

汤臣倍健(300146)深度研究报告

估值具备性价比的保健食品龙头

强推(上调)

目标区间: 24-29 元

当前价: 19.06 元

- ❖ **膳食营养补充剂行业方兴未艾。**2019 年中国膳食补充剂市场零售规模为 1621 亿元, 2005-2019 年行业规模 CAGR 约为 9.2%, 全球来看增速较快, 人均消费额为 17 美元, 与海外部分发达国家比有 5 倍提升空间。未来行业驱动力或为: 1) 老龄化加剧; 2) 可支配收入提升。2019 年行业 CR8 为 41.5%, 前三大公司分别为汤臣倍健(9.9%)、无限极(9.1%)、安利(5.8%), 短期来看行业监管趋严导致份额朝头部集中。渠道方面, 受权健事件影响, 2019 年直销渠道占比下降至 36.1%, 线上渠道占比提升至 33.7%, 药店渠道占比提升至 20.8%。
- ❖ **汤臣倍健: 三大战略带来新增长周期。**公司为国内膳食营养补充剂龙头, 主要产品包括蛋白粉、维生素、益生菌系列等多个品种, 其境内线下渠道: 线上渠道销售约为 8:2, 核心竞争力为领先产品力、品牌力、良好的渠道资源及消费者服务能力。2010~2018 年汤臣倍健的发展可分为三个阶段: 1) 高速发展期(2010-2013 年): 营收从 3.46 亿元增长至 14.82 亿元, CAGR 为 62.40%; 2) 业务调整期(2014-2016 年): 公司进行内部调整, 收入从 17.05 亿元增长到 23.06 亿元, CAGR 为 16.3%; 3) 业绩回升期(2017-2018 年): 公司启动大单品战略、电商品牌化战略和跨境电商战略, 2017 年及 2018 年收入增速分别 34.7%、39.9%。2019 年受行业整顿、医保支付、新电商法等政策影响, 公司收入增长有所放缓。
- ❖ **展望未来: 行业有望恢复性增长, 龙头公司或受益。**1) 预计监管仍然维持较强态势; 2) 预计 2020 年疫情或带来居民健康意识增强, 行业在去年调整后今年有望恢复性增长; 3) 疫情影响下, 线下流量受到部分影响, 线上渠道销售占比有望进一步提升; 4) 中国益生菌补充剂行业人均消费较低, 成长空间较大, 预计 2020 年该品类快速增长; 5) 汤臣倍健业绩有望重回正轨, 其主要增长或来自于线下药店渠道下沉、商超及母婴渠道快速扩张、线上渠道稳步增长、Life-Space 拿下蓝帽子后或借助药店渠道优势成为新增长点。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级:**公司处在膳食营养补充剂的良好赛道中, 该赛道有较大的市场空间。2020 年受到新型冠状病毒疫情影响, 居民保健意识提高, 行业或迎来恢复性增长, 份额朝头部集中, 公司作为行业龙头, 在品牌、资金、渠道等方面优势明显, 疫情稳定后或迎来新一轮增长。公司盈利能力较强, 估值相对低位, 益生菌大单品近期发力, 或对公司下半年甚至未来 2-3 年业绩有较大提振。考虑到疫情影响, 我们略下调 2020 年 EPS 预测到 0.76 元, 同时略上调 2021-2022 年 EPS 预测为 0.98/1.18 元(原预测为 0.79/0.97/1.17 元), 对应 2020-2022 年 PE 为 25/19/16 倍, 上调目标价至 12 个月内 24-29 元, 对应 2021 年 25-30 倍 PE, 上调至“强推”评级。
- ❖ **风险提示:**行业政策趋严、食品安全事件、对外投资不及预期、新品销售不及预期、行业竞争加剧。

主要财务指标

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|--------|-------|-------|
| 主营收入(百万) | 5,262 | 5,903 | 7,231 | 8,567 |
| 同比增速(%) | 20.9% | 12.2% | 22.5% | 18.5% |
| 归母净利润(百万) | -356 | 1,203 | 1,548 | 1,864 |
| 同比增速(%) | -135.5% | 438.2% | 28.6% | 20.4% |
| 每股盈利(元) | -0.22 | 0.76 | 0.98 | 1.18 |
| 市盈率(倍) | -85 | 25 | 19 | 16 |
| 市净率(倍) | 5 | 5 | 4 | 4 |

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2020 年 06 月 04 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 程航

电话: 021-20572565

邮箱: chenghang@hcyjs.com

执业编号: S0360519100004

证券分析师: 董广阳

电话: 021-20572598

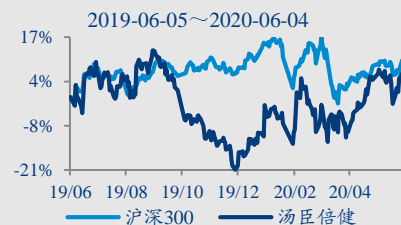
邮箱: dongguangyang@hcyjs.com

执业编号: S0360518040001

公司基本数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(万股) | 158,249 |
| 已上市流通股(万股) | 89,269 |
| 总市值(亿元) | 301.62 |
| 流通市值(亿元) | 170.15 |
| 资产负债率(%) | 21.2 |
| 每股净资产(元) | 4.0 |
| 12 个月内最高/最低价 | 20.46/13.88 |

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《汤臣倍健(300146)调研快报: 行业整顿影响减弱, 新年销售情况良好》

2020-01-19

《汤臣倍健(300146)2019 年报点评: 期待公司引领行业恢复性增长》

2020-03-14

《汤臣倍健(300146)2020 年一季度报点评: 业绩符合预期, Life-Space 准备就绪》

2020-04-28

投资主题

报告亮点

本报告与市场报告不同之处如下：1) 除静态分析行业现状外，本报告通过总结美国及日本保健品行业发展经验，对中国保健品未来发展进行更有力的推演；2) 本报告详细梳理了近年来重要的法律法规；3) 对公司主要发展历程及过去发展遇到的困境进行详细梳理；4) 对公司三大战略进行分块复盘及分析；5) 通过对比海外发展经验，对我国益生菌品类发展的前景进行分析。

投资逻辑

中国膳食补充剂市场零售规模超千亿，近年来维持较快增速，人均消费额有较大提升空间，是国内较好的赛道之一。行业格局较为分散，龙头汤臣倍健份额约 10%，仍有较大提升空间。公司 2017 年后启动大单品战略、电商品牌化战略及海外整合战略后业绩快速增长，但 19 年受行业政策影响增长有所下滑。2020 年公司启动 4+2+1 的产品策略及千家经销商裂变计划，预计推动线下业务稳步增长，新大单品 Life-Space 拿下双功能批文蓝帽子并在药店铺货，若打造成功或对公司未来两三年线下业绩有较大提振作用。此外，疫情影响下部分消费者网购行为延续，预计线上业务保持较快增长态势。最后，食品饮料板块估值整体偏高下，公司估值相对较低，具备一定安全边际。

关键假设、估值、催化剂与盈利预测

- ❖ 假设公司主品牌、大单品健力多保持双位数增长，Life-Space 铺货后快速增长，则预计公司收入在未来 3 年仍保持双位的增速。我们采用 P/E 倍数法对公司进行估值，纵向对比来看，参照过去 3 年公司估值中枢 28X 及过去 5 年公司估值中枢 30X，公司估值处在低位。渠道调研反馈，目前益生菌品类处在快速增长期，公司“蓝帽子”Life-Space 产品已陆续在药店铺货，终端反馈复购情况较好，若打造成功或对公司下半年甚至未来 2-3 年业绩有较大提振。考虑到疫情对公司线下业务的影响，我们略下调 2020 年 EPS 预测到 0.76 元，同时略上调 2021-2022 年 EPS 预测为 0.98/1.18 元（原预测为 0.79/0.97/1.17 元），对应 2020-2022 年 PE 为 25/19/16 倍，上调目标价至 12 个月内 24-29 元，对应 2021 年 25-30 倍 PE，上调至“强推”评级。

目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 一、膳食营养补充剂行业方兴未艾..... | 6 |
| （一）行业稳步增长，人均消费有较大提升空间 | 6 |
| （二）短期看份额朝头部集中 | 9 |
| （三）直销、药店渠道占比下滑，线上渠道占比提升 | 12 |
| 二、汤臣倍健：三大战略带来新增长周期..... | 14 |
| （一）膳食补充剂龙头，以药店渠道为主 | 14 |
| （二）17 年启动三大战略后业绩有所好转 | 16 |
| 1、大单品战略实施较为成功 | 17 |
| 2、电商品牌化战略带动线上业务快速发展 | 18 |
| 3、海外整合战略仍在探索 | 19 |
| （三）19 年受政策影响增长放缓 | 20 |
| 三、展望未来：行业有望恢复性增长，龙头公司受益..... | 23 |
| （一）预计监管仍然维持较强态势 | 23 |
| （二）预计 2020 年行业有望恢复性增长 | 23 |
| （三）预计线上渠道占比继续提升 | 24 |
| （四）预计益生菌品补充剂品类快速增长 | 25 |
| 1、益生菌产品发展历程：从酸奶到补充剂 | 25 |
| 2、中国为全球第三大益生菌补充剂市场 | 26 |
| 3、人均消费仍有空间，预计未来几年快速增长 | 26 |
| （五）汤臣倍健：2020 年业绩有望重回正轨 | 27 |
| 1、4+2+1 的产品策略激活 VDS 业务 | 27 |
| 2、经销商裂变计划推动线下业务增长 | 27 |
| 3、预计线上销售保持较快增长 | 27 |
| 四、盈利预测与投资建议..... | 28 |
| 五、风险提示..... | 28 |

图表目录

| | | |
|-------|--------------------------------|----|
| 图表 1 | 中国消费健康行业规模及增速 | 6 |
| 图表 2 | 2019 年中国消费健康行业结构 | 6 |
| 图表 3 | 中国膳食营养补充剂规模及增速 | 6 |
| 图表 4 | 2005-2019 年全球主要国家膳食营养补充剂市场复合增速 | 6 |
| 图表 5 | 主要国家和地区人均保健食品消费额（美元） | 7 |
| 图表 6 | 中美各年龄段保健食品渗透率 | 7 |
| 图表 7 | 日本家庭月度可支配收入及医疗保健支出 | 7 |
| 图表 8 | 日本各年龄层保健食品支出额（日元） | 7 |
| 图表 9 | 日本 1990 年及中国 2018 年人口结构 | 8 |
| 图表 10 | 中国人均可支配收入与医疗保健支出（元） | 8 |
| 图表 11 | 中国及日本 65 岁以上人口占比 | 8 |
| 图表 12 | 我国保健食品监管制度演变 | 8 |
| 图表 13 | 2019 中国膳食补充剂行业市场格局 | 9 |
| 图表 14 | 汤臣市占率稳步提升 | 9 |
| 图表 15 | 2019 年以来部分法规、通知或意见 | 10 |
| 图表 16 | 2019 年日本保健品品牌竞争格局 | 11 |
| 图表 17 | 日本保健食品市场规模及增速（亿日元，%） | 11 |
| 图表 18 | 日本保健机能食品审核方式演变 | 11 |
| 图表 19 | 中国维生素&膳食营养补充剂渠道结构 | 12 |
| 图表 20 | 全球主要市场线上渠道占比变化（%） | 12 |
| 图表 21 | 阿里平台保健食品销售额同比增速（%） | 12 |
| 图表 22 | 海外保健品天猫、淘宝销售额占比（%） | 12 |
| 图表 23 | 2014 年以来跨境电商相关主要政策、发言梳理 | 13 |
| 图表 24 | 跨境电商进口商品税收相关规定 | 13 |
| 图表 25 | 公司股权结构 | 14 |
| 图表 26 | 2019 年汤臣倍健营收结构 | 15 |
| 图表 27 | 公司主要品牌架构 | 15 |
| 图表 28 | 汤臣倍健渠道分类 | 15 |
| 图表 29 | 公司保健食品批准证书数量（个） | 16 |
| 图表 30 | 行业部分公司蓝帽子数量（个） | 16 |
| 图表 31 | 公司收入情况（亿元，%） | 16 |
| 图表 32 | 公司归母净利润情况（亿元，%） | 16 |

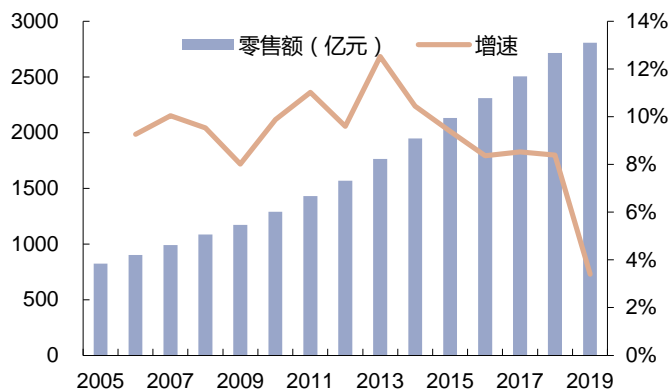
| | | |
|-------|-----------------------------|----|
| 图表 33 | 公司业务调整期暴露的部分问题 | 17 |
| 图表 34 | 健力多产品 | 17 |
| 图表 35 | 健力多销售额及增速 | 17 |
| 图表 36 | 健视佳胶囊产品 | 18 |
| 图表 37 | 健力多、健视佳优劣势对比 | 18 |
| 图表 38 | Life-Space 主要产品 | 18 |
| 图表 39 | 汤臣倍健阿里线上销售额及增速（万元，%） | 19 |
| 图表 40 | 汤臣倍健线上专供品牌 Yep | 19 |
| 图表 41 | 自然之宝产品 | 19 |
| 图表 42 | 美瑞克斯产品 | 19 |
| 图表 43 | Penta-vite 主要产品 | 20 |
| 图表 44 | 公司毛利率变化情况（%） | 20 |
| 图表 45 | 公司费用率及净利率情况 | 20 |
| 图表 46 | 2019 年以来部分地区下架政策 | 21 |
| 图表 47 | LSG 澳新市场业务收入（百万澳元） | 22 |
| 图表 48 | Lifespace 线上销售额（万元，%） | 22 |
| 图表 49 | 公司分季度营业收入及增速（亿元，%） | 23 |
| 图表 50 | 公司分季度归母净利润及增速（亿元，%） | 23 |
| 图表 51 | 公司分季度销售费用率（%） | 23 |
| 图表 52 | 公司分季度管理费用率（%） | 23 |
| 图表 53 | 2003 与 2020 年保健食品行业疫情期间情况对比 | 24 |
| 图表 54 | 春节期间热搜关键词及热卖产品 | 24 |
| 图表 55 | 阿里平台保健品及膳食补充及销售额及增速 | 25 |
| 图表 56 | 阿里平台海外保健品销售额及增速 | 25 |
| 图表 57 | 益生菌主要功能 | 25 |
| 图表 58 | 美国益生菌补充剂及益生菌酸奶增速（%） | 26 |
| 图表 59 | 加拿大益生菌补充剂及益生菌酸奶增速（%） | 26 |
| 图表 60 | 全球益生菌零售额及增速（百万美元，%） | 26 |
| 图表 61 | 2019 年益生菌补充剂人均消费额（美元） | 27 |
| 图表 62 | 中国益生菌补充剂及酸奶市场规模增速（%） | 27 |
| 图表 63 | 阿里渠道汤臣倍健销售及增速 | 28 |
| 图表 64 | 阿里渠道行业销售及增速 | 28 |
| 图表 65 | 汤臣倍健收入拆分（亿元） | 28 |

一、膳食营养补充剂行业方兴未艾

（一）行业稳步增长，人均消费有较大提升空间

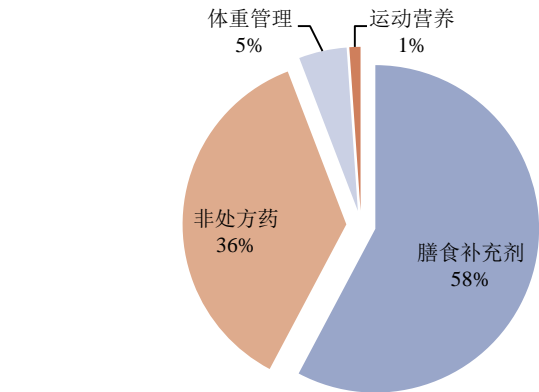
中国膳食营养补充剂规模为 1621 亿元，全球范围来看中国市场增长较快。根据 Euromonitor 数据显示，2019 年中国消费健康行业零售规模为 2807 亿元，其中膳食补充剂市场零售规模为 1621 亿元，占消费健康行业的 58%。从全球主要市场来看，2005-2019 年中国膳食补充剂市场规模 CAGR 约为 9.2%，相比欧美发达国家增速较快。2019 年行业增长有所放缓，主要系行业整顿、医保政策从严等因素所致。

图表 1 中国消费健康行业规模及增速



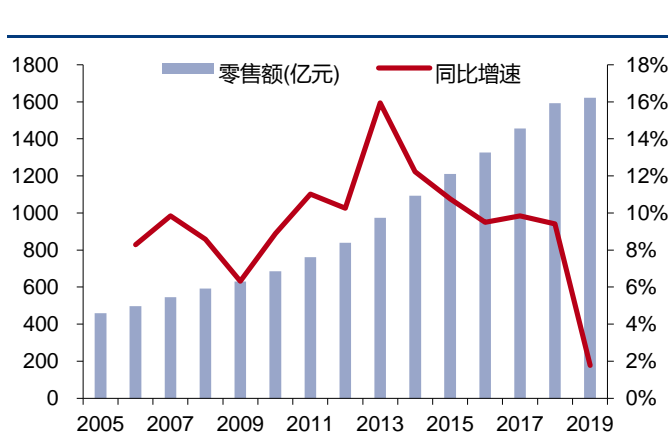
资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 2 2019 年中国消费健康行业结构



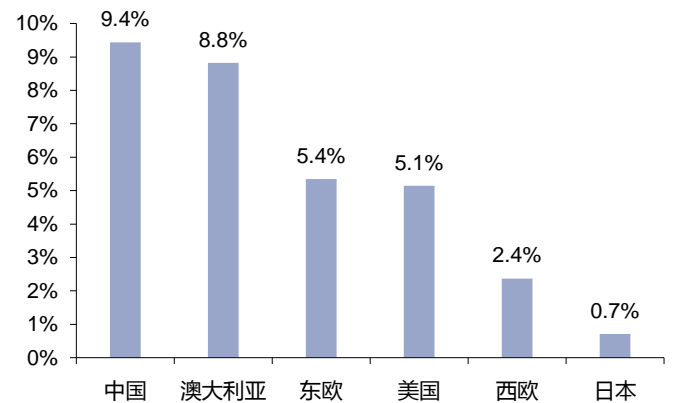
资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 3 中国膳食营养补充剂规模及增速



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 4 2005-2019 年全球主要国家膳食营养补充剂市场复合增速

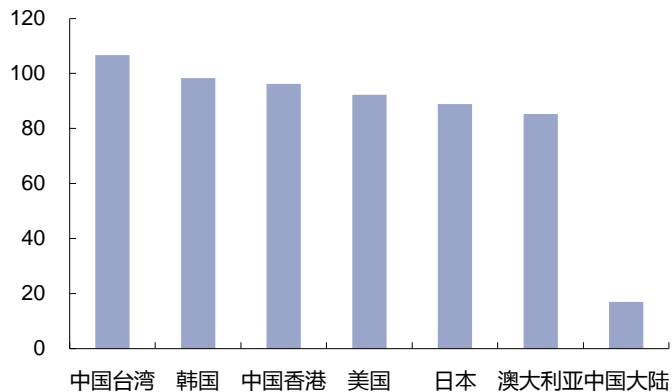


资料来源：Euromonitor，华创证券

人均消费额及渗透率相对较低。Euromonitor 数据显示，2019 年中国大陆地区膳食补充剂人均消费额为 17 美元，与香港地区、台湾地区及海外部分发达国家比仍然处在较低水平。此外，IQVIA 数据显示我国保健品行业渗透率约 20%，与美国比仍有较大提升空间。

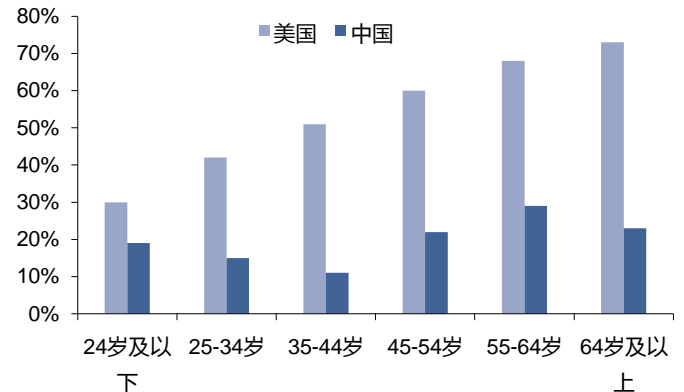
保健品支出额随老龄化加剧提升，消费亦从可选转为必选。根据日本统计局数据显示，保健品支出随年龄提高而提高，70 岁及以上人群保健品支出最高，29 岁以下人群支出额最低。此外，IQVIA 数据显示美国保健品行业渗透率随年龄增加而提升，中国保健行业中 45 岁以上群体渗透率相对较高。另一方面，随着老龄化加剧，保健品消费从可选转为必选，以人口老龄化较严重的日本为例，2000 年后日本家庭可支配收入减少，但医疗保健品支出仍然稳步增长。

图表 5 主要国家和地区人均保健食品消费额（美元）



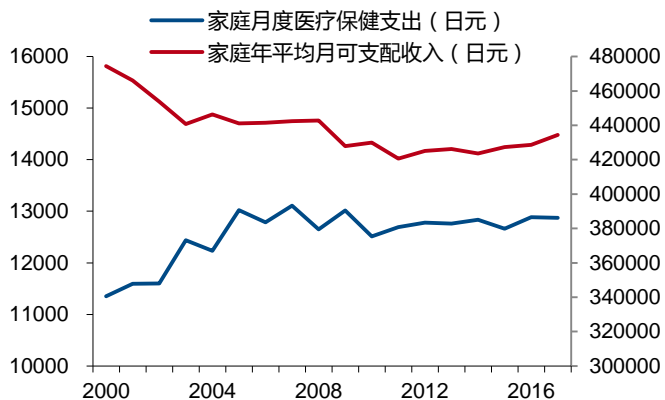
资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 6 中美各年龄段保健食品渗透率



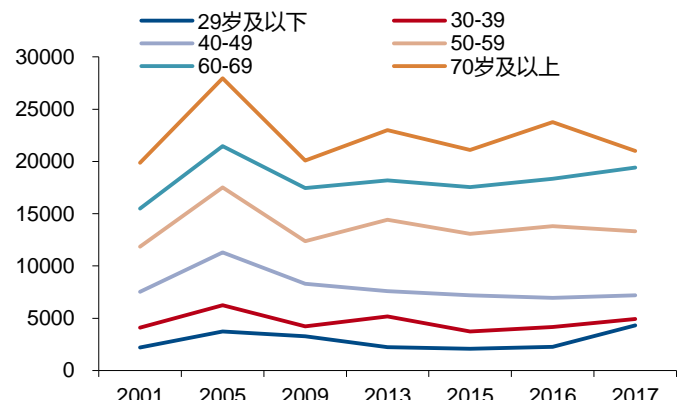
资料来源：IQVIA，亿欧，华创证券

图表 7 日本家庭月度可支配收入及医疗保健支出



资料来源：日本统计局，华创证券

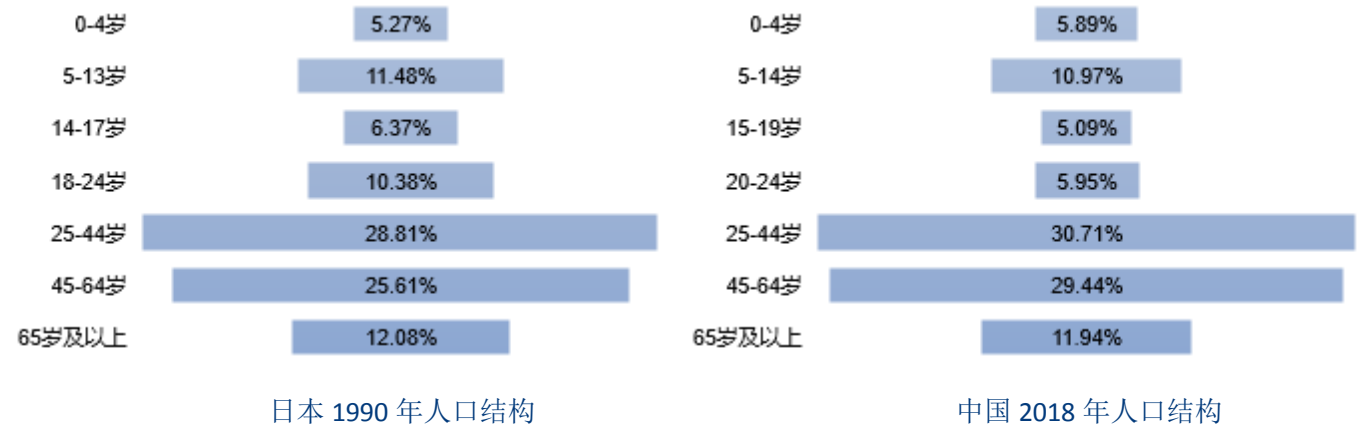
图表 8 日本各年龄层保健食品支出额（日元）



资料来源：日本统计局，华创证券

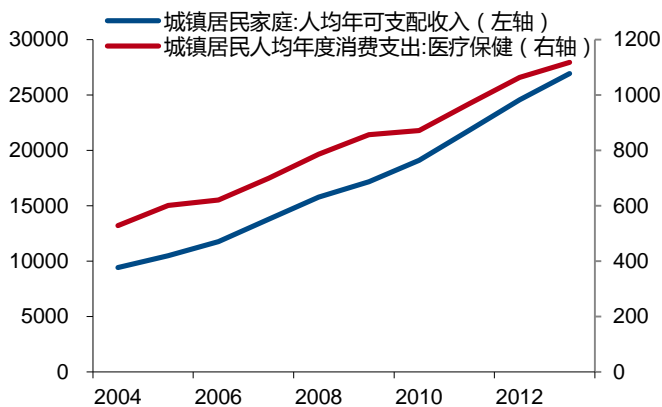
未来随着人口老龄化加剧及可支配收入提升或推动行业持续扩容。2018 年我国 65 岁以上人口占总人口的 11.9%，与日本 1990 年水平相当，从两国对应时点的人口结构来看，中国 24 岁以下人口占比低于日本，而 25 岁以上人口占比大幅高于日本，预计中国人口老龄化进程或快于 90 年代日本，未来随着人口老龄化加剧及可支配收入提升，预计保健品行业持续扩容。

图表 9 日本 1990 年及中国 2018 年人口结构



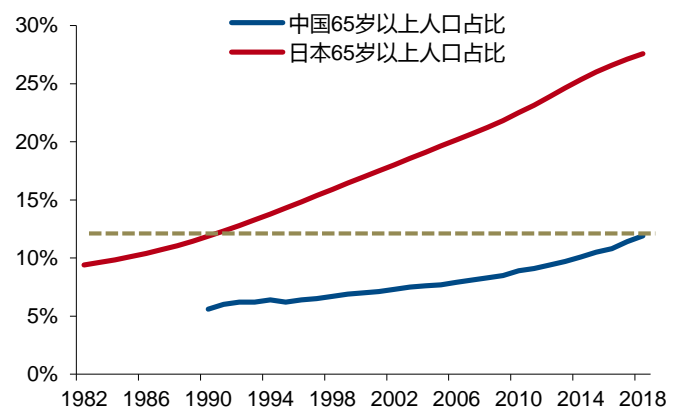
资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 中国人均可支配收入与医疗保健支出（元）



资料来源: wind, 华创证券

图表 11 中国及日本 65 岁以上人口占比



资料来源: wind, 华创证券

注册备案双轨制完善将继续利好行业发展。我国保健食品监管制度的演变大致可以划分为审批制（1995 年-2004 年）、注册制（2005-2014 年）以及注册备案双轨制（2015 年-至今）三个阶段。**1）审批制：**1996 年原卫生部颁布的《保健食品管理办法》初步奠定保健食品审评基础；**2）注册制：**2005 年 4 月《保健食品注册管理办法(试行)》开启注册制阶段，国家食品药品监督管理局审批认证的保健食品标志，俗称“蓝帽子”，一般审批周期至少需要 3-5 年，平均每个 SKU 成本为 30-50 万元，进口产品的申报周期则普遍比国产产品长；**3）注册备案双轨制：**2015 年修订的《食品安全法》将保健食品列为特殊食品管理，并首次确认保健食品实施备案与注册双轨制。2016 年 2 月颁布的《保健食品注册与备案管理办法》标志着保健食品备案制正式开始实施，备案制的落地将保健食品的资质审批流程缩短到 3-6 个月，降低了准入成本，未来随着备案原料品种不断扩容，该制度将继续利好行业发展。

图表 12 我国保健食品监管制度演变

| 阶段 | 时间 | 部门 | 法案 |
|------------------------------|------------|-----|-------------------------------|
| 审批制: 起步阶段 (1995 年-2004 年) | 1995 年 | 卫生部 | 《食品卫生法》 |
| | 1996 年 6 月 | 卫生部 | 《保健食品管理办法》 |
| | 1996 年 7 月 | 卫生部 | 《保健食品审评技术规程》和《保健食品功能学评价程序和方法》 |
| | 2003 年 | 卫生部 | 《关于印发保健食品良好生产规范审查方法与评价准则的通知》 |

| | | | |
|---------------------------------|----------|------------------------|---------------------------------|
| 注册制： 规范市场发展 (2005年-2014年) | 2005年4月 | 国家食品药品监督管理局 | 《保健食品注册管理办法(试行)》 |
| | 2009年 | 全国人民代表大会常务委员会 | 《中华人民共和国食品安全法》 |
| 注册备案双轨制： 新政管理 (2015年-至今) | 2015年 | 全国人民代表大会常务委员会 | 《食品安全法》 |
| | 2016年2月 | 国家食品药品监督管理总局 | 《保健食品注册与备案管理办法》 |
| | 2019年8月 | 国家市场监督管理总局、 国家卫生健康委 | 《保健食品原料目录与保健功能目录管理办法》 |
| | 2019年10月 | 市场监管总局 | 《保健食品备案产品可用辅料及其使用规定(2019年版)》 |
| | 2019年12月 | 市场监管总局 | 《营养素补充剂保健食品原料目录(征求意见稿)(2019年版)》 |

注册备案双轨制核心要点

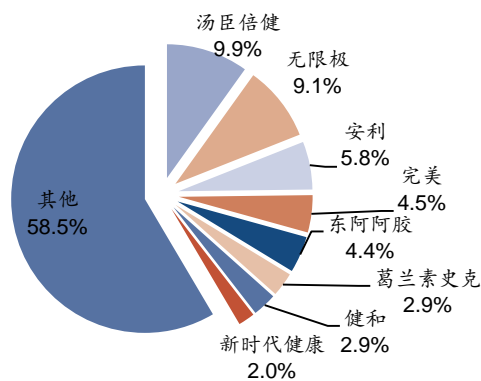
- 1、对使用保健食品原料目录以外原料的保健食品和首次进口的保健食品实行注册管理。对使用的原料已经列入保健食品原料目录的和首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品实行备案管理。
- 2、规定同一企业不得使用同一配方，注册或者备案不同名称的保健食品，不得使用同一名称注册或备案不同配方的保健食品。
- 3、备案主体只能为生产性厂商。该规定在一定程度上有利于本土大保健品厂商，限制了贴牌代工小厂商的生存发展。

资料来源：食品药品监督管理局，市场监管总局，国家卫健委，卫生部，华创证券整理

(二) 短期看份额朝头部集中

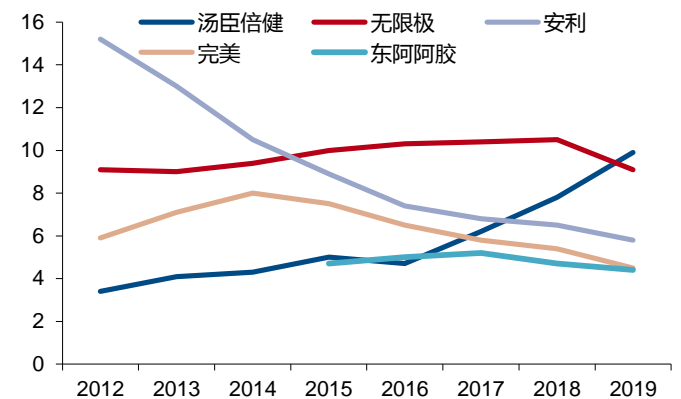
行业整体集中度较低，汤臣超越无限极成为龙头公司。由于维生素&膳食营养补充剂产品门槛不高，行业整体集中度较低，Euromonitor 数据显示，2019 年维生素&膳食营养补充剂 CR8 为 41.5%。公司份额方面，受行业整顿打击直销影响，无限极、安利、完美份额分别下滑 1.4pcts、0.7pct、0.9pct 至 9.1%、5.8%、4.5%，非直销企业汤臣倍健份额提升 2.1pcts 至 9.9%，超越无限极成为膳食补充剂行业龙头。从欧睿数据来看，短期内监管趋严导致经营规范的龙头企业受益，市场份额朝头部集中。

图表 13 2019 中国膳食补充剂行业市场格局



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 14 汤臣市占率稳步提升



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 15 2019 年以来部分法规、通知或意见

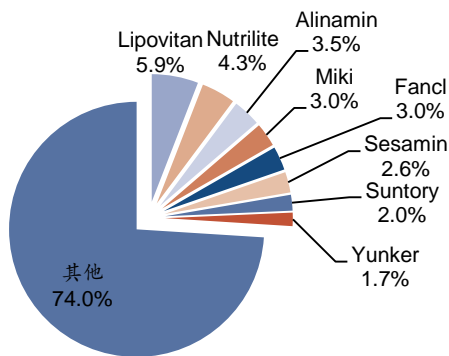
| 发布时间 | 部门 | 相关法规、通知、意见 | 主要内容 |
|-------------|--------|--|--|
| 2019 年 1 月 | 市场监管总局 | 《关于保健食品标签管理相关规定的公告（征求意见稿）》 | 要求保健食品标签应当设置特别提醒区及特别提醒。特别提醒须同时包含“本品不能替代药物”及“保健食品不具有疾病预防、治疗功能”两项内容。 |
| 2019 年 2 月 | 市场监管总局 | 《特殊医学用途配方食品生产许可审查细则》 | 2019 年 1 月 1 日起，在我国境内生产或向我国境内出口的特殊医学用途配方食品应当依法取得特殊医学用途配方食品注册证书，并在标签和说明书中标注注册号。 |
| 2019 年 3 月 | 市场监管总局 | 《益生菌类保健食品申报与审评规定（征求意见稿）》 | 与《试行稿》相比，《征求意见稿》最大的变化是将益生菌类保健食品限定为使用“活的微生物”，“死菌及其代谢产物”被排除在外，并要求产品应以其实际功效成分作通用名，不得以益生菌命名。 |
| 2019 年 3 月 | 市场监管总局 | 《市场监管总局征求调整保健食品保健功能意见的公告》 | 涉及调整、取消和进一步论证的功能共计 45 项，其中 27 项现有审评审批范围内的产品。一旦功能被取消，相应的该功能保健食品就应当立即停产。 |
| 2019 年 4 月 | 市场监管总局 | 《市场监管总局关于征求<保健食品毒理学评价程序（征求意见稿）>等意见的公告》 | 1、首次公开明确表示《保健食品检验与评价技术规范》（2003 年版）已不能作为保健食品注册的技术审评依据。 2、《保健食品毒理学评价程序（征求意见稿）》中要求依据《GB 15193.1-2014 食品安全国家标准食品安全性毒理学评价程序》开展试验。 3、《保健食品用菌种致病性评价程序（征求意见稿）》属于一项新的评价程序，是对《保健食品注册与备案管理办法》中的一些要求的补充。 |
| 2019 年 6 月 | 市场监管总局 | 《保健食品卫生学理化检验规范（征求意见稿）》 | 要求凡保健食品，应符合《食品安全国家标准保健食品》的各项要求。 |
| 2019 年 7 月 | 市场监管总局 | 《特殊食品注册现场核查工作规程（暂行）（征求意见稿）》 | 适用于保健食品等特殊食品注册现场核查。必要时，可对原料、辅料、包装材料的生产环节等开展延伸核查。 |
| 2019 年 8 月 | 市场监管总局 | 《保健食品标注警示用语指南》 | 自 2020 年 1 月 1 日开始实施。要求保健食品生产经营者在标签专门区域醒目标示“保健食品不是药物，不能代替药物治疗疾病”等内容。警示用语区位于最小销售包装物（容器）的主要展示版面，所在面积不应小于其所在面的 20%。 |
| 2019 年 10 月 | 国务院 | 《中华人民共和国食品安全法实施条例》 | 1、对保健食品的监管要求进行了细化、强调和补充。 2、指出保健食品等特殊食品不属于地方特色食品，不得对其制定食品安全地方标准。 3、规定对保健食品之外的其他食品，不得声称具有保健功能。 4、强调禁止利用包括会议、讲座、健康咨询在内的任何方式对食品进行虚假宣传。 |
| 2019 年 11 月 | 市场监管总局 | 《保健食品命名指南（2019 年版）》 | 自 2019 年 11 月 12 日开始实施，明确要求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。保健食品名称命名应符合国家有关法律法规相关规定；遵循一品一名；反映产品的真实属性，简明扼要，通俗易懂，符合中文语言习惯，便于消费者识别记忆。 |
| 2019 年 11 月 | 市场监管总局 | 《食品标识监督管理办法（征求意见稿）》 | 对保健食品标识进行了详细规定。 |
| 2019 年 12 月 | 市场监管总局 | 《允许营养素补充剂保健食品声称的保健功能 | 新增保健功能释义，不得对功能声称用语进行任何形式的删改、添加或合并。 |

| 发布时间 | 部门 | 相关法规、通知、意见 | 主要内容 |
|----------|--------|-----------------------------------|---|
| | | 目录（征求意见稿）（2019年版）》 | |
| 2019年12月 | 市场监管总局 | 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 | 自2020年3月1日开始实施，规定广告的内容应当以市场监督管理部门批准的注册证书或者备案凭证、注册或者备案的产品说明书内容为准，不得涉及疾病预防、治疗功能。保健食品广告涉及保健功能、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，不得超出注册证书或者备案凭证、注册或者备案的产品说明书范围。保健食品广告应当显著标明“保健食品不是药物，不能代替药物治疗疾病”，并显著标明保健食品标志、适宜人群和不适宜人群。 |

资料来源：市场监管总局，中国政府网，华创证券整理

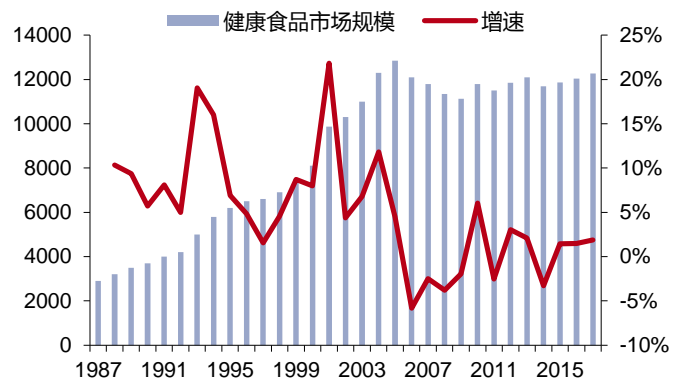
以日本经验来看，若准入门槛降低或导致竞争对手增加，格局则趋于分散。日本保健机能性食品分为特定保健用食品，营养机能食品和机能性表示食品。1991年日本修订《营养改善法》，开始实施“特定保健用食品”的许可制度，产品需经审查取得特定保健用品许可证后方可标识保健功能。该制度类似国内注册制，申请门槛较高，耗时较长，费用较多。90年代末保健品行业增速持续下滑，出于推动产业发展考虑，日本政府于2001年出台《保健功能食品制度》，将保健食品细分为特定保健用食品和营养机能食品两大类，允许符合国家标准规定成分的产品无需申请许可即可标识保健功能（类似国内备案制），而后日本保健品行业增速有所回升。2006年后日本保健品行业规模有所下滑，日本政府于2015年发布并实施《食品健康机能标示制度》，规定生产商在销售前60天提供相关功效的科学证明资料即可标识保健功能，准入进一步开放后行业增速略有回升。由于日本保健品行业准入门槛不断降低导致进入者众多，市场格局趋于分散，2019年CR8约为26.0%。

图表 16 2019 年日本保健品品牌竞争格局



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 17 日本保健食品市场规模及增速（亿日元，%）



资料来源：健康产业报，华创证券

图表 18 日本保健机能食品审核方式演变

| | 特定保健用食品 | 营养机能食品 | 机能表示食品 |
|-------|---|--------------------------------|--|
| 创立时间 | 1991 | 2001 | 2015 |
| 审核方式 | 需经审查取得特定保健用品许可证后方可标识保健功能，耗时约两年，制度类似国内注册制。 | 营养成分符合国家标准的产品可不需申请许可证，类似国内备案制。 | 生产商只要在出售前60天提供相关功效的科学证明资料，不需要政府审查即可在产品上标识。 |
| 可标识成分 | 视产品而定 | 国家标准规定的13种维生素，6种矿物质，1种脂肪酸 | 视产品而定 |

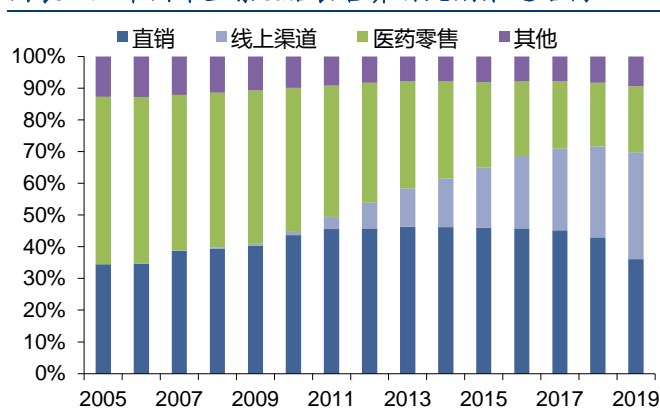
资料来源：日本厚生劳动省，华创证券整理

观中国保健食品市场，线下渠道方面，若备案范围放宽，准入门槛或会降低，但短期公司仍可凭借渠道优势进行阻击。与此同时，目前法律法规逐步完善，行业监管门槛持续提升；线上渠道方面，产品以普通食品形态销售为主，门槛相对较低，备案范围放宽对线上格局影响较小。

（三）直销、药店渠道占比下滑，线上渠道占比提升

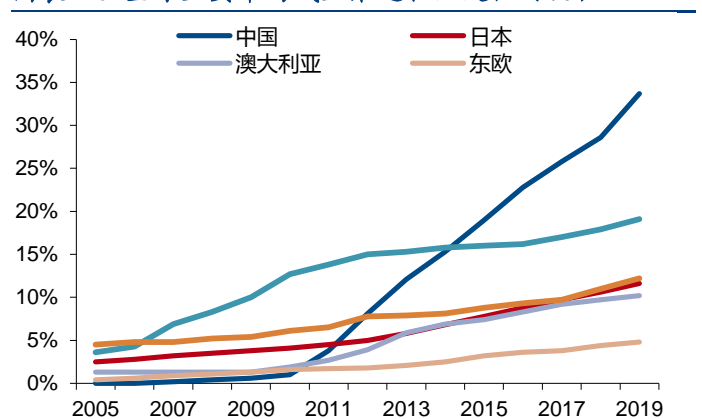
直销及药店渠道占比下降，线上渠道占比稳步提升。Euromonitor 数据显示，国内维生素&膳食营养补充剂医药零售渠道占比从 2005 年的 52.8%持续下滑至 2018 年的 20.1%，直销渠道从 2014 年的 46.2%下降至 2018 年的 43%，线上渠道占比从 2007 年的 0.2%高速增长至 2018 年的 28.6%。受权健事件影响，2019 年直销渠道占比同比下降 6.9pcts 至 36.1%，线上渠道占比同比提升 5.1pcts 至 33.7%，药店渠道占比同比提升 0.7pct 至 20.8%。

图表 19 中国维生素&膳食营养补充剂渠道结构



资料来源: Euromonitor, 华创证券

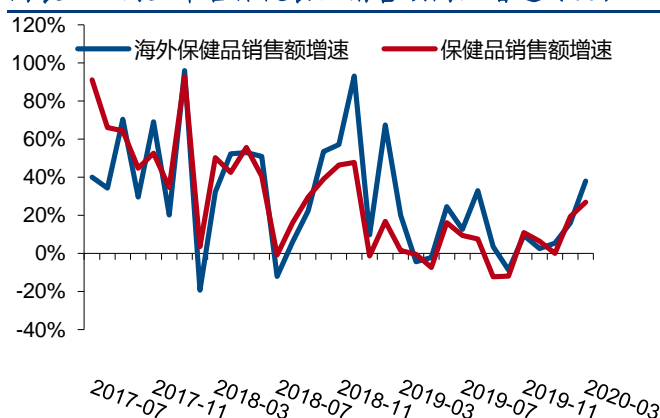
图表 20 全球主要市场线上渠道占比变化 (%)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

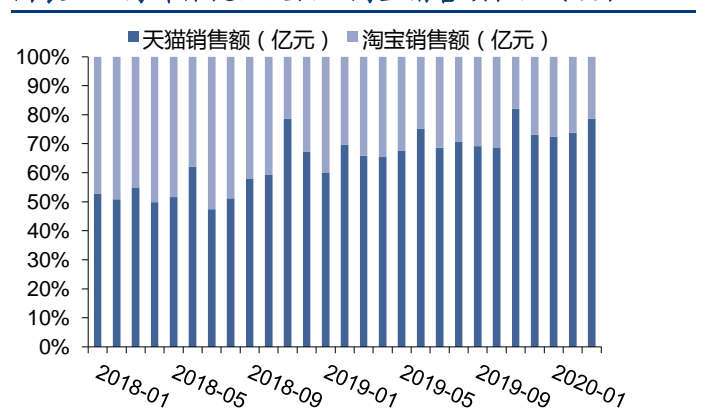
受政策影响，19 年行业线上销售增速有所放缓，品牌店占比快速提升。2020 年受疫情影响，线上渠道占比或进一步提升。2019 年受新电商法打击代购及行业整顿等因素影响，保健食品线上销售增速放缓，淘宝渠道占比下降，而较规范的天猫渠道销售占比快速提升。阿里平台数据显示，2019 年保健食品全年销售额约为 214 亿元，同比增长 3.14%（2018 年同增 37%），天猫品牌店占比提升 11pcts 至 72%。2020 年受疫情影响，线下消费有所下滑，线上消费快速增长，2020 年 Q1 保健食品销售额约为 49 亿元，同比增长 16%，预计 2020 年该渠道占比进一步提升。

图表 21 阿里平台保健食品销售额同比增速 (%)



资料来源: 淘数据, 华创证券

图表 22 海外保健品天猫、淘宝销售额占比 (%)



资料来源: 淘数据, 华创证券

长周期看，跨境电商政策松绑，线上销售有望延续增长势头。2018 年 11 月 21 日国务院常务会议决定，2019 年起延续当前跨境电商进口政策，对进口商品按个人物品监管，过渡期取消，同时将政策适用范围城市新增 22 个扩至 37

个，扩大税收优惠政策范围，新增群众需求大的 63 个税目商品。2019 年末国务院批复同意在石家庄等 24 个城市设立跨境电商综合实验区，跨境电商综合试验区扩至 61 个，新增 92 个税目商品。政策利好奠定未来行业发展基调，即积极挖掘消费能力，扩大内需，促进跨境电商行业发展，线上销售有望稳步增长。

图表 23 2014 年以来跨境电商相关主要政策、发言梳理

| 时间 | 重要政策或谈话 | 主要内容或影响 |
|------------|--------------------------------------|--|
| 2014.8.1 | 《关于跨境贸易电子商务进出境货物、物品有关监管事宜的公告》 | 跨境电商进出境货物的监管纳入一般贸易体系，跨境购买的物品按行邮税征税 |
| 2015.3.21 | 《海关总署关于跨境贸易电子商务服务试点网购保税进口模式有关问题的通知》 | 规范“保税进口”模式，并强调政策稳定性 |
| 2016.4.8 | 《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》 | 提升税率，提高了海外保健品进口门槛 |
| | 《关于公布跨境电子商务零售进口商品清单的公告》 | 公布正面清单 |
| 2016.4.16 | 《关于公布跨境电子商务零售进口商品清单（第二批）的公告》 | 进口保健品需备案或注册，需要通关单 |
| 2016.5.24 | 《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》 | 对前政策设置 1 年过渡期 |
| 2017.2.28 | 海关总署副署长媒体见面会发言 | 过渡期延期至 2017 年底 |
| 2017.3.17 | 商务部新闻发言人就过渡期后监管发表讲话 | 新监管模式将自 2018 年 1 月 1 日起实施 |
| 2017.9.20 | 国务院第 187 次常务会议 | 过渡期延期至 2018 年底 |
| 2017.11.24 | 国务院《关于调整部分消费品进口关税的通知》 | 降低了食品、保健品等产品进口关税 |
| 2018.11.7 | 商务部新闻发言人就监管过渡期发言 | 2019 年对跨境电商进口产品继续按个人物品监管 |
| 2018.11.8 | 海关总署发布 164 号公告 | 全国海关推广使用进出境邮递物品信息化管理系统，降低了逃税概率 |
| 2018.11.21 | 国务院常务会议 | 延续之前跨境电商进口政策并扩大适用范围，扩大享受优惠政策的商品范围，提高交易限额 |
| 2018.11.30 | 《关于完善跨境电子商务零售进口税收政策的通知》 | 提高享受税收优惠政策的商品限额上限，扩大清单范围 |
| 2019.12.24 | 国务院关于同意在石家庄等 24 个城市设立跨境电商综合试验区的批复 | 扩大跨境电商综合试验区范围 |
| 2019.12.24 | 《关于调整扩大跨境电子商务零售进口商品清单的公告》 | 公布 2019 年正面清单 |

资料来源：海关总署，中国政府网，华创证券整理

图表 24 跨境电商进口商品税收相关规定

| 时间 | 限额内税率 | 限额规定 | 超额处理 |
|-------------|---------------------------------------|--|--|
| 2016.4.8 之前 | 关税税率暂为 0%，按行邮税标准(10%)收取关税 | 单次交易限额 1000 元（港澳台 800 元） | 按行邮税标准收取关税 |
| 2016.4.8 之后 | 关税税率暂为 0%，增值税、消费税取消免征税率，暂按应纳税额的 70%征收 | 1. 单次交易限额为 2000 元 2. 个人年度交易限额为 20000 元，将均按照一般贸易方式全额征税 | 按照一般贸易方式全额征税： 1. 超过单次限值、累加后超过个人年度限值的单次交易 2. 完税价格超过 2000 元限值的单个不可分割商品 |
| 2019.1.1 之后 | 关税税率暂为 0%，增值税、消费税取消免征税率， | 1、单次交易限额为 5000 元 2、个人年度交易限额为 26000 元， | 按照一般贸易方式全额征税： 1. 超过单次限值、累加后超过个人年度限值的单次 |

| 时间 | 限额内税率 | 限额规定 | 超额处理 |
|----|----------------|----------------|----------------------------------|
| | 暂按应纳税额的 70% 征收 | 将均按照一般贸易方式全额征税 | 交易 2.完税价格超过 2000 元限值的单个不可分割商品 |

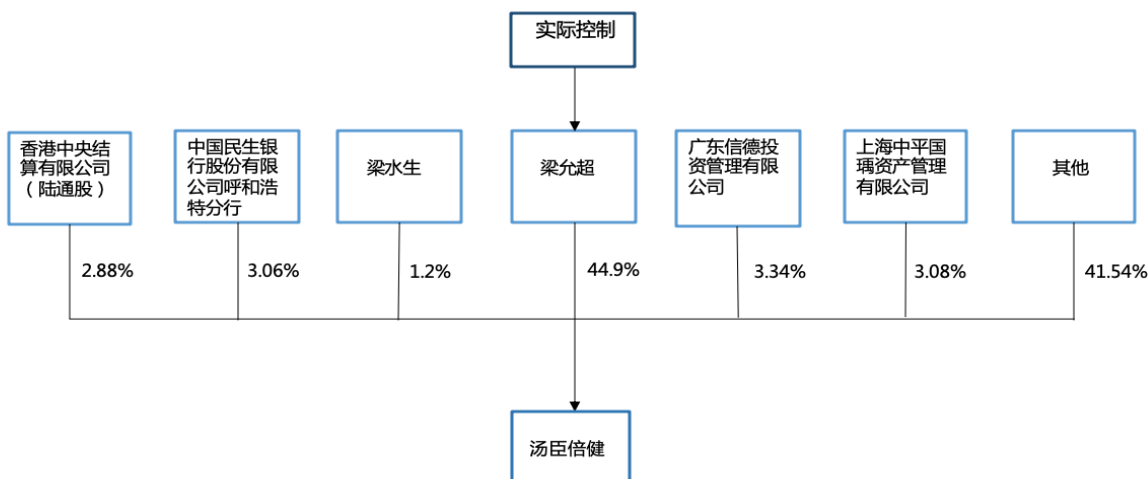
资料来源：中国政府网，华创证券整理

二、汤臣倍健：三大战略带来新增长周期

（一）膳食补充剂龙头，以药店渠道为主

公司为国内膳食补充剂龙头，股权结构相对稳定。公司以非直销模式切入市场，其前身为 2005 年成立的珠海海狮龙，2007 年正式更名为“汤臣倍健”并在 2008 年 10 月完成整体变更。2010 年 12 月，汤臣倍健股票在深圳交易所创业板挂牌上市，完成资本与产业的融合。目前公司主营膳食营养补充剂的研发、生产及销售，主要产品包括蛋白粉、维生素系列等，渠道布局涉及线上及线下零售。公司股权结构基本稳定，公司主要创始人梁允超为公司董事长、实际控制人和控股股东，持股比例为 44.9%，股权结构相对集中。

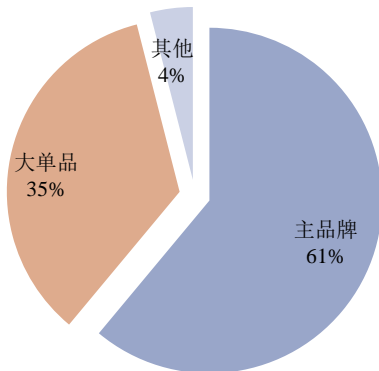
图表 25 公司股权结构



资料来源：wind，华创证券整理，截止 2020 年 Q1 财报

公司采取多品牌运作模式，汤臣倍健主品牌为主要收入来源。2015 年开始公司对连锁自营业务进行调整与收缩，目前汤臣药业负责“汤臣倍健”品牌运营、药店商超渠道销售；广东佰嘉负责大单品品牌的管理和运营。其中电商渠道推出 QS 专供产品 YEP 系列，针对线上渠道的特征进行定价策略和营销等。2019 年汤臣主品牌占比约 60%，大单品占比约 35%，主品牌及大单品贡献多数收入。

图表 26 2019 年汤臣倍健营收结构



资料来源：渠道调研，公司公告，华创证券

图表 27 公司主要品牌架构



资料来源：公司公告，华创证券整理

以药店渠道为主，终端毛利达 60%。公司以药店为主的线下渠道销售占比约 80%，经销商主要负责区域内药店、中小型商超及母婴店渠道，出厂价最低可达零售价 3 成，药店终端毛利率可达 60%；线上渠道占比约 20%，主品牌电商渠道主要由广州麦优独家代理，大单品电商渠道由子公司佰嘉负责运营。

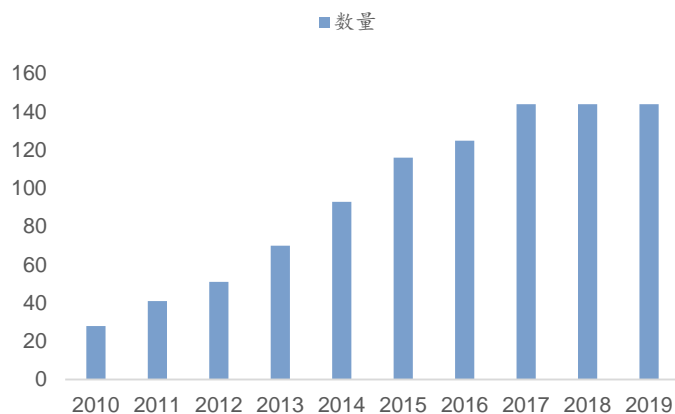
图表 28 汤臣倍健渠道分类



资料来源：公司公告，华创证券

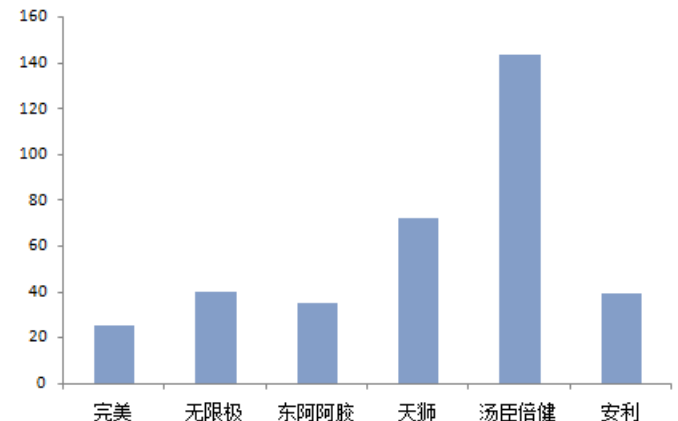
核心竞争力为产品力、渠道力、品牌力及服务力，蓝帽子数量与良好渠道关系优势明显。公司竞争优势为产品力、渠道力、品牌力及服务力。产品力方面，公司保健食品批准证书，即“蓝帽子”数量达 144 个，与竞争对手具备较大竞争优势。2014 年公司已经成功进入了 96 家全国百强连锁药店和 50 多家全国百强商业超市，并成立 KA 部（大客户部）进行药店商超渠道的深度营销。

图表 29 公司保健食品批准证书数量(个)



资料来源:公司公告, 华创证券

图表 30 行业部分公司蓝帽子数量(个)

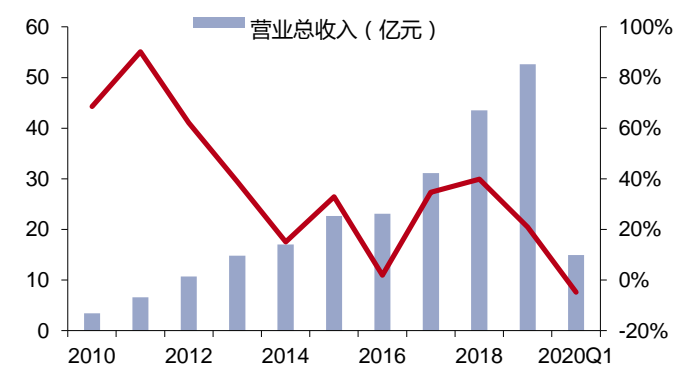


资料来源:渠道调研, 华创证券

(二) 17 年启动三大战略后业绩有所好转

2010~2018 年汤臣倍健的发展可分为三个阶段: **1) 高速发展期(2010-2013 年)**: 2010 年公司签约姚明为品牌代言人, 并在深交所创业板上市, 2013 年连锁经营店数达到峰值 747 家。2010-2013 年间汤臣倍健营收从 3.46 亿元增长至 2013 年的 14.82 亿元, CAGR 为 62.4%; **2) 业务调整期(2014-2016 年)**: 由于早期的连锁经营模式拖累及经营策略不当, 公司业绩有所下滑。公司从 2014 年开始逐渐收缩连锁业务并调整组织架构, 2014-2016 年间, 公司收入从 17.05 亿元增长到 23.06 亿元, CAGR 为 16.3%, 归母净利润从 5.03 亿元增长到 5.35 亿元, CAGR 为 3.1%; **3) 业绩回升期(2017-2018 年)**: 2017 年公司完成组织调整并启动三大战略, 收入业绩稳步提升, 2017 年及 2018 年公司收入增速分别 34.7%、39.9%, 归母净利润增速分别为 43.2%、30.8%。

图表 31 公司收入情况(亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 32 公司归母净利润情况(亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

公司早期推行连锁经营模式, 2016 年开始进行架构调整。公司早期参照国外成熟保健品企业如 NBTY、GNC 的经营模式, 实施连锁经营战略, 通过分布在各大中城市的连锁经营店为消费者提供营养健康产品、健康咨询和售后服务, 2013 年底连锁店铺达到 747 家, 其中直营店超过 200 家, 联营店超过 540 家。但由于直营店经营需要品类丰富的 SKU 满足消费者的差异化需求, 且盈利能力普遍比经销模式略低, 对汤臣的长期业绩情况产生一定拖累, 故公司从 2014 年开始逐渐收缩连锁业务。2016 年为公司关键转型之年, 公司进行整体组织架构与业务模式变革, 调整收缩广州佰健的业务, 陆续关闭营业中心自营店, 将健力多子品牌重新纳入汤臣倍健(主品牌)经销体系中运作, 受调整影响公司 2016 年收入业绩表现不佳。

图表 33 公司业务调整期暴露的部分问题

| 渠道 | 存在问题 |
|--------|--|
| 线下药店渠道 | 药店数量增长减缓，单店产出增长缓慢，大经销商依赖严重 |
| 线上电商渠道 | 线上与线下重合度高，价格混乱，部分产品定位失误 |
| 健力多 | 自有团队成本高，团队毛利增量较少，未能利用好线下药店资源 |
| 健之宝 | 合资产品，汤臣倍健投资 60%负责营销，NVTY 投资 40%负责生产，双方摩擦较多 |

资料来源：渠道调研，华创证券

2017 年启动三大战略后业绩有短暂回升。2017 年业务调整结束，公司启动三大战略，分别为：1）大单品战略。首推第一款大单品健力多，而后将 Life-Space 国内业务打造成第二大单品，健视佳及健甘适为储备大单品；2）电商品牌化战略。公司顺应渠道变革趋势，发力线上渠道；3）海外整合战略。与 NBTY 合资公司健之宝，而后因经营理念不合导致合作失败；Life-Space 受新电商法打击影响收入业绩下滑。2018 年并购澳洲益生菌龙头 LSG 及购买 Penta-vite 业务资产，后续仍考虑其他并购。

1、大单品战略实施较为成功

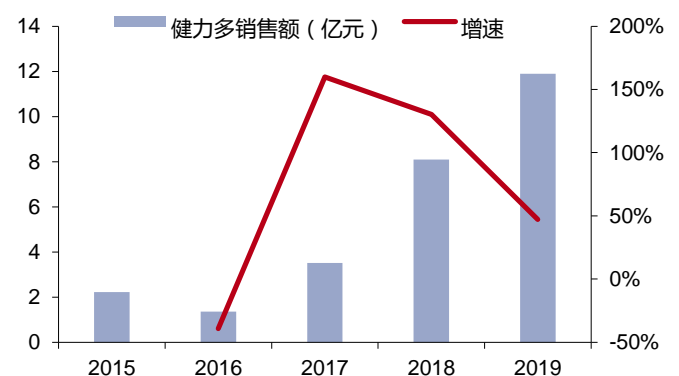
首个大单品健力多迎来爆发。汤臣倍健于 2017 年正式开始实施大单品战略，旨在实现由渠道驱动向品牌驱动的转型，同时可提高客户交叉购买率。公司首个大单品为健力多氨糖软骨素钙片，主要针对骨关节健康细分领域，其发展可分为两个阶段：1）培育期（2012-2016 年）：2012 年产品上市，2013-2015 年加大投入进行产品培育，后因自有团队成本高，团队毛利增量较少导致动力不足等因素，健力多发展遭遇瓶颈；2）爆发期（2017-2019 年）：2017 年产品转由主品牌销售团队营销后迎来爆发期，全年收入同增超 160%并实现盈亏平衡，2018 年产品全年收入超 8 亿元，同增约 130%，2019 年销售额近 12 亿元。

图表 34 健力多产品



资料来源：公司官网，华创证券

图表 35 健力多销售额及增速



资料来源：Euromonitor，华创证券

储备大单品健视佳仍在培育中。2017 年公司推出健视佳，其功效有助于缓解眼部疲劳，将视力易疲劳者作为目标人群。相比于健力多，其优势在于市场空间较大，其劣势在于产品体感效果较弱同时难以进行精准营销。18 年健视佳在两省份试点，19 年试点范围扩大到 6 省。

图表 36 健视佳胶囊产品



资料来源：公司官网，华创证券

图表 37 健力多、健视佳优劣势对比

| 产品 | 优势 | 劣势 |
|-----|--|-------------------------------|
| 健力多 | 定位精准，可针对进行精细化营销，且目标人群（中老年人）适应公司较为强势的药店渠道 | 行业天花板较健视佳低 |
| 健视佳 | 目标人群数量庞大，行业空间大，天花板高 | 定位较为宽泛，可能无模仿像健力多进行精准营销，产品体感不强 |

资料来源：公司天猫旗舰店，华创证券

第二大单品 Life-space 有望迎来快速增长期。Life-Space 为汤臣收购子公司 LSG 旗下益生菌补充剂品牌，客户覆盖老人、孕妇、婴儿、儿童、成人等各年龄段人群，销售区域以澳新地区和亚洲地区为主，2019 年进入中国线下母婴渠道并与汤臣药店渠道协同，但受新电商法打击代购等因素影响，Life-Space 海外销售不及预期。我们预计 2020 年新电商法影响边际减弱，同时 Life-Space 拿下蓝帽子后有望借助公司药店渠道优势迎来快速增长期。

图表 38 Life-Space 主要产品

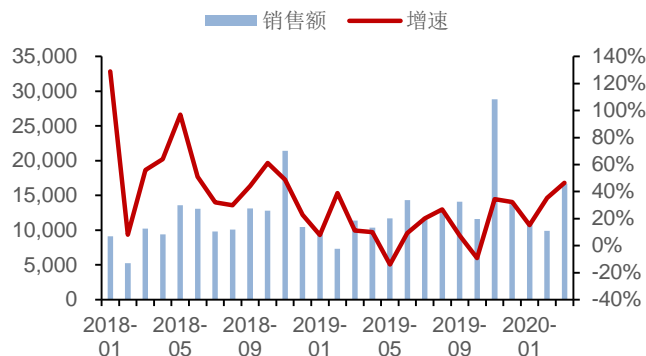


资料来源：天猫商城，华创证券

2、电商品牌化战略带动线上业务快速发展

通过品牌区隔进行线上渠道开拓。公司从 2015 年开始实施的电商品牌化战略：**1）战略 1.0 阶段（2017 年）：**2017 年提出电商品牌化战略，17 年线上表现亮眼；**2）战略 2.0 阶段（2018 年）：**公司总结经验后，针对年轻消费群体推出线上专供品牌“YEP”，对线上和线下产品进行区隔，同时运用不同品牌传播和沟通策略，线上销售高速增长；**3）战略 3.0 阶段（2019 年至今）：**建立电商对用户和市场的超级响应机制以及线上产品专门研发团队，启动线上独立的品牌代言体系，以此打造和形成公司线上大单品和爆品模式，构筑新的业务增长点。

图表 39 汤臣倍健阿里线上销售额及增速（万元，%）



资料来源：淘数据，华创证券

图表 40 汤臣倍健线上专供品牌 Yep



资料来源：天猫商城，华创证券

3、海外整合战略仍在探索

与美国膳食补充剂龙头 NBTY 合作告一段落。2016 年 3 月，公司与美国膳食补充剂龙头 NBTY 共同设立合资公司，NBTY 将原有在中国市场的自然之宝（Nature's Bounty）和美瑞克斯（Met-RX）两大品牌的业务以及跨境电商业务注入合资公司。公司全资子公司香港佰瑞占股 60%，NBTY Cayman Corporation 占股 40%。但由于双方在合作中，在合资公司未来主要业务方向、营运和供应链上存在重大分歧和问题，2018 年 8 月公司发布公告称拟将合资公司及其子公司清算并注销，预计 2020 年清算结束。

图表 41 自然之宝产品



资料来源：淘宝网，华创证券

图表 42 美瑞克斯产品



资料来源：淘宝网，华创证券

并购 LSG 后布局线下渠道，19 年销售不及预期。2018 年汤臣倍健由持股 53.33% 的子公司汤臣佰盛通过境外平台公司以现金对价向卖方购买澳洲益生菌龙头公司 LSG 100% 股权，而后汤臣倍健拟分别向中平国璟、嘉兴仲平、信德教东、信德厚峡发行股份购买其合计持有汤臣佰盛 46.67% 股权，发行股份购买资产完成后，公司间接获得 LSG100% 股权。收购完成后公司 Life-Space 在药店母婴渠道铺货，药店渠道受行业及政策影响表现略低预期，母婴渠道表现超预期。

收购 Pentavite，布局儿童营养市场。2018 年 5 月，公司收购拜耳旗下具有 70 多年历史的儿童营养补充剂品牌 Penta-vite 业务资产，进一步完善公司在儿童营养细分市场的布局。Penta-vite 品牌于 1940 年在澳洲创立，曾属于世界 500 强企业罗氏公司 (Roche)，2004 年被拜耳 (Bayer) 收购。汤臣收购 Penta-vite 有利于快速切入儿童保健品细分市场，并通

过该品牌开拓海外市场，为海外整合战略又一重要举措。

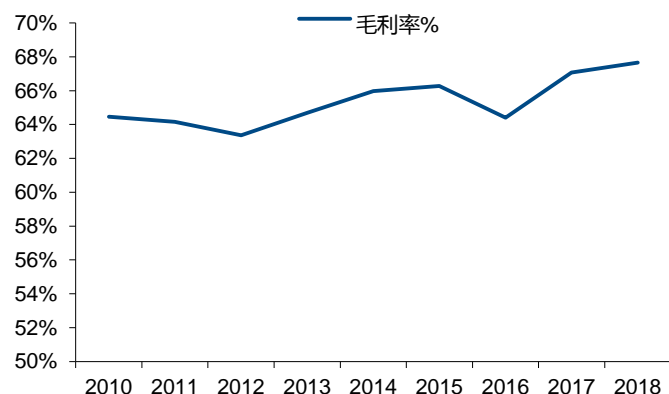
图表 43 Penta-vite 主要产品



资料来源：公司官网，华创证券

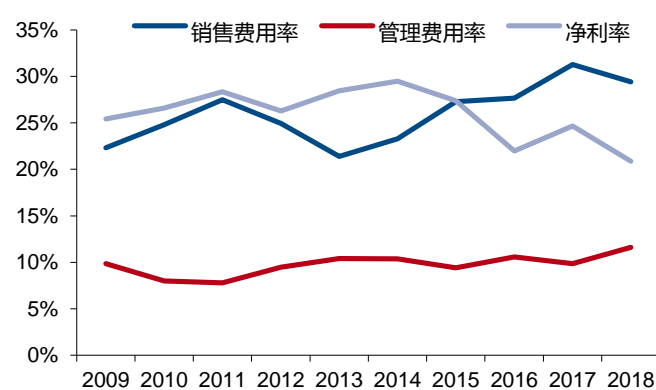
三大战略实施后，公司经营状况有所好转。收入从 2016 年 23.1 亿元增长到 2018 年的 43.5 亿元，CAGR 为 37.23%，归母净利润从 2016 年的 5.35 亿元增长到 2018 年的 10.02 亿元，CAGR 为 36.85%。此外，高毛利大单品健力多高速发展推动了公司整体毛利率上行，2016-2018 年公司毛利率从 64.4% 提升至 67.7%；费用率方面，由于积极签约明星代言投放广告，公司品牌投放力度加强，销售费用亦从 2016 年的 27.7% 提升至 2018 年的 29.4%，管理费用近年维持在 11% 附近。净利率方面，2016 年经历调整期，净利润有所下滑，2017 年初步完成调整后恢复增长，2018 年因清算健之宝带来相关费用增加，净利率为 23.03%，同比下降 1.6pcts。

图表 44 公司毛利率变化情况（%）



资料来源：Wind，华创证券

图表 45 公司费用率及净利率情况



资料来源：Wind，华创证券

（三）19 年受政策影响增长放缓

受医保支付政策收紧及行业整顿影响，19 年药店渠道销售放缓。18H2 全国范围内开始收紧在医保定点药店使用医保个人账户支付保健品的政策，部分保健食品消费从医保支付转化为自费。此外，受“权健”事件影响，国家 13 个部门联合发起“百日行动”整顿行业，期间宣传推广活动无法正常进行，产品多进行自然动销，部分地区要求药店下架保健食品，公司药店渠道销售受到影响。

图表 46 2019 年以来部分地区下架政策

| 序号 | 时间 | 区域 | 来源 | 内容 |
|----|-----------|-------------|-------------|---|
| 1 | 2019.3.15 | 辽宁省沈阳市 | 沈阳市医保局 | 定点零售药店在经营场所内禁止摆放、销售食品、化妆品、生活用品等商品，具有国食健、卫食健、食健备字号的保健食品不得采纳入个人账户支付范围 |
| 2 | 2019.4.30 | 安徽省霍邱县 | 霍邱县召开全县动员会 | 所有医保协议零售药店将化妆品、生活用品等非医疗用品下架 |
| 3 | 2019.4.13 | 河北省石家庄市 | 石家庄市人民政府官网 | 严禁摆放和经营食品、日用百货、健身器材、化妆品、小家电等商品 |
| 4 | 2019.4.16 | 内蒙古自治区锡林郭勒盟 | 锡林郭勒盟医保局 | 定点药店摆放保健滋补等属于违规行为 |
| 5 | 2019.5.13 | 安徽省合肥市 | 合肥市医保基金管理中心 | 定点药店禁止摆放和经营医保支付范围以外商品 |
| 6 | 2019.5.17 | 山东省烟台市 | 网易新闻 | 打击欺诈骗保行为，保健品一律下架 |
| 7 | 2019.5.18 | 江西省赣州市 | 赣州市医保局 | 定点零售药店及时清理下架禁止类非医药商品 |
| 8 | 2019.6.13 | 山西省原平市 | 原平市医保局 | 要求定点药店下架非药品 |
| 9 | 2019.7.18 | 广东省惠州市 | 惠州市医保局 | 定点药店不能使用职工医保卡购买“国食建字”“卫食建字”“消字”“卫妆”“国妆”等字样商品 |

资料来源：庶正康讯，华创证券

图表 55 “百日行动”成果



资料来源：新华网，华创证券

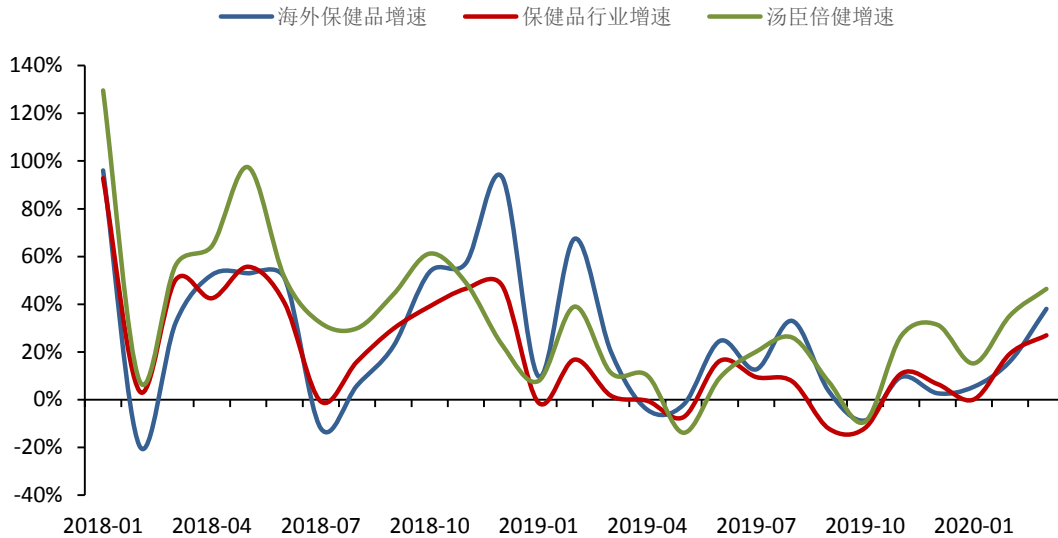
图表 56 肇庆市“百日行动”海报



资料来源：肇庆市市场监督管理局，华创证券整理

受平台政策及行业整顿影响，19 年线上增速放缓。18 年底“权健”事件发生后，国家相关监管部门联合开展行业整顿，导致保健品行业整体增速放缓。此外，电商平台多元化分流影响汤臣倍健线上销售，19 年公司阿里平台线上销售增速明显放缓。

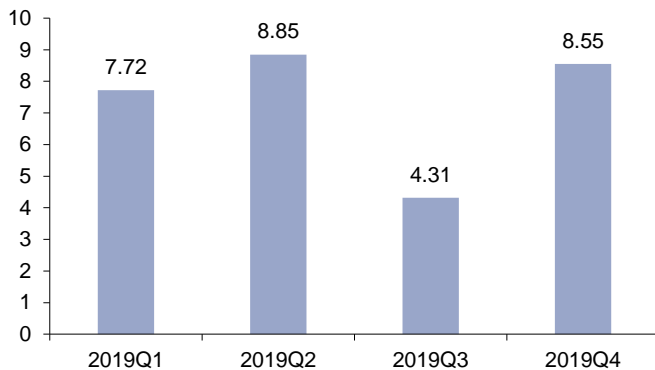
图表 44 阿里平台保健品行业月度同比增速



资料来源：公司公告，华创证券

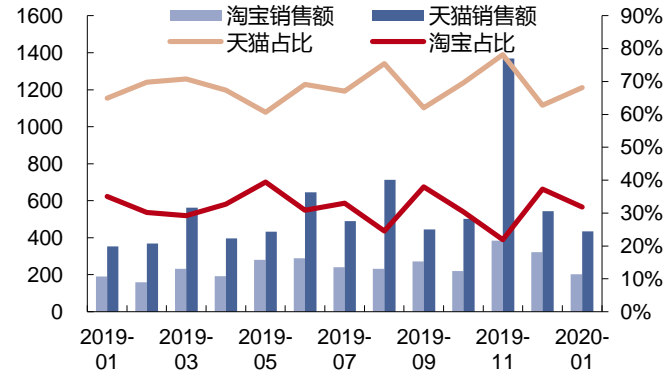
新电商法打击代购，LSG 海外业务受挫。2019 年 1 月 1 日《电子商务法》正式实施，要求相关部门加大对电商主体的监管，电商平台严审商家资质，并且代购须依法纳税。法案的实施加大了代购的运营成本，迫使部分中小商家退出市场。受政策影响，LSG 澳新市场代购占比从 2018 年的约为 40%下降至 2019 年的约 20%，导致其澳新市场业务实现收入 2941.3 万澳元，同降 57.9%，进而导致 LSG 整体收入同降 42.6%。

图表 47 LSG 澳新市场业务收入（百万澳元）



资料来源：公司公告，华创证券

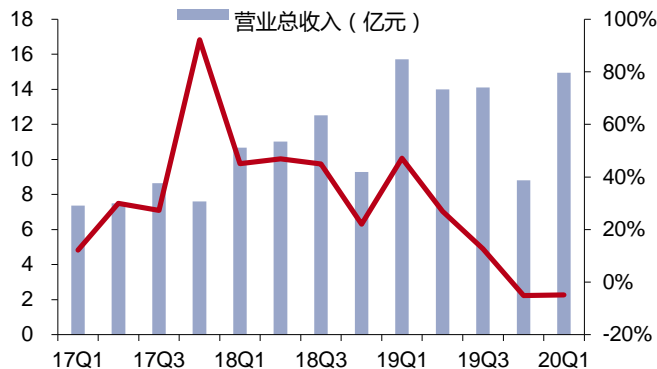
图表 48 Lifespace 线上销售额（万元，%）



资料来源：阿里淘数据，华创证券

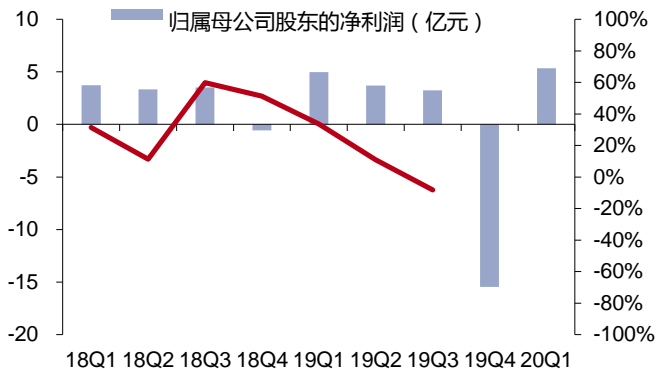
受多方政策影响，汤臣倍健 19 年收入业绩增速逐季下滑。受医保支付政策收紧、行业整顿、保健食品下架、新电商法实施打击代购、线上平台政策调整等多方面因素影响，公司线上业务、国内药店业务及海外业务受到不同程度打击，19 年收入业绩增速逐季下滑，19Q3、19Q4 公司收入增速同比约 12.7%、-5.2%，全年扣除商誉及无形资产减值影响后全年归母净利润为 10.46 亿元，同增 4.38%。此外，公司加大投放应对变化，19 年销售费用率为 31.29%，同比提升 1.95pcts。

图表 49 公司分季度营业收入及增速（亿元，%）



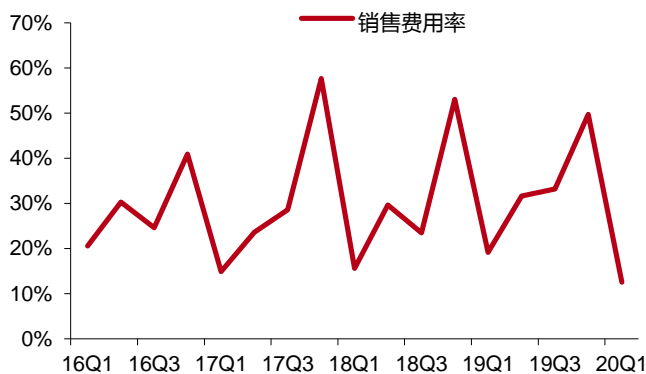
资料来源：wind，华创证券

图表 50 公司分季度归母净利润及增速（亿元，%）



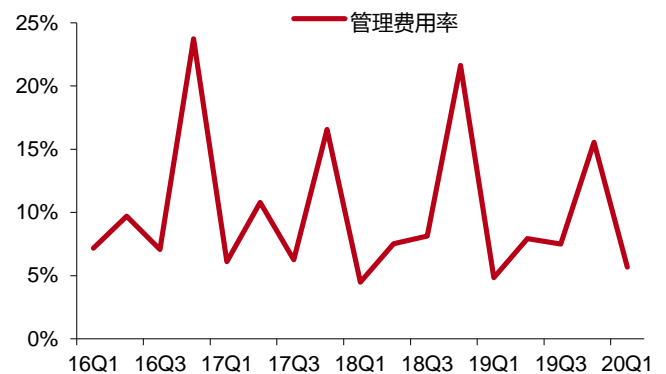
资料来源：wind，华创证券

图表 51 公司分季度销售费用率（%）



资料来源：wind，华创证券

图表 52 公司分季度管理费用率（%）



资料来源：wind，华创证券

三、展望未来：行业有望恢复性增长，龙头企业受益

（一）预计监管仍然维持较强态势

预计行业相关法规更加细致，经营规范龙头企业受益。19Q1 开启行业百日整顿，多数企业在推广宣传上受到影响从而导致销售增速下滑。目前市场整顿力度相比 19Q1 有所放缓，部分地区推广宣传恢复正常，相关法规条例预计会更加细化，监管覆盖面预计将会提升。在此环境下，中小规模企业经营成本上升，市场加速出清，经营规范的龙头企业受益，市场集中度朝头部集中。

（二）预计 2020 年行业有望恢复性增长

疫情有望促使居民保健意识增强，或推动行业恢复性增长。2020Q1 疫情爆发导致行业线下销售短期受到影响，但渠道调研反馈居民保健需求增强。以 2003 年非典时期为例，1-5 月行业销售额同增 58.8%，利润同增 133%，全年行业销售额增速约 40%-50%，汤臣倍健亦在当年快速崛起。2020 年保健食品行业虽然与 03 年有诸多不同，但在老龄化程度加剧的今天，居民保健意识在疫情影响下预计有所增强，或推动行业恢复性增长。此外，我们预计在目前严监管下，汤臣倍健蓝帽子数量明显优于竞品，在线下宣传推广上更有优势，或更加受益于行业增长。

图表 53 2003 与 2020 年保健食品行业疫情期间情况对比

| | 2003 | 2020 |
|-------|---|--------------------------------------|
| 产品 | 传统保健品为主，居民对膳食补充剂认知不足，但 2003 年非典导致膳食补充剂行业迎来爆发。 | 膳食补充剂占比 58%，消费者教育更加成熟。 |
| 渠道 | 线下渠道占绝对优势。 | 直销、电商、药店分别占比约 36%、34%、20%。 |
| 营销 | 营销较为粗放，非典时期多数品牌夸大宣传、虚假宣传，将产品与非典治疗直接挂钩。 | 营销监管较为严格，严厉打击虚假宣传和违规推广，疫情期间宣传推广相对保守。 |
| 消费者行为 | 免疫调节和营养补充类增速最快，牛初乳、VC、VE、蛋白粉类受欢迎。 | 免疫调节、减肥美容、肠道调节最受欢迎（或与疫情期与春节重叠有关）。 |

资料来源：Euromonitor，华创证券整理

（三）预计线上渠道占比继续提升

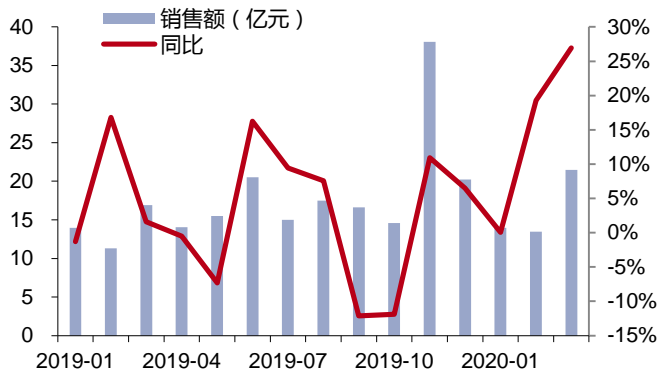
疫情到来推动消费线上化，线上渠道占比有望继续提升。1 月下旬疫情爆发后线下人流量下降，消费者在药店渠道中主要抢购口罩、酒精、双黄连口服液等与感冒、消毒相关医药用品，药店渠道保健品及膳食补充类产品关注有所下降。但阿里平台数据显示居民保健需求犹在，增强抵抗力需求大幅提高。在春节物流多数停运期间，1 月行业线上销售额同比仍持平；分品类看，春节期间增强抵抗力的产品（VC、蛋白粉等）产品热度最高。我们认为，由于疫情处在爆发期间，消费者在外逗留意愿较低，消费决策时间较短，药店渠道消费多聚焦必需且紧缺的医药类产品，故导致线下渠道保健品及膳食补充剂关注度相对偏低，线上渠道销售良好，等到疫情稳定后线下销售或有所好转，部分消费者在疫情期间被动网购，或造成其消费习惯改变，预计全年线上渠道占比有望进一步提升。

图表 54 春节期间热搜关键词及热卖产品

| | 行业飙升关键词 | 行业热搜词排行榜 | 热搜指数 | 春节七天行业热销产品 | 销售额（万元） |
|----|-----------|-----------|--------|-------------------|---------|
| 1 | 增加抵抗力 | 维生素 c | 531978 | 康恩贝维生素 C 咀嚼片 | 92 |
| 2 | 维生素 c 片 | 减肥 | 332346 | 仁和左旋肉碱茯苓茶胶囊 | 87 |
| 3 | 古方减肥 | 维生素 | 289451 | 妙语益生菌冻干粉 | 85 |
| 4 | 新西兰生蚝 | 益生菌 | 210864 | 禾博士维生素 C 咀嚼片 | 62 |
| 5 | 泡腾 swisse | 保健品 | 209743 | Swisse 葡萄籽 | 59 |
| 6 | 脂肪抽油器 | 蛋白粉 | 182746 | 汤臣倍健维生素 C 咀嚼片 | 58 |
| 7 | 幼猫维生素 b | 维生素 e | 168530 | 汤臣倍健蛋白粉 | 56 |
| 8 | 酵素果冻条 | 泡腾 swisse | 122359 | Muscletech 乳清蛋白质粉 | 44 |
| 9 | 拓瑞维 | 淡斑 | 111751 | 姿美堂果蔬酵素粉 | 41 |
| 10 | 自然之宝辅酶 | vc | 108144 | 黄金搭档正品高含量维生素 C 含片 | 40 |

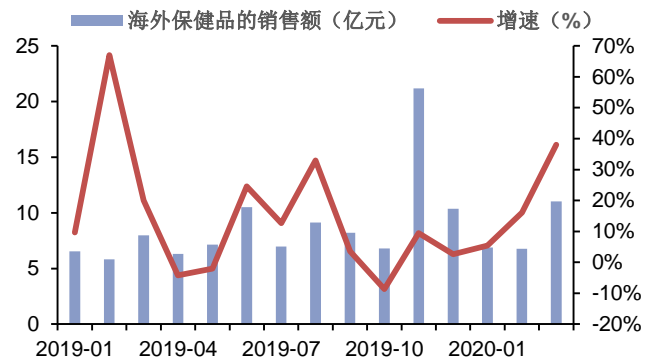
资料来源：淘数据，华创证券

图表 55 阿里平台保健品及膳食补充剂销售额及增速



资料来源：淘数据，华创证券

图表 56 阿里平台海外保健品销售额及增速



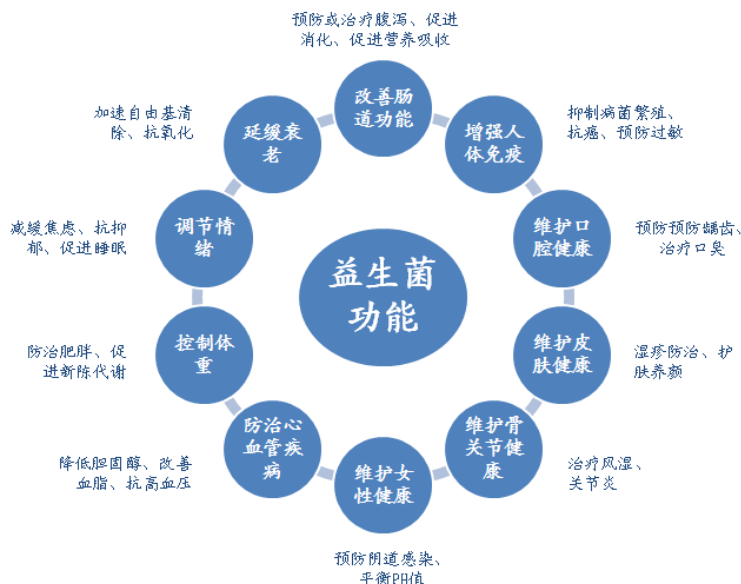
资料来源：淘数据，华创证券

(四) 预计益生菌补充剂品类快速增长

1、益生菌产品发展历程：从酸奶到补充剂

益生菌是对宿主有益的活性微生物，定植于人体肠道及消化系统内，能产生特定的健康功效。益生菌具备“保护、免疫、抑菌、平衡、营养”等突出功效，具体而言其主要功能有：补充有益菌改善肠道功能，抑制病菌生长，增强人体免疫，维护口腔、皮肤、骨关节、心血管、生殖系统等局部健康，控制体重，调节情绪，延缓衰老等。

图表 57 益生菌主要功能

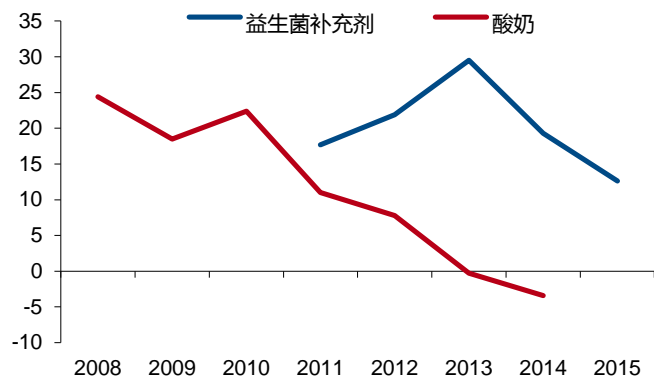


资料来源：Euromonitor，华创证券整理

酸奶是早期推动益生菌商业化的重要产品形式，而后益生菌品类朝补充剂发展。据 Euromonitor 数据显示，2004-2007 年全球酸奶销售额 CAGR 达 11%，2008-2013 年放缓至 6%，2014-2018 年增速下降至 4%，而 2012-2016 年间全球益生菌补充剂销售额复合增速保持在 10% 以上。分国家来看，2008-2014 年美国酸奶市场增速不断下滑，2013 年后出现负增长，而益生菌补充剂则在 2011 年后保持 12% 以上的增速；2008-2014 年加拿大酸奶销售增速从 30% 逐步下滑至 3%，而益生菌补充剂在 2011-2015 年间增速在 12% 以上。益生菌品类从酸奶到益生菌补充剂发展，其背后原因是

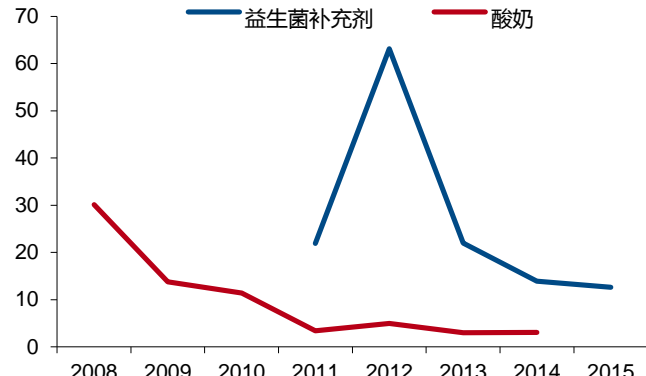
早期消费者对益生菌认知不足，酸奶、饮料类产品为较好切入点，随着消费者教育完善，益生菌功效逐步被认知，具备剂量、菌种优势的补充剂亦逐渐被接受。

图表 58 美国益生菌补充剂及益生菌酸奶增速（%）



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 59 加拿大益生菌补充剂及益生菌酸奶增速（%）

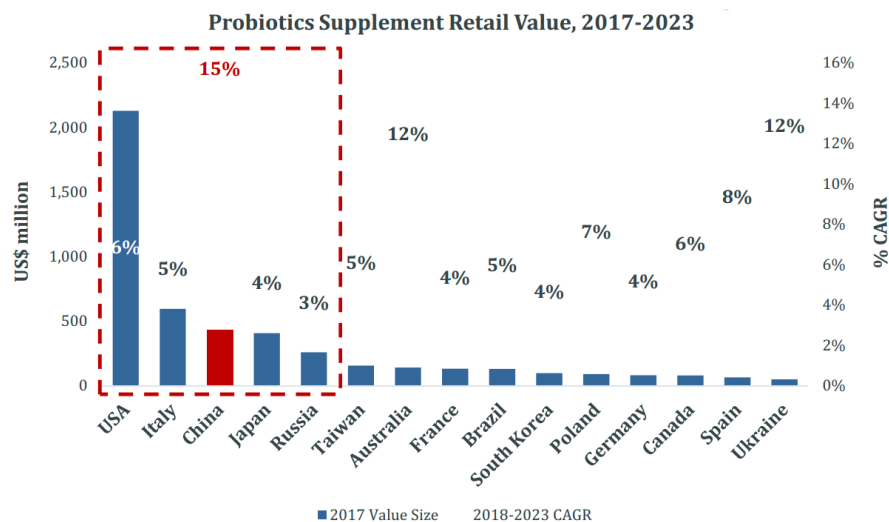


资料来源: Euromonitor, 华创证券

2、中国为全球第三大益生菌补充剂市场

中国为全球第三大市场，预计 18-23 年复合增长 15%。Euromonitor 数据显示，2017 年美国，意大利，中国，日本及俄罗斯为前五大市场，其中中国市场零售额约 30 亿元，预计 18-23 年复合增长率为 15%。

图表 60 全球益生菌零售额及增速（百万美元，%）

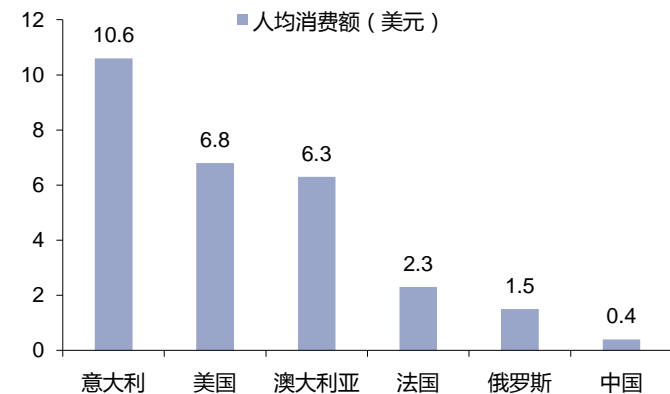


资料来源: Euromonitor, 华创证券

3、人均消费仍有空间，预计未来几年快速增长

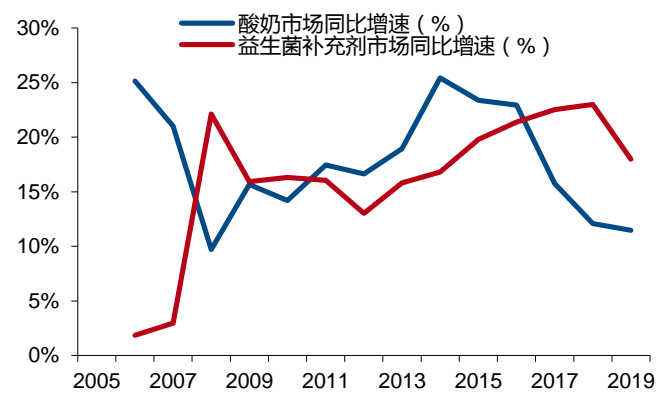
中国益生菌补充剂发展正当时，人均消费离发达国家有较大空间。据 Euromonitor 数据显示，2014 年中国酸奶市场增速为 25%，而后下降至 2019 年的 11%，而益生菌补充剂市场在 2014-2019 年复合增速约为 21%，处于较快发展阶段。人均消费方面，2019 年发达国家如意大利、美国、澳大利亚益生菌补充剂人均消费额分别为 11.6、6.8、6.3 美元，而我国人均消费额仅为 0.4 美元，仍有较大发展空间，预计未来几年该品类快速发展。

图表 61 2019 年益生菌补充剂人均消费额（美元）



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 62 中国益生菌补充剂及酸奶市场规模增速（%）



资料来源：Euromonitor，华创证券

（五）汤臣倍健：2020 年业绩有望重回正轨

1、4+2+1 的产品策略激活 VDS 业务

2020 年公司推出“四大单品+两大形象产品+1 个明星产品”全线出击。

1）四大单品：健力多仍在成长期，预计仍保持较快增长；健视佳 2019 年在 6 省试点，预计今年扩大试点范围贡献新增长；Life-Space 拿下“调节肠道菌群”及“增强免疫力”双功能批文，公司规划以“健力多”高度打造 Life-Space 产品，期待今年在线下爆发增长；公司将新推出储备大单品面向护肝市场，依托稀缺批文、复方配方的独特优势，在五大重点省份重点推动，开拓护肝蓝海市场。

2）两大形象产品：继续以蛋白粉作为主品牌形象产品，同时增加覆盖“多种维生素矿物质片”系列产品作为形象产品，持续夯实主品牌形象。

3）加码明星产品：启动以“牛初乳加钙咀嚼片”加码明星产品的独立推广策略，借助有差异化的产品，通过大额专项推广费用的投入，打造针对儿童人群的爆品，带动儿童系列增长。

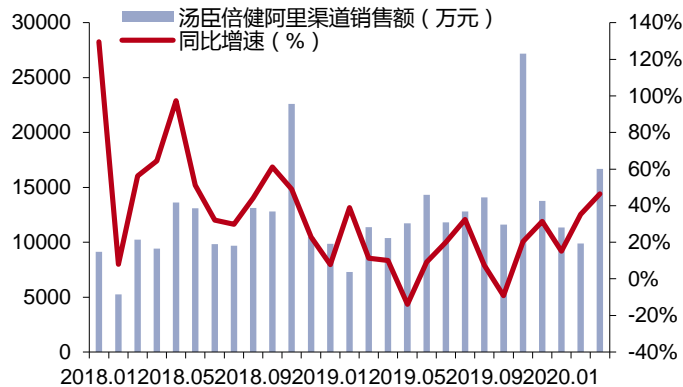
2、经销商裂变计划推动线下业务增长

2020 年公司启动经销商裂变计划，在 VDS 业务中建立主业、“健力多”、“Life-Space”三个完全独立的经销商体系。经销商的新增以原有经销商裂变为主，以地级市为单位搭建经销商体系，未达到裂变标准的区域将招募新经销商。预计公司 2020 年往县乡级市场继续下沉，同时公司近年来加大拓展母婴、商超渠道，预计线下渠道保持稳步增长。

3、预计线上销售保持较快增长

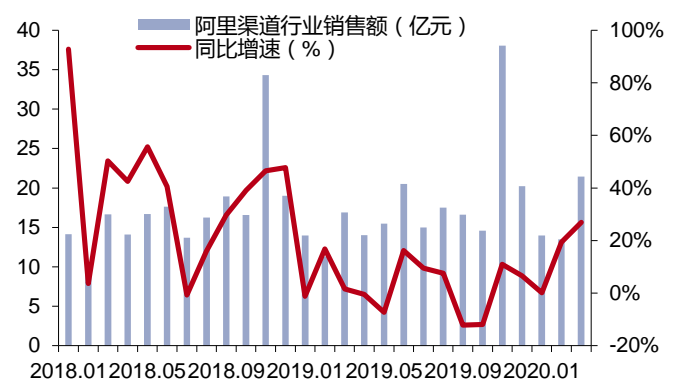
龙头品牌效应明显，预计全年线上销售保持较快增长态势。Q1 疫情到来导致线下人流量骤减，部分销售转至线上，阿里数据显示，Q1 阿里渠道保健食品销售额 48.91 亿元，同比增长 16.01%，保持较快增长，公司实现收入 3.79 亿元，同比增长 32.79%，增速明显快于行业。我们认为，疫情稳定后部分线上购物习惯或有延续，且公司为行业龙头，品牌优势明显，预计全年公司线上销售仍保持较快增长态势。

图表 63 阿里渠道汤臣倍健销售及增速



资料来源：淘数据，华创证券

图表 64 阿里渠道行业销售及增速



资料来源：淘数据，华创证券

四、盈利预测与投资建议

疫情影响带来行业转机，期待公司把握机会，迎来新一轮增长。公司处在膳食营养补充剂的良好赛道中，该赛道有较大的市场空间。2020 年受到新型冠状病毒疫情影响，居民保健意识提高，行业或迎来恢复性增长，份额朝头部集中，公司作为行业龙头，在品牌、资金、渠道等方面优势明显，疫情稳定后或迎来新一轮增长。公司盈利能力较强，估值相对低位，益生菌大单品近期发力，或对公司下半年甚至未来 2-3 年业绩有较大提振。考虑到疫情影响，我们略下调 2020 年 EPS 预测到 0.76 元，同时略上调 2021-2022 年 EPS 预测为 0.98/1.18 元（原预测为 0.79/0.97/1.17 元），对应 2020-2022 年 PE 为 25/19/16 倍，上调目标价至 12 个月内 24-29 元，对应 2021 年 25-30 倍 PE，上调至“强推”评级。

图表 65 汤臣倍健收入拆分（亿元）

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 汤臣倍健主品牌收入 | 29.82 | 32.12 | 35.89 | 42.39 | 48.53 |
| YOY | 24% | 8% | 12% | 18% | 14% |
| 健力多及健视佳大单品收入 | 8.66 | 12.52 | 13.77 | 17.90 | 22.38 |
| YOY | 147% | 45% | 10% | 30% | 25% |
| 其他产品收入 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| LSG 收入 | 2.73 | 5.87 | 6.96 | 9.40 | 11.90 |
| YOY | | 115% | 19% | 35% | 27% |
| 营业总收入 | 43.51 | 52.62 | 59.03 | 72.31 | 85.67 |
| YOY | 40% | 21% | 12% | 23% | 18% |

资料来源：华创证券预测

五、风险提示

行业政策趋严、食品安全事件、对外投资不及预期、新品销售不及预期、行业竞争加剧。

附录：财务预测表
资产负债表

| 单位：百万元 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 货币资金 | 1,822 | 2,204 | 2,633 | 2,935 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 114 | 130 | 139 | 166 |
| 预付账款 | 76 | 29 | 23 | 36 |
| 存货 | 742 | 774 | 889 | 1,076 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 1,054 | 1,162 | 1,170 | 1,402 |
| 流动资产合计 | 3,808 | 4,299 | 4,854 | 5,615 |
| 其他长期投资 | 172 | 868 | 944 | 1,073 |
| 长期股权投资 | 171 | 190 | 204 | 192 |
| 固定资产 | 828 | 849 | 817 | 998 |
| 在建工程 | 121 | 141 | 131 | 191 |
| 无形资产 | 868 | 841 | 857 | 871 |
| 其他非流动资产 | 2,363 | 1,639 | 1,822 | 1,981 |
| 非流动资产合计 | 4,523 | 4,528 | 4,775 | 5,306 |
| 资产合计 | 8,331 | 8,827 | 9,629 | 10,921 |
| 短期借款 | 44 | 54 | 74 | 44 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 339 | 486 | 656 | 773 |
| 预收款项 | 515 | 416 | 723 | 857 |
| 合同负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应付款 | 419 | 320 | 400 | 380 |
| 一年内到期的非流动负债 | 210 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 231 | 291 | 273 | 286 |
| 流动负债合计 | 1,758 | 1,567 | 2,126 | 2,340 |
| 长期借款 | 308 | 508 | 8 | 58 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 334 | 447 | 173 | 92 |
| 非流动负债合计 | 642 | 955 | 181 | 150 |
| 负债合计 | 2,400 | 2,522 | 2,307 | 2,490 |
| 归属母公司所有者权益 | 5,992 | 6,370 | 7,373 | 8,461 |
| 少数股东权益 | -61 | -65 | -51 | -30 |
| 所有者权益合计 | 5,931 | 6,305 | 7,322 | 8,431 |
| 负债和股东权益 | 8,331 | 8,827 | 9,629 | 10,921 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 1,523 | 1,570 | 1,641 | 1,705 |
| 现金收益 | -154 | 1,354 | 1,722 | 2,046 |
| 存货影响 | -71 | -32 | -114 | -188 |
| 经营性应收影响 | 1,808 | -29 | -53 | -60 |
| 经营性应付影响 | 301 | -51 | 557 | 230 |
| 其他影响 | -361 | 327 | -470 | -324 |
| 投资活动现金流 | -249 | -289 | -364 | -700 |
| 资本支出 | 215 | -200 | -161 | -442 |
| 股权投资 | 79 | -18 | -14 | 11 |
| 其他长期资产变化 | -543 | -71 | -189 | -269 |
| 融资活动现金流 | -1,265 | -899 | -848 | -703 |
| 借款增加 | -490 | 0 | -480 | 20 |
| 股利及利息支付 | -781 | -582 | -756 | -961 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | 6 | -317 | 388 | 238 |

利润表

| 单位：百万元 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 5,262 | 5,903 | 7,231 | 8,567 |
| 营业成本 | 1,801 | 1,944 | 2,342 | 2,760 |
| 税金及附加 | 59 | 66 | 81 | 96 |
| 销售费用 | 1,650 | 1,830 | 2,177 | 2,570 |
| 管理费用 | 439 | 478 | 579 | 677 |
| 研发费用 | 126 | 142 | 174 | 206 |
| 财务费用 | 11 | -31 | -28 | -24 |
| 信用减值损失 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -1,693 | 60 | 50 | 20 |
| 公允价值变动收益 | -5 | -5 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 18 | 30 | 32 | 27 |
| 其他收益 | 31 | 29 | 30 | 29 |
| 营业利润 | -465 | 1,468 | 1,919 | 2,319 |
| 营业外收入 | 46 | 35 | 36 | 37 |
| 营业外支出 | 6 | 13 | 14 | 14 |
| 利润总额 | -425 | 1,490 | 1,941 | 2,342 |
| 所得税 | -10 | 291 | 379 | 457 |
| 净利润 | -415 | 1,199 | 1,562 | 1,885 |
| 少数股东损益 | -59 | -4 | 14 | 21 |
| 归属母公司净利润 | -356 | 1,203 | 1,548 | 1,864 |
| NOPLAT | -405 | 1,174 | 1,540 | 1,865 |
| EPS(摊薄) (元) | -0.22 | 0.76 | 0.98 | 1.18 |

主要财务比率

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 20.9% | 12.2% | 22.5% | 18.5% |
| EBIT 增长率 | -137.4% | 452.2% | 31.2% | 21.1% |
| 归母净利润增长率 | -135.5% | 438.2% | 28.6% | 20.4% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 65.8% | 67.1% | 67.6% | 67.8% |
| 净利率 | -7.9% | 20.3% | 21.6% | 22.0% |
| ROE | -6.0% | 19.1% | 21.1% | 22.1% |
| ROIC | -11.1% | 31.9% | 41.2% | 42.8% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 28.8% | 28.6% | 24.0% | 22.8% |
| 债务权益比 | 15.1% | 16.0% | 3.5% | 2.3% |
| 流动比率 | 216.6% | 274.3% | 228.3% | 240.0% |
| 速动比率 | 174.4% | 225.0% | 186.5% | 194.0% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 应收账款周转天数 | 11 | 7 | 7 | 6 |
| 应付账款周转天数 | 68 | 76 | 88 | 93 |
| 存货周转天数 | 141 | 140 | 128 | 128 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | -0.22 | 0.76 | 0.98 | 1.18 |
| 每股经营现金流 | 0.96 | 0.99 | 1.04 | 1.08 |
| 每股净资产 | 3.79 | 4.03 | 4.66 | 5.35 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | -85 | 25 | 19 | 16 |
| P/B | 5 | 5 | 4 | 4 |
| EV/EBITDA | -309 | 31 | 24 | 20 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

食品饮料组团队介绍

研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，2019 年获新财富、金麒麟、上证报等最佳分析师第一，金牛奖最具价值分析师等奖项。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

英国帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职 务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---------|-----|---------------|---------------|-----------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 北京机构销售总监 | 010-66500809 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 杜博雅 | 高级销售经理 | 010-66500827 | duboya@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 高级销售经理 | 010-66500817 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 销售经理 | 010-63214670 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 销售经理 | 010-63214683 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 销售经理 | 010-63214683 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 销售经理 | 010-66500867 | liuyi@hcyjs.com |
| | 达娜 | 销售助理 | 010-63214683 | dana@hcyjs.com |
| 广深机构销售部 | 张娟 | 所长助理、广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 段佳音 | 高级销售经理 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 朱研 | 销售经理 | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com |
| | 包青青 | 销售助理 | 0755-82756805 | baoqingqing@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 石露 | 华东区域销售总监 | 021-20572588 | shilu@hcyjs.com |
| | 潘亚琪 | 高级销售经理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 何逸云 | 销售经理 | 021-20572591 | heyiyun@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 沈颖 | 销售经理 | 021-20572581 | shenyings@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 董昕竹 | 销售经理 | 021-20572582 | dongxinzhu@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 销售经理 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 销售经理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

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

行业投资评级说明:

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

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

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

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

华创证券研究所

| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|---|--|--|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500 |