望多点开花 .....	35
3.5. 布局 OTC 和功能食品新赛道 .....	37
4. 药店渠道龙头地位稳固，发力扩大电商渠道份额 .....	39

4.1. 药店渠道壁垒深厚，启动销售变革助力终端动销.....	39
4.2. 电商品牌化、数字化战略持续推进，助力线上业务快速发展.....	41
4.3. 品牌全渠道营销策略统筹管理，线上线下形成合力.....	43
5. 盈利预测及投资建议.....	44
5.1. 盈利预测.....	44
5.2. 估值及投资建议.....	44
6. 风险提示 .....	45



## 图表目录

图 1: 国内外品牌在中国布局时间轴 .....	10
图 2: 公司销售终端数量 .....	10
图 3: 公司连锁营养中心数量 .....	10
图 4: 汤臣倍健营收和归母净利情况及增速 (单位: 亿元) .....	11
图 5: 汤臣倍健品牌、产品、渠道历史沿革 .....	11
图 6: 公司主要品牌营收及增速 (单位: 亿元) .....	13
图 7: 公司品牌营收结构 .....	13
图 8: 公司地区营收结构 .....	13
图 9: 公司原料来源分布情况 .....	14
图 10: 姚明代言汤臣倍健 (2010 年 8 月至 2016 年 7 月) .....	15
图 11: 汤臣倍健冠名、赞助各综艺节目 .....	15
图 12: 公司销售费用率和广告费用率 .....	15
图 13: 原料采购进口比重 .....	15
图 14: 签约谷爱凌为 YEP 品牌大使 .....	15
图 15: 公司中标中国国家队运动食品及营养品供应商 .....	15
图 16: “科学营养”战略的核心内容 .....	16
图 17: 汤臣倍健股权结构图 (截至 2021 年 9 月 30 日) .....	17
图 18: 注册备案双轨制适用情况 .....	20
图 19: 2020 年各国 VDS 行业集中度情况 .....	22
图 20: 中国 VDS 行业主要企业市占率情况 .....	22
图 21: 中国和美国 VDS 渗透率 .....	23
图 22: 中国人口老龄化情况 (单位: 亿人) .....	23
图 23: 2013-2020 年中国人均可支配收入、人均医疗保健消费支出 (单位: 元) 及其比重 .....	23
图 24: 主打年轻群体的 VDS 功效更具体 .....	24
图 25: 2011-2021 年 VDS 行业复合增速 .....	25
图 26: 2021 年 VDS 人均消费量 (单位: 美元) .....	25
图 27: VDS 行业销售额 (单位: 亿元) .....	25
图 28: 2007-2021 年各渠道销售占比 .....	25
图 29: 2016-2021 年各渠道销售额 CAGR .....	25
图 30: 直销模式与非直销模式区别 .....	26
图 31: 商务部直销牌照发放数量 (单位: 个) .....	26

图 32: 直销销售额 (单位: 亿元) 及直销渠道占比.....	26
图 33: 2021 年各国 VDS 渠道份额占比情况 .....	27
图 34: 蓝帽子标识 .....	28
图 35: 药店销售额 (单位: 亿元) 及药店渠道占比.....	28
图 36: VDS 行业电商销售额 (单位: 亿元) 及渠道占比.....	29
图 37: 大单品战略目标及相应标准.....	30
图 38: 健力多销售策略.....	30
图 39: 2014 年-2021Q3 健力多收入及增速 (单位: 亿元) .....	31
图 40: 健力多重要事件时间线.....	32
图 41: 公司“大单品+形象产品+明星产品”核心产品矩阵.....	33
图 42: 2014-2019 年中国 VDS 和益生菌补充剂市场年复合增速.....	33
图 43: 2014-2019 年全球和中国益生菌补充剂市场年复合增速.....	33
图 44: 2018 年-2021Q3Life-space 收入及增速 (单位: 亿元) .....	34
图 45: Life-space 境内/境外营收 (单位: 亿元) .....	34
图 46: 刘涛担任 Life-space 中国爱心大使.....	35
图 47: Life-space.....	35
图 48: 护肝类 VDS 产品市场规模 (单位: 亿元) .....	36
图 49: 我国护肝类 VDS 产品人均消费金额 (单位: 元) .....	36
图 50: 每日每加主要产品 .....	38
图 51: 公司境内线上线下营收情况 (单位: 亿元) .....	39
图 52: 公司境内营收渠道结构.....	39
图 53: 2011 年-2021H1 公司注册申请情况 (单位: 款) .....	39
图 54: 2020 年行业主要企业注册批文数量 (单位: 款) .....	39
图 55: 全国药店数量及连锁化情况 (单位: 家) .....	40
图 56: 境内经销商数量 (个) .....	40
图 57: 药店渠道子公司分品牌管理和运营.....	40
图 58: 汤臣倍健淘数据销售额.....	41
图 59: 米兰达·可儿和蔡徐坤代言 YEP .....	42
图 60: YEP 系列潮流化、高颜值包装.....	42
图 61: 汤臣倍健和 Swisse 产品均价比较.....	42
图 62: 汤臣倍健和 Swisse 电商渠道份额.....	42
图 63: 线上线下一体化经营 .....	43
图 64: 汤臣倍健营收拆分及预测 (百万元) .....	44



图 65: 汤臣倍健可比公司估值表 .....	45
表 1: 汤臣倍健品牌产品推出时间一览表 .....	12
表 2: 公司历年股权激励计划情况 .....	17
表 3: 定增募资用于多个项目投资 (单位: 万元) .....	18
表 4: 公司国内已有产能布局及扩建产能 .....	18
表 5: VDS 行业主要准入政策梳理 .....	20
表 6: 主要保健食品宣传政策梳理 .....	21
表 7: 主要执法行动梳理 .....	21
表 8: 各国对 VDS 的监管政策梳理 .....	22
表 9: 主要跨境电商政策梳理 .....	28
表 10: 主要氨糖类成分及价格对比 .....	32
表 11: 成熟市场益生菌补充剂产品人均消费额 (单位: 美元) .....	33
表 12: 主要益生菌补充剂成分及价格对比 .....	35
表 13: 护眼产品功效比较 .....	36
表 14: 降血脂产品功效比较 .....	37

## 1. 公司概况：VDS 行业龙头，品牌年轻化转型

汤臣倍健创立于 1995 年，成立初期主打“功能性”保健品，2002 年正式进军国内膳食营养补充剂市场，并系统地将膳食营养补充剂引入非直销领域。2010 年 12 月，汤臣倍健在深交所创业板上市，此后，汤臣倍健逐步成长为中国膳食营养补充剂行业（VDS）非直销领域的领先企业。2019 年“权健事件”对直销企业产生严重冲击，而以非直销模式为主的汤臣倍健受影响较小，市占率迅速提升，2020 年汤臣倍健在 VDS 行业市占率达 10.3%，位居第一。

### 1.1. 公司成长路径回顾

1995-2006 年，公司探索发展，将 VDS 引入中国非直销领域。90 年代安利将直销模式引入中国市场，直销模式即企业雇佣直销员直接向终端消费者推销产品。由于直销模式下产品宣传、渠道的费用成本较少，且业务员和消费者直接沟通的方式更便于建立信任，行业发展初期市场以直销模式为主。且行业发展初期众多企业主打传统的“功能性保健品”，但由于彼时企业夸大宣传等乱象屡屡出现，且市场上存在关于直销是否合法的讨论，汤臣倍健另辟蹊径，于 2002 年将国外流行的膳食营养补充剂引入中国非直销领域，此后深耕药店空白渠道，借助“终端专柜+营养顾问”的销售模式，汤臣倍健在非直销领域取得先发优势，迅速抢占市场份额。

图 1：国内外品牌在中国布局时间轴

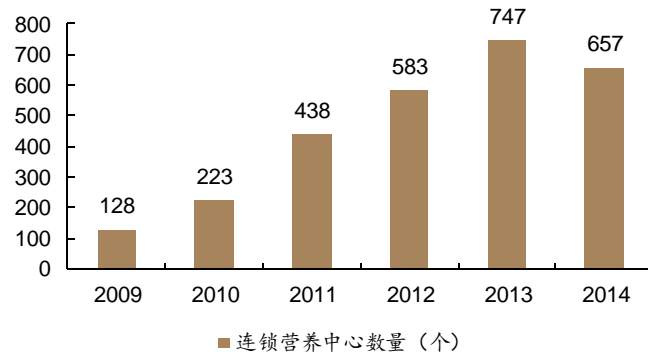
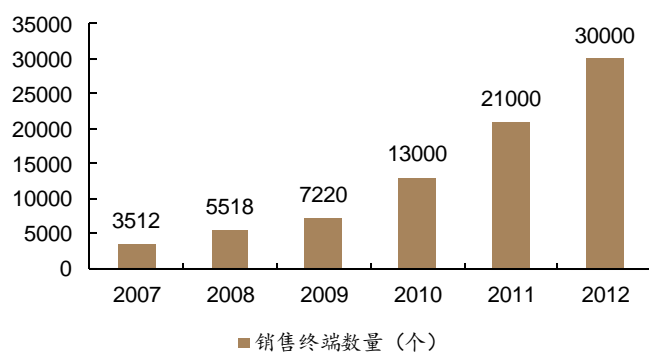


资料来源：公司官网，招股说明书，中国政府网，德邦研究所

2007-2016 年，品牌渠道双发力推动公司高速成长。2007 年，公司制定了为期五年的品牌提升计划，2010 年 7 月公司成功签约姚明为形象代言人，围绕姚明进行品牌塑造和推广，以“取自全球，健康全家”的品牌理念推动汤臣倍健向知名大众消费品牌转变。渠道方面，公司进一步加强营销网络广度和深度建设，多管齐下完善销售管理，截至 2012 年末，公司销售终端数量超过 30000 个，公司产品成功进入了 96 家全国百强连锁药店和 41 家全国百强超市。公司 2009 年效仿国际领先企业 NBTY 和 GNC 实施的连锁店经营战略也取得初步成效，2014 年末公司连锁营养中心达 657 家。2012 年公司提出“市场整理年”主题，在业务规模快速扩张的背景下，由粗放式向精细化管理过渡，加大对渠道网点的控制，在渠道端建立起独特的优势。

图 2：公司销售终端数量

图 3：公司连锁营养中心数量

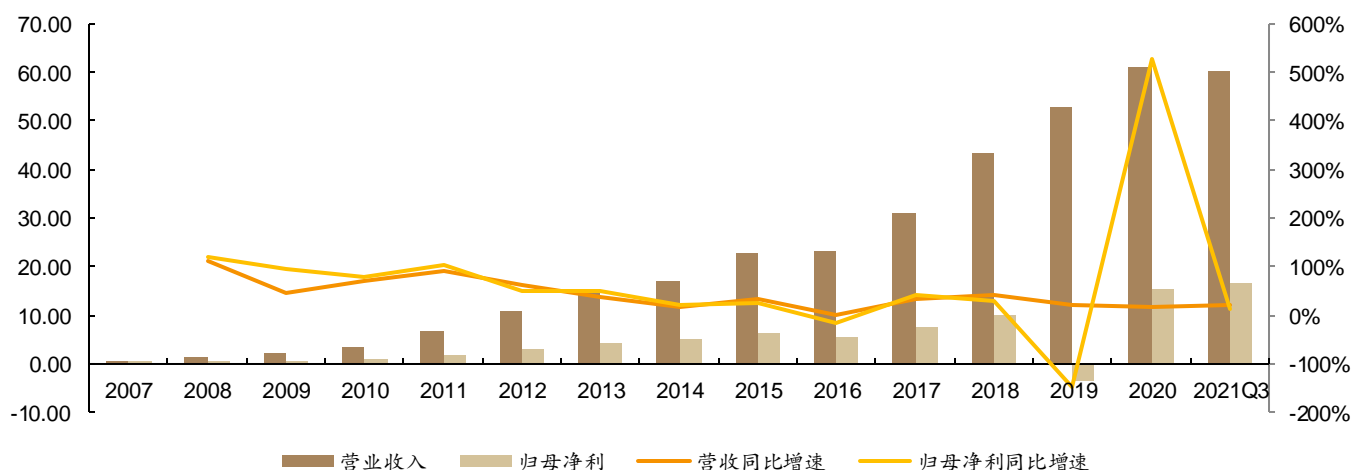


资料来源：招股说明书，公司公告，德邦研究所

资料来源：招股说明书，公司公告，德邦研究所

**2017 年至今，多方位战略布局激发新增长。**在产品上，2017 年公司正式启动“大单品”战略，并将健力多氨糖软骨素确立为首个大单品项目；2018 年公司收购拜耳旗下儿童营养补充剂品牌 Pentavite 及澳洲益生菌企业 LSG；2020 年公司提出“4+2+1”多品种全线出击的核心市场策略，持续布局新赛道、推出新品以丰富产品矩阵。在渠道方面，公司自 2017 年开启电商品牌化战略后，又分别于 2018 年、2019 年提出电商品牌化战略 2.0、3.0，积极开拓线上市场，打造线上壁垒；在线下方面不断深耕药店优势渠道，同时积极布局商超、母婴渠道，稳步推进渠道多元化。2020 年汤臣倍健在 VDS 行业市占率提升至 10.3%。

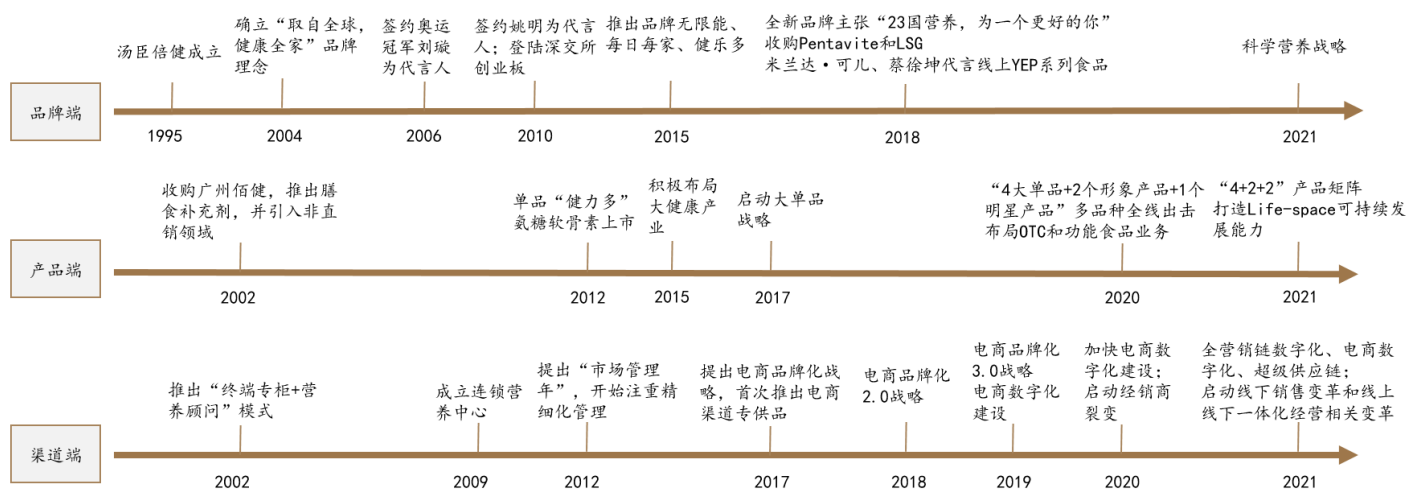
图 4：汤臣倍健营收和归母净利润情况及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，招股说明书，德邦研究所

纵观汤臣倍健历史沿革，公司在 **1) 品牌端**：持续提升品牌形象及品牌认知，非直销的销售模式及长时间的品牌沉淀打造了品牌信赖度。**2) 产品端**：积极布局健康领域，通过布局骨骼健康、益生菌、护眼、护肝等多个细分高成长赛道实现多品种出击，同时通过大单品战略实现单品突破、带动全品牌成长。**3) 渠道端**：率先进入药店渠道完成布局并构建壁垒，药店渠道龙头地位稳固，近年来公司积极开拓线上电商渠道，推进电商品牌化战略，根据生意参谋数据，2020 年天猫 VDS 类目整中汤臣倍健品牌市场份额 6.98%，排名第一，根据京东商智数据，2020 京东“医药保健行业”中汤臣倍健市场份额达到 15.5%，排名也为第一，线上渠道开拓取得显著成效。

图 5：汤臣倍健品牌、产品、渠道历史沿革









资料来源：招股说明书，公司公告，德邦研究所

## 1.2. 品牌年轻化，产品多线出击

公司采取多品牌运作模式，推进品牌年轻化。公司以“汤臣倍健”为核心，针对市场不同人群需求打造子品牌，针对关节护理、健身塑形、缓解视觉疲劳、护肝、降血脂等需求相继推出“健力多”、“健乐多”、“健视佳”、“健安适”、“舒百宁”等品牌。近年公司推进“汤臣倍健”品牌年轻化，2018年先后收购儿童营养补充剂品牌“Pentavite”和澳大利亚益生菌品牌“Life-Space”，补充儿童产品线及益生菌赛道。此外将电商渠道的YEP系列产品进行全新升级，正式启用代言人，吸引年轻消费群体。由此，公司已经构筑起丰富的品牌产品矩阵，多方位布局健康领域。

表 1：汤臣倍健品牌产品推出时间一览表

品牌	主要产品	推出时间	产品定位
 汤臣倍健	 蛋白粉、维生素等	2002 年	全系列膳食营养补充剂
 健力多	 氨糖软骨素钙片	2012 年	关节营养，补钙、补充软骨营养
 健视佳	 越橘叶黄素酯，β-胡萝卜素软胶囊	2017 年	眼部营养，缓解视觉疲劳
 健安适	 水飞蓟葛根丹参片	2020 年	肝草本营养，修补受损肝细胞
 舒百宁	 纳豆红曲胶囊	2021 年	心脑血管健康
 Life-space	 益生菌	2018 年收购	益生菌补充剂，调节肠胃，促进肠道健康
 健乐多	 乳清蛋白粉	2015 年	运动营养，健身健美，增肌塑形
 无限能	 灵芝孢子粉	2015 年	养生保健，提高免疫力

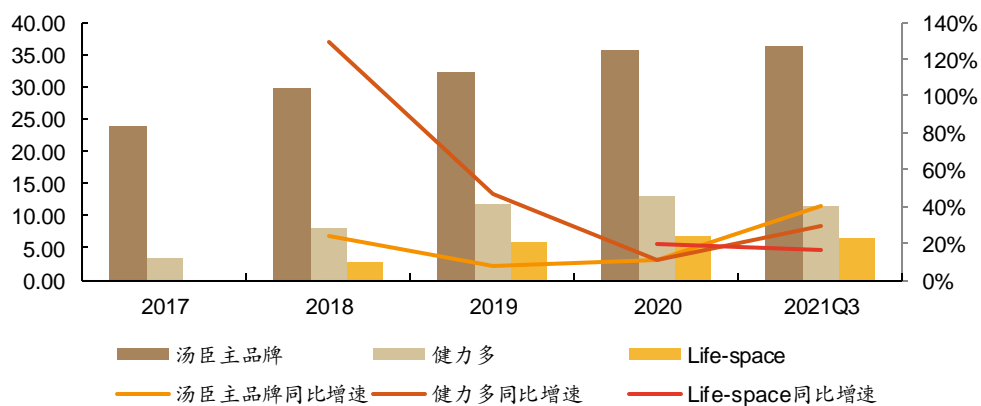
	每日每加		蛋白纤维营养奶昔等 功能食品	2015 年	新生代每日营养食品
	天然博士		益生菌、鱼油等	2017 年	孕婴童膳食营养补充剂
	Pentavite		儿童营养补充剂	2018 年收购	婴童营养补充剂

资料来源：公司官网，德邦研究所

**多款大单品储备多元增长极。**分品牌来看，公司“汤臣倍健”主品牌贡献最大收入，2020 年主品牌营收达 35.78 亿元，占公司总营收 58.70%；其次是健力多品牌，营收达 13.13 亿元，占比为 21.54%；Life-space 实现境内营收 1.32 亿元，境外 LSG 营收 5.67 亿元，合计占比为 11.47%。从增长趋势来看，汤臣倍健主品牌维持稳定增长；健力多在 2020 年因疫情影响线下渠道销售增长放缓，但氨糖软骨素细分市场空间广阔，健力多距离药店渠道 60% 的细分品类市占率目标仍有较大提升空间，预期未来仍能为公司带来可观增量。Life-space 海外营收自 2018 年起受代购政策影响增长失速，2020 年叠加疫情影响增长较缓；国内线下渠道在 2020 年受疫情影响铺货速度低于预期，但铺货完成后 2021Q1-Q3 国内产品收入增速提高到 26.00%，未来随着公司在益生菌大单品上持续投入，life-space 有望迎来更大放量。

**境外市场布局，初具规模。**公司 2018 年收购 LSG 后新增境外销售渠道，主要销售终端市场为澳新地区。此外，公司已布局“Life-space”、“Pentavite”在东南亚、美国等境外市场的销售，目前体量较小。2020 年公司营收中中国大陆、港澳台地区及海外地区占比分别为 90.39%、9.61%。

图 6：公司主要品牌营收及增速（单位：亿元）

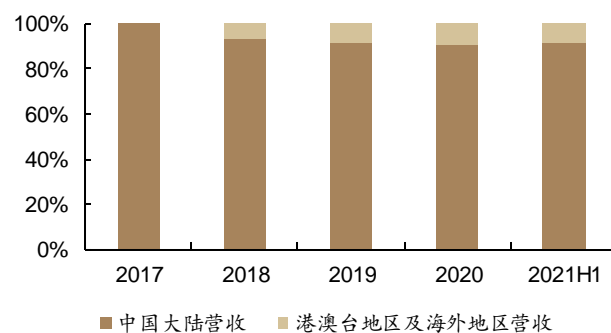
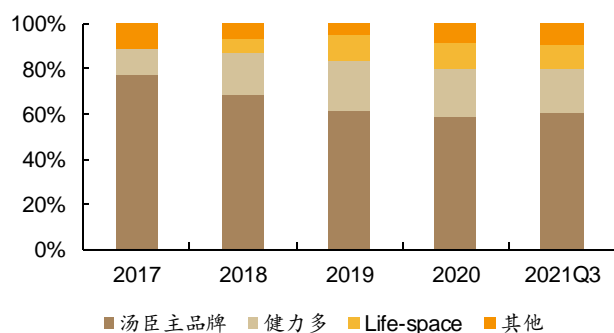


资料来源：公司公告，德邦研究所

图 7：公司品牌营收结构

图 8：公司地区营收结构





资料来源：公司公告，德邦研究所

资料来源：公司公告，德邦研究所

### 1.3. 强品牌力支撑公司长远发展，体育营销成新亮点

**差异化全球品质战略提升品牌美誉度。**公司 20 余年以来一直注重产品质量，实施差异化全球品质战略。2004 年公司确立“取自全球，健康全家”的品牌核心理念，2018 年公司启用全新品牌主张“23 国营养，为一个更好的你”。公司在全球范围内甄选高品质原料，在巴西、澳大利亚等地建立多个原料专供基地，未来将进一步建立全球自由有机农场，实现产品品质差异化优势。据年报披露，2012 年原料采购进口比例已经达到 76.41%。

图 9：公司原料来源分布情况



资料来源：公司官网，德邦研究所

**姚明代言、线上线下推广活动塑造品牌知名度。**2010 年 8 月至 2016 年 7 月公司签约姚明为形象代言人，姚明国际化的健康形象迅速打响了汤臣倍健的品牌名号。围绕姚明为核心，公司以冠名、赞助、线下广告投放等多种形式进行品牌推广，推动汤臣倍健从渠道性品牌转变为大众知名品牌。2015 年新修订《广告法》禁止保健食品行业内广告利用代言人作推荐、证明，利用代言人快速推广品牌的模式也变得不可复制。公司以诚信作为核心理念，“诚信比聪明更重要”是公司多年以来秉承和坚持的核心价值观之一。公司于 2012 年打造行业首个透明工厂，公开原料和生产过程，树立行业诚信标杆。2018 年公司提出八大质量控制理念，并



将其视为企业生存和发展的压舱石。

图 10：姚明代言汤臣倍健（2010 年 8 月至 2016 年 7 月）



资料来源：公司官网、德邦研究所

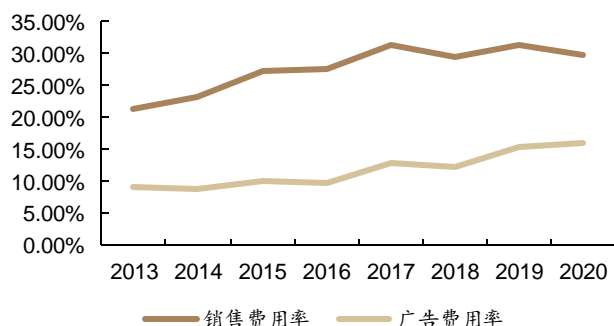
图 11：汤臣倍健冠名、赞助各综艺节目



资料来源：公司官网、德邦研究所

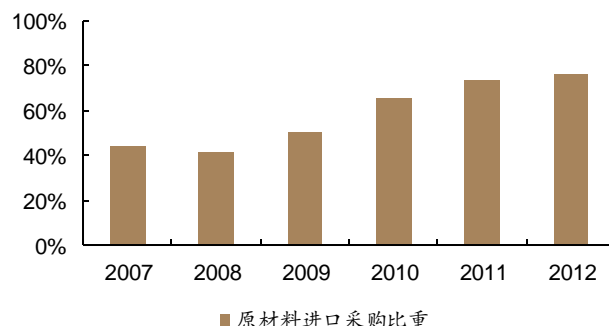
后姚明时代公司重视推广和投放，塑造品牌。公司通过健康快车、营养学院等活动为消费者提供线下服务，以健康知识宣传和营养培训进一步拓宽品牌影响力，健康快车服务截至 2020 年末已惠及 170 余万人次。2019 年公司以蛋白质粉作为主品牌形象产品和品牌接触点进一步加大品牌构建和市场培育。2020 年公司销售费用率达到 29.83%，广告费用率达到 15.85%，均维持在较高水平。

图 12：公司销售费用率和广告费用率



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 13：原料采购进口比重



资料来源：招股说明书，公司公告，德邦研究所  
注：2013 年后未披露

未来体育营销成新亮点，构建强有力的品牌背书。2021 年 11 月，汤臣倍健 YEP 宣布签约自由式滑雪世界冠军谷爱凌为科学营养品牌大使。2021 年 12 月，汤臣倍健中标成为 TEAM CHINA 中国国家队 2022 年至 2025 年的运动食品及营养品独家供应商。在体育运动影响力日益提升，全民健康意识崛起的背景下，汤臣倍健发力体育营销，倡导科学营养、健康生活的价值追求。体育营销将赋能品牌，为公司提供强有力的品牌背书，公司品牌力有望进一步加强。

图 14：签约谷爱凌为 YEP 品牌大使

图 15：公司中标中国国家队运动食品及营养品供应商



资料来源：华夏时报，德邦研究所

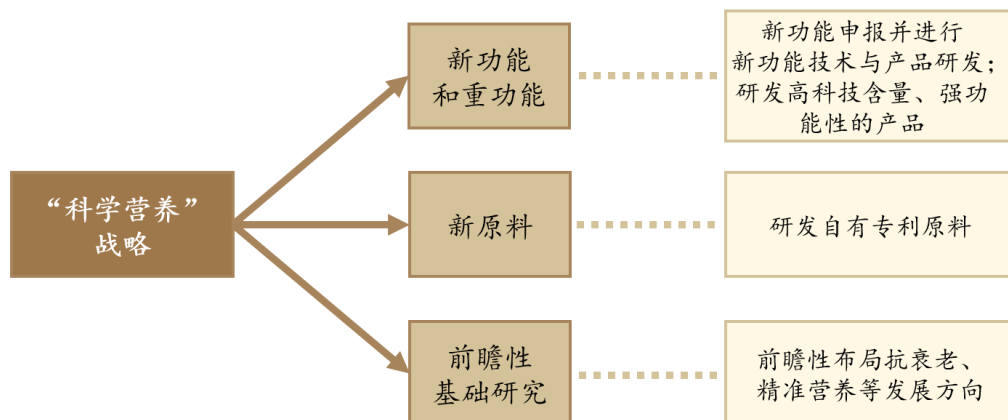


资料来源：新浪，德邦研究所

#### 1.4. “科学营养”战略引领，夯实科技实力

“科学营养”战略聚焦提升科研实力，赋能品牌长远发展，引领行业健康成长。2021 年是公司新三年规划的开局之年，公司以“科学营养”战略为统领，聚焦于新功能重功能、新原料、新技术三方面，培育创新点，提升研发实力，加强公司在产品、技术上的差异化优势。（1）新功能重功能：新功能方面，公司在现有 27 项保健食品功能的基础上，开展了多项新功能技术与产品研发，进一步布局未来新功能赛道。若未来新功能获批则能迅速推出新品抢占新赛道，扩大公司份额，同时带动行业扩容；重功能方面，公司历经多年沉淀，研发出多款高科技含量、强功能性的产品，如舒百宁等，将科研实力落实到产品力。（2）新原料：向上游延伸，研发自有专利原料，如益生菌新菌株等。过去公司采取“全球营养，优中选优”的策略，通过采购更高品质的原材料形成差异化，但这一外采模式较易被模仿，而自有专利原料研发成功后，将构建更高壁垒，在原料配方上形成独有优势，加大产品差异化竞争力。（3）前瞻性基础研究：公司已发布多项前沿研究成果，如在抗衰老领域取得突破性研究成果 PCC1、发布首个个性化定制营养素概念产品等，公司前瞻性布局抗衰老、精准营养等未来发展方向，赋能品牌的同时蓄力长远发展。VDS 行业内产品同质化程度较高，“科学营养”战略将有助于放大公司的差异化优势，进一步夯实及提升品牌，以研发创新驱动行业新一轮健康成长。

图 16：“科学营养”战略的核心内容

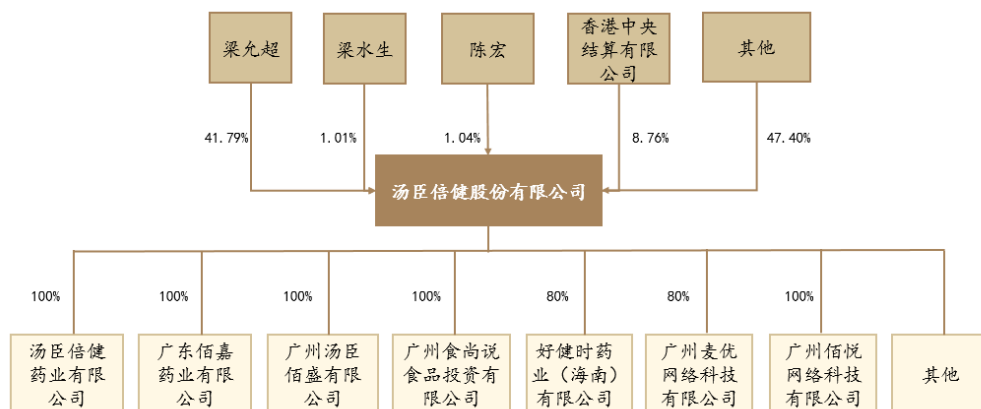


资料来源：公司公告，德邦研究所绘制

## 1.5. 股权集中，激励常态化

**公司股权结构稳定。**公司股权结构中梁允超先生持股比例达 41.79%，是公司的实控人，股权结构稳定。公司管理层通过股份与公司经营高度绑定，管理层利益与公司利益形成一致，有利于充分激发管理层对公司的积极性，提高公司决策及运营效率。

图 17：汤臣倍健股权结构图（截至 2021 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，德邦研究所

**公司激励措施常态化，为长期发展注入动力。**公司上市以来共实施 4 次股权激励方案。2013 年、2016 年公司实施的股权激励计划已经结算。2019、2020 年公司发布最新股权激励计划，绑定中高层管理人员、核心技术业务人员，充分调动积极性，推动企业与员工共同成长，为公司长期发展注入动力。

表 2：公司历年股权激励计划情况

时间	激励方式	授予对象	占激励时总股本比例	行权条件/解除限售条件	是否达标
2013 年 3 月	股票期权	中高层管理人员、核心技术（业务）人员等 135 人	1.07%	以 2012 年净利润为基数：2013 年净利润增长率不低于 40%，且当年净资产收益率不低于 16%	是
				以 2012 年净利润为基数：2014 年净利润增长率不低于 82%，且当年净资产收益率不低于 18%	否
				以 2012 年净利润为基数：2015 年净利润增长率不低于 136%，且当年净资产收益率不低于 20%	否
2016 年 12 月	限制性股票	董事、高管等 36 人	0.98%	以 2016 年营业收入为基数：2017 年营业收入增长率不低于 10%	是
				以 2016 年营业收入为基数：2018 年营业收入增长率不低于 21%	是
				以 2016 年营业收入为基数：2019 年营业收入增长率不低于 33%	是
2019 年 4 月	股票期权	中高层管理人员、核心技术（业务）人员等 45 人	1.77%	以 2018 营业收入为基数：2020 年营业收入增长率不低于 45%	否
				以 2018 营业收入为基数：2021 年营业收入增长率不低于 60%	/
				以 2018 营业收入为基数：2022 年营业收入增长率不低于 75%	/
2020 年 1 月	股票期权	中层管理人员、核心技术（业务）人员等 101 人	0.62%	以 2018 营业收入为基数：2020 年营业收入增长率不低于 45%	否
				以 2018 营业收入为基数：2021 年营业收入增长率不低于 60%	/
				以 2018 营业收入为基数：2022 年营业收入增长率不低于 75%	/

资料来源：公司公告，德邦研究所

## 1.6. 定增募资扩张产能，拓展新品类

**定增募资扩建产能，向新品类、上游原材料、海外自产延伸。**2021 年公司定向增发募集资金 31.25 亿元，拟投资总计 4.38 亿元用于珠海生产基地四期扩产升级项目，15.57 亿元用于珠海生产基地五期建设项目，3.91 亿元用于澳洲生产基地建设。原四期项目的主要生产线为片剂连续线、粉剂连续线和瓶装线，四期扩产升级项目将提高现有产线生产效率、扩充功能软糖等新品类。珠海生产基地五期建设项目主要工程建设包括植物提取生产大楼、5 号生产大楼等，扩充原有产能的基础上布局口服液等新剂型产能，且向上游原料植物提取物延伸，实现部分原料自产。此外，现阶段公司海外产能利用率高，建设澳洲生产基地能扩大境外益生菌产能，实现海外品牌部分自产，推动公司澳洲市场深耕及海外业务拓展，夯实“Life-space”澳洲销量第一的益生菌品牌地位，也有助于公司拓展全球市场。

表 3：定增募资用于多个项目投资（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金
1	珠海生产基地五期建设项目	155,729.28	155,382.67
2	珠海生产基地四期扩产升级项目	43,752.03	43,752.03
3	澳洲生产基地建设项目	39,074.40	37,456.41
4	数字化信息系统项目	29,944.00	29,944.00
5	补充流动资金	46,000.00	46,000.00
	合计	314,499.71	312,535.11

资料来源：公司公告，德邦研究所

珠海生产基地四期扩产升级项目已在建设中，预计将于 2022 年结束建设，于 2023 年 6 月达成投产。珠海生产基地五期建设项目持续建设周期 48 个月，预计将于 2027 年达成投产，储备公司的长期产能。新增产能达产后，预计将新增片剂年产能 64 亿片，较 2020 年片剂产量增长 79.40%；新增软胶囊年产能 27 亿粒，较 2020 年软胶囊产量的增幅为 88.77%；软糖/益生菌/口服液等新兴品类的新增产能分别达到 1.3 亿瓶/1.98 亿袋/0.45 亿瓶。

表 4：公司国内已有产能布局及扩建产能

品类	已有产能		扩建产能		总计新增产能
	2020 年设计产能	2020 年实际产能	四期扩建	五期	
片剂（亿片）	101.2	85.1	16	48	64
胶囊（亿粒）	57.2	52.4	/	27	27
粉剂（万罐/桶/瓶）	4494.0	3987.0	950	950	1900
粉剂条包（万包）	32000.0	27683.3	5500	5500	11000
软糖（万瓶）	/	/	13000	/	13000
其他（液体条包，万包）	655.0	600.0	/	/	/
益生菌（万袋）	/	/	6600	13200	19800
口服液（万瓶）	/	/	/	4500	4500

资料来源：公司公告，德邦研究所



## 2. 行业于变局中成长

### 2.1. 政策监管调整到位，利好规范化发展的龙头企业

在政策监管逐步趋严下，中国 VDS 行业完成从乱序发展向规范发展的转变：

**1980-1997 年，成长初期行业乱序发展。**我国 VDS 行业起步于 20 世纪 80 年代，随着我国经济的高速增长和人民生活水平的不断提高，人民的基本需求从温饱向饮食健康转变，为行业发展提供温床。发展初期行业内产品以“保健品”为主，此时行业监管宽松、企业进入壁垒低，大量企业受行业高利润吸引涌入市场，各家企业通过大量广告及宣传活动引导消费者，行业兴盛一时。然而由于监管缺位，大量粗制滥造产品流入市场，产品功效不如预期加之安全事件频发，消费者对“保健品”信任度一跌再跌，行业迅速萎缩。

**1998-2012 年，监管出台行业开始步入正轨。**1998 年三株事件后，行业监管开始受到更多的重视，先前出台的《保健食品管理办法》和《保健食品评审技术规范》逐步落地实施。2005 年卫生部出台《保健食品注册和管理办法（试行）》，对保健食品准入和宣传等多个方面进行规范，监管政策初步成形，行业开始步入正轨。2007-2012 年行业市场规模年均复合增速达到 9.15%。

**2013 年至今，强监管下行业规范化发展。**2013 年，国家食品药品监督管理总局开展“打四非”专项整治活动。2016 年《保健食品注册与备案管理办法》出台，注册备案双轨制准入政策开始实施，进一步规范保健食品。2019 年之后，行业进入强监管时期，权健事件“百日行动”对直销企业进行治理整顿，全面打击行业中多项违法乱纪行为。受百日行动影响，2019 年市场规模增速大幅下滑，仅为 3.17%。2020 年新冠疫情来袭，对 VDS 线下渠道产生较大冲击，2021 年线下渠道快速修复。随着监管政策的健全完善，行业政策整顿将趋于常态化，行业良性发展。

#### 2.1.1. 政策监管逐步深化，百日行动加速行业肃清

**VDS 相关政策监管从无到有逐步深化。**VDS 能够调节机体功能，改善人体健康，因此需要比普通食品更严格的政策监管。中国该行业的相关监管政策从缺位到宽松粗放、再走向全面严格，当前法律法规逐渐成熟，覆盖备案/注册、生产、宣传等全流程。

**准入政策由单一注册制向注册备案双轨制转变。**我国 VDS 产品根据是否取得“蓝帽子”，可以分为保健食品和普通食品形态的 VDS 两类，政策对于保健食品的监管更严格。保健食品准入政策的发展历程可以划分为审批制（1996-2004 年）、注册制（2005-2015 年）、注册备案双轨制（2016 年至今）。1996 年卫生部颁布《保健食品管理办法》，规定对保健食品实行审批制度，凡声称具有保健功能的食品必须经卫生部审查确认，《保健食品评审技术规范》初步规范保健食品评审工作。2005 年国家食品药品监督管理局颁布《保健食品注册管理办法（试行）》，开始实施对保健食品准入的注册管理，对保健食品注册条件、评审内容做了更加详细、科学的规定，并对国产保健食品和进口保健食品的注册申请进行区分。2016 年 7 月国家食品药品监督管理局颁布的《保健食品注册与备案管理办法》开始施行，标志着注册备案双轨制的确立。

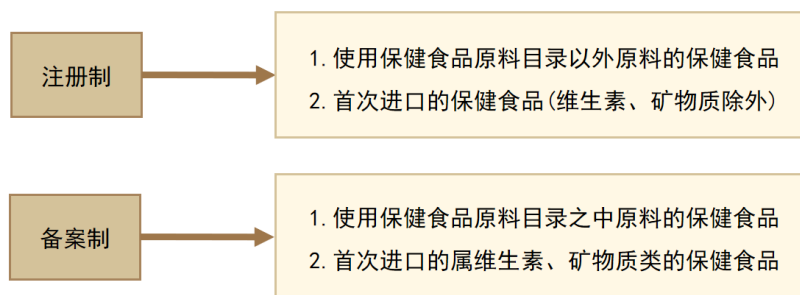
表 5: VDS 行业主要准入政策梳理

施行时间	法律法规	主要内容
1995 年 10 月	《食品卫生法》	具有保健功能的食品，其产品及说明书必须报国务院卫生行政部门审查批准
1996 年 6 月	《保健食品管理办法》	对保健食品及其说明书实行审批制度
1996 年 7 月	《保健食品评审技术规范》	规定具体的评审工作、使之科学化、规范化、标准化
2005 年 7 月	《保健食品注册管理办法（试行）》	对保健食品实行注册制，拟申请保健功能在国家公布范围内，应提供产品研发报告，拟申请保健功能不在国家公布范围内，申请人还应进行动物试验和人体试验。
2015 年 10 月	《中华人民共和国食品安全法》（修订后）	对保健品注册和备案做出原则上的区别；保健食品原料目录需包括原料名称、用量及其对应功效
2016 年 7 月	《保健食品注册与备案管理办法》	实行保健品注册备案双轨制，明确指出保健品注册或备案的条件及要求
2019 年 8 月	《保健食品原料目录与保健功能目录管理办法》	规范保健食品原料目录和允许保健食品声称的保健功能目录

资料来源：中国政府网，德邦研究所

**注册备案双轨制规范保健食品行业健康发展。**注册备案双轨制规定对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（维生素、矿物质除外）实行注册管理；对使用的原料已经列入保健食品原料目录的和首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品实行备案管理。备案制简化了维生素、矿物质类保健食品的审批流程，缩短审批时间，降低了准入成本。对于不适用备案制的保健食品，新的注册制对申报材料、技术评审的要求更高，注册难度加大。

图 18：注册备案双轨制适用情况



资料来源：《保健食品注册与备案管理办法》，德邦研究所

**保健食品宣传管理日趋规范。**由于信息不对称，消费者对保健食品功效的认知往往来源于卖家的宣传，而保健食品行业发展初期起量快，相关法律法规不健全，1994 年颁布实施的《广告法》没有对行业的广告做出任何规定，导致市场上充斥着虚假宣传、夸大宣传等事件，破坏了保健食品在消费者心中的形象。为保证行业长期良性发展，也需要从政策端对保健食品宣传进行规范。2015 年，全国人民代表大会常务委员会修订通过新《广告法》，对保健食品广告活动提出“真实合法科学准确”的总体性要求，具体规范包括不能利用广告代言人作推荐、证明等，为保健食品广告市场的良好秩序奠定法律基础。在新《广告法》的总体要求下，国家市场监管总局又相继推出《保健食品命名指南》、《保健食品广告审查暂行办法》、《保健食品标注警示用语指南》、《保健食品功能声称释义（2020 年版）（征求意见稿）》等一系列法规，从命名、标识、功能声称、广告内容等方面制定



了一套标准体系，健全宣传监管的长效机制，有利于市场规范发展并在消费者群体中塑造口碑。

表 6：主要保健食品宣传政策梳理

时间	法律法规	主要内容
2015 年 9 月	《中华人民共和国广告法》(2015 修订)	保健食品广告不得含有下列内容：(一)表示功效、安全性的保证；(二)涉及疾病预防、治疗功能；(三)声称或者暗示广告商品为保障健康所必需；(四)与药品、其他保健食品进行比较；(五)利用广告代言人作推荐、证明等等
2019 年 11 月	《保健食品命名指南》(2019 年版)	保健食品名称不得涉及疾病预防、治疗功能，不得误导、欺骗消费者；不得包含保健功能名称或与表述产品保健功能相关的文字等
2020 年 1 月	《保健食品标注警示用语指南》	在主要展示版面上标注“保健食品不是药物，不能代替药物治疗疾病”警示语；标签上要明确标注投诉服务电话、服务时段等信息
2020 年 3 月	《药品、医疗器械、保健食品、特殊医学用途配方食品广告审查管理暂行办法》	广告涉及保健功能、产品功效成分或者标志性成分及含量、适宜人群或者食用量等内容的，不得超出注册或者备案的产品说明书范围
2020 年 11 月	《保健食品功能声称释义 (2020 年版) (征求意见稿)》	征求保健食品能够声称的功能

资料来源：中国政府网，德邦研究所

行政手段配合法律法规，权健事件后百日行动大力整治市场乱象。2013 年，国家食品药品监督管理总局开展“打四非”的保健食品专项整治活动，重点打击保健食品非法生产、非法经营、非法添加、非法宣传等问题。2017 年，国务院食品安全办等 9 个部门印发《食品、保健食品欺诈和虚假宣传整治方案》，严厉打击违规营销宣传产品功效、误导和欺骗消费者等违法行为。2019 年，受权健事件影响，国家市场监督管理总局等 13 个部门开展“百日行动”专项整治活动，对直销模式的虚假宣传、违法广告、消费欺诈、制假售假等一系列问题进行全方位打击，执法力度达到高峰。2020 年 4 月，国家市场监督管理总局等 7 个部门联合印发《保健食品行业清理整治行动方案 (2020-2021 年)》，大力整治保健食品欺诈和虚假宣传行为。多项整治行动进一步规范保健食品行业，有效净化保健食品市场。

表 7：主要执法行动梳理

时间	开展部门	执法行动	主要内容
2013 年	国家食品药品监督管理局	保健食品“打四非”	重点打击保健品非法生产、非法经营、非法添加、非法宣传等问题
2017 年	国务院食品安全办等 9 个部门	食品、保健食品欺诈和虚假宣传整治	严厉打击违规营销宣传产品功效、误导和欺骗消费者等违法行为
2019 年	国家市场监督管理总局等 13 个部门	权健事件百日行动	对直销模式的虚假宣传、违法广告、消费欺诈、制假售假等一系列问题进行全方位打击
2020 年	国家市场监督管理总局等 7 个部门	《保健食品行业清理整治行动方案 (2020-2021 年)》	大力整治保健食品欺诈和虚假宣传行为，力争在 2021 年年底有效净化保健食品市场

资料来源：中国政府网，德邦研究所

### 2.1.2. 监管趋严利好头部企业发展，市场份额趋向集中

行业监管趋严，利好规范性较高的头部企业发展。随着法律法规的健全完善，VDS 行业的监管环境愈发严格，一些不符合行业监管要求的企业将被清出，而本身规范性较高的头部企业能够较好应对行业监管变化，未来市场份额将进一步向头部集中。

对标其他国家，美国监管较松，澳洲、韩国监管严格。美国将 VDS 作为普通

食品进行监管，1994 年美国出台《膳食补充剂健康与教育法令》，将 VDS 审批制改为备案制，只对膳食补充剂的安全性做出要求，膳食补充剂生产商不必将其产品事先在美国食品药品监督管理局（FDA）相关部门进行注册登记，而 FDA 负责事后监督产品的安全性问题。澳洲将 VDS 作为药品进行监管，澳洲联邦药物管理局（TGA）根据《医疗用品法案 1989》来管理 VDS，对 VDS 在原料、生产和宣传上有着非常严格的标准。在原料上，需要有足够人类临床证据证明安全性和相关性功能且没有任何风险的原料才能被使用；在生产上，澳洲的药厂生产首先需要符合一定要求才具备生产资质，其次产品还需要经过严格的质量检测和稳定性测试；在宣传上，VDS 功效宣传必须满足 TGA 允许宣称的功效范围，分清针对性和非针对性，无夸张和歧义。韩国的《保健食品法》对保健类食品的生产、授权、保健功能作出严格要求，此外韩国食品医药品安全处（MFDS）根据《食品卫生法》对保健食品强制性实施食品可追溯系统，确保安全监管。

表 8：各国对 VDS 的监管政策梳理

国家	对 VDS 态度	主要监管政策	监管强度	行业集中度
美国	普通食品	1994 年美国出台《膳食补充剂健康与教育法令》将 VDS 审批制改为备案制，产品不再需要注册登记，FDA 负责事后监督产品的安全性问题	弱	低
澳洲	药品	根据《医疗用品法案 1989》来管理 VDS，在原料、生产和宣传上都有着非常严格的标准，安全性被放在首位	强	高
韩国	介于食品与药品之间	《保健食品法》对保健类食品的生产、授权、保健功能作出严格要求；《食品卫生法》对保健食品强制性实施食品可追溯系统，确保安全监管	强	高
中国	介于食品与药品之间	对 VDS 实行注册备案双轨制。自 2013 年以来对 VDS 的准入、宣传等政策全面趋严，配合执法行动净化 VDS 市场环境	强	中等

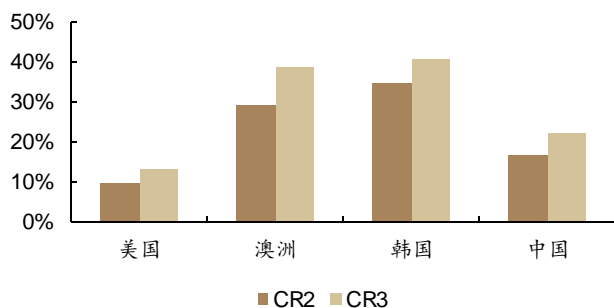
资料来源：中国市场监督管理局，广东省保健品商会，上海法治报，德邦研究所

**强监管下我国 VDS 行业集中度尚存提升空间。**VDS 行业的集中度往往与各国监管力度相关，强监管下行业进入壁垒较高，集中度较高。美国 VDS 行业准入门槛较低，监管政策相对宽松，导致行业企业众多，市场格局趋于分散，2020 年维生素与膳食补充剂行业 CR3 为 13.2%；澳洲 VDS 行业准入门槛高，监管政策非常严格，只有具备一定研发技术能力、产品品质有保障的企业才能在行业立足，因此市场格局趋于集中，2020 年维生素与膳食补充剂行业 CR3 为 38.6%；韩国 VDS 监管政策同样非常严格，VDS 可追溯系统确保安全监管，行业集中度高，2020 年维生素与膳食补充剂行业 CR3 为 40.8%。中国 2020 年维生素与膳食补充剂行业 CR3 为 22.4%，高于美国，但明显低于澳洲和韩国。

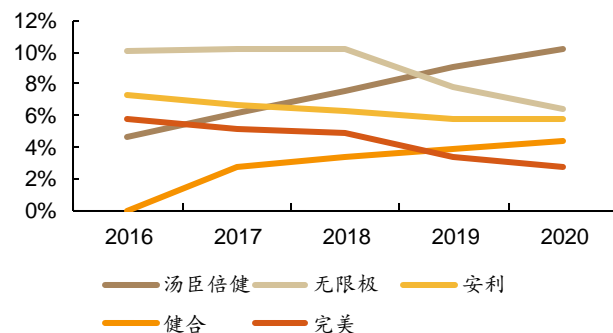
**公司作为行业龙头始终坚持规范经营，市场份额有望进一步提升。**中国 VDS 行业从乱序发展到规范化发展，2019 年政策监管进一步强化，行业内非规范发展的企业出清。对比我国目前 VDS 行业的头部企业，以直销模式为主的无极限、安利、完美在严监管下市场份额下降，汤臣倍健在 2019 年跃升成为行业龙头，领导地位日益稳固，在严监管背景下未来份额仍有提升空间。

图 19：2020 年各国 VDS 行业集中度情况

图 20：中国 VDS 行业主要企业市占率情况



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所



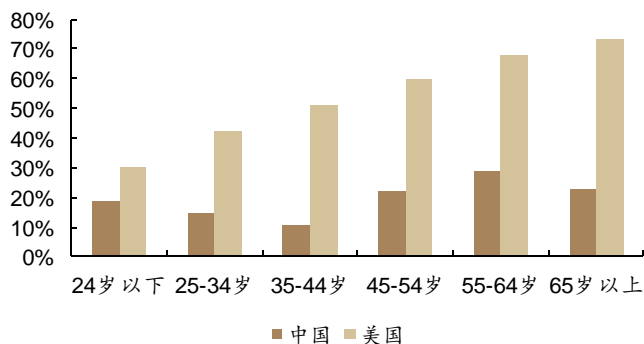
资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

## 2.2. 需求拉动 VDS 消费，预期行业稳健增长

### 2.2.1. 需求拉动行业增长，渗透率有待提升

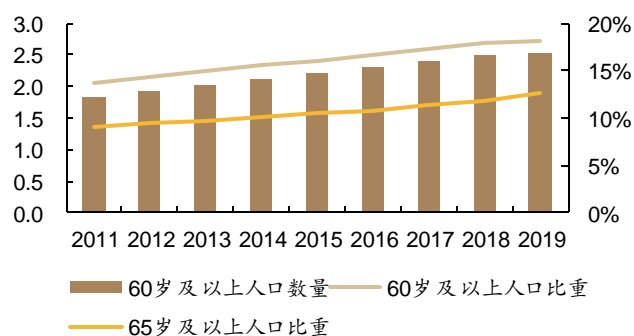
**人口老龄化背景下 VDS 需求持续提升。**根据 IQVIA 数据，VDS 对高年龄段人群渗透率更高，主要原因是随着年龄增长，身体机能退化引发老龄人口对自身健康的更多关注，老龄人口对 VDS 购买意愿更强。我国 60 岁以上人口比重持续提升，2019 年我国 60 岁以上老龄人口达到 2.53 亿，占总人口数 18.1%，未来老龄人口比重仍有提高趋势。在老年人口数量持续提高的背景下，预期 VDS 市场整体渗透率将继续提升，整体市场规模进一步扩大。

图 21: 中国和美国 VDS 渗透率



资料来源: IQVIA, 德邦研究所

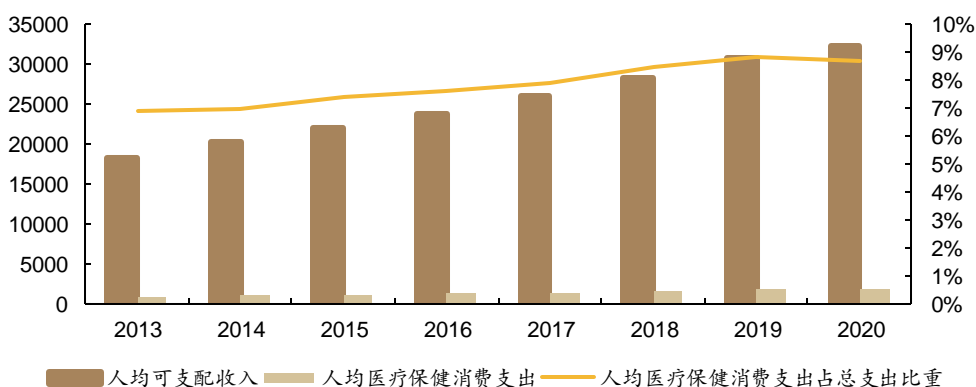
图 22: 中国人口老龄化情况 (单位: 亿人)



资料来源: Wind, 德邦研究所

**居民健康意识持续提升，新冠疫情促使消费者健康意识增强，催化 VDS 市场需求。**随着物质条件的改善和生活水平的提高，基本的生存需求得到保障后，人们对健康生活产生了更多需求。人均可支配收入提高对医疗保健支出的促进作用同时反映在人均消费支出增加和医疗保健支出比重增加两个方面，2020 年我国人均医疗保健消费支出为 1843 元，占总消费支出的 8.69%。2020 年新冠疫情席卷全球，大幅度大范围地提升了消费者对健康的关注度，尤其是对提高免疫力的关注。新冠疫情背景下，消费者健康意识提升，VDS 市场教育更易被接受，带来后疫情时代 VDS 行业需求增长。

图 23: 2013-2020 年中国人均可支配收入、人均医疗保健消费支出 (单位: 元) 及其比重



资料来源: Wind, 德邦研究所

**年轻人渗透率提升, 推动细分领域快速增长, VDS 食品化发展。**在天猫的维生素和膳食补充剂类目, Z世代、精致妈妈、都市蓝领已成为 top3 购买人群, 且人数保持高速增长, 年轻一代正成为 VDS 行业增长的新引擎。相较于蛋白粉、维生素等传统产品, 年轻一代更青睐主打功能性的新兴产品, 比如护肝排毒的奶蓟片、美容养颜的胶原蛋白剂、调节血压血脂的鱼肝油、抗氧化的葡萄籽、改善睡眠的褪黑素等, 具备实际功效、能够解决消费者在日常生活场景中遇到的健康痛点, 已经成为未来发展的重要趋势。功能的细分化和专业化推动 VDS 行业朝多样化发展, 各细分领域的快速增长将为行业发展创造广阔空间。

图 24: 主打年轻群体的 VDS 功效更具体



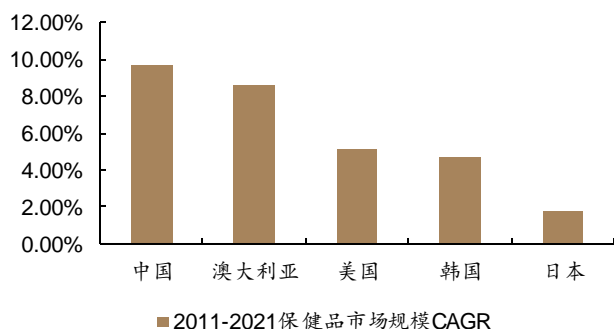
资料来源: 京东, 德邦研究所绘制

## 2.2.2. 对标发达国家有 5-6 倍成长空间, 预期仍将高个位数增长

**对标其他发达国家, 中国 VDS 行业仍处发展中期, 未来仍有 5-6 倍成长空间。**根据欧睿数据, 2021 年我国 VDS 行业的零售总额为 1891.9 亿元, 过去 10 年 CAGR 为 9.73%。横向对比中国与其他发达国家, 澳洲、美国、韩国、日本过去 10 年 VDS 行业零售额的 CAGR 分别为 8.58%、5.14%、4.65%、1.79%, 中国增速相对较快。2021 年中国、美国、韩国、日本的人均 VDS 消费额分别为 234 美元、161.4 美元、123.3 美元、116.8 美元, 2020 年澳洲人均 VDS 消费额为 130.7 美元, 中国人均 VDS 消费额与海外发达国家仍存在差距, 对标其他国家, 我国人均消费额仍有 5-6 倍成长空间。

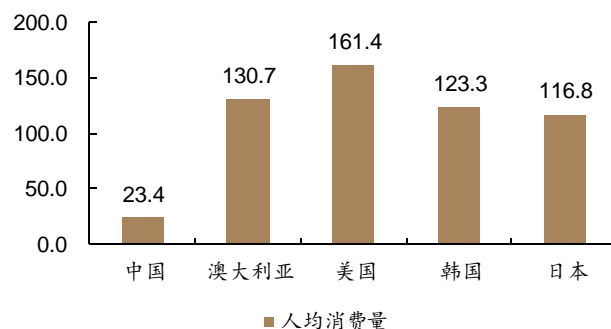


图 25：2011-2021 年 VDS 行业复合增速



资料来源：Euromonitor，德邦研究所  
注：澳大利亚为 2010-2020CAGR

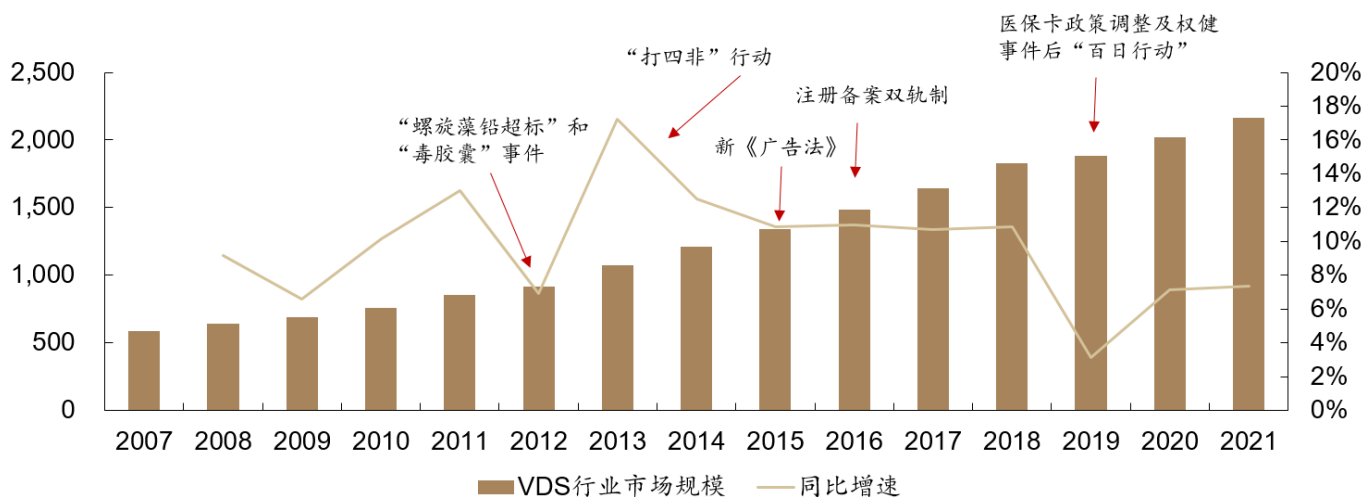
图 26：2021 年 VDS 人均消费量（单位：美元）



资料来源：Euromonitor，德邦研究所  
注：澳大利亚为 2020 年数据

中国 VDS 行业规模达到 2168 亿元，预期保持高个位数增长。中国 VDS 行业 2019 年受行业政策监管等影响增速明显下滑，2020 年起增速回暖，2021 年 VDS 行业规模达到 2167.7 亿元，同比增长 7.39%，保持高个位数增长。预计未来监管常态化背景下，VDS 行业将稳健增长。根据欧睿预测，2026 年 VDS 行业规模将达到 2979.5 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 6.57%。

图 27：VDS 行业销售额（单位：亿元）



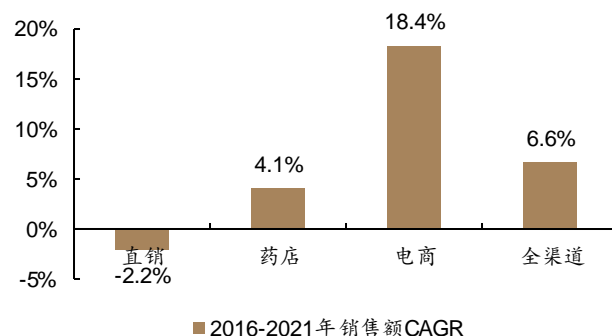
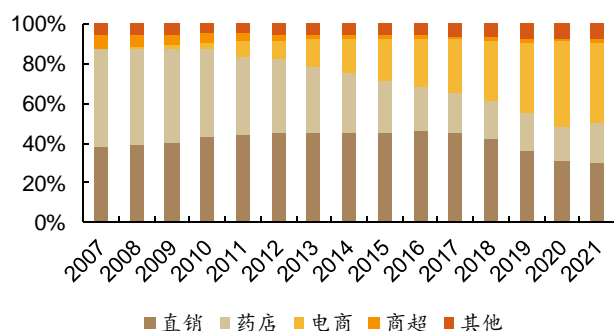
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

### 2.3. 渠道结构调整，直销占比下降、药店份额企稳、电商渠道扩容

直销及药店渠道份额下降，线上电商渠道占比稳步上升。根据欧睿，2016 年中国维生素和膳食营养补充剂行业的渠道结构中直销占比 45.6%、药店占比 22.7%、电商占比 24.1%，到 2021 年直销占比下滑至 29.6%、药店占比下滑至 20.1%、电商占比提升至 40.6%。2016-2021 年维生素和膳食营养补充剂直销、药店、电商渠道销售额 CAGR 分别为-2.2%、4.1%、18.4%。

图 28：2007-2021 年各渠道销售占比

图 29：2016-2021 年各渠道销售额 CAGR



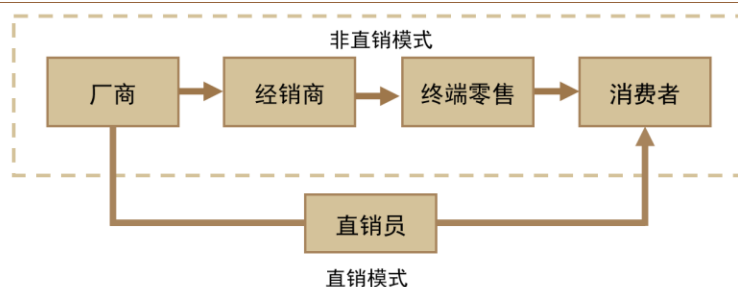
资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

### 2.3.1. 直销: 历史上占据重要份额, 百日行动后占比迅速下降

我国 VDS 行业起步较晚, 安利将直销模式引入中国后, 引领直销模式潮流, 具有明显的先发优势。在直销模式中, 企业跨过经销商直接面对消费者, 企业直销人员能够与消费者保持灵活的沟通交流, 迅速推广拉拢消费者。然而直销模式也存在弊端, 部分直销人员为谋求自身利益进行虚假宣传, 过度推销产品。

图 30: 直销模式与非直销模式区别



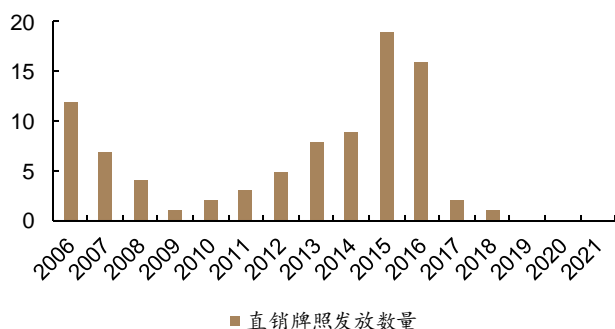
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

直销模式的发展经历了自由放任、纳入管理、严厉打压三个阶段。1998 年直销模式由安利引入中国后开始自由蓬勃发展, 但其弊端也日益凸显。宣传虚假夸大, 蛊惑拉拢消费者加入多层直销体系等一系列行为严重破坏直销市场秩序。2005 年我国颁布《直销管理条例》, 设下多项条例对直销模式进行整治, 包括只有获得直销牌照的企业才能进行直销活动, 直销人员需与企业直接签订合同以打击多层直销体系, 限制直销人员销售提成等。在此之后, 直销模式受到一定的管理, 但是虚假宣传、拉拢消费者等行为依然难以杜绝。2018 年“权健事件”成为引爆直销模式顽疾的导火索, 直销企业权健虚假宣传致女童死亡的事件经报道后引起社会舆论广泛关注。2019 年, 针对权健事件, 国家市场监管总局等 13 个部门开展“百日行动”整治市场乱象, 严厉打击直销模式中出现的虚假宣传、违法广告、消费欺诈、制假售假等一系列问题。自此, 消费者对直销信任度下降, 直销渠道受到严重影响, 以直销为主要销售模式的企业也遭受了巨大冲击。

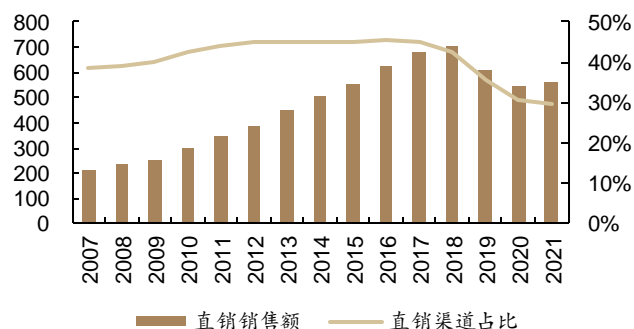
图 31: 商务部直销牌照发放数量 (单位: 个)

图 32: 直销销售额 (单位: 亿元) 及直销渠道占比





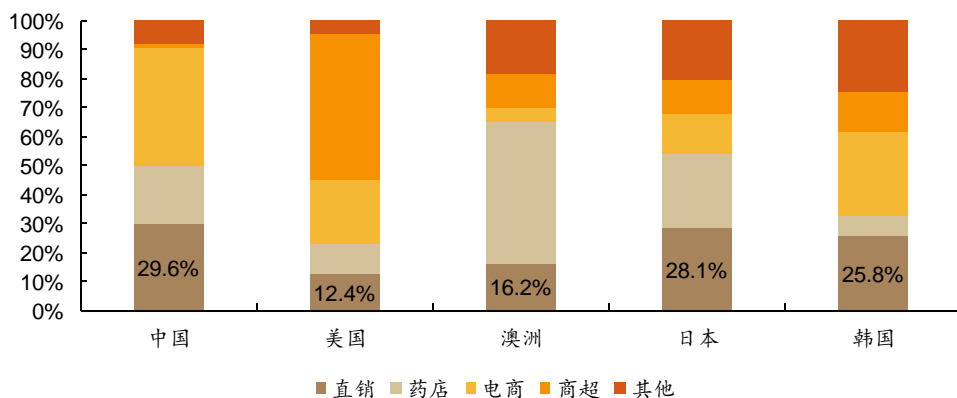
资料来源：商务部，德邦研究所



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

对比其他国家成熟市场，中国直销占比仍处较高水平。随着 VDS 市场消费者教育的成熟，直销渠道的教育作用将逐渐减弱。对标其他国家，2021 年美国、日本、韩国维生素和膳食补充剂市场的直销渠道占比分别为 12.4%、28.1%、25.8%（澳洲 2020 年直销份额为 16.2%），而中国市场 2021 年直销份额占比达 29.6%，直销渠道份额较其他国家仍然偏高。

图 33：2021 年各国 VDS 渠道份额占比情况



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

注：澳洲市场为 2020 年数据

### 2.3.2. 药店：政策造成短期冲击，长期份额有望企稳

**医保卡禁刷政策对药店渠道产生冲击。**药店渠道壁垒较高，售卖的主要是具有保健食品“蓝帽子”标识的 VDS 产品，消费者也往往对药店保健食品的质量功效认可信任度较高。但过去药店保健食品存在医保卡消费行为，多年来政策对医保卡消费规范趋严，2018 年 11 月，国家医保局和财政部联合下发《欺诈骗取医疗保障基金行为举报奖励暂行办法》，打击医保卡购买保健食品的行为；2020 年 9 月《基本医疗保险用药管理暂行办法》开始实施，正式禁止用医保卡购买保健食品的行为；2021 年医保贯标大力推进，统一编码后监管力度继续强化，保健食品在药店渠道销售承压。

我们认为当前政策调整已经基本到位，未来政策影响趋于常态化，药店渠道份额企稳。当前绝大部分地区医保卡监管已经落实，VDS 消费正规化，我们预期政策影响将趋于常态化。对于消费者而言，行业规范下消费者的注意力将从宣传向真实功效性转移，而药店内的保健食品长期将向功能化发展，发挥补充作用，符合消费者的真实需求；对于药店而言，部分保健食品品类仍具备为药店引流的效果，且保健食品是药店利润的重要来源，预期仍将在药店中占据一定地位。2020

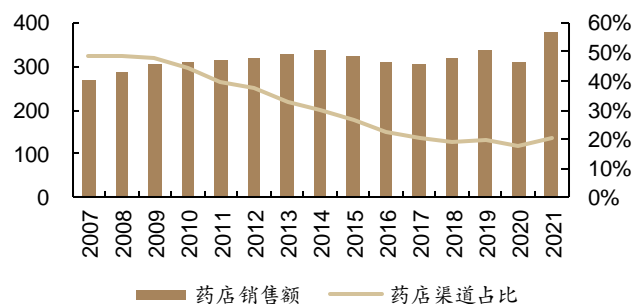
年疫情下 VDS 药店渠道份额大幅下滑，2021 年迅速恢复，未来渠道份额有望企稳。

图 34：蓝帽子标识



资料来源：国家食品药品监督管理局，德邦研究所

图 35：药店销售额（单位：亿元）及药店渠道占比



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

### 2.3.3. 电商：后来居上，仍在高速增长

**跨境电商进入，丰富 VDS 品牌和品类。**2012 年上海、重庆、杭州、宁波、郑州 5 个城市开展电子商务通关服务试点，中国开始开放跨境电商。在开放初期，进口商品按照个人物品监管，国外 VDS 无需通过国内注册或备案即可售卖。2016 年国家出台政策加强对进口 VDS 的监管，但受国内外宏观经济形势等一系列因素影响政策实施延期，目前对进口 VDS 的监管政策尚未完全落地。跨境电商的开放及相关监管政策使得国外 VDS 无需在国内注册或备案就能进入国内市场，大大降低了进入成本，海外品牌的进入推动市场品类进一步丰富，提升消费者渗透率。

表 9：主要跨境电商政策梳理

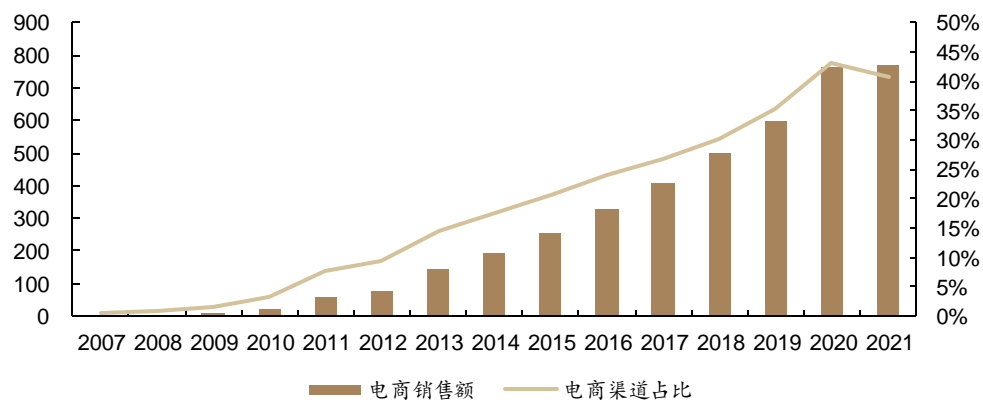
时间	法规政策	主要内容
2012 年 12 月	中国跨境贸易电子商务服务试点工作部署会	在上海、重庆、杭州、宁波、郑州等 5 个城市开展电子商务通关服务试点，标志中国开始开放跨境电商
2013 年 10 月	《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的通知》	具体跨境电商电子零售支持政策
2016 年 4 月	《跨境电子商务零售进口商品清单》	加强了对跨境电商的监管力度，要求保健品首次进口需提供许可证件，实行注册备案管理
2016 年 5 月	《海关总署办公厅关于执行跨境电子商务零售进口新的监管要求有关事宜的通知》	对《清单》中进口保健品实行注册备案管理政策设置 1 年过渡期
2017 年 9 月	国务院第 187 次常务会议	将跨境电商进口监管过渡期政策再延长一年至 2018 年底
2018 年 12 月	《关于跨境电子商务零售进口监管有关工作的通知》	跨境电商零售进口商品按个人自用物品监管，不执行有关商品首次进口许可批件、注册或备案要求

资料来源：中国政府网，德邦研究所

**2020 年电商渠道份额跃居第一，预期未来仍为主要增长渠道。**一方面，随着互联网技术、支付手段、物流配送的不断发展进步，线上购物以其便利性、多样性、社交性等优势快速获得消费者的青睐，疫情影响下消费者进一步向线上购物转移，电商渠道快速发展；另一方面，海外 VDS 通过跨境电商等方式进入国内市场，行业在电商渠道的销售额高速增长，根据欧睿数据，我国维生素和膳食补充剂行业电商渠道销售规模由 2016 年的 330.6 亿元上升至 2021 年的 768.1 亿元，CAGR 达到 18.4%。2020 年在疫情因素叠加下，电商渠道占比首次超越直销渠道，高达 43.2%。2021 年疫情影响减弱后，电商渠道仍保持 40.6%的份额，超出

直销渠道 11pcts。我们认为电商渠道仍将是未来主要的增长渠道，主要原因为：1) 维生素和膳食补充剂行业产品品类丰富多元，且海外进口品类占比高，电商渠道消费更便捷、更多元；2) 线上渠道进入门槛较低，线下渠道强监管；3) 行业线下渠道的消费者年龄结构偏大，而线上渠道以年轻消费者为主，新兴品类在线上的推广将有望吸引年轻消费群体，提高年轻群体的渗透率及复购率。

图 36：VDS 行业电商销售额（单位：亿元）及渠道占比



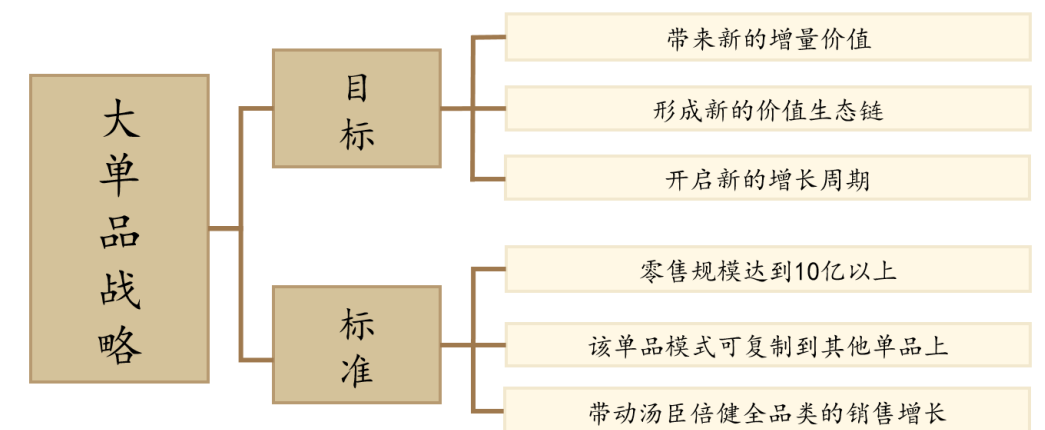
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

### 3. 大单品战略出击，积极布局细分高潜赛道

#### 3.1. 大单品战略顺利实施，健力多成为成功范式

**大单品战略目标清晰。**公司在 2017 年正式提出了大单品战略，旨在为品牌和产品提供可复制的成功模式，公司将大单品标准设置为：1) 零售规模达到 10 亿元以上；2) 该单品模式可复制到其他单品上；3) 带动汤臣倍健全品类的销售增长。在选择单品品类时公司从三个角度综合考量：产品所处细分领域的市场规模、消费者需求的变化、产品力。

图 37：大单品战略目标及相应标准

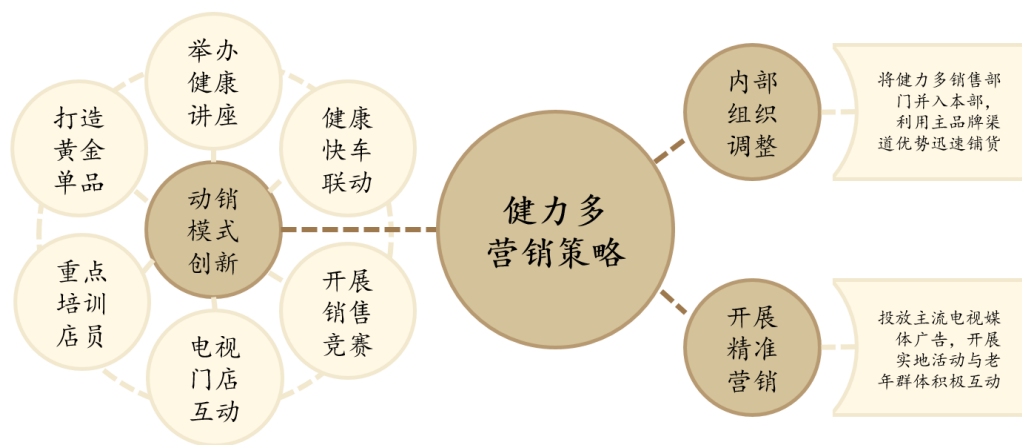


资料来源：公司年报，公司投资交流纪要，德邦研究所

**健力多定位骨骼健康高成长赛道。**公司 2012 年推出健力多氨糖软骨素，以碳酸钙、氨糖、硫酸软骨素为主要成分，氨糖是形成软骨基质的重要原料，在人体内的含量随年龄增长而急剧下降，氨糖与硫酸软骨素配合使用，能提高关节软骨硬度和负重能力。健力多定位骨骼健康领域，面向中老年人和运动人群，解决关节老化、家务劳累、办公久坐、运动磨损所带来的软骨磨损、氨糖流失、关节液流失的问题。根据《2015 年中国骨关节炎防治认知白皮书》，中国 60 岁以上老人骨性关节炎发病率超过 50%，骨及关节健康市场存在刚性需求。

**集中优势资源，大单品战略取得成效。**2017 年公司提出大单品战略将健力多纳入汤臣倍健品牌之下，公司在管理、营销端推广一系列策略支持单品成长，集中和调动市场优势资源推广健力多：1) 内部组织进行调整，将健力多的销售部门并入汤臣药业本部，销售渠道交由汤臣药业统一管理，利用主品牌在药店和线上的渠道优势迅速铺货；2) 动销模式创新，与健康快车联动，全方位支持健力多单品的打造；3) 开展精准营销，健力多的主要用户群之一是中老年群体，因此汤臣倍健注重投放主流电视媒体广告，并在线下将服务和产品结合，积极与中老年人互动交流，增加用户忠诚度和信任感。

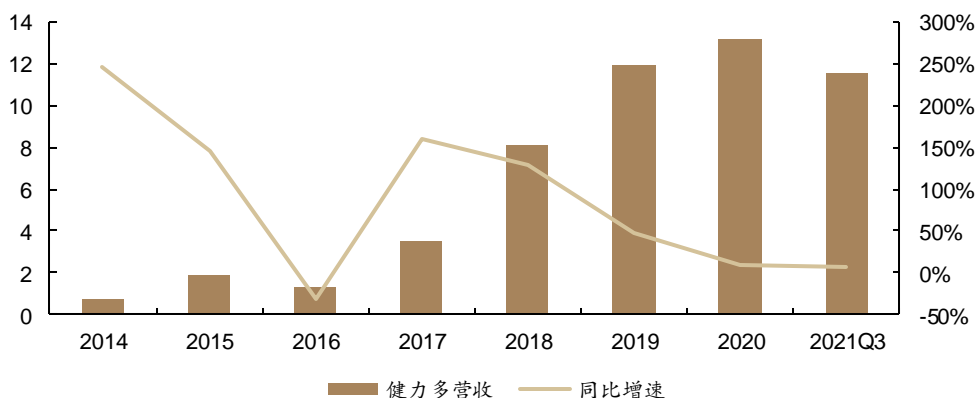
图 38：健力多销售策略



资料来源：公司年报，德邦研究所绘制

**健力多以大单品战略推广后强劲增长。**健力多大单品自推出后便表现出极好的成长性，2014-2015 年营收保持三位数增速，但由于推广初期使用单品运营模式，较臃肿的组织架构和人员配置使得盈利能力较弱，2016 年健力多从收入考核转型为利润考核后营收出现负增长，利润亏损超过 3000 万元。2017 年调整后，大单品战略取得显著成效，健力多扭亏为盈，营收实现超 160% 增长。此后，健力多保持持续高增长，2017-2020 年健力多营收 CAGR 为 54.9%，2020 年营收达到 13.13 亿，占公司总营收 21.5%。根据 IMS 重点城市抽样数据统计，2019 年“健力多”在药店渠道关节护理领域市场份额为 38%。2020 年动销受到疫情影响，以线下渠道为主的健力多增速有所下滑，2021H2 公司内部启动销售变革，对健力多销售造成一定影响，2021Q1-Q3 健力多营收为 11.56 亿元，同比增长 6.57%，增速放缓。我们预期疫情对线下药房影响减弱、内部销售变革完成后健力多有望恢复高速增长。

图 39：2014 年-2021Q3 健力多收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，公司投资交流纪要，德邦研究所

**健力多氨糖产品优势地位明显。**在补钙市场上，普通钙片因为品牌同质化问题陷入低价竞争、增长滞缓的局面，而氨糖软骨素价格远超普通钙片，产品中有有效成分更丰富，产品力更强。与同类产品对比，健力多价格约为 6.4 元/天，定价较同类产品更高，主要是由于健力多所含有效成分种类更丰富，包含氨糖、软骨素、补钙物质，虽然在氨糖日摄入量上低于部分其他品牌，但在成分上进行有效配比，用户反映产品体验良好，复购率整体较高。根据米内网数据，2020 年健力多氨糖软骨素钙片在实体药店的增加骨密度亚类产品中市场份额占比达到 60%，



拥有高认可度。

表 10：主要氨糖类产品成分及价格对比

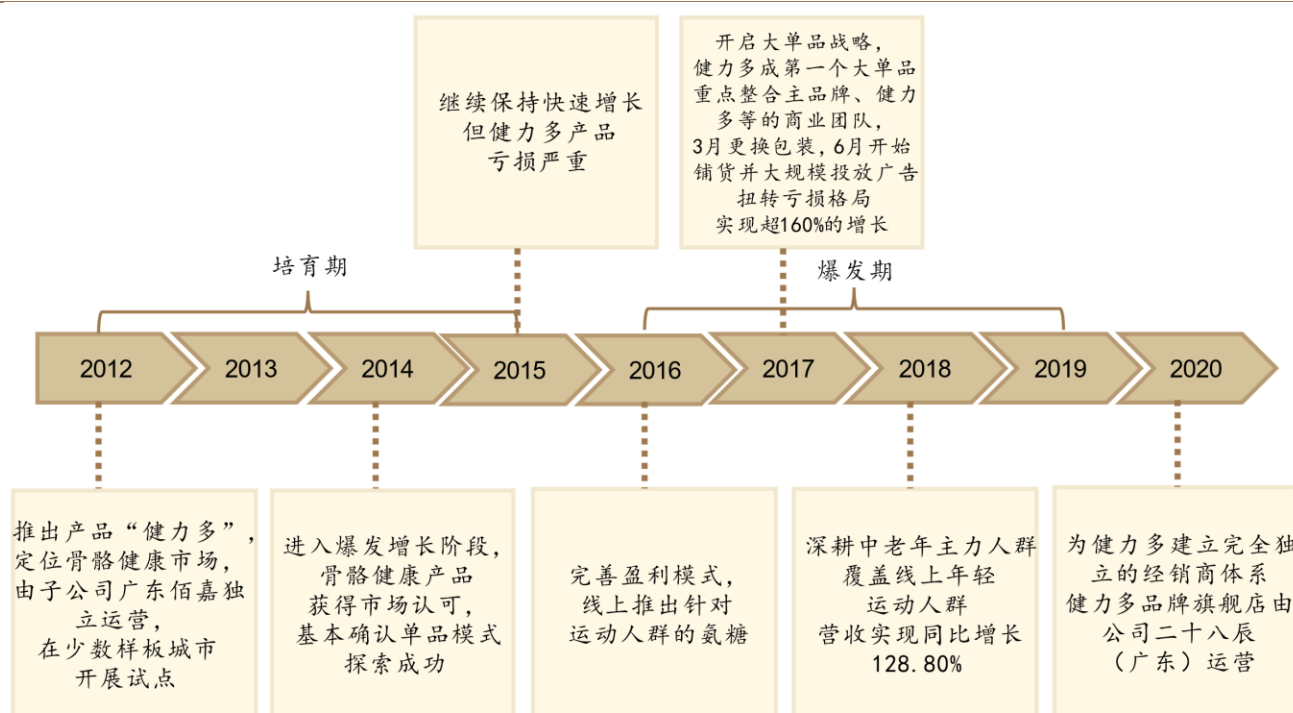
产品	所属品牌	标价 (元/瓶)	日服用价 (元)	是否含钙	每日摄入钙含量 (毫克)	成人每日补钙用量 (毫克)	所含氨糖类	每日摄入氨糖含量 (毫克)	是否含硫酸软骨素	每日摄入软骨素含量 (毫克)
氨糖软骨素钙片	健力多	223 (140 片)	6.37	是	367.2		硫酸氨糖	714	是	408
氨糖钙片	益节	209 (120 粒)	5.23	是	54.6		盐酸氨糖	1170	否	
硫酸氨基葡萄糖	澳佳宝	229 (180 片)	1.27	否		200-1000	硫酸氨糖	1500	否	
氨糖软骨素	自然之宝	73 (110 粒)	3.98	否			硫酸氨糖	3300	是	与氨糖形成复合物，含量与氨糖合计

资料来源：各品牌淘宝官方旗舰店，《保健食品原料目录 营养素补充剂（2020 年版）》，德邦研究所

注：标价使用单瓶优惠后价格，每瓶含量含赠品数量，数据截止 2021.10.8

**健力多单品取得成效为公司发展提供新思路。**健力多的成功得益于选择了具有巨大空间的细分市场，消费者需求旺盛，且产品具有较强的产品力，能显著获得消费者的正向反馈。在最具发展潜力的细分市场精准布局大单品，充分发挥公司主品牌在药店、线上渠道的优势，集中公司资源开展线上线下单品宣传活动等均是公司在推广健力多大单品的过程中积攒的经验，有利于帮助公司继续打造更多大单品，巩固行业龙头地位。

图 40：健力多重要事件时间线



资料来源：公司年报及公司投资交流纪要，德邦研究所

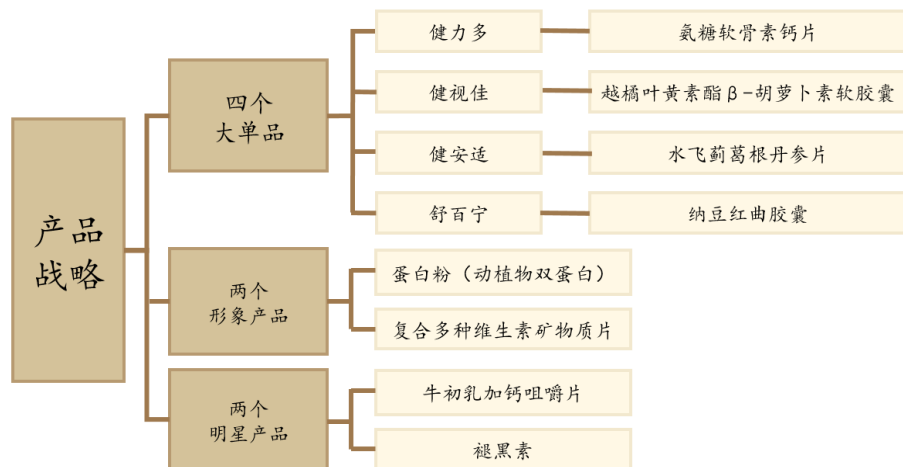
### 3.2. “大单品+形象产品+明星产品”矩阵资源聚焦，提高费投效率

**“乘胜追击”壮大产品矩阵。**在健力多大单品战略取得显著成效后，2020 年公司进一步提出“大单品+形象产品+明星产品”的核心市场策略，其中 2021 年



四大单品包括健力多、健视佳、健安适、舒百宁，两大形象产品包括蛋白粉、多种维生素矿物质片，两大明星产品包括牛初乳加钙咀嚼片及褪黑素。该战略旨在挑选产品进行资源聚焦投放，通过在不同细分品类的占位和突破，带动全品类销售，激活整个VDS业务，引领行业增长。

图 41：公司“大单品+形象产品+明星产品”核心产品矩阵

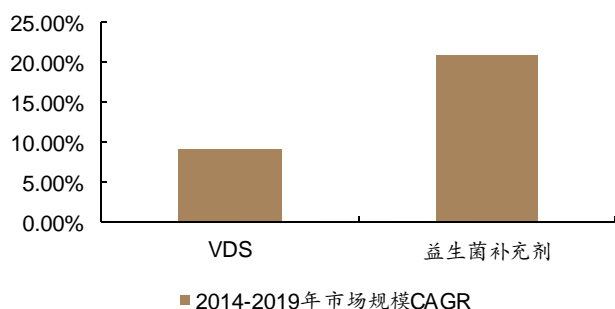


资料来源：公司年报，德邦研究所

### 3.3. Life-space 发力线下铺货，重点培育，放量可期

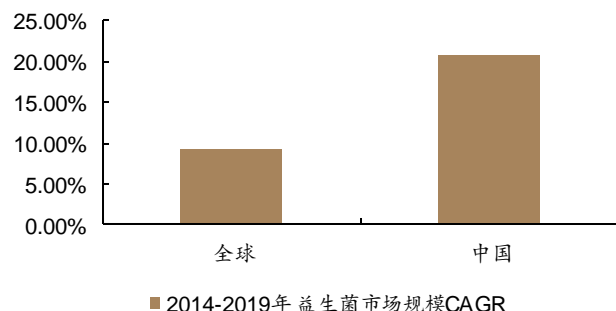
中国益生菌市场快速崛起，发展前景广阔。益生菌补充剂市场是我国增速最快的健康产品细分领域之一，根据欧睿数据，2019年成人益生菌市场规模为42.4亿元，2014-2019年CAGR为20.9%，远高于VDS行业平均增速9.3%，同时也远高于全球益生菌补充剂行业规模增速9.2%。目前，中国益生菌人均消费远低于日本和美国，益生菌产品受众广泛，消化能力差的儿童、亚健康的成人、激素变化的孕妇、机体功能下降的老年人等均是益生菌产品的受众，预期未来我国益生菌市场仍将保持高速增长。

图 42：2014-2019 年中国 VDS 和 益生菌补充剂市场年复合增速



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 43：2014-2019 年全球和中国益生菌补充剂市场年复合增速



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

表 11：成熟市场益生菌补充剂产品人均消费额（单位：美元）

地区	2015	2016	2017
日本	2.92	3.05	3.18

澳大利亚	4.11	4.80	5.20
美国	5.56	6.24	6.95
法国	1.53	1.67	1.73
德国	0.87	0.88	0.90
英国	0.41	0.45	0.50
成熟市场平均情况	3.58	3.97	4.35
全球市场平均情况	0.58	0.64	0.70

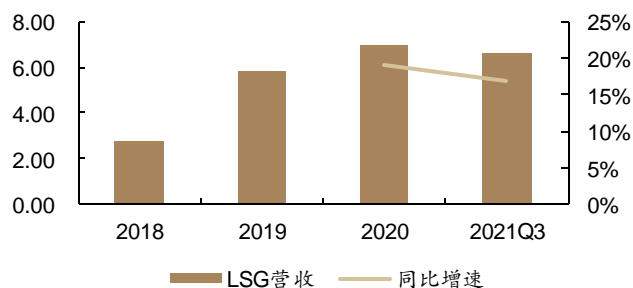
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

**LSG 是澳大利亚知名益生菌企业。**LSG 的益生菌补充剂能够缓解肠胃不适、消化不良、胃胀便秘的问题，改善肠道微生物环境、胃肠道功能，支持消化系统健康，增强自身抵御力。产品适用于长期肠胃不适、作息不规律的亚健康人群和正常人群。LSG 是澳洲益生菌市场规模最大的企业，其拥有多款益生菌产品，产品覆盖多年龄段，产品形态为方便携带保存的粉剂、胶囊。

**LSG 境外业务：在电商法冲击后恢复平稳增长。**汤臣倍健于 2018 年 8 月 30 日完成对 LSG 的收购。LSG 境外业务主要分为三个渠道：澳洲本地药房、跨境电商、代购业务，跨境电商渠道保持高速增长，拉动 LSG 境外业务增长，但 2019 年 1 月 1 日正式实施的《电商法》对代购做出了规范和限制，大量个人代购退出市场，2020 年叠加疫情影响对本地药房、代购业务都产生了严重冲击，境外营收不及预期，2019 年公司对收购 LSG 产生的商誉进行减值。随着前述影响逐渐消散，Life-space 境外业务恢复平稳增长，2020 年 LSG 境外营收 5.67 亿元，同比增长 23.94%。

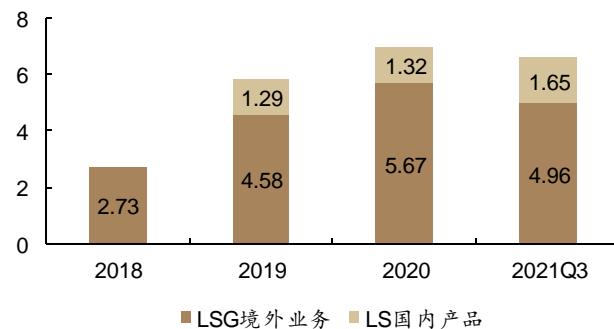
**国内线下业务：重视在线下渠道发力，未来市场地位有望提升。**国内线下业务方面，公司从 2019 年 3 月开始在国内药店和母婴渠道推出国内产品剂型并进行相应资源投放，2020 年 1 月该产品获注册批文，获得“蓝帽子”保障树立壁垒。但 2020 年上半年受疫情影响国内线下铺货进度有所滞后，尤其母婴商超等渠道受到较大影响，药店渠道需求相对刚性恢复较快。2020 年公司开启经销商裂变计划，为 Life-space 设立完全独立的经销商体系，国内经销商体系由佰傲负责，促进大单品发展。疫情影响减弱后 Life-space 线下业务增长态势良好，尤其在药店渠道增长迅速，2020 年国内线下营收达到 1.32 亿元，在药店益生菌品类中排名第四。我们预期 2022 年药房渠道复苏，公司销售变革调整结束，Life-space 线下渠道能实现更快放量。

图 44：2018 年-2021Q3 Life-space 收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 45：Life-space 境内/境外营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

**战略地位高，有望在公司大力推广下放量。**Life-space 的竞争优势体现在：

**1) 公司战略优势。**产品在公司内部具有十分重要的战略地位，重点投入资源，希望打造成为全球益生菌领导品牌；**2) 产品力及品牌优势。**Life-space 产品力强，用户体验反馈佳，在跨境电商渠道中复购率数据表现优异，公司利用品牌知名度，在澳洲市场上持续推动生产基地建设，创新用户回访模式和经营模式；**3) 公司推广力度强。**公司针对 Life-space 执行“全国性投放、广覆盖”的策略，持续投放电视、网络视频、信息流、楼宇等广告，曝光率、知名度显著提高，携手刘涛作为爱心大使，打造亲切、专业的品牌形象。

图 46：刘涛担任 Life-space 中国爱心大使



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 47：Life-space



资料来源：公司公告，德邦研究所

**产品覆盖群体更广，发力电商、药店渠道。**不同益生菌品牌侧重的销售渠道、核心客户不同，合生元在母婴店的销售渠道占据优势，并且主要面向儿童与孕妇。Life-space 充分利用电商渠道的优势，并且在线下药店布局销售，在渠道上避开行业龙头，减少竞争压力。同时 Life-space 产品覆盖消费群体范围广，借助国际品牌形象，在成人益生菌消费市场中占据了较大份额。从价格对比来看，Life-space 性价比更高，益生菌种类丰富。

表 12：主要益生菌补充剂成分及价格对比

产品	所属品牌	标价	规格	服用频率	每日花费	每日摄入活菌	益生菌种类
Life-space 成人益生菌	汤臣倍健	199 元/瓶	60 粒/瓶	1-2 粒/天	3.3-6.6 元	320~640 亿	15 种
Life-space 婴儿益生菌粉	汤臣倍健	109 元/瓶	21 克/瓶	1-2 克/天	5.2-10.4 元	75~150 亿	10 种
Life-space 孕妇益生菌产品	汤臣倍健	199 元/瓶	50 粒/瓶	1 粒/天	4.0 元	255 亿	15 种
婴幼儿型益生菌原味冲剂	合生元	298 元/盒	72 克/盒	2 袋/天	12.4 元	200 亿	3 种
利活益生菌固体饮料	江中	98 元/盒	40 克/盒	2 条/天	9.8 元	1000 亿	3 种

资料来源：天猫旗舰店，德邦研究所

注：标价使用单瓶优惠后价格，数据截止 2021.10.8

### 3.4. 多款大单品定位高需求赛道，逐步推广，有望多点开花

**健视佳：产品功效强、适用性好。**公司 2017 年推出“健视佳”，主要产品以越橘提取物、叶黄素酯、天然  $\beta$ -胡萝卜素等为主要原料，具有缓解视疲劳的功效，面向用眼过度的青少年与视力减弱的中老年人。过去的抗疲劳滴眼液虽然相较口服产品具备更直接便捷的治疗效果，但由于防腐剂的添加，不适合长期使用。对

比鱼油和健视佳产品，鱼油产品中不饱和脂肪酸 DHA 对视觉发育有促进作用，而健视佳产品中的花青素具有良好的抗氧化效果，有助于缓解视疲劳，叶黄素作为人眼视网膜黄斑区的主要色素成分，具备过滤蓝光，养护人眼黄斑区的功效。

表 13：护眼产品功效比较

产品			
	鱼油	健视佳	滴眼液
护眼有效成分	不饱和脂肪酸 DHA	花青素，叶黄素	复方制剂，药物成分
护眼功效	对视觉发育有促进作用；鱼油纯度不高时存在副作用	花青素较 DHA 有更好缓解眼疲劳作用；叶黄素具备过滤蓝光，养护人眼黄斑区功效	较口服产品抗疲劳效果直接便捷，但不适宜长期使用

资料来源：京东，德邦研究所

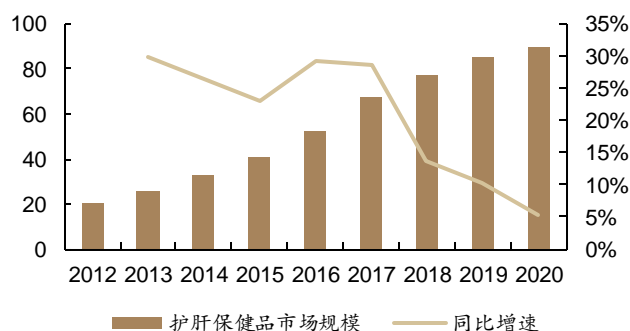
**护眼行业稳步增长，产品发展前景广阔。**健视佳将视力易疲劳者作为目标人群，覆盖中老年人及青少年人群，占全国人口的 50%以上。根据世界卫生组织，2018 年我国近视患者达 6 亿，青少年近视率居世界第一。随着我国近视人数攀升，护眼市场刚性需求形成，眼部健康受到广泛关注。2020 年天猫双 11 医药眼部保健类商品半日销售同比增长近 11 倍。健视佳作为公司推出的储备大单品，2018 年在部分省市开展试点，2020 年在十大试点区域重点推广，2021 年逐渐转向全国范围推广。在电视广告方面，公司优先覆盖拥有数亿过度用眼群体的地区，在晚间黄金档高频次播放以打响品牌知名度；公司在爱眼月整合品牌营销团队，联合知名平台与产品潜在顾客开展全方位沟通交流。

**健安适：深入护肝蓝海市场。**一方面，中国酒文化兴盛、饮酒人数众多，另一方面，现代社会压力巨大，熬夜加班、脂肪肝情况普遍，因此护肝类 VDS 产品潜在需求较大。2020 年我国护肝类 VDS 产品市场规模达到 89.4 亿元，2012-2020 年 CAGR 为 20.43%，护肝 VDS 人均消费金额从 2012 年的 1.49 元增长至 2019 年的 6.06 元。2020 年公司针对护肝市场推出新单品“健安适”，面向熬夜、饮酒和高油脂饮食的人群。“健安适”产品经动物实验评价，具有对化学性肝损伤有辅助保护功能的保健功能。健安适作为公司的储备大单品，在获取稀缺批文后于 2020 年 3 月开始渠道铺货并在五大省份聚焦推广，多形式进行品类教育，重点打造核心样板市场，2021 年继续深化在五大省份的推广。

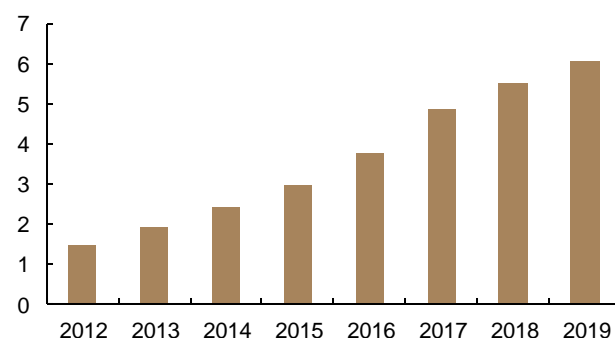
图 48：护肝类 VDS 产品市场规模（单位：亿元）

图 49：我国护肝类 VDS 产品人均消费金额（单位：元）





资料来源：智研咨询，观研天下，德邦研究所



资料来源：wind，智研咨询，观研天下，德邦研究所

**舒百宁：最新大单品，双重功效更显著。**公司在2021年推出新一代植物科技单品“舒百宁”，4月开始渠道铺货，7月召开新品发布会。舒百宁定位心脑血管健康领域，具有辅助降血脂功效，面向中老年高血脂人群。心血管类VDS产品市场潜在需求大，根据《中国心血管病健康和疾病报告2019》，2017年心血管病已成为我国居民死亡第一原因，城乡居民因心血管病死亡占全部死因的比率超过40%。当前心脑血管健康领域的VDS产品以澳佳宝、健安喜、Swisse的鱼油、大豆磷脂品类为主，舒百宁产品主要成分为纳豆冻干粉和红曲粉，纳豆中的纳豆激酶具有活化血管和溶解血栓的作用，红曲中含有的植物洛伐他汀成分具有从源头上阻断胆固醇合成的作用，将纳豆和红曲结合，大大增强降血脂功效，同时采取植物提取技术降低直接食用的副作用。舒百宁是公司新推出的产品力突出的单品，当前在药店渠道采取类药模式推广，空间广阔。

表 14：降血脂产品功效比较

产品			
	澳佳宝深海鱼油	Swisse 大豆卵磷脂软胶囊	舒百宁纳豆红曲胶囊
降血脂有效成分	不饱和脂肪酸 EPA	大豆卵磷脂	纳豆激酶，洛伐他汀
降血脂功效	有降血脂功效；鱼油纯度不高时存在副作用	磷脂具有乳化、分解油脂作用，改善血清	纳豆激酶具有活化血管溶解血栓功效，洛伐他汀从源头上阻断胆固醇合成

资料来源：京东，德邦研究所

### 3.5. 布局 OTC 和功能食品新赛道

围绕消费者健康领域，公司不断尝试拓展新的业务板块，先后尝试布局 OTC 业务和功能食品业务，目前尚处于培育期。在 OTC 板块，公司设立控股子公司好健时作为 OTC 业务的运营主体，2020 年 2 月推出“清好清畅润肠胶囊”和“好健时乳酸菌素片”两款肠道非处方药品，并推出中药饮片“无限能”品牌。我们认为汤臣倍健在药店渠道具备核心竞争优势，向 OTC 延伸有利于推动公司该渠道扩容。在功能食品板块，汤臣倍健于 2020 年设立子公司食代说作为功能食品的运营



主体，建立独立的业务体系及零售网络体系，将“每日每加”定位新生代每日营养食品品牌。2021年上半年，“每日每加”推出 $\gamma$ -氨基丁酸胶原蛋白肽饮品等多种新品，通过在全渠道打造快消品类一体化运营模式，助力公司业务增长。功能食品在定位上存在功能需求，功能属性的附加赋予普通食品更高的价值。功能食品作为新兴板块，具有较好的成长性，未来空间巨大。我们认为汤臣倍健在VDS领域深耕多年，对保健食品功能功效的研发能力行业领先，功能食品赛道有望成为公司增长新动力。

图 50：每日每加主要产品

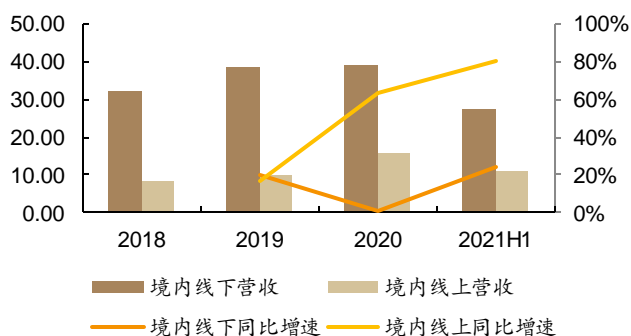


资料来源：每日每加天猫官方旗舰店，德邦研究所

## 4. 药店渠道龙头地位稳固，发力扩大电商渠道份额

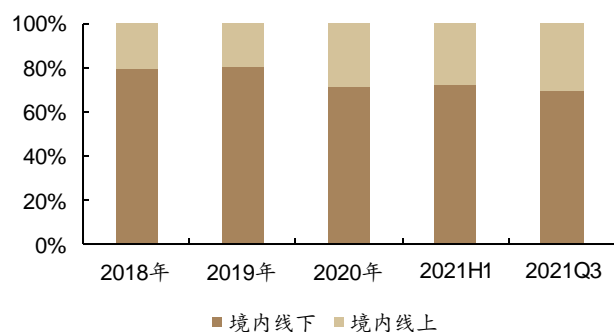
公司渠道以线下药店为主，线上积极布局电商渠道。公司在中国最早将膳食补充剂引入非直销领域，经过早期的布局 and 快速扩张，公司已经在药店渠道占据绝对龙头地位，同时公司在线下积极开拓商超母婴等多元化渠道。随着 VDS 行业电商渠道份额迅速成长，公司自 2017 年启动电商品牌化战略，大力布局电商渠道，抢占电商份额，目前已经取得良好成效。2020 年公司境内线下渠道营收达到 39.23 亿元，占境内总营收 71.21%，同比增长 1.44%；境内线上渠道营收达到 15.86 亿元，占境内总营收 28.79%，同比增长 62.77%。

图 51：公司境内线上线下营收情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 52：公司境内营收渠道结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

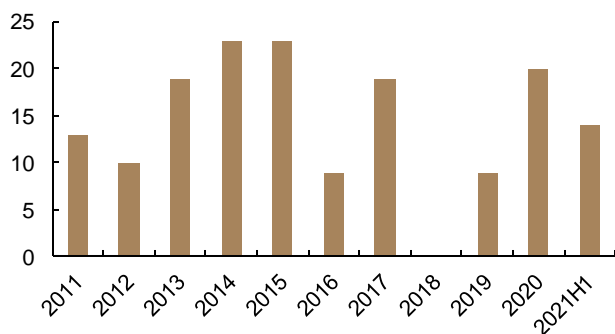
### 4.1. 药店渠道壁垒深厚，启动销售变革助力终端动销

药店渠道先发龙头，外部扰动下表现显著优于行业。公司率先将膳食补充剂引入非直销领域，积极布局药店，根据年报披露，2012 年公司销售终端数超 30000 个，公司产品成功进入 96 家全国百强连锁药店，而后继续深耕药店渠道，凭借先发优势和研发优势逐渐在药店渠道占据龙头地位，根据米内网预估 2021 年公司在药店渠道市场份额达到 31.6%，远超其他竞争者。受疫情影响，2020 年中国药店保健品及健康食品销售额增速为 -16.9%，而汤臣倍健 2020 年国内药店渠道营收增速为 2.6%，实现逆势增长，足见公司在药店渠道的强势竞争力。

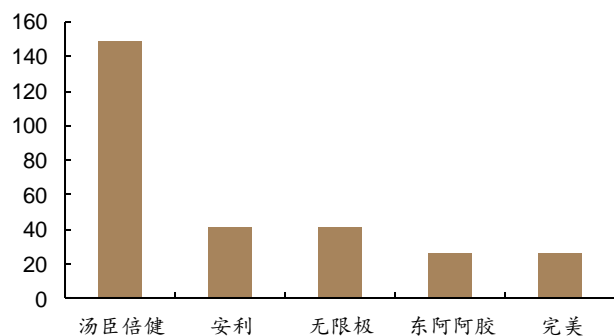
公司蓝帽子储备充足，壁垒深厚。药店进入存在壁垒，只有通过注册或备案的保健食品才能进入药店售卖。备案制审批快但产品同质化严重，注册制度对申报材料、技术评审等要求严苛，注册难度大，申请周期长，对企业研发实力要求高。公司研发实力领先并持续专注产品研发申请，蓝帽子储备丰富，截至 2021 年上半年，公司共拥有 149 个注册批文和 120 个备案凭证，在行业内位居第一。

图 53：2011 年-2021H1 公司注册申请情况（单位：款）

图 54：2020 年行业主要企业注册批文数量（单位：款）



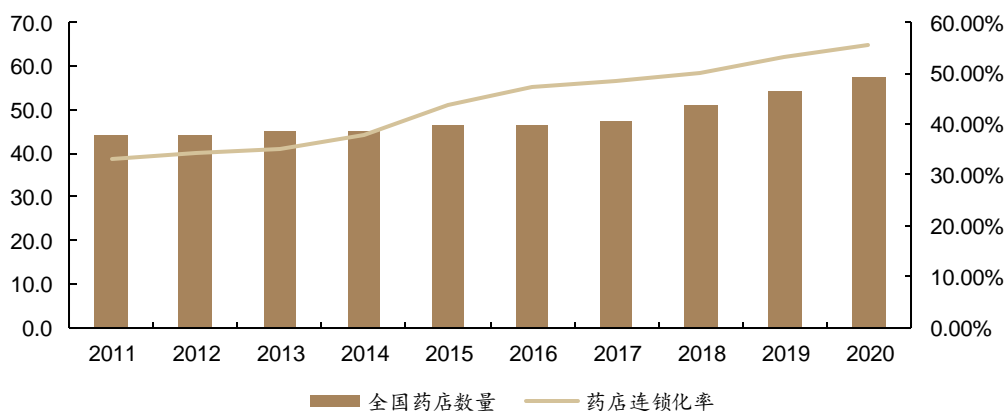
资料来源：公司公告，德邦研究所



资料来源：特殊食品信息查询平台，德邦研究所

**药店连锁化有利于公司份额提升。**根据国家药品监督管理局，全国药店连锁化率从 2011 年的 33.32% 提升至 2020 年的 55.68%。随着药店的连锁化率提升、部分药店上市及行业内并购整合的加剧，有望推动药店渠道进一步扩大，同时连锁化药店对品牌合规性等准入门槛提高，对毛利率高、自带流量属性的优质产品需求提升，汤臣倍健在药店份额将进一步提高，龙头地位愈发显著。

图 55：全国药店数量及连锁化情况（单位：家）

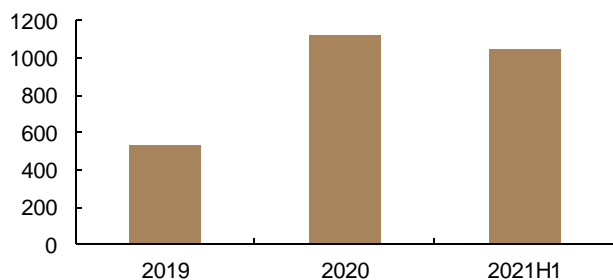


资料来源：国家药品监督管理局，德邦研究所

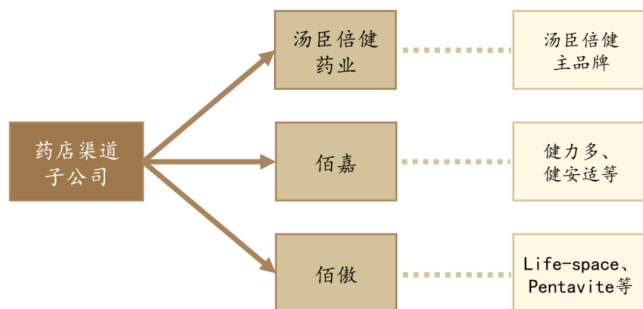
**2020 年启动经销商裂变打造三大独立经销商体系，推动多品类成长。**为支持多个大单品运营及未来更多新品牌、新品类的长期发展，2020 年公司全面升级经销商体系，在 VDS 业务中建立主业、健力多、Life-space 三个独立的经销商体系，并在药店渠道设立 3 家子公司主体，划分品牌管理和运营。目前，公司已完成以地级市为单位的经销商体系构建，境内经销商数量从 2019 年的 540 家增加至 2021 上半年的 1052 家。经销商裂变有助于调节平衡经销商售卖各品类的积极性，促进渠道下沉以及精细化管理，助力公司全品类成长。

图 56：境内经销商数量（个）

图 57：药店渠道子公司分品牌管理和运营



资料来源：公司公告，德邦研究所



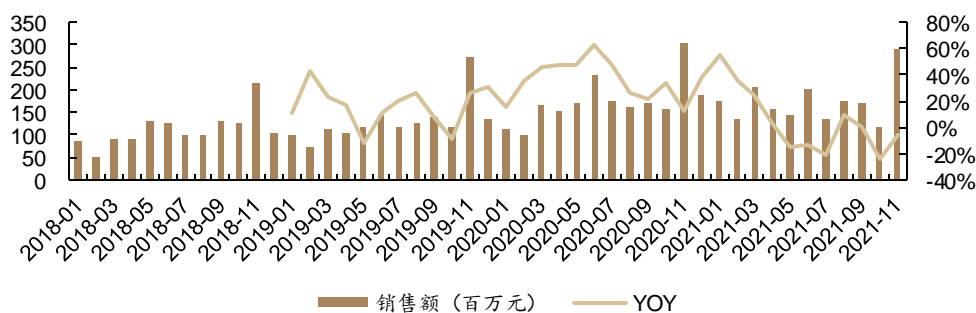
资料来源：公司公告，德邦研究所绘制

**2021年7月启动销售变革，搭建千人营养天团，促进终端药店动销。**疫情下线下药店人流量下滑，部分药房通过大力促销、送赠品的的方式引流，为稳固品牌力，公司2021年7月启动内部销售变革，一方面规范促销及赠品力度，保证渠道利润空间，另一方面组建千人营养天团，营养天团具备专业营养知识，通过终端活动诸如营养科普沙龙、专业解读健康检测报告等进行消费者教育与转化，赋能终端，我们认为该团队或将有效协助终端动销，引领行业应对外部环境挑战，公司药店渠道在2022年有望迎来快速复苏。

#### 4.2. 电商品牌化、数字化战略持续推进，助力线上业务快速发展

**公司积极布局电商渠道，电商份额跃居第一。**为顺应渠道变革趋势，2017年公司开启电商品牌化战略，并于2018、2019年对电商品牌化战略持续推进升级，打造线上竞争优势。2020年公司基本完成了电商业务的战略架构调整，8月份增资广州麦优，在电商业务形成以广州麦优和广东佰悦为境内电商渠道的两大主要运营主体，建立灵活高效的管控体系。目前，公司电商品牌化战略已取得显著成果，电商收入快速增长，2020年占公司境内营收近30%。生意参谋数据显示，2020年天猫VDS类目中汤臣倍健品牌市场份额6.98%，排名第一。京东商智数据显示，2020京东医药保健行业中汤臣倍健市场份额15.5%，排名第一。

图 58：汤臣倍健淘数据销售额



资料来源：淘数据，德邦研究所

**电商渠道打造年轻化、时尚化品牌形象。**2018年公司签约国际超模米兰达·可儿和超人气新晋偶像蔡徐坤代言线上专供YEP系列食品，并升级产品包装潮流化，贴合年轻消费者的喜好。此外，公司通过IP跨界、趣味营销等营销活动塑造品牌年轻化、时尚化形象。2020年公司共发生广告费9.66亿元，其中线上广告费达

到 2.12 亿元。

图 59：米兰达·可儿和蔡徐坤代言 YEP



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 60：YEP 系列潮流化、高颜值包装



资料来源：汤臣倍健天猫官方旗舰店，德邦研究所

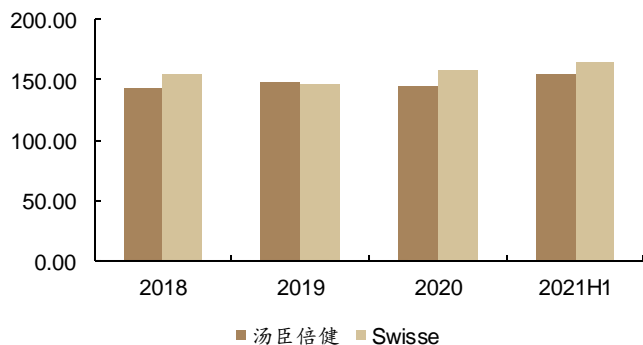
### 线上专供品差异化发力，快速研发推新，适应线上年轻群体消费趋势变化。

从年龄结构来看，线下渠道用户年龄偏大，线上渠道年轻人比重较高，消费习惯有差异，线上人群需求变化更快，需求更年轻化、多元化。除与旗下多品牌共同发力电商渠道，通过多品牌策略抢占线上份额之外，公司还针对线上消费群体首次推出线上专供品，线上专供品主要是普通食品形态的 VDS 产品，产品研发迭代快，更能适应消费者快速变化的需求。打造专业年轻品牌颜值管理系列 YEP，包括胶原蛋白固体饮料、蔓越莓维生素 C 压片糖果等多元化普通食品。据公司披露，2020 年第一季度公司线上专供品收入占汤臣倍健主品牌线上渠道收入比例从 2019 年的 30%+提升至 50%+，2020 年主品牌线上专供品整体实现翻倍以上增长。

### 目前公司在电商渠道尚未构建核心壁垒，有待扩大市场份额，强化龙头优势。

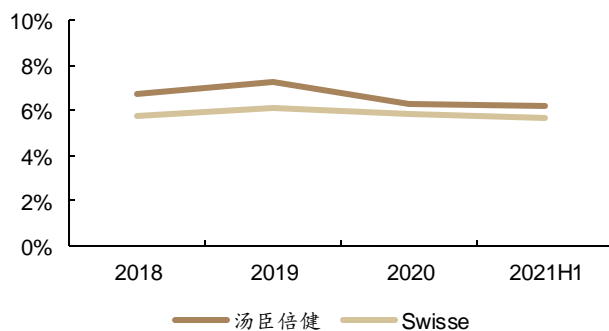
根据淘数据，2020 年汤臣倍健和 Swisse 分别位列 VDS 电商渠道第一、第二，汤臣倍健电商渠道份额为 6.27%，比 Swisse 市场份额高 0.46pct。由于线上渠道进入门槛较低，资本关注下孕育新品牌入场，加之海外 VDS 通过跨境电商形式进入国内市场，电商渠道竞争激烈，市场格局相对分散。当前公司电商渠道收购麦优提升运营能力，设立单独的研发团队提升研发速度和自由度，产品策略上聚焦重点品类，通过单品卡位，我们认为公司在电商渠道市占率仍有很大提升空间，有待进一步发力抢占更大份额。

图 61：汤臣倍健和 Swisse 产品均价比较



资料来源：淘数据，德邦研究所

图 62：汤臣倍健和 Swisse 电商渠道份额



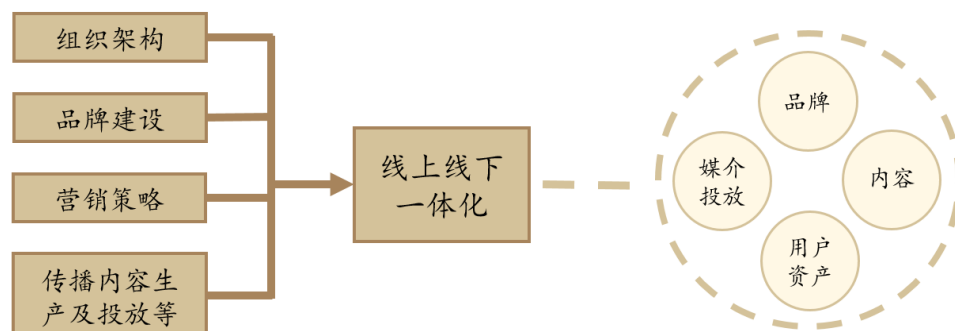
资料来源：淘数据，德邦研究所



### 4.3. 品牌全渠道营销策略统筹管理，线上线下形成合力

全渠道统筹市场营销及品牌塑造，提升整体推广效率。2021年7月，公司正式启动线上线下一体化经营变革，进一步统筹整个公司集团的品牌和产品战略，打破线上线下品牌运营割裂状态，搭建公司的媒介中台，整合线上线下媒介资源、媒体投放策略，持续沉淀公司用户资产。线上线下一体化经营变革能够优化公司整体的运营体系，整合线上线下的资源、策略等优势，为线上、线下渠道带来增长新动力。

图 63：线上线下一体化经营



资料来源：公司公告，德邦研究所绘制

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1. 盈利预测

**汤臣倍健主品牌：**2020年8月起麦优并表，预期2021年仍将拉动主品牌营收取得更高增速。长期来看，公司每年通过选取形象产品和明星产品聚焦投放，费投效率提升，公司正大力发展多元化渠道，线下壁垒深厚、线上高速增长，均有利于拉动主品牌的成长，综合来看，我们预期汤臣倍健主品牌2021-2023年实现营收42.94/49.38/56.79亿元，同比增长20.0%/15.0%/15.0%。

**健力多：**2019年以来，健力多受到线下药店渠道承压的影响较大，2021H2公司启动的内部销售变革也对该产品销售产生影响，预期2021年健力多受外部内部多重影响，增速放缓，但长期来看氨糖类产品市场仍存扩容空间，健力多产品力强，未来增速将提升，预期2021-2023年健力多实现营收13.74/15.38/17.23亿元，同比增长4.6%/12.0%/12.0%。

**Life-space：**境内业务方面，益生菌赛道是新兴的高增长赛道，自2020年取得蓝帽子以来，公司持续推动life-space国内业务线下铺货，渠道利润充足，但受疫情影响推进较慢，2021H2销售变革也对life-space药店渠道造成影响，我们预期2022年后将迎来更快放量；境外LSG方面2019年以来受疫情、电商法等因素影响增速放缓，预期后续澳洲药店、代购等渠道收入恢复平稳，跨境电商渠道保持高速增长。我们预期life-space国内线下业务2021-2023年实现营收1.95/3.12/4.68亿元，同比增长47.7%/60.0%/50.0%；境外LSG方面2021-2023年实现营收6.47/8.41/10.51亿元，同比增长14.1%/30.0%/25.0%。

综合来看，我们预期2021-2023年公司实现营业收入72.42/87.71/107.03亿元，同比增长18.82%/21.12%/22.03%。

图 64：汤臣倍健营收拆分及预测（百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	5262	6095	7242	8771	10703
yoy	20.94%	15.83%	18.82%	21.12%	22.03%
其中：					
汤臣倍健	3212	3578	4294	4938	5679
yoy	7.71%	11.41%	20.02%	15.00%	15.00%
健力多	1190	1313	1374	1538	1723
yoy	47.10%	10.37%	4.61%	12.00%	12.00%
Life-space（国内）	129	132	195	312	468
yoy		2.33%	47.73%	60.00%	50.00%
LSG收入（境外，分部抵消前）	458	567	647	841	1,051
yoy	12.73%	25.57%	14.05%	30.00%	25.00%

资料来源：wind，德邦研究所

### 5.2. 估值及投资建议

综合来看，我们预期2021-2023年公司实现营业收入72.42/87.71/107.03亿元，同比增长18.8%/21.1%/22.0%；实现归母净利润17.98/22.12/27.01亿元，

同比增长 17.9%/23.0%/22.1%；预期 EPS 分别为 1.06 元/1.30 元/1.59 元，对应 PE 为 25.4/20.6/16.9 倍。我们认为公司是行业内稀缺的非直销领域品牌商，多年深耕行业，注重产品品质打造了品牌口碑。产品上，通过多个细分赛道大单品布局有望多点开花；渠道上，公司在线下药店龙头地位稳固，线上电商渠道发力，份额有待提升。2022 年公司渠道调整到位，品牌、产品、研发方面均有蓄力，公司经营拐点向上，首次覆盖给予“买入”评级。

图 65：汤臣倍健可比公司估值表

股票代码	公司	市值	收盘价	市盈率				EPS				ROE			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300146.SZ	汤臣倍健	456.02	26.82	27.94	25.37	20.62	16.88	0.96	1.06	1.30	1.59	21.98%	16.99%	19.79%	22.81%
000538.SZ	云南白药	1,360.74	106.09	24.56	32.84	24.87	21.92	4.32	3.23	4.27	4.84	14.52%	10.68%	13.40%	14.32%
600085.SH	同仁堂	680.11	49.59	65.94	55.09	46.90	39.95	0.75	0.90	1.06	1.24	10.82%	11.61%	12.35%	13.06%
300791.SZ	仙乐健康	80.28	44.56	20.82	27.42	20.98	16.37	2.14	1.63	2.12	2.72	12.47%	11.88%	13.60%	15.07%

资料来源：德邦研究所

注：PE 数据根据 2022.1.12 收盘价计算，盈利预测采用 wind 一致预期

## 6. 风险提示

电商渠道竞争加剧；新品推广不及预期；终端消费疲软；商誉减值风险

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.96	1.06	1.30	1.59
每股净资产	4.08	6.22	6.57	6.96
每股经营现金流	0.92	1.29	1.55	1.89
每股股利	0.70	0.75	0.95	1.20
价值评估(倍)				
P/E	27.94	25.37	20.62	16.88
P/B	6.58	4.31	4.08	3.85
P/S	6.96	6.30	5.20	4.26
EV/EBITDA	26.14	17.30	14.11	11.42
股息率%	2.6%	2.8%	3.5%	4.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	62.8%	65.7%	65.5%	65.5%
净利润率	25.0%	24.8%	25.2%	25.2%
净资产收益率	22.0%	17.0%	19.8%	22.8%
资产回报率	15.8%	13.2%	15.1%	16.9%
投资回报率	16.5%	16.2%	18.6%	21.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	15.8%	18.8%	21.1%	22.0%
EBIT 增长率	12.9%	48.1%	21.7%	22.2%
净利润增长率	528.3%	17.9%	23.0%	22.1%
偿债能力指标				
资产负债率	28.0%	21.9%	23.5%	25.4%
流动比率	2.2	3.6	3.4	3.2
速动比率	1.7	3.2	3.0	2.8
现金比率	0.8	2.3	2.3	2.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	9.8	9.5	9.0	8.5
存货周转天数	140.6	130.0	125.0	120.0
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7
固定资产周转率	7.0	8.8	11.4	15.2

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,524	1,798	2,212	2,701
少数股东损益	20	22	27	33
非现金支出	216	300	314	314
非经营收益	-471	-198	-163	-192
营运资金变动	278	272	242	351
经营活动现金流	1,566	2,193	2,631	3,207
资产	-319	-46	-125	-110
投资	-383	0	0	0
其他	170	107	132	161
投资活动现金流	-532	61	7	51
债权募资	-314	0	0	0
股权募资	2	3,125	0	0
其他	-638	-1,284	-1,624	-2,049
融资活动现金流	-950	1,841	-1,624	-2,049
现金净流量	81	4,095	1,014	1,209

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 12 日  
资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,095	7,242	8,771	10,703
营业成本	2,266	2,487	3,026	3,693
毛利率%	62.8%	65.7%	65.5%	65.5%
营业税金及附加	72	80	96	118
营业税金率%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	1,818	2,245	2,631	3,211
营业费用率%	29.8%	31.0%	30.0%	30.0%
管理费用	434	467	544	642
管理费用率%	7.1%	6.4%	6.2%	6.0%
研发费用	140	170	206	252
研发费用率%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
EBIT	1,356	2,008	2,444	2,987
财务费用	13	-49	-88	-104
财务费用率%	0.2%	-0.7%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	-10	0	0	0
投资收益	181	107	132	161
营业利润	1,789	1,980	2,518	3,084
营业外收支	-20	100	40	40
利润总额	1,769	2,080	2,559	3,124
EBITDA	1,562	2,309	2,758	3,301
所得税	225	260	320	391
有效所得税率%	12.7%	12.5%	12.5%	12.5%
少数股东损益	20	22	27	33
归属母公司所有者净利润	1,524	1,798	2,212	2,701

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,826	5,921	6,935	8,144
应收账款及应收票据	164	188	216	249
存货	873	886	1,036	1,214
其它流动资产	1,987	1,963	2,009	2,067
流动资产合计	4,850	8,959	10,197	11,675
长期股权投资	212	212	212	212
固定资产	873	826	773	706
在建工程	110	108	119	119
无形资产	923	842	760	687
非流动资产合计	4,791	4,637	4,488	4,323
资产总计	9,640	13,596	14,685	15,998
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	350	375	415	506
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,888	2,148	2,575	3,103
流动负债合计	2,238	2,523	2,989	3,609
长期借款	144	144	144	144
其它长期负债	316	316	316	316
非流动负债合计	460	460	460	460
负债总计	2,698	2,983	3,449	4,069
实收资本	1,581	1,700	1,700	1,700
普通股股东权益	6,934	10,581	11,178	11,839
少数股东权益	9	31	58	90
负债和所有者权益合计	9,640	13,596	14,685	15,998

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。