

汤臣倍健深度之三：从碧生源说起

买入维持

目标价：105 元

报告要点：

- 碧生源成功因素分析：**1，碧生源快速发展是从2007年开始，四年时间公司营收由2亿快速迈进10亿，CRAG为75%；2，公司规模快速发展期主要由于碧生源找到了自己的目标消费群体，并通过核实的营销方法实现精准营销，通过广告提升品牌力进而驱动规模扩张；3，当品牌力得到提升后，碧生源的终端扩张步伐进行跟进，由于90%以上在药店销售，终端走量规模大吸引了很多经销商客户，终端迅速完成全国化布局；4，预计2011年碧生源营收可达10亿元，其中90%以上为减肥茶和常润茶，终端网点数超过12万个，其产品在所领域市场份额分别达近26%，具有品牌垄断地位；5，未来增长点主要在于渠道深耕、提升效率及开发新产品；
- 从碧生源成功的历史看汤臣倍健，模式确保未来三年高速扩张不成问题：**碧生源与汤臣倍健相似之处在于：产品属性相当，都是可选消费产品，需要通过引导及教育实现消费过程。而两家企业不一样的地方在于：碧生源扩张模式是通过高频广告营销实现自身品牌力的提升，进而倒逼经销商，由于长时间的广告营销使得消费者认可其产品，使得经销商客户即便是盈利空间有限也不得不代理其产品；而汤臣倍健则实行双轨制扩张模式：一则通过姚明代言扩大品牌知名度与影响力；二则通过给渠道高额利润空间将渠道推力发挥至极限。碧生源两款产品都可通过恰当营销获得10个亿的营收、各近30%市场份额、12万终端，更何况对于有80多个产品品类、渠道推力更强且品牌并不输给碧生源的汤臣倍健，这更使我们坚信汤臣倍健的持续高成长性在未来三年不用担心。
- 盈利预测、估值和投资建议：**预计2011-2013年收入分别为6.58亿、10.99亿和16.87亿，YOY分别为90%、67%和53%；归属于母公司净利润分别为1.93亿、3.27亿和5.09亿，YOY分别为110%、68.7%和56%。对应EPS分别为1.77元、2.99元和4.66元。按35X12PE计算，合理价为105元，继续维持“买入”评级。

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	205.29	346.08	658.40	1099.45	1686.96
YOY	44.72%	68.58%	90.24%	66.99%	53.44%
净利润	52.17	92.11	193.59	326.61	509.88
YOY	95.37%	76.54%	110.18%	68.71%	56.11%
EPS (元)	0.477	0.842	1.770	2.987	4.662

食品饮料行业

联系人：

苏青青

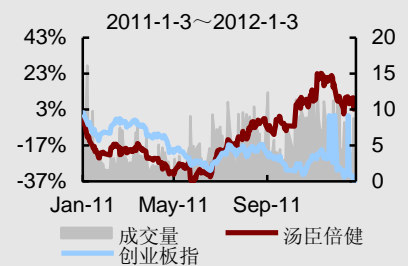
电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

郇彬 (S1180511050001)

市场表现



相关研究

- 1 《汤臣倍健(300146) 宏源证券公司动态点评汤臣倍健：持续超预期，又到买入时 300146 食品饮料行业苏青青》，2011.12
- 2 《汤臣倍健(300146) 宏源证券-动态点评-三季报业绩预增超预期-300146-食品饮料-苏青青》，2011.10
- 3 《汤臣倍健(300146) 宏源证券-公司研究-汤臣倍健：“黄金”行业中的明星企业-300146-食品饮料-苏青青》，2011.8
- 4 《汤臣倍健(300146)* 宏源证券*中报点评*汤臣倍健：中报业绩略超预期，维持买入*300146*食品饮料行业*苏青青》，2011.7
- 5 《汤臣倍健(300146) 宏源证券-公司研究-汤臣倍健：朝阳行业，黑马现身-300146-食品饮料-苏青青》，2011.7

目录

一、碧生源：2 个产品做到 10 亿营收，覆盖中端 12 万	4
1、减肥茶+常润茶，4 年间营收从 2 亿迈到 10 亿.....	4
2、产品策略：从竞争红海中开垦出一片蓝海市场.....	4
3、营销策略：广告成为驱动业绩高速增长的主要推手.....	6
3-1、找准购买人群，实施精准营销.....	6
3-2、广告策略对于碧生源规模扩张功不可没.....	7
4、渠道策略：从全国化覆盖迈向渠道下沉.....	9
4-1、渠道以药店为主，近期向超市迈进.....	9
4-2、成功由地域性迈向全国化覆盖，网点覆盖呈递进式增长.....	10
4-3、未来的课程在于渠道深化、整合及提高终端效率.....	11
二、从碧生源的昨天看汤臣倍健的明天	12
1、与碧生源同属保健品，但产品定位更具潜力.....	12
2、汤臣倍健优势在于渠道力和产品力，全国化扩张是未来三年主要功课.....	13
2-1、汤臣倍健广告宣传力度不及碧生源，未来在宣传方面还有很大挖掘潜力.....	13
2-2、汤臣倍健渠道推力强，碧生源主要靠品牌力拉动渠道增长.....	14
3、汤臣倍健单个品类的应收尚有很大提升空间.....	16
4、汤臣倍健终端网点数量扩张尚有 5X 空间.....	17
5、优秀团队+股权激励，优秀公司的持续性值得期待.....	17
三、汤臣倍健盈利预测、估值和投资建议	19
四、风险提示	19
1、防范食品安全等黑天鹅事件对股价的负面影响；.....	19
2、管理层发生变动对公司管理及经营带来的负面影响.....	19

插图

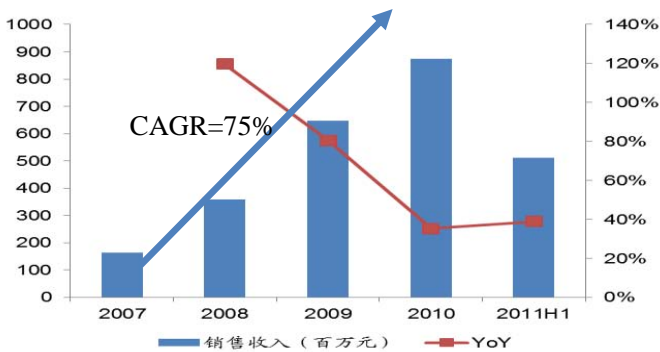
图 1: 4 年间碧生源收入从 2 亿达到 10 亿.....	4
图 2: 碧生源过去净利润规模实现同步增长.....	4
图 3: 茶剂是润肠产品中最受欢迎的形式.....	5
图 4: 减肥产品中茶剂接受度也较高.....	5
图 5: 功能性快消品案例.....	6
图 6: 碧生源在减肥类品牌中排名第三.....	6
图 7: 碧生源在润肠类品牌中排名第一.....	6
图 8: 碧生源广告费用从 2007 年开始井喷.....	7
图 9: 电视媒体传播目标.....	8
图 10: 碧生源媒体广告投放策略.....	8
图 11: 经销商和零售终端数量快速增加.....	9
图 12: 碧生源地域扩张进程.....	10
图 13: 碧生源渠道渗透情况及未来策略.....	11
图 14: 终端运营效率持续提升.....	11
图 15: 汤臣倍健产品定位更具潜力.....	13
图 16: 两家公司以不同方式实现了高速增长.....	14
图 17: 碧生源比汤臣倍健更加依赖广告投入.....	14
图 18: 碧生源与汤臣倍健拓展经销商方式不同.....	15
图 19: 汤臣倍健的渠道更加多元化.....	16
图 20: 汤臣倍健的单个终端销售金额是碧生源的 8 倍.....	16
图 21: 公司渠道终端数迅速增长.....	17
图 22: 汤臣倍健收入呈现区域化特点.....	17
图 23: 汤臣倍健目前各品类销售收入 (百万元).....	18
图 25: 碧生源在上市前也进行了股权激励.....	18
图 26: 汤臣倍健目前各品类销售收入 (百万元).....	20
图 27: 三张财务报表预测.....	21

一、碧生源：2 个产品做到 10 亿营收，覆盖终端 12 万

1、减肥茶+常润茶，4 年间营收从 2 亿迈到 10 亿

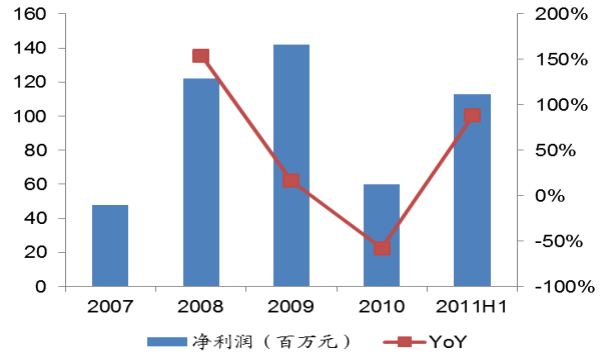
碧生源的主要运营实体奥特舒尔成立于 2000 年，在 2006 年前均处于亏损状态，在 2006 年扭亏为盈后，2007 年开始进入快速发展期，2007 年至 2010 年公司收入从 1.63 亿增加到 8.75 亿，年复合增长率 75%，今年上半年收入达 5.2 亿元，全年有望突破 10 亿元。

图 1：4 年间碧生源收入从 2 亿达到 10 亿



资料来源：港交所，宏源证券研究所

图 2：碧生源过去净利润规模实现同步增长



资料来源：港交所，宏源证券研究所

碧生源的成长逻辑是凭借广告手段，在消费者心目中塑造了一个功能性茶饮料的快速消费品，通过符合快消品特点的电视营销手段以及独特的药店销售渠道迅速打开市场，成为消费者心目中的第一品牌。碧生源目前广告费用占销售收入比例超过 30%，终端渠道数量超过 12 万个。

2、产品策略：从竞争红海中开垦出一片蓝海市场

碧生源的主打产品是功能性袋泡茶，目前营收的主要来源是常润茶和减肥茶。

- ◆ 常润茶的功效主要是清宿便、排肠毒、润肠道。常润茶用绿茶和草本药材制成，其特点是 6-8 小时内快速清宿便、排肠毒、润肠道，并对肠道受损粘膜进行滋润修复。
- ◆ 减肥茶采用绿茶和减肥中药制成，作用加快脂肪代谢，促进脂肪分解，减肥同时有效调理、滋补身体。

功能性茶是传统茶的细分市场，与保健品行业有交叉。但其广泛的消费群体和非地域性特点使得它成为一种非常适合品牌塑造的保健品形式。

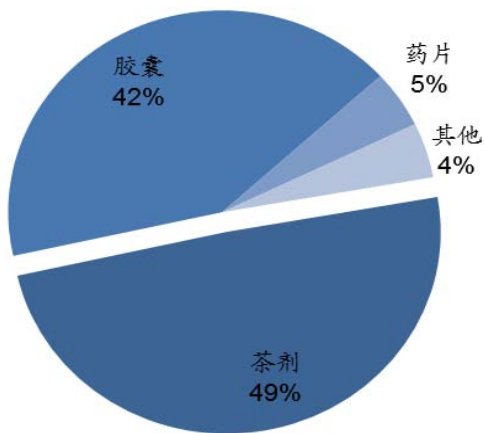
- ◆ 传统茶企业难以形成全国性品牌。传统茶的消费者大多在茶叶店品尝后购买，对于这些消费者而言，品牌并不是他们所关注的重点，纯正的口味才是关键，因此难以形成全国性茶叶品牌。
- ◆ 功能性茶更容易形成大型品牌。功能性茶取茶的形式，淡化其口味，突出茶叶的功能，其目标消费者不是品茶者，而是原本不喝茶但关心身体健康的顾客，其目标客户群更广泛，且地域性较弱，因此在功能性茶市场更容易打造全国性的品牌。

- ◆ 茶剂是最受欢迎的保健食品。调查数据显示茶剂是消费者认为最方便的保健品食用方式，在使用过的减肥产品和润肠通便产品中茶剂是最经常使用的，比例分别超过 35%，39%。

碧生源的产品诉求定位于润肠和减肥，一方面是由于消费者对润肠和减肥保健品认知度较高，一方面是将目标消费者定位于更容易接受快消品营销方式的年轻女性。

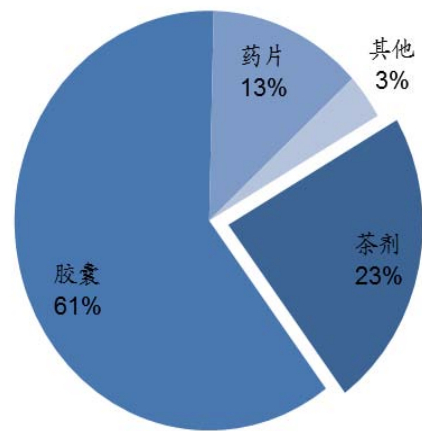
- ◆ 消费者首选的减肥和通便产品类别是保健品，茶剂是较受欢迎的服用方式。在保健品、器械、处方药和 OTC 药几类中，减肥和通便的保健品首选比例分别超过 35%和 45%，而服用方式中，茶剂在润肠和减肥产品中的占比分别为 49%和 23%。

图 3：茶剂是润肠产品中最受欢迎的形式



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 4：减肥产品中茶剂接受度也较高



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

- ◆ 以女性为最终购买者的特点使得快消品营销方式更容易接受：女性对快消品一是重视产品的性价比，需要保持高性价比及价格的稳定；二是拥有较高的品牌忠诚度，因此碧生源需要在后续营销中着力提高品牌知名度与美誉度。
- ◆ 减肥茶的消费群体较为年轻化，年龄分布在 20-50 岁之间，女性消费者占到 85%以上，拥有稳定的职业和较高的购买力，受品牌和时尚影响较大。
- ◆ 常润茶消费人群广泛，年龄从 18-60 岁分布均匀，但以家庭为单位的实际购买中，女性占据着主要消费决策权，并且大多是口碑的传播者。

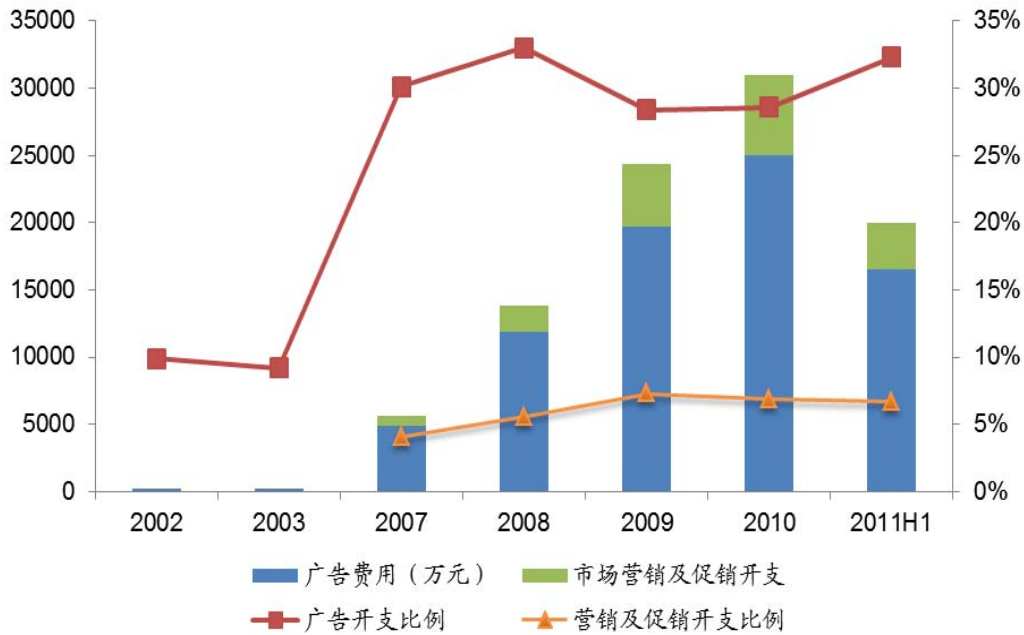
功能茶定位为功能性快消品。碧生源的功能茶在传统茶上赋予特定功能，并通过广告等营销手段教育消费者接受这种被创造出的茶保健品，并当做功能性快消品消费。

- ◆ 功能性快消品是目前的营销主流。通过在产品中赋予新的功能，使产品从传统竞争者中区隔出来，形成新的细分市场并且占据优势地位，是功能性快消品定位的主要方式，目前已经有许多快消品通过功能化取得成功。

治疗转向保健，相应的解决方式也由药物变成保健品（功能茶）。

- ◆ 营销的目的之二是形成产品区隔，加大碧生源功能性茶在消费者心目中的知名度。经过9年的广告和营销，碧生源在润肠和减肥两个市场的市场份额均达到第一，消费者在有润肠和减肥需求时首选碧生源的比例为28.95%和26%。
- ◆ 广告拉动碧生源收入高速增长。碧生源的主要营销方式是广告投放，自2007年广告开支占比超过30%后，销售收入即大幅增长，2007年至2010年复合增长率超过75%。

图8：碧生源广告费用从2007年开始井喷



资料来源：宏源证券研究所

3-2、广告策略对于碧生源规模扩张功不可没

碧生源在2005年以前广告投放以平面广告为主，限于资金实力竞争力不高，企业均处于亏损状态。

- ◆ 碧生源最早的营销方式是从产品派发开始，在2003年后卷入全国润肠通便产品平面广告全国大混战，广告方式主要包括软文、通栏、头版广告等。
- ◆ 平面广告的竞争在于资金和价格。由于媒体价格昂贵，处于行业发展初期的厂商均无实力长时间大规模投放广告，因此在资本上有优势的厂商通常是最后的赢家，价格战也是常用手段之一。
- ◆ 碧生源只在部分区域占有少量市场份额。由于营业收入较少（2000万元），广告投入比例不高（10%），碧生源在此阶段并未占据大量份额，只在北京、广州、杭州等地占有少量份额。此时的强势品牌包括“肠清茶”、“解放”、“欣方”、“回春花”、“丁氏”等。

2005年以后，碧生源调整战略，开始加大电视媒体的投放力度，一举扭转颓势，2006年即开始盈利，2007年进入高速增长期。

- ◆ 电视媒体直接面对目标群体。碧生源产品的直接购买群体是年轻女性，在当时电视是其获取营销信息最直接和有效的渠道，平面媒体（报纸）的阅读者多为老年人，营销对象有偏差。因此通过电视媒体投放广告的效果明显。
- ◆ 电视广告的投入也是循序渐进的过程。起初是长时段的功能诉求，向消费者介绍产品功能和诉求；后来转入 30 秒钟品牌推广，塑造品牌在消费者心目中的形象；最后以密集覆盖的形式提高知名度。

图 9: 电视媒体传播目标

产品	目标群体	播放目标
碧生源常润茶	18-50岁女性主力消费人群	月度电视毛评点保持1500点以上的投放量，5+到达率保持在60%以上。公交视频、分众媒体保持日播10分钟以上的广告量。
碧生源减肥茶	18-35岁女性主力消费人群	月度电视毛评点保持1000点以上的投放量，3-6月的5+到达率保持在70%以上。公交视频、分众媒体保持日播5分钟以上的广告量
全部		保证在设置办事处的一、二级市场有广告投放/落地。电视媒体预算约占85%，公交视频等媒体约占15%

资料来源：宏源证券研究所

2009 年后开始尝试新媒体投放，新媒体一方面包括新的传播渠道，一方面包括原有渠道中新的广告方式。

- ◆ 2009 年以后，公司开始注重地面、省级、地市、卫视和新媒体的联动。新型渠道方面包括地铁、公交、分众和网络，着重提高媒体研究和数据分析的能力，为广告投入提供更多决策参考。
- ◆ 传统广告形式效果正在弱化，冠名和名人代言成为新的有效形式。通过冠名精品栏目和活动以及邀请徐静蕾作为形象代言人均扩大了品牌影响力，获得良好的效果。
- ◆ 网络渠道主要包括淘宝旗舰和 B2C 网络互动。由于网购人群和功能茶的目标消费者有很大重叠，因此网络渠道的潜力很大。B2C 业务 2009 年全年收入 60 万，2010 年暴增到 100 万/月，预计在 2011 年后有超过 30% 的广告费用投放在新媒体渠道。

另外，在营销科学性方面，碧生源与美兰德、CTR 合作获得数据方面支持，通过外脑博瑞进行数据分析，通过凤凰传说提供技术支持。

图 10: 碧生源媒体广告投放策略

媒体类型	典型合作伙伴	投放策略
电视	浙江卫视	地面强势电视媒体为全年投放的主媒体以有效影响当时市场目标顾客，以阶段性的强势卫视媒体活动拉动当期销售。电视晚间以15秒、30秒版本为主，5秒为辅;非黄金时段根据市场发育程度适当安排60秒版本广告，与有覆盖优势的卫视合作在晚间时段播出60秒功能教育版本。
	安徽卫视	
	江西卫视	
户外媒体	视觉中国 分众传媒	相对集中投放，坚持电视媒体为主，公交视频、分众媒体为辅助媒体的媒体组合方案
报纸	楚天都市报	
	北京晚报	
	广州日报	
互联网	淘宝 腾讯 土豆	对网络新媒体的有效利用。通过总结减低流失率的广告活动经验逐步加大对网络媒体的投放力度
冠名	新丝路模特大赛 上海世博会 SO瘦舞动嘉年华	将节目的特点和企业产品的调性进行有机的结合从而达到品牌的深度传播的目的

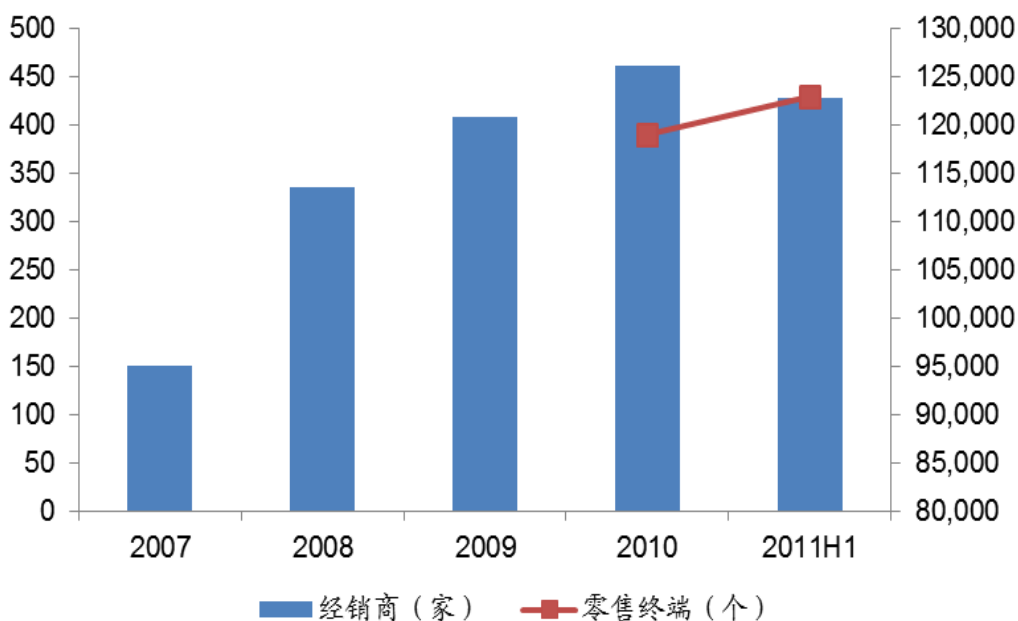
资料来源：宏源证券研究所

4、渠道策略：从全国化覆盖迈向渠道下沉

4-1、渠道以药店为主，近期向超市迈进

公司渠道以药店为主，快速扩张。碧生源目前拥有 429 家经销商，160 余家分销商，覆盖零售终端数量达到 122,940 个，其中包括 119,680 个零售药店以及 3260 个商超店铺。

图 11：经销商和零售终端数量快速增加



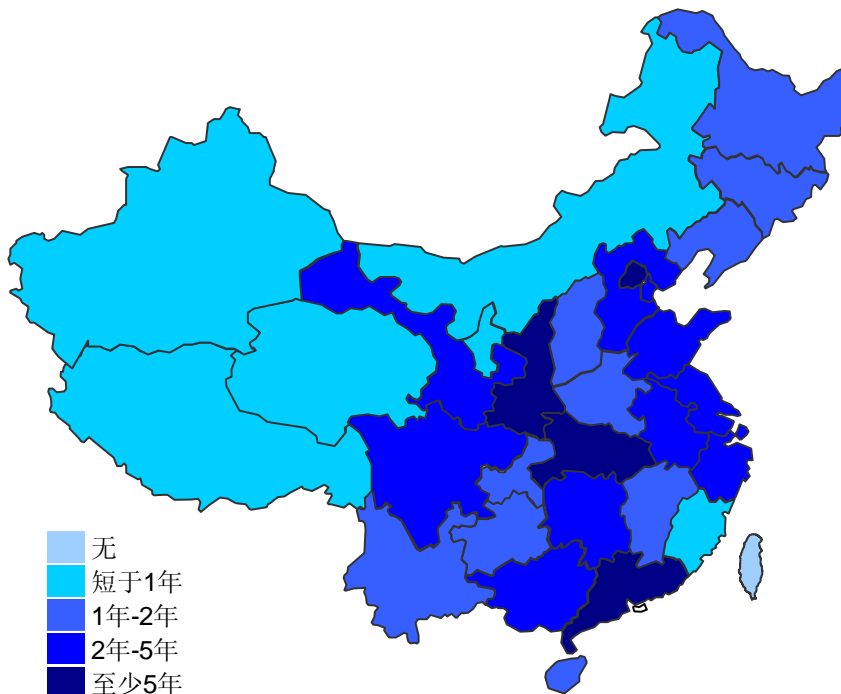
资料来源：宏源证券研究所

- ◆ 保健品根据定位的不同（如礼品、日常用品、有疗效保健品等），采用的销售渠道也不同（如商超、药店、专卖店等）。
- ◆ 公司前期主打药店渠道的原因在于，功能茶饮料的定位是解决问题，在药店中更容易获得消费者的信任，也符合早期消费者把便秘、肥胖当做疾病治疗的消费习惯。
- ◆ 2010年下半年，碧生源开始加大对商超渠道的拓展力度，目前已进入包括家乐福、沃尔玛、世纪联华、大润发、屈臣氏在内的多家超市。碧生源进入商超渠道的原因在于：1，快消品定位逐渐被接受。目前消费者已经逐渐接受功能性茶是一种具有一定功能的快速消费品，购买理由也由解决问题逐渐过渡到日常用品，那么进入商超渠道可以覆盖更大的消费群，方便消费者的购买；2，商超渠道将为销售增长带来新的动力。相对于急速扩张的市场需求，药店渠道空间狭小，无法作为唯一载体；商超作为快消品主要渠道，可扩大与消费者的接触面，同时易于下沉，提高行业门槛。
- ◆ 在渠道管理方面，碧生源采用扁平的代理商制度，厂商到终端之间最多不超过两层经销商，这样的渠道管理方式在终端网点数达到一定数量后十分利于企业与经销商之间的沟通对话。

4-2、成功由地域性迈向全国化覆盖，网点覆盖呈递进式增长

碧生源的渠道扩张策略是先做精优势市场，再寻求地域扩张。从2000-2003年，是碧生源快速扩张的三年；2003-2006年，是盘整的阶段；从2007年开始，碧生源进入第二次布局和扩容阶段。

图 12: 碧生源地域扩张进程



资料来源：宏源证券研究所

碧生源对区域市场精耕细作，开发一个，成功一个，低风险，低投入，高产出。

- ◆ 公司在成立后的7年均集中开发北京、广州、西安、武汉四个地区，到2007年底经

销商网络仍然只包括此 4 个省区，但经销商达到 151 家，平均每省近 38 家。

- ◆ 2008 年-2009 年，碧生源覆盖了大部分东部沿海城市，以及围绕成熟市场向周边省份扩张，共增加了 10 个省份的渠道覆盖，经销商数量达到 409 家，新增了 258 家。
- ◆ 2009-2010 年，公司完成了全国（除港澳台外）所有省份的全覆盖，增加覆盖省份 17 个，经销商数量创新高，增加 53 家达到 462 家，覆盖终端数达到 119,000 个。

4-3、未来的课程在于渠道深化、整合及提高终端效率

碧生源在完成全国布局后，从 2011 年起，将开始渠道深化、渠道整合和提高终端效率阶段。

- ◆ 碧生源根据开发程度将所有省份分为成熟市场、发展中市场和新市场，按照不同的策略对各个市场加大渗透力度。

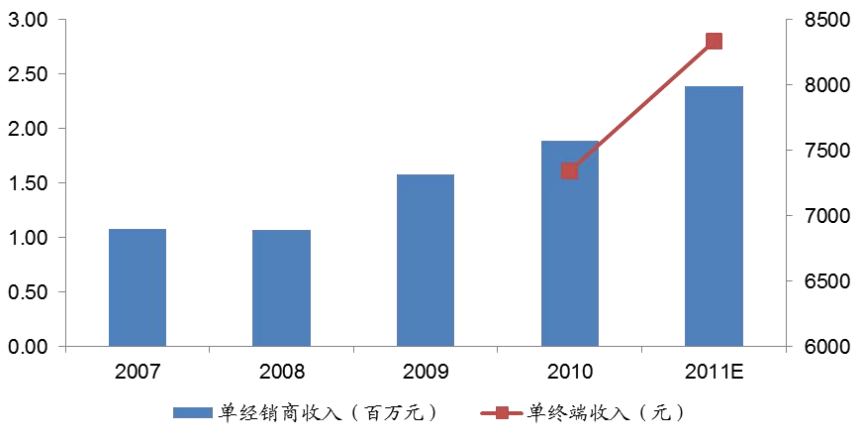
图 13: 碧生源渠道渗透情况及未来策略

	成熟市场	发展中市场	新市场
开发时间	2008年以前	2008-2009	2009-2010
省份数量	4	10	17
平均每省经销商（家）	38	26	3
渠道深度	三线城市	二线城市	一线城市
开发策略	在巩固一线城市市场地位的同时，关注对三线城市及县城市场的深度开发，继续提高销售网络的渗透率。	着力二线城市的深度开发和三线城市的大力开拓，力求营业额的不不断突破。	基于重点城市，通过媒体广告对二、三线城市的不断辐射，快速完成市场开拓的基本布局。

资料来源：宏源证券研究所

- ◆ 加大渠道整合力度，删减了过多的中间环节和经营不规范的经销商。经销商数量由 2010 年 462 家减少到目前 429 家，但加大经销商下终端的覆盖力度，终端数增加 3940 个，达到 122,940 个。
- ◆ 提高终端运营效率。目前碧生源的单经销商收入和单终端收入均处于上涨趋势，反映终端运营效率的提高，但单终端年收入仅 8300 元，折日收入 23 元，显示出终端效率还有很大的提升空间。

图 14: 终端运营效率持续提升



资料来源：宏源证券研究所

二、从碧生源的昨天看汤臣倍健的明天

1、与碧生源同属保健品，但产品定位更具潜力

质量和消费者感知是保健品行业的立足根本。在质量成为正规保健品企业的共识后，消费者感知将成为产品和品牌成败的关键。

- ◆ 与功能性茶类似，膳食营养补充剂并非消费者眼中的必需品，20年前极少有消费者理解在三餐外需要补充其他营养，通过营销手段教育消费者认知到保健品的有用性是推广的第一步。
- ◆ 保健品竞争激烈，品牌的感知度更加重要。我国批准上市的保健食品逾万个，生产企业约1700家，销售企业约2.5万家，年销售额已超过2000亿元，但44%的市场被10家销售规模超过10亿元的大品牌垄断。
- ◆ 保健品快消化更加依赖消费者感知。消费品市场显著特点是，当一个新产品或新市场出现时，需要大量营销人员对消费者进行产品及功能方面的普及，而当消费者逐渐认可并接受此产品时，渠道网络布局广泛、产品知名度高、产品系列齐全的品牌更加受益。

汤臣倍健拥有比碧生源更具潜力的产品定位，保健品一般分为膳食营养补充剂和功能性保健品，目前营养补充剂的发展势头和消费者忠诚度都好于功能性保健品。

- ◆ 2004年以后，功能性保健品所占比重呈逐年下降趋势，而膳食营养补充剂产品却在稳步上升，从2004年的11%持续上升到2009年的34%，2010年回落到24%。
- ◆ 营养补充剂更容易形成粘性。功能性保健品（如常润茶）偏重短期效果，营养补充剂更注重长期服用中获得身体改善。营养补充剂在长期对品质的关注更容易获取用户的信任，形成长期稳定的购买习惯。

营养补充剂市场经过多年培育，消费者认知度比较高，节省了公司大量培育的时间和资金成本；而功能性保健品由于市场细分，培育工作基本由单个公司完成，成本较高。

- ◆ 我国保健品市场经过近20年的洗礼，又在安利等直销品牌商的深耕细作下，随着城

镇居民收入水平的不断提升，目前广大消费者已经认可了保健品对于自身健康不可或缺的良性作用，市场推广难度大大减轻。

- ◆ 安利与公司不发生直接竞争。虽然安利为公司培育了大量的保健品消费者，但其长期坚持的直销渠道不会改变，与公司主打的药店和商超渠道不发生直接竞争，总体而言帮助大于威胁。

图 15: 汤臣倍健产品定位更具潜力

	汤臣倍健	碧生源
产品定位	膳食营养补充剂	功能性茶保健品
产品种类	30多个分类，上百种产品	主要为两个产品
产品定价	中高价策略，低于安利20%，高于普通品牌20%	低价策略，1-2元/包
目标消费者	涵盖全年龄段消费者，针对不同年龄、不同性别推出多样产品	主要包括有减肥和润肠需求的女性和中老年人
消费者成熟度	经过多年教育，对产品接受性强	培育程度较低
消费者培育时间	时间较长	时间较短
消费者忠诚度	很高，不易流失	一般，容易尝试其他产品

资料来源：宏源证券研究所

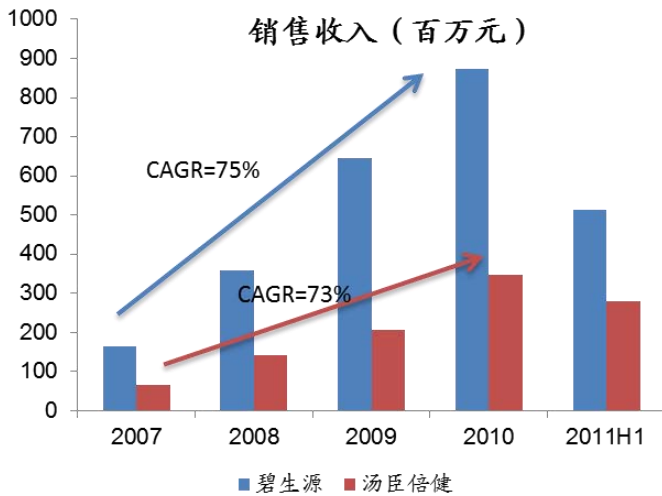
2、汤臣倍健优势在于渠道力和产品力，全国化扩张是未来三年主要功课

2-1、汤臣倍健广告宣传力度不及碧生源，未来在宣传方面还有很大挖掘潜力

汤臣倍健和碧生源分别是渠道推动和营销拉动销售的典范。2007年-2010年是两家公司的快速成长期，汤臣倍健依靠渠道成为渠道品牌冠军，而碧生源依靠营销成为消费者知名品牌。

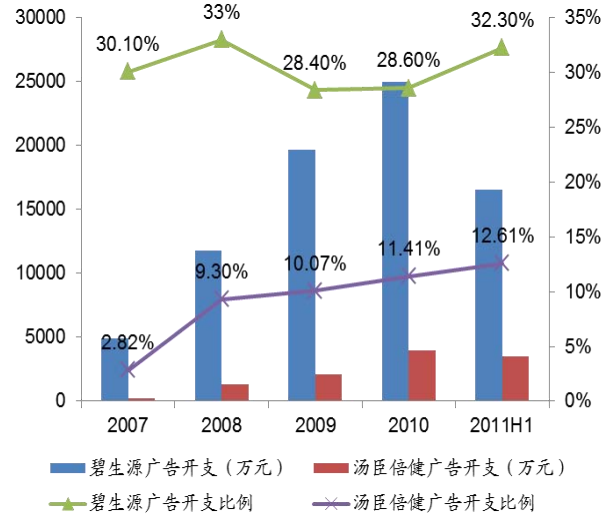
- ◆ 对比两家公司的广告费用支出占比情况，碧生源用 30%的销售收入投放广告培育品牌，而汤臣倍健则保守得多，广告费用占比在 2010 年前均低于 10%，而在 2007 年底制定品牌战略前只有不到 3%。自 2010 年 10 月签约姚明后，公司的品牌推广费一跃升至 13% 附近，但相比较碧生源的大手笔投入，汤臣倍健的品牌宣传力度仍然不够。
- ◆ 此外，碧生源只有两款产品，而汤臣倍健在做电视广告宣传时，重点在于其蛋白质产品，而汤臣倍健共拥有 80 多个产品品类，意味着其他产品并没有通过宣传使得消费者了解其产品功能及品牌，我们认为这可能与公司所处的阶段有关。目前汤臣倍健规模尚小，若通过一款明星产品出名后带动品牌知名度和美誉度的提升，应是短期内最为见效的一种宣传方法。

图 16: 两家公司以不同方式实现了高速增长



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 17: 碧生源比汤臣倍健更加依赖广告投入



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

2-2、汤臣倍健渠道推力强，碧生源主要靠品牌力拉动渠道增长

汤臣倍健的成功主要是依靠优质的产品和良好的渠道驱动力，公司 85% 的终端是药店渠道，其次是商超体系，占 10% 左右，其余 5% 体现在直营和出口，买断和返点是主要的推动手段。

- ◆ 2005 年之前，汤臣倍健的销售渠道主要依靠经销商进行。凭借 2-4 折的拿货价以及扁平的渠道，经销商有足够的盈利动力拓展市场。此阶段，公司初步建立了覆盖全国的销售渠道。
- ◆ 2005 年之后，随着渠道下沉的风靡，终端成为在竞争中取胜的关键。汤臣倍健引入专门的策划公司，对终端形象、产品陈列、堆头、导购人员素质等方面进行了全面提升。
- ◆ 为了加快渠道布局的速度，汤臣倍健在加快传统药店专柜、商场布局的同时，不断增加店中店、社区店和联营店的数量。
- ◆ 到 2010 年底，公司有 280 多家经销商（其中区域经销商 200 余家，百强连锁药店 83 家）以及 11 个百强商业超市，覆盖终端 13,000 多个，其中以专柜形式销售并配有经过专门培训的营养顾问的有 4,500 多个。

碧生源以品牌建设拉动渠道建设和销售的经验值得公司借鉴。我们总结碧生源的发展经验是用广告手段在消费者心目中塑造减肥茶、常润茶第一品牌，吸引消费者到渠道购买，渠道需要依靠碧生源品牌增加自己的知名度和客流量，增加交叉销售，以此碧生源达到低成本、快速铺设渠道的结果。

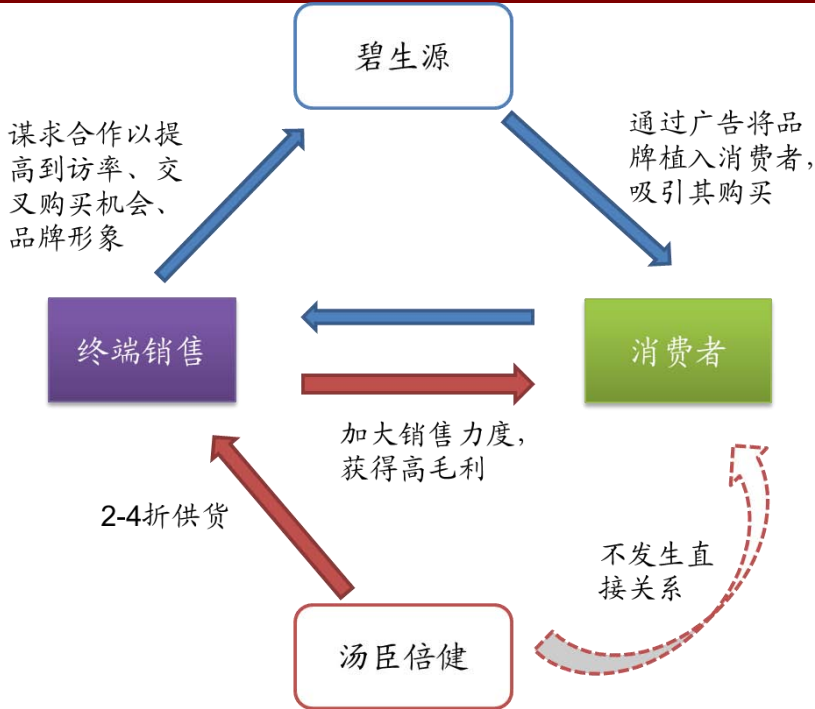
- ◆ 碧生源的渠道铺设速度快于汤臣倍健。从 2007 年到 2010 年，碧生源的经销商数量从 151 家增加到 462 家，增加 2.1 倍；同期汤臣倍健的经销商数量从 120 家增加到 280 家，增加 1.3 倍。

碧生源的渠道利润空间不及汤臣倍健，汤臣倍健以 2-4 折供货，而碧生源以 7 折供货。原因在于两家公司拓展经销商的方式不同。碧生源利用消费者的力量拉动终端加入渠道，汤

臣倍健利用高利润率推动终端加入。

- ◆ 药店终端对产品的诉求有三个：高利润率可以短期内盈利、大品牌可以提升门店形象、畅销品牌吸引顾客获得交叉销售。
- ◆ 汤臣倍健优势在第一个诉求，碧生源满足了后两个诉求。因此结果是终端更乐于加入碧生源的渠道，而且所要求的毛利率更低。

图 18: 碧生源与汤臣倍健拓展经销商方式不同



资料来源：宏源证券研究所

汤臣倍健正在从渠道品牌向大众品牌转型。一方面碧生源的渠道模式更符合终端药店的需求，另一方面受到国外知名品牌和国内小企业模仿的压力，公司也在谋求转型。

- ◆ 渠道为王正在转向品牌为王。高折扣率的渠道优势壁垒较低，许多中小保健品公司正在模仿汤臣倍健的渠道模式，而品牌优势难以模仿。
- ◆ 国际大型保健品巨头进入中国。美国的 NBTY、GNC 等国际保健品巨头相继进入中国市场，与公司争夺药店和商超渠道，其本身强大的品牌优势将会对公司产生很大压力。
- ◆ 签约姚明打造健康品牌形象。公司于 2010 年下半年与姚明签订“3+2”合约，在全国开始广告攻势，广告费用投入明显加大，2011 年上半年已达到收入 12.8% 的新高，预计未来还将继续加大投入。

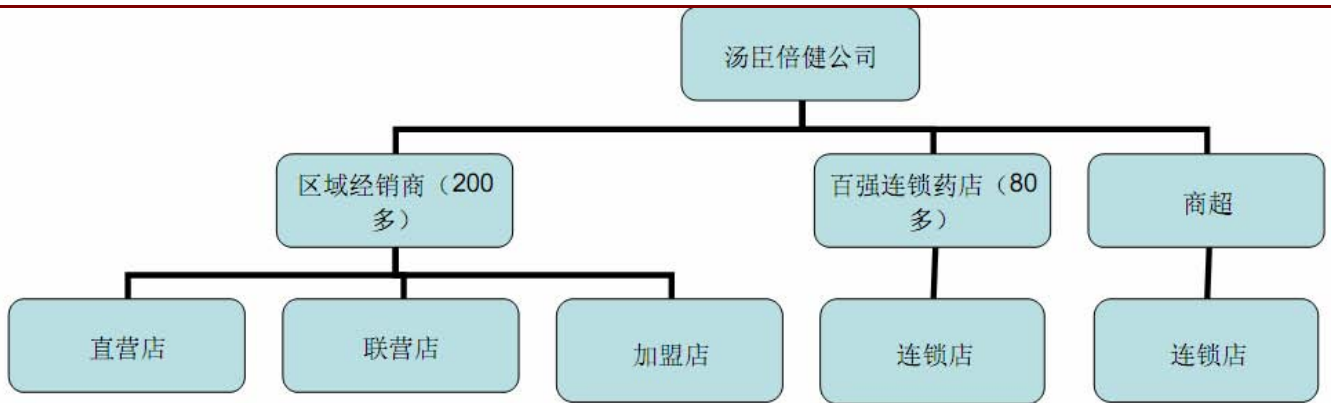
汤臣倍健品牌建设将激发优质渠道的潜力，通过渠道扩张和终端效率的提升，有望保持目前增速在 2015 收入达到 30 亿元，年均复合增速 50%。汤臣倍健的渠道质量优于碧生源，在品牌营销的配合下，终端建设将加速，单店销售将继续提高。

- ◆ 汤臣倍健的渠道结构更多元化。与碧生源 95% 以上依赖药店渠道不同，汤臣倍健的区域经销商和连锁药店分配更合理，并且以专柜和营养顾问的形式提高终端效率，因此

单店可以挖掘的潜力也远大于碧生源的终端。

- 此外，近期公司也在开发商超等连锁终端客户，用以减小过渡依赖连锁药店客户的风险。而明年也将会放开专卖店加盟条件，大力发展专卖店业态。未来汤臣倍健的渠道结构将更趋合理，也将使越来越多的消费者有机会接触和了解其产品，继而变为其忠实消费者。

图 19: 汤臣倍健的渠道更加多元化



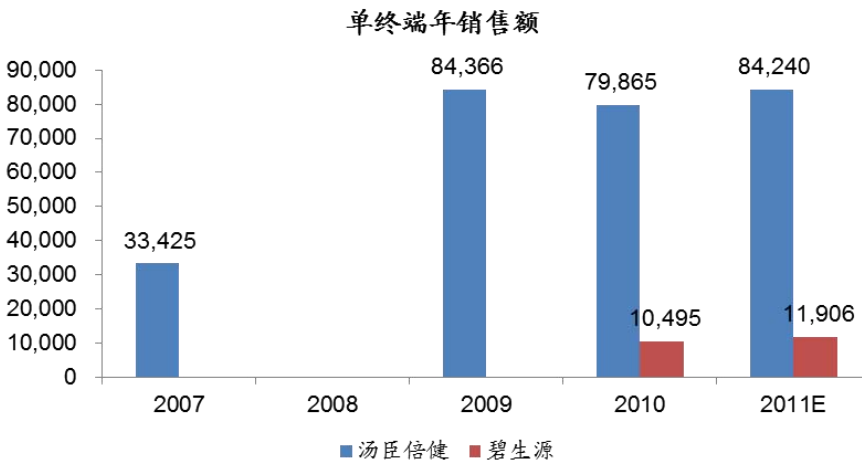
资料来源: 宏源证券研究所

3、汤臣倍健单个品类的应收尚有很大提升空间

汤臣倍健的单个终端销售金额是碧生源的 8 倍左右，这主要是因为汤臣倍健拥有更多的产品品类，但由于其产品品类是碧生源的 40X 还多，因此相比较单个终端营业额来看，其每个产品品类还有很大提升空间。

- 即便是占汤臣倍健比重最大的蛋白质粉（按照 2011 年公司 6.58 亿总收入、30% 占比计算），出厂价口径计算 2011 年营收也才近 2 亿，何况还有很多品类收入尚不过亿。从这点看，未来只要加大广告宣传及网点铺设规模，汤臣倍健的高速成长还可以持续很多年。

图 20: 汤臣倍健的单个终端销售金额是碧生源的 8 倍



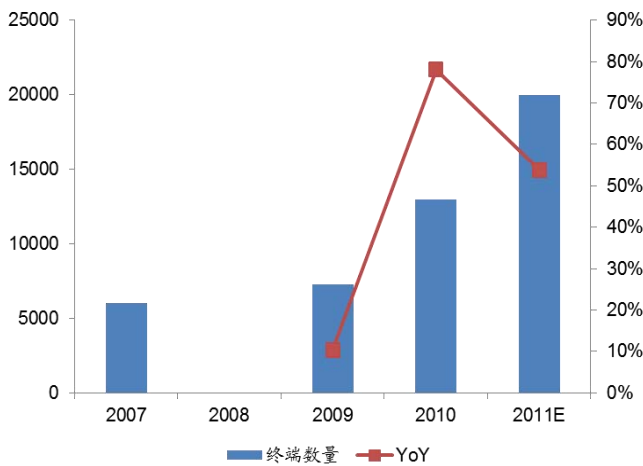
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

4、汤臣倍健终端网点数量扩张尚有 5X 空间

公司终端数量至少还有 5 倍提升空间：

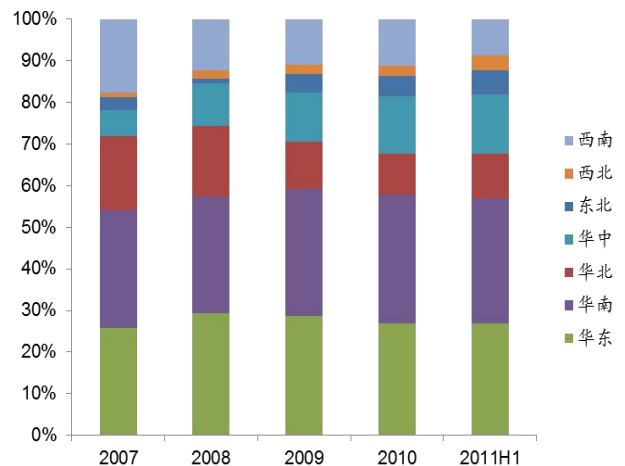
- ◆ 对比碧生源的渠道建设情况（图表 15、16），仅在成熟市场开始覆盖三线城市，其余市场也仅集中于一二线城市；
- ◆ 汤臣倍健目前约 2 万个终端均集中于优势地区的一二线城市，且目前收入还是有区域化特点；
- ◆ 随着全国市场布局的日益合理，开发到碧生源 12 万个终端的渠道水平是完全可能的。公司目前终端开发速度为 8000 个/年，未来随着品牌拉动渠道效果的显现，终端建设速度有望达到 1-1.5 万个/年，未来 5-7 年内有望突破 10 万个终端。
- ◆ 预计到 2015 年，终端数量预计可达到 7 万个，平均单终端销售额可达 13.7 万/年，如果保持目前 2-4 折的出厂价不变，销售收入可达 30 亿元，年均复合增速约 50%。

图 21：公司渠道终端数迅速增长



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 22：汤臣倍健收入呈现区域化特点



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

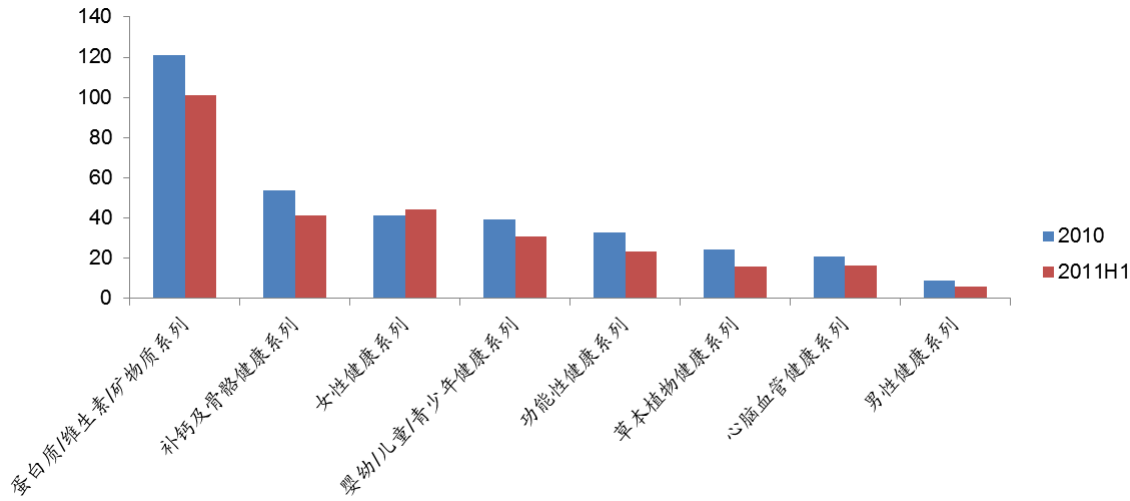
5、优秀团队+股权激励，优秀公司的持续性值得期待

终端扩张并不是未来发展的全部，汤臣倍健拥有的覆盖全年龄段，21 大功能，数百个产品才是公司挖掘不尽的发展来源。凭借终端扩张在 2012 年公司有望达到 10 亿销售收入，但全面膳食营养补充剂提供商的角色使公司未来存在与安利等国际巨头比肩的可能。

- ◆ 公司单个产品销售收入较少，市场占有率很低。以公司目前销售占比最大的蛋白粉为例，年销售额 3000 万元左右，仅占我国蛋白粉市场容量的 0.5%，而安利的蛋白粉在国内的市场容量超过 50%。
- ◆ 我国维生素和膳食补充剂市场庞大，单个产品可达 10 亿级市场容量。2010 年我国维生素和膳食补充剂市场达到 630 亿元，并且在未来 5 年将以 5.7% 的速度增长。补钙、多种维生素、蛋白粉等大品类单品市场容量接近 100 亿元级别，鱼油、矿物质等小品类也接近 10 亿元级别，公司单品的增长空间远未接近极限。

◆

图 23: 汤臣倍健目前各品类销售收入 (百万元)

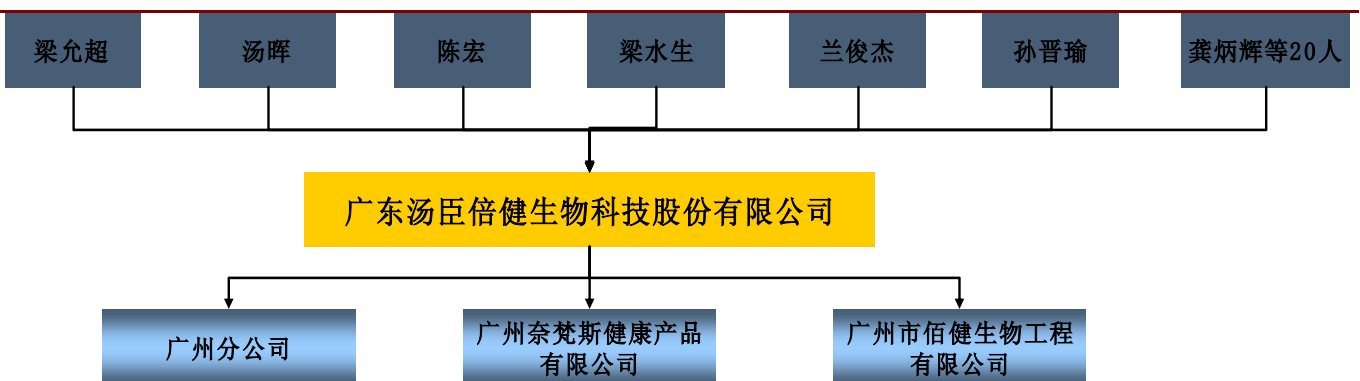


资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

经验丰富的领导者和合理的股权安排是协调各方利益、保证团队稳定及激励员工为公司的目标努力奋斗的保证。许多小公司在成长的过程中都会遇到利益不一致, 人员流失严重等问题, 我们认为汤臣倍健凭借良好的股权激励制度可以避免类似问题的发生。

- ◆ 核心团队销售能力曾得市场检验。公司创始人梁允超 1992 年-1995 年历任太阳神江苏、上海分公司负责人, 而太阳神就在此段时间创造了本身销售额的巅峰, 因此高层团队对于保健品市场的销售积累了很深的宝贵经验, 且其能力已得到市场检验。
- ◆ 股权激励理顺公司各方利益关系。公司上市之前已实施股权激励, 对于核心管理和销售人员进行利益绑定, 激发团队上下一心, 有助于将团队潜力完全调动出来。

图 24: 汤臣倍健公司股权结构图



资料来源: 定期报告, 宏源证券研究所

图 25: 碧生源在上市前也进行了股权激励

职务	授予对象	授予日期	归属期	2010年授予购 股权数目	2010年底尚未 行权数目
执行董事	赵一弘	2010.5.6	3.5年	28,800,000	24,000,000
	高雁	2010.5.6	3.5年	14,400,000	12,000,000
非执行董事	卓福民	2010.5.6	4年	480,000	400,000
	王兵	2010.5.6	4年	480,000	400,000
独立非执行董事	黄立达	2010.6.28	3.9年	600,000	500,000
	黄晶生	2010.5.6	4年	600,000	500,000
	忻榕	2010.6.28	3.9年	600,000	500,000
雇员及顾问		2010.5.6	3.5年	51,324,000	42,770,000
		2010.5.6	4年	18,312,000	14,160,000
		2010.5.6	3年	16,800,000	14,000,000
		2010.5.6	4年	4,800,000	4,000,000
		2010.5.31	3.9年	6,120,000	5,100,000
		2010.6.21	3.9年	120,000	100,000
	2010.6.28	3.9年	480,000	400,000	
总计				143,916,000	118,830,000
加权平均行使价				1.3	1.3

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

三、汤臣倍健盈利预测、估值和投资建议

预计 2011-2013 年收入分别为 6.58 亿、10.99 亿和 16.87 亿，YOY 分别为 90%、67%和 53%；归属于母公司净利润分别为 1.93 亿、3.27 亿和 5.09 亿，YOY 分别为 110%、68.7%和 56%。对应 EPS 分别为 1.77 元、2.99 元和 4.66 元。按 35X12PE 计算，合理价为 105 元，相比较目前 79.3 元的股价，还有 32%上涨空间，继续维持“买入”评级。

分产品收入预测表详见下表 26 所示。

四、风险提示

- 1、防范食品安全等黑天鹅事件对股价的负面影响；
- 2、管理层发生变动对公司管理及经营带来的负面影响

图 26: 汤臣倍健目前各品类销售收入 (百万元)

		2008	2009	2010	1H2011	2011E	2012E	2013E
蛋白质/维生素/矿物质	收入 (百万)	44	61	121	100.9594	230	391	625
	YOY	137%	39%	98%	91%	90%	70%	60%
	成本 (百万)	18	24	45	39	103	176	281
	YOY		36%	89%		129%	70%	60%
补钙及骨骼健康	收入 (百万)	22	33	54	41.4081	108	194	288
	YOY	186%	50%	64%	53%	100%	80%	48%
	成本 (百万)	8	12	17	15	43	78	115
	YOY		43%	45%		151%	80%	48%
心脑血管健康	收入 (百万)	11	15	21	16.299	42	67	108
	YOY	108%	36%	40%	60%	100%	60%	60%
	成本 (百万)	6	7	10	8	19	30	47
	YOY		21%	46%		98%	57%	56%
女性健康	收入 (百万)	16	28	41	44.0584	78	125	199
	YOY	59%	75%	46%	108%	90%	60%	60%
	成本 (百万)	5	8	12	14	23	37	60
	YOY		75%	46%		90%	60%	60%
婴幼儿/儿童/青少年健康	收入 (百万)	16	21	39	30.5859	70	112	168
	YOY	59%	31%	86%	80%	80%	60%	50%
	成本 (百万)	6	8	14	12	18	36	64
	YOY		28%	89%		23%	105%	78%
男性健康	收入 (百万)	3	5	9	5.6887	17	31	46
	YOY	160%	67%	80%	32%	90%	80%	50%
	成本 (百万)	1	1	2	2	4	8	11
	YOY		43%	74%		90%	80%	50%
草本植物健康产品	收入 (百万)	12	18	24	15.8543	46	73	95
	YOY	115%	50%	33%	31%	90%	60%	30%
	成本 (百万)	5	7	10	6	18	29	38
	YOY		46%	39%		88%	60%	30%
功能性健康产品	收入 (百万)	16	22	33	23.2142	63	100	150
	YOY	85%	38%	50%	58%	90%	60%	50%
	成本 (百万)	6	8	11	8	21	33	50
	YOY		33%	41%		87%	60%	50%
膳食营养补充剂	收入 (百万)	140	203	342	278	653	1093	1680
	YOY		45%	68%		91%	67%	54%
	成本 (百万)	54	75	122	103	250	427	667
	YOY		39%	63%		106%	71%	56%
品牌使用及管理费	收入 (百万)	0	1	2.45	2.4	5	6	7
	YOY			145%		80%	20%	17%
	成本 (百万)	0	0	0		0	0	0
	YOY							
其他业务	收入 (百万)	1	0.79	1.3667		0	0	0
	YOY	753%	-21%	73%		20%	20%	20%
	成本 (百万)	1	1	1		0	0	0
	YOY		-13%	66%		-100%	#DIV/0!	#DIV/0!
合计收入	收入 (百万)	141	205	346	280	658	1099	1687
	YOY		45%	69%		90%	67%	53%
	成本 (百万)	55	75	123	103	250	427	667
	YOY		38%	63%		103%	71%	56%
	毛利率 (%)	61%	63%	64%	63%	62%	61%	60%

资料来源：宏源证券研究所

图 27：三张财务报表预测

利润表					资产负债表				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	346	658	1099	1687	货币资金	1498	1446	1630	2061
YOY	69%	90%	67%	53%	应收和预付款项	104	144	277	377
营业成本	123	250	427	667	存货	67	101	186	261
毛利	223	408	672	1020	其他流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	64%	62%	61%	60%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	3	6	10	16	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产和在建工程	65	257	280	298
销售费用	86	161	242	337	无形资产和开发支出	6	5	4	4
% 营业收入	25%	25%	22%	20%	其他非流动资产	7	3	0	0
管理费用	28	43	66	101	资产总计	1746	1956	2377	3001
% 营业收入	8%	7%	6%	6%	短期借款	70	0	0	0
财务费用	-2	-30	-30	-34	应付和预收款项	51	88	132	197
% 营业收入	0%	-5%	-3%	-2%	长期借款	0	50	100	150
资产减值损失	0	0	0	0	其他负债	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	121	138	232	347
投资收益	0	0	0	0	股本	55	55	55	55
营业利润	107	228	384	600	资本公积	1421	1421	1421	1421
% 营业收入	31%	35%	35%	36%	留存收益	149	342	669	1179
营业外收支	0	0	0	0	归属母公司股东权益	1624	1818	2145	2654
利润总额	108	228	384	600	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	31%	35%	35%	36%	股东权益合计	1624	1818	2145	2654
所得税费用	16	34	58	90	负债和股东权益合计	1746	1956	2377	3001
净利润	92	194	327	510					
归属于母公司所有者的净利润	92	194	327	510	财务指标				
少数股东损益	0	0	0	0	毛利率	64%	62%	61%	60%
					三费/销售收入	32%	26%	25%	24%
					EBIT/销售收入	31%	30%	32%	34%
					EBITDA/销售收入	33%	32%	35%	35%
					销售净利率	27%	29%	30%	30%
					ROE	6%	11%	15%	19%
					ROA	6%	10%	15%	19%
					ROIC	107%	84%	70%	77%
					销售收入增长率	69%	90%	67%	53%
					EBIT 增长率	73%	86%	79%	60%
					EBITDA 增长率	73%	85%	84%	55%
					净利润增长率	77%	110%	69%	56%
					总资产增长率	1107%	12%	22%	26%
					股东权益增长率	1418%	12%	18%	24%
					经营营运资本增长率	341%	32%	110%	34%
					流动比率	13.8	19.2	15.8	13.7
					速动比率	13.2	18.1	14.4	12.4
					应收账款周转率	25.5	21.7	25.6	24.3

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年加盟宏源证券研究所。**推介成绩:** 在 2011 年 6 月 13 日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达 40%; 成功在 57 元时推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达 55%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在 58-64 元, 股价表现与分析结论一致; 近期成功挖掘酒鬼酒的投资机会。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。