商界精英，五年后大蓝筹可期

买入维持

100 元

- **董事长极具个人魅力、充满活力，优秀人物创造明星企业：**本次是梁允超董事长 2012 年第一次出席调研活动，现场交流氛围十分活跃，对于投资者提出的每一个有关未来发展的担忧，董事长的回答都让我们觉得他早已有所考虑，且都给出了严谨、细致的回答。让在场的人都被他那份激情活力以及企业领军人物在商场上的智慧所折服。个人魅力与万科的王石、娃哈哈的宗庆后相当。

- **未来行业发展空间广阔，依靠营销起家，目前进入品牌发力期，产品力强为长远发展打下根基。**行业未来五年增速不低于 20%，公司 2011 年熟店同比增速高达 30-40%，作为龙头企业，未来增速跑赢行业增速的概率很大。公司 2012 年预计将达到 30,000 个终端，公司转而控制扩张速度，更求单店销售快速突破。2011-2013 年在追求版图扩张的同时也将注重精细化管理，严格把关内部处理流程及组织建设工程，稳打稳扎，在母体健康成长的过程中为下一个增长阶段储备力量。

- **长期目标是成为国内膳食营养补充剂龙头企业。**第一步：利用安利多年来培育的消费者人群和市场，通过非直销渠道迅速实现销售突破，未来增长呈现递增效应。膳食营养补充剂直销渠道在美国成熟市场占比 18%，国内占比目前超过 80%，公司战略完全符合未来趋势。第二步：学习惠氏，利用强大的经销商渠道资源及品牌运营能力，在适当时期模式渐变为国内膳食营养补充剂品牌运营平台，由此计划看，未来公司的规模将可以维持快速持续的增长，向五年后的大蓝筹股迈进。

- **盈利预测、估值和投资建议：**预计 2012-2014 年收入分别为 10.99 亿、16.87 亿和 25.1 亿元，YOY 分别为 67%、53%和 49%；归属于母公司净利润分别为 3.17 亿、4.8 亿和 7.3 亿元，YOY 分别为 70%、52%和 52%。对应 EPS 分别为 2.9 元、4.4 元和 6.7 元。给予 100 元的第一目标价，继续维持“买入”评级。

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	46.08	657.96	1099.45	1686.96	2508.97
YOY	68.58%	90.12%	67.10%	53.44%	48.73%
净利润	92.11	186.44	317.14	481.48	732.46
YOY	76.54%	102.41%	70.11%	51.82	52.13%
EPS（元）	0.842	1.70	2.900	4.403	6.698

食品饮料行业

联系人：

苏青青

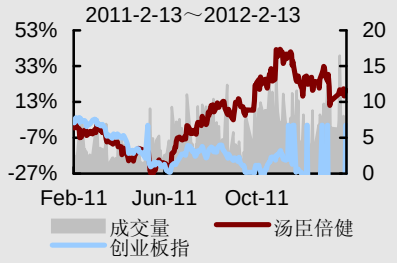
电话：021-51782237

Email：suqingqing@hysec.com

分析师：

郦彬（S1180511050001）

市场表现



相关研究

1《汤臣倍健(300146) 宏源证券-年报点评-汤臣倍健：中小盘+高送配+高成长=25X12PE-300146-食品饮料-苏青青》，2012.2

2《汤臣倍健（300146）宏源证券-公司研究-汤臣倍健：汤臣倍健深度之三：从碧生源说起-300146-食品饮料-苏青青》，2012.1

3《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

4《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

目录

一、 主动控制终端数量，向集约化增长转变 3

1、行业处于野蛮生长期，终端数量是增长主要动力 3
2、行业终将成熟，集约化增长领先别人半步 3

二、 多元化渠道形式，目标是非直销霸主 3

1、根据美国和全球经验，非直销是保健品销售趋势 3
2、NBTY：通过并购获得多元化渠道 3
3、GNC：自建零售连锁专卖店 3

三、 品牌建设发力，目标成为掌握渠道的品牌运营商 3

1、产品力是品牌基础，三步走保证产品力持续领先 3
2、依靠渠道资源，打造未来的品牌运营平台 3
2-1、惠氏：凭借营销、研发和渠道优势，形成系列化产品线 3
2-2、NBTY：重组渠道和品牌资源，在最好的渠道里卖最好的产品 3
2-3、对汤臣倍健的启示 3

插 图

图表 1：中国保健品行业的发展过程 3
图表 2：汤臣倍健终端数量快速增长 3
图表 3：终端门店销售额影响因素分解 3
图表 4：汤臣倍健单个终端销售额逐步提高 3
图表 5：美国膳食营养补充剂零售（非直销）是主要渠道 3
图表 6：非直销渠道占比上升 3
图表 7：NBTY 全球零售渠道大多是通过收购获得 3
图表 8：1999 年 NBTY 渠道结构 3
图表 9：2011 年 NBTY 渠道结构 3
图表 10：GNC 收入的渠道结构 3
图表 11：GNC 渠道终端数量增长情况 3
图表 12：惠氏并购策略经历的主要阶段 3
图表 13：NBTY 垂直整合策略利大于弊 3
图表 14：NBTY 的渠道品牌对应战略 3
图表 12：分产品盈利预测分拆表 3
图表 13：三张财务报表摘要 3

一、主动控制终端数量，向集约化增长转变

1、行业处于野蛮生长期，终端数量是增长主要动力

近十年是中国保健品行业快速发展时期，经过安利十余年的消费者教育，中国保健品需求被打开，保健品市场年复合增速超过 20%。

图表 1：中国保健品行业的发展过程

时期	阶段	厂家数（家）	年产值（亿元）	产品特点	市场特点
80 年代	兴起阶段	100	16	滋补为主	没有现代保健品概念
80 年代－1995 年初	旺盛阶段	300	300	营养及祖传中草药	以单纯广告宣传为主的第一次营销高峰
1995 年初－1997 年底	停滞阶段	1000	100	中草药、生物制剂及营养补充剂	缺乏渠道和其他营销手段配合，广告投入降低后销售大幅下滑，出现行业低谷
1998 年－2000 年底	复兴阶段	3000	500（其中保健食品 306 亿）		经过安利 5 年培育，消费者开始逐渐接受保健品，安利销售额达到 24 亿元
2001 年至今	百花齐放阶段	1700（包括保健食品）	2000（包括保健食品）	营养补充剂份额提升	健康意识空前提高，保健品需求爆发，各种保健品品牌鱼目混杂、百花齐放

资料来源：中国科学院上海科技查新咨询中心，宏源证券研究所

保健品行业仍处于跑马圈地阶段。除安利外，目前没有其他强势保健品品牌，而安利纽崔莱 2010 年销售额约 110 亿元，市场份额也仅有 15%左右。而在非直销渠道，强势品牌更加凤毛麟角，药店面对众多保健品品牌举棋不定，因此目前保健品还处在抢终端时代。

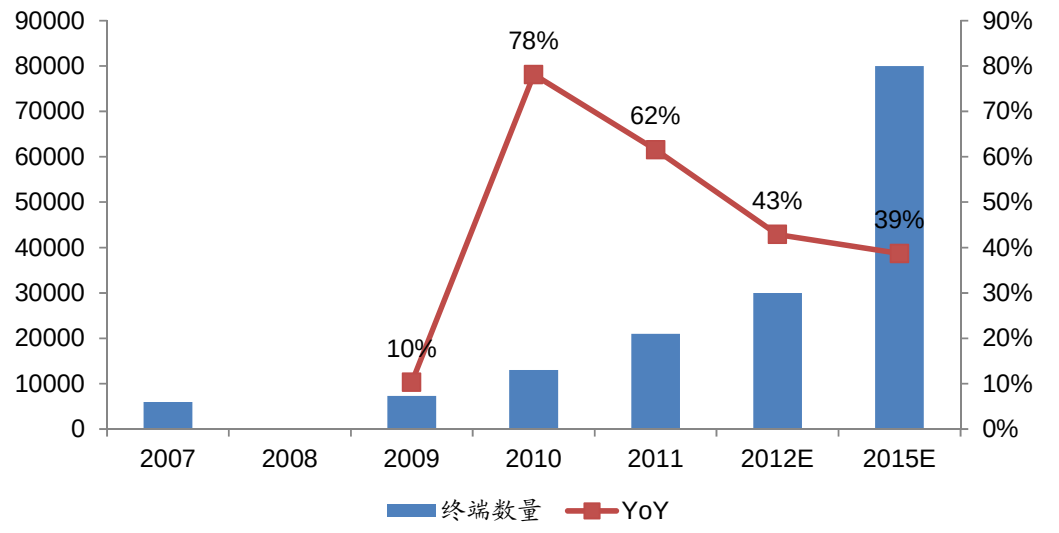
在行业野蛮生长时期，渠道中还有很大空白，这个时期的策略就是以最快的速度抢占这些空白，并且通过快速盈利实现对终端的稳定掌控；而在渠道空白逐渐消失，竞争日趋激烈后，单个终端销售额的提升将成为渠道决胜的关键。

汤臣倍健的渠道策略是与经销商共同成长，为经销商和终端留出足够大的利润空间，以此抢占和激励渠道。截至 2011 年，公司终端销售网点已经达到 21000 多个，2012 年预计达到 3 万个。

- 先后优势使得终端风险小，盈利速度快，终端开发迅速。公司以 3-4 折的价格供货，终端拿货价一般为 6.5 折，通过经销商开设的店铺约 1-2 个月就可以盈利（月销售额 1 万元）；即使成本较高的直营店铺，3-4 个月也可以盈利（月销售额 2.5 万元）。
- 对经销商管控较严。一级经销商 85%以上是专营公司的产品，新的经销商要求类似产品不能做，原有的经销商也逐渐要求不能同时经销其他类似品牌。

- 经销商流失率很低。相比国内品牌，汤臣倍健的产品质量和知名度都占优势；相对国外品牌，公司又有渠道利润空间的优势（国外品牌终端售价与汤臣倍健相当，但进口时需缴纳 10%的关税和 17%的增值税）。

图表 2：汤臣倍健终端数量快速增长



资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

2、行业终将成熟，集约化增长领先别人半步

国外品牌进入将推动产业成熟。近两年，美国保健品巨头 GNC、NBTY、大保龙等纷纷进入中国。这些国际品牌的产品质量优秀，品牌形象好，拥有成熟的商业模式和内部管理，将对中国目前产品质量参差不齐、品牌薄弱的保健品行业带来冲击。未来产品与渠道将出现同质化，从单点竞争到系统制胜，消费者将真正拥有成熟的品牌消费意识。产品、渠道、品牌平衡发展将成为下一个阶段的发展要求。

汤臣倍健已提前为将要到来的终端竞争开始准备。公司今年将终端数量控制在 3 万个左右，转而努力提高单店销量，我们认为随着品牌形象的提高，以及零售终端产品导入期的结束，都将引发单店销售额的增加，这将是公司在粗放增长阶段结束有区别于其他品牌的竞争优势。

- 为了分析单店销售额的变化，我们将终端门店销售额分解，以便找出影响销售额变化的因素。终端门店销售额=客流量×进店率×（成交率+续销率+回头增销率）。

图表 3：终端门店销售额影响因素分解

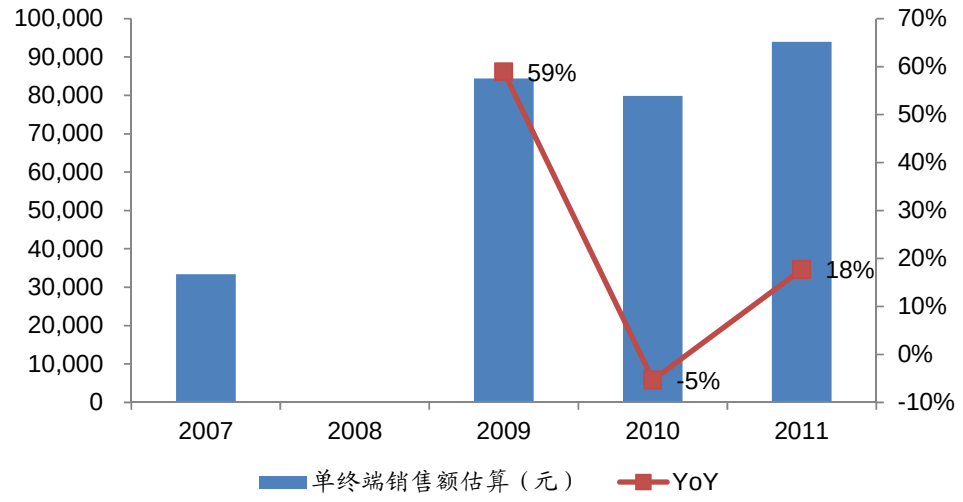
指标	解释	影响因素
客流量	经过店铺门前的客人数量	与店铺选址相关，厂商和经销商都难以控制
进店率	客流量中进入到店铺里的比例	店铺购物环境（装修、灯光、招牌等），货品陈列，店员招揽手法
成交率	进店客人成交购买的比例	货品属性（质量、价格、包装），备货是否充分
续销率	客人在原有购买基础上增加购买的比例	保健品效果之间有互补和搭配的作用，店员可以通过专业建议，提高顾客对相关产品的购买

回头率	客人在一次购买后回头重复购买的比例	回头率反应了品牌的忠诚度，首先需要产品质量过硬，其次需要客人对品牌有辨识力，最重要的是要对品牌产生信任感（粘性）

资料来源：宏源证券研究所

- 在影响单店销售的因素中，除了选址是厂商难以直接影响以外，对其他因素都可以施加积极影响。
- 公司通过足够大的利润空间对经销商和终端形成激励，提高对汤臣倍健产品的陈列效果（增大面积、摆放在显眼位置、专柜），提高店员的销售积极性（提高进店率、成交率）；另外通过对专卖店派设营养顾问或者由营养讲师对经销商的营养顾问进行培训，提高销售服务的专业性，针对顾客的特定需求开出一篮子药方，提高续销率；通过品牌建设和提升产品品质，首先提高进店率和首次成交率，在消费者对产品品质认可后，逐步提高回头率和品牌粘性。
- 根据公司监测的大型连锁药房销售数据，2010 年老店（开店时间超过 1 年）单店销售额同比增长约 30%，而 2011 年老店单店销售额同比增长 30-40%，单店销售额出现了快速且明显的上升。

图表 4：汤臣倍健单个终端销售额逐步提高



资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

注：估算值=销售收入×3/终端数量，并且没有将新店和老店分开

二、多元化渠道形式，目标是非直销霸主

公司目前主要依赖药店渠道，由于历史原因，目前渠道利润占终端销售额的 60-70%，这对公司下一步开发新品牌较为不利。因此公司计划以渠道多元化的方式，改变渠道的游戏规则，降低渠道费用。

渠道多元化的方向仍然集中于非直销渠道，包括专卖店、商超、以及各种专业渠道。对于直销渠道，只会进入网上销售，其他直销渠道不会涉足。公司的目标是成为类似 NBTY、GNC 等非直销渠道的行业巨头。

汤臣倍健的渠道多元化以自营和合营连锁店为主，在专业渠道方面，如果有合适的收购对

象也可展开并购以获得其渠道。

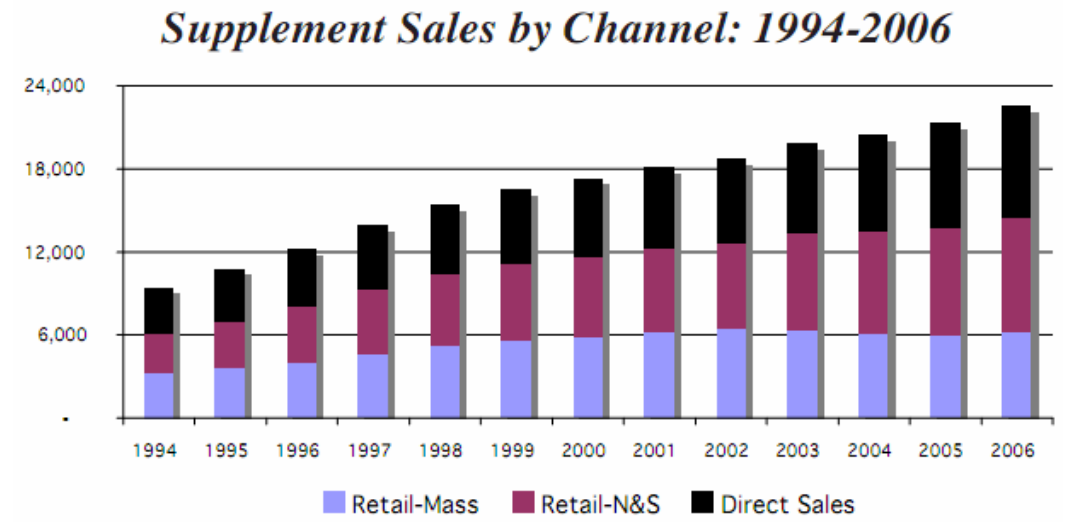
- NBTY 主要以并购手段获取新的渠道，GNC 以自建店和连锁店为主。NBTY 的发展速度更快，GNC 相对比较稳健。
- NBTY 的并购战略有其特殊性。美国对保健品企业几乎没有监管，经过几十年的发展，保健品行业拥有数千家企业，覆盖各种销售渠道，因此可收购的潜在对象十分丰富。
- 中国保健品行业起步仅十余年，大部分企业还在初创期，没有覆盖广泛、运作成熟的渠道资源，因此中国保健品企业收购的目标相对匮乏。
- 因此在中国目前的市场环境下，公司选择了按照 GNC 的方式建设连锁店渠道，但如果遇到合适的收购标的（例如十一坊、顶呱呱品牌），还将展开收购，目的是获取其渠道资源。

1、根据美国和全球经验，非直销是保健品销售趋势

在美国，非直销渠道一直是购买保健品的首选渠道。除去新兴的网购渠道和私人医生渠道，其他传统的直销渠道（邮件、直销员）市场份额一直在萎缩中。

- 2000 年以前，杂货店和超市渠道的出货量获得了很大的增长，从 1994 年起的 6 年间，销售额几乎增加了 100%，但 2001 年后则基本饱和，销售额开始停滞不前。
- 药店、保健食品商店、保健品专卖店等专业渠道始终保持了较高的增速，从 94 年到 2006 年间几乎增长了 200%，渠道市场份额从 26%提升到 37%，成为美国最主要的保健品销售渠道。
- 网购是近几年保健品销售的渠道明星，随着互联网和网购习惯的普及，越来越多的人选择通过网络购买保健品，在部分地区网购的增速超过 40%，甚至达到 100%。我们相信随着 80 后一代成为保健品消费的主力，网购的占比将持续提升。
- 邮件和直销员渠道的占比下滑明显，原因是非直销渠道增长更快。我们相信随着网购的普及以及人工成本的上升，邮件和直销员渠道占比将会继续下滑。

图表 5：美国膳食营养补充剂零售（非直销）是主要渠道



资料来源：NBJ，宏源证券研究所

图表 6：非直销渠道占比上升

渠道类型	渠道名称	1995	2006	2011
非直销渠道	一般零售渠道	31%	28%	73%
	专业零售渠道	26%	37%	
直销渠道	直销员	30%	19%	27%
	邮件	%	6%	
	私人医生	5%	8%	
	网购	0%	3%	

资料来源：NBJ，NBI，宏源证券研究所

2、NBTY：通过并购获得多元化渠道

NBTY 公司前身为创建于 1971 年的自然之宝公司(Nature's Bounty,Inc.)，1974 年开始生产膳食营养补充剂，目前在美国市场占有率最高，达到 5.5%。NBTY 旗下拥有超过 150 个国际知名品牌，产品种类多达 3000 个，单品（SKU）超过 25000 个。2010 年销售超过 29.5 亿美元，现已被私有化。

NBTY 通过 4 大类渠道进行销售。包括 Wholesale/U.S. Nutrition、European Retail、North American Retail 以及 Direct Response/E-Commerce。NBTY 主要以收购作为手段，通过并购其他品牌，目的是获得其渠道网点以及地理覆盖。NBTY 目前在美国共拥有 6000 家零售终端，海外销售渠道覆盖 49 个国家。

- NBTY 最初只从事邮购业务，通过与 Spiegel,Inc.，Lane Bryant,Inc.，Montgomery Ward Enterprises,Inc.，和 Sears，Roebuck & Co.等公司合作，给合作的零售伙伴邮寄产品目录并接收订单。
- 为了加强邮购渠道，NBTY 在 1988 年收购 Spiegel 公司并并将其纳入旗下邮购业务；在 1989 年收购 GNC 邮购业务，这使自然之宝邮购销售额番了一倍。
- NBTY 的专卖店和连锁店渠道也大多由收购获得。最具代表性的是 1999 年收购英国最大的维生素及健康食品连锁店 Holland & Barrett，打开英国连锁渠道的大门；为加强英国连锁渠道，2003 年 NBTY 又收购了英国 GNC 的连锁店。
- 1999 年，NBTY 收购了网络营销公司 Dynamic Essentials，从而扩大了网络销售的覆盖面。

图表 7：NBTY 全球零售渠道大多是通过收购获得

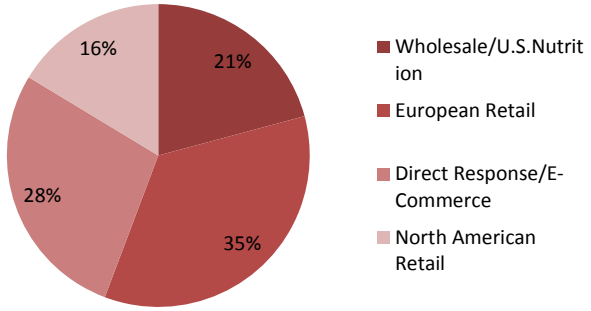
渠道	数量	地区
Holland & Barrett 连锁店	660	Asia，South Africa，Europa
Julian Graves 连锁店	217	UK
GNC 连锁店	49	UK
De Tuinen 连锁店	101	Netherlan s
Nature's Way 连锁店	41	Ireland
Vitamin World 连锁店	443	US
Le Naturiste 连锁店	80	Canada

资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

从 NBTY 近十年的渠道结构变迁上我们也可以发现，经销商渠道（包括商超、杂货店、俱乐部、药店连锁、独立药店、健康食品商店、军队等）占据了绝对优势，直销渠道逐渐萎缩，零售渠道由于十分成熟，增速下降导致份额降低。

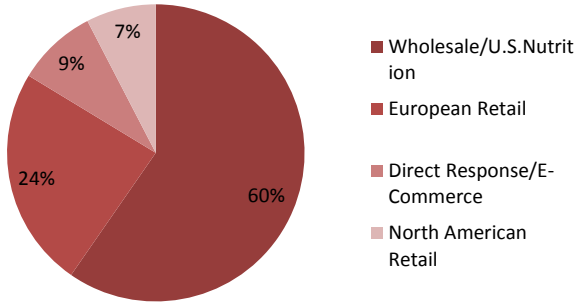
- 经销商渠道增长点在于主品牌自然之宝和运动品牌保持了 5.8%的增速，但由于贴牌产品市场竞争激烈，对收入为负贡献。本渠道未来增长点主要在于大型商超。

图表 8：1999 年 NBTY 渠道结构



资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

图表 9：2011 年 NBTY 渠道结构



资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

- 欧洲零售渠道增长来自于单店销售的增加，而单店收入的增加主要原因是产品价格的上涨以及汇兑损益，因此实际上受欧洲不景气的影响，收入增加较缓慢。
- 北美市场是十分成熟的市场，可以作为中国保健品市场成熟后的样板。北美连锁零售市场目前仍维持了 5.8%的高增长率，连锁店数量增加已趋于饱和，因此主要原因是单店销售额增长了 4.9%，这依赖于单点管理和销售能力的提升。
- 直销渠道在 2011 年增长了 10%，其增长基本来自于线上销售的增长。目前线上销售的增长主要由订单量增加贡献，单个订单金额基本保持稳定。

3、GNC：自建零售连锁专卖店

GNC 是全球最大营养食品专卖店。GNC 成立于 1935 年，比 NBTY 早得多，但由于其坚持自建零售点以及采用连锁店的模式，发展速度也相对较慢，2010 年销售收入为 18.2 亿美元，在全球 30 多个国家拥有 7260 家店铺。

GNC 的战略是在渠道上采取自有店铺和连锁店相结合的方式，再配以线上销售的支持；与优秀的生产和零售企业建立紧密的合作伙伴关系，共同研发和销售产品。

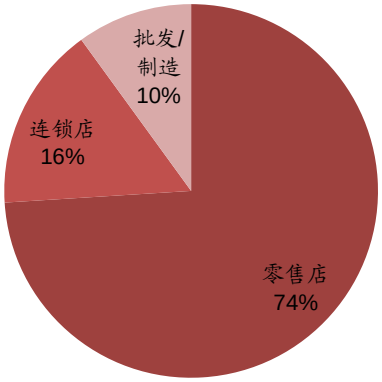
- 例如 GNC 在 2010 年 5 月与百事建立了合作伙伴关系，独家分销佳得乐 G 系列专业运动饮料， 并且联合开发新款椰子强化饮料 Phenom。
- 代理商渠道主要是与沃尔玛等大型商超合作，以独家协议的方式推广 GNC 的某一品牌产品，例如在沃尔玛中销售运动营养品和减肥产品。

GNC 的渠道结构也与 NBTY 完全不同，GNC 的经销商渠道仅占 10%，而零售渠道（包括零售店和连锁店）占到了 90%。

- 连锁店增速高于自有店铺，国外增速高于美国本土。自有店铺数量的增速仅为 2-4%，而连锁店（除去美国本土）增速则高达 10%-14%，且连锁店形式在海外也具有良好的复制性。

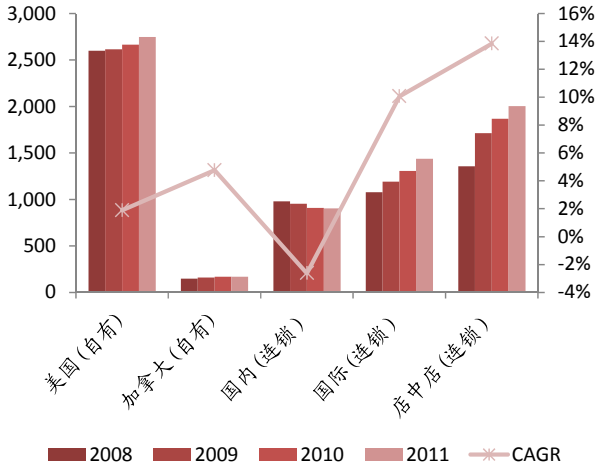
- GNC 的“店中店”连锁广受欢迎。“店中店”是与美国大型连锁药店 Rite Aid 合作，在其店内开设专柜，为不常去保健品专卖店的顾客服务。其盈利模式为收取加盟费，销售药品收入（类似经销商模式），为 Rite Aid 生产贴牌保健品。
- GNC 的渠道运营效率略高于 NBTY。2010 年 GNC 在美国本土的自有店铺单店销售额增加 5.6%，同年 NBTY 在北美 Vitamin World 店铺的单店销售仅增加 4%，我们认为这是 GNC 多年专注于自有店铺经营带来的优势。

图表 10：GNC 收入的渠道结构



资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

图表 11：GNC 渠道终端数量增长情况



资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

三、品牌建设发力，目标成为掌握渠道的品牌运营商

1、产品力是品牌基础，三步走保证产品力持续领先

产品力的强弱关乎品牌的长远发展，但在短期行业野蛮生长的条件下又显得不是太重要（例如脑白金的实质只是褪黑素，但在短期内品牌获得巨大成功）。近 10 年是中国保健品行业野蛮生产的时期，但未来 10 年随着行业和消费者的成熟，产品力将成为长期成功的保证。

从厂商角度来看，生产和销售的割裂是品牌乱象的根源。好品牌和差品牌效果差距明显。

- 从本质来讲，不同厂商做同样功能和营养成分的保健品，产品品质上不会有太大差别，因此对产品的竞争应该集中于功能创新和原料品质控制。
- 但中国目前的现实是保健品基本是由保健厂家生产，销售公司贴牌再卖给药店终端销售的模式，保健品生产商与品牌割裂。
- 近十年保健品需求的快速增加使得赚钱异常容易，投机的销售公司很多，他们只关心营销和渠道而不关心品质，生产商也不需要承担品牌毁灭的代价，因此生产和销售的割裂导致品质良莠不齐。

从消费者角度来看，重视产品的品牌最终定会胜出，汤臣倍健的美誉度提升只是时间问题。

- 目前中国消费者仍然把效果作为保健品购买的第一考虑要素，消费者对品牌的认知是低层次的认知，品牌是区分效果好坏的代号。

- 因此公司现阶段的策略是保证产品品质（效果），使得汤臣倍健能在鱼龙混杂的品牌汪洋中被消费者记住。
- 随着品牌知名度逐渐提高（通过广告投入），同时保持优良的产品品质，汤臣倍健在消费者中的美誉度一定会逐渐提升。

汤臣倍健提升产品力的方式主要通过原料质量控制和不断开发新品。2011 年，公司无论从原料进口结构优化还是新产品储备进展都取得了良好的成效，公司从原料到生产的管理进一步优化，产能释放具有爆发性和可持续性。

- **原料质量是保证产品力的基础。**公司计划以原料全球采购、原料专控基地和全球有机农场三步作为原料质量的保障。
- **第一步，全球化采购比例提高保证原料质量。**对于原料和功能类似的成熟产品而言（例如蛋白粉、维生素等），原料品质是保证产品品质的关键。2011 年度公司从国外采购主要原料的比例达到 73.35%，较 2010 年度提高了 7.84 个百分点，未来将继续提高到 80%左右。
- **第二步，建设原料专控基地。**公司准备在海外建立若干专门的原料供应基地，实行合同制，保障原料供应。
- **第三步，在全球建设有机农场。**纽崔莱在全球建有三大有机农场，公司未来会学习纽崔莱在全球建设有机农场，其意义一方面是提升消费者对品牌的信心，一方面是保证优质的原料供应，长久来看企业才有希望长大。

新产品储备进展顺利。截至 2011 年底，公司拥有 41 项营养素补充剂和保健食品批准证书，较 2010 年底增加 13 项。除 17 项产品正在进入保健食品注册评审阶段外，公司尚有 30 多个营养素补充剂和保健食品生产技术项目处于开发实验阶段，并拟申请注册批准证书，同时有多个项目正处于研究阶段。

2、依靠渠道资源，打造未来的品牌运营平台

根据国外大型 OTC 药物和保健品企业的经验，每个产品或品牌都有其生命期限。保健品企业若要基业长青，其核心竞争力不在于拥有几款畅销产品，而是产品和品牌背后的研发能力、营销能力、渠道整合能力等。

我们从分析惠氏和 NBTY 的发展过程意识到，渠道和品牌都可以通过并购获得，但并购对企业可能是加法也可能是减法，取决于并购对象与原有业务的协同性，更重要的是企业对多个品牌和渠道的运营和整合能力。渠道和品牌都只是资源，怎样使用资源创造收益是品牌运营商的工作内容。

2-1、惠氏：凭借营销、研发和渠道优势，形成系列化产品线

惠氏的成长之路从并购开始。惠氏成立于 1860 年，惠氏的快速发展之路是从 1930 年展开大规模并购开始的，通过并购惠氏进入了制药领域以及动物健康等市场。

- **并购时代开始前，惠氏并无药物巨头的迹象。**在 1930 年以前，惠氏的主要产品是牙膏等日常用品，经过 70 年的发展，惠氏的价值仅 290 万美元。
- **惠氏的第一款畅销药即来自于收购。**1930 年，惠氏收购了用于缓解头痛的药物 Anacin，开始进入药物制造领域，Anacin 成为公司第一款畅销药。

- **惠氏通过并购成为药企明星。**在 1935-1950 年的 15 年中，惠氏收购了 34 家企业。特别是在 1943 年收购了加拿大企业 Ayerst，获得了世界第一款雌激素药物普力马，这款药物直到 2002 年都是惠氏的明星产品。

图表 12：惠氏并购策略经历的主要阶段

	主要并购对象	意义	特点
1930-1980	普力马 Fort Dodge Serum	畅销药 进入动物医药市场	考虑利润多过战略，利用营销和研发优势扩大销售
1980-1997	Bristol-Myers Parke-Davis 惠菲宁 善存 Solvay	丰富动物药 丰富动物药 畅销药 畅销保健品 动物药进入欧亚市场	并购策略成熟，品牌系列化成为选择并购对象的标准
1997-2009	SmithKline Beecham Monsanto Company Warner-Lambert	失败	合适的收购目标越来越少，并购市场愈发激烈

资料来源：宏源证券研究所

并购初期：考虑利润多过战略，利用营销和研发优势扩大销售。惠氏在 1930-1950 年进行的并购更多的是从为公司获得收入和利润的角度来考虑，对战略的考虑较少。但已初具品牌运营商的雏形，利用公司在营销和研发上的优势为许多药物打开市场。

- **用营销手段促进普力马销售初战告捷。**普力马是当时一款重量级药物，但在加拿大 Ayerst 公司下销售并不十分理想，惠氏收购 Ayerst 后，对普力马进行了广泛的营销。包括在权威医学刊物上发表了数篇证明药效的论文，还以第三方的视角出版过一本关爱女性健康的书籍，宣传普力马的优点。

- **普力马的成功使惠氏找到一条收购-营销-获利的生财之道。**在后来的许多并购案中，惠氏发掘有潜力的产品，利用自身的研发和营销优势改进和包装产品，最后获得比收购前高出数十倍的销售收入。

- **这个阶段惠氏对收购目标的选择更多的从为公司带来利润考虑，对业务的协同性考虑较少。**1943 年惠氏曾收购了 G. Washington 咖啡提纯公司，但在 1986 和 1996 年公司两次剥离了与主业无关的业务。

并购成熟期：品牌系列化成为选择并购对象的标准。80 年代后，惠氏的并购战略逐渐成熟，形成了稳定的产品结构，对并购目标更多地从品牌系列化的角度考虑，围绕强势产品进行专业化平台建设，并进一步利用全球销售网络扩大产品的销售。

- **惠氏的并购策略由品牌多元化转向品牌系列化。**系列化可以巩固品牌的市场地位，细化产品线，让自己变得更加专业；多元化却面临短期渔利下品牌资源被稀释的风险。例如保健品板块的钙尔奇和善存互相补充，同时针对不同年龄的人群发展自己的系列产品，获得消费者的广泛认可。

- **针对强势产品，惠氏会进一步在该领域进行专业化投入，巩固领导地位。**1993 年，围绕普力马的成功，惠氏加强在女性健康方面的建设，成立了 Women's Health Research Institute，是医药界唯一一个专注女性健康的研究机构。

- **除了营销和研发资源，惠氏还利用渠道资源帮助产品销售。**善存在被收购前只是美国本土的维生素品牌，惠氏并购后利用全球销售渠道，把善存打造成全球知名的维生素补充剂品牌。

进入 90 年代末期，合适的收购目标越来越少，并购市场愈发激烈（惠氏连续 3 年并购项目全部失败）。同时新药研发的难产，使得惠氏缺乏重量级产品，营销和渠道无法充分发挥作用，这也是为什么惠氏同意和辉瑞合并的原因。

2-2、NBTY：重组渠道和品牌资源，在最好的渠道里卖最好的产品

NBTY 的战略：通过收购制造厂、渠道、品牌，有效利用团队的经营经验，建立基础设施，扩增并改善现有销售渠道，对行业实现垂直整合。

图表 13：NBTY 垂直整合策略利大于弊

垂直整合的优点	垂直整合的缺点
源头控制，拥有较高的产品质量	无法充分发挥规模经济优势，导致生产成本上升
自有渠道，比竞争对手更快将新产品推送到终端	企业的活动限于内部的资源，无法利用外包的好处

资料来源：宏源证券研究所

- **保健品行业生产成本占比不高，垂直整合利大于弊。**保健品行业的毛利率通常在 40%以上，且有终端零售额一半的费用用于渠道，因此垂直整合带来的质量提升优于成本的上升。

NBTY 特殊的渠道战略——渠道品牌对应战略。NBTY 的每个品牌系列只针对一个特定市场的一条特定分销渠道，这些渠道大多由收购品牌获得，渠道资源的收购过程前文已经做过介绍。

- **渠道品牌对应战略是用不同的渠道和定价策略对细分客户进行覆盖。**通过产品和渠道的最佳匹配，提高销售率和溢价水平。根据分销渠道的不同，NBTY 旗下的品牌拥有各不相同的定价策略，有些品牌定位大众，而有些品牌则为高端人群提供更高的溢价。

图表 14：NBTY 的渠道品牌对应战略

渠道	品牌	定位
英国独立零售连锁	Holland & Barrett	受过良好教育的英国精英，愿意为高质量的膳食营养补充剂支付更高的溢价
经销商渠道	Nature's Bounty	面对价格敏感的大众消费者，以低价和促销吸引消费者购买
美国直销渠道（邮件及网购）	Puritan's Pride	价格敏感型消费者和寻求方便的消费者，价格比零售商店中有折扣
北美连锁店渠道	Vitamin World	一站式购物，用金卡等形式对消费者产生粘性，兼做宣传和形象展示功能

资料来源：宏源证券研究所

NBTY 的收购重点由渠道转向品牌，价值在于整合渠道和品牌资源。NBTY 的收购重点在

1999 年前集中于渠道资源，在 1999 年收购 Holland & Barrett 后，其重点开始转向产品和品牌，其目的在于在最好的渠道里卖最优秀的产品。

- **完成渠道建设是第一步。**2000 年以前，NBTY 已经形成了覆盖商超、药店、专业渠道等多层次、覆盖全面的渠道网络，进一步增加渠道有加剧渠道间竞争的风险。
- **有好品牌渠道才能发挥作用。**收购渠道所获得的产品和品牌不一定拥有很高的质量，因此 NBTY 会收购优秀的产品和品牌（但它们缺乏优秀的渠道），在优秀的渠道里销售与其消费者定位相符的优秀的产品，以此充分发挥渠道和品牌的力量。

2-3、对汤臣倍健的启示

汤臣倍健计划下一步向平台型企业转型，成为中国保健品的品牌运营商。我们认为汤臣倍健在渠道上拥有优势，如果转型成功，公司规模将成倍增长，成为具有长期投资价值的优秀企业。

- **3-5 年内拥有国内最完善的非直销渠道。**公司目前拥有最广泛的经销商渠道，未来通过自营和合营的方式组建连锁店网络，通过收购的方式获取专业渠道，未来 3-5 年后有望具备品牌运营平台所需的渠道资源。
- **传统业务提供并购现金流支持。**汤臣倍健主品牌按照现有模式继续扩张，粗放式增长还有 4-5x，考虑单店销售额的增加，我们认为至少还有 10x 的增长空间。经销商渠道的现金流/利润接近于 1，为公司下一步的收购提供强大的现金流支持。
- **管理层并购思路明确。**公司正在寻找与现有业务有协同效应（符合惠氏的品牌系列化经验）、拥有足够品牌厚度的企业，放到现有渠道中产生更大的销售能量（符合 NBTY 的渠道与品牌匹配经验）。

图表 15：分产品盈利预测分拆表

		2008	2009	2010	1H2011	2011	2012E	2013E	2014E
蛋白质/维生素/矿物质	收入（百万	44	61	121	100.9594	250.71	391	625	938
	YOY	137%	39%	98%	91%	107%	70%	60%	50%
	成本（百万	18	24	45	39	94	145	225	328
	YOY		36%	89%		107%	40%	56%	46%
	毛利率（%	60%	61%	63%	62%	63%	63%	64%	65%
补钙及骨骼健康	收入（百万	22	33	54	41.4081	106.64	194	288	432
	YOY	186%	50%	64%	53%	98%	80%	48%	50%
	成本（百万	8	12	17	15	37	68	101	151
	YOY		43%	45%		116%	58%	48%	50%
	毛利率（%	62%	64%	68%	63%	65%	65%	65%	65%
心脑血管健康	收入（百万	11	15	21	16.299	36.6887	67	108	161
	YOY	108%	36%	40%	60%	78%	60%	60%	50%
	成本（百万	6	7	10	8	17	30	47	73
	YOY		21%	46%		74%	57%	56%	53%
	毛利率（%	50%	56%	54%	51%	54%	55%	56%	55%
女性健康	收入（百万	16	28	41	44.0584	70.1403	125	199	299
	YOY	59%	75%	46%	108%	70%	60%	60%	50%
	成本（百万	5	8	12	14	19	34	54	81
	YOY		75%	46%		55%	44%	60%	50%
	毛利率（%	70%	70%	70%	69%	73%	73%	73%	73%
婴幼/儿童/青少年健康	收入（百万	16	21	39	30.5859	67.6963	112	168	253
	YOY	59%	31%	86%	80%	72%	60%	50%	50%
	成本（百万	6	8	14	12	27	45	67	101
	YOY		28%	89%		92%	156%	50%	50%
	毛利率（%	63%	64%	63%	60%	59%	60%	60%	60%
男性健康	收入（百万	3	5	9	5.6887	11.762	31	46	69
	YOY	160%	67%	80%	32%	36%	80%	50%	50%
	成本（百万	1	1	2	2	3	8	11	17
	YOY		43%	74%		35%	80%	50%	51%
	毛利率（%	70%	74%	75%	63%	74%	75%	75%	75%
草本植物健康产品	收入（百万	12	18	24	15.8543	34.42	73	95	123
	YOY	115%	50%	33%	31%	42%	60%	30%	30%
	成本（百万	5	7	10	6	12	26	33	43
	YOY		46%	39%		26%	40%	30%	30%
	毛利率（%	60%	61%	60%	63%	64%	65%	65%	65%
功能性健康产品	收入（百万	16	22	33	23.2142	70.89	100	150	226
	YOY	85%	38%	50%	58%	117%	60%	50%	50%
	成本（百万	6	8	11	8	23	33	50	74
	YOY		33%	41%		110%	60%	50%	50%
	毛利率（%	63%	64%	67%	67%	67%	67%	67%	67%
膳食营养补充剂	收入（百万	140	203	342	278	649	1093	1680	2501
	YOY		45%	68%		90%	67%	54%	49%
	成本（百万	54	75	122	103	233	388	589	869
	YOY		39%	63%		91%	55%	52%	48%
	毛利率（%	62%	63%	64%	63%	64%	65%	65%	65%
品牌使用及管理费	收入（百万	0	1	2.45	2.4	5.7099	6	7	8
	YOY			145%			20%	17%	14%
	成本（百万	0	0	0			0	0	
	YOY								
	毛利率（%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	200%
其他业务	收入（百万	1	0.79	1.3667			0	0	0
	YOY	753%	-21%	73%			20%	20%	120%
	成本（百万	1	1	1			0	0	0
	YOY		-13%	66%			#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	毛利率（%	14%	4%	8%			7%	7%	107%
合计收入	收入（百万	141	205	346	280	655	1099	1687	2509
	YOY		45%	69%		89%	67%	53%	49%
	成本（百万	55	75	123	103	233	388	589	861
	YOY		38%	63%		89%	55%	52%	46%
	毛利率（%	61%	63%	64%	63%	64%	65%	65%	66%

资料来源：宏源证券研究所

图表 16: 三张财务报表摘要

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	658	1099	1687	2509
YOY	90%	67%	53%	49%
营业成本	236	388	589	861
毛利	422	712	1098	1648
% 营业收入	*64%*	*65%*	*65%*	*66%*
营业税金及附加	7	11	17	26
% 营业收入	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*
销售费用	181	275	422	627
% 营业收入	*27%*	*25%*	*25%*	*25%*
管理费用	51	82	127	176
% 营业收入	*8%*	*8%*	*8%*	*7%*
财务费用	-36	-31	-35	-43
% 营业收入	*-6%*	*-3%*	*-2%*	*-2%*
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	217	373	566	862
% 营业收入	*33%*	*34%*	*34%*	*34%*
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	220	373	566	862
% 营业收入	*33%*	*34%*	*34%*	*34%*
所得税费用	33	56	85	129
净利润	186	317	481	732
归属于母公司所有者的净利润	186	317	481	732
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	174	36	282	427
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-48	-411	-416	-322
其他	-1921	0	0	0
投资活动现金流净额	-1969	-411	-416	-322
债券融资	0	0	0	0
股权融资	1865	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	0	-43	-59	-84
其他	-6	0	0	0
筹资活动现金流净额	1859	-43	-59	-84
现金净流量	37	-417	-192	21

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1349	1419	1687	2165
应收和预付款项	128	217	367	490
存货	114	196	275	414
其他流动资产	1	1	0	1
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	257	328	349	366
无形资产和开发支出	11	61	105	144
其他非流动资产	7	4	0	0
资产总计	1867	2224	2784	3579
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	111	150	229	291
长期借款	0	0	0	0
其他负债	1	1	1	1
负债合计	111	150	229	292
股本	109	109	109	109
资本公积	1366	1366	1366	1366
留存收益	280	597	1079	1811
归属母公司股东权益	1756	2073	2555	3287
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1756	2073	2555	3287
负债和股东权益合计	1867	2224	2784	3579

财务指标	2011A	2012E	2013E	2014E
毛利率	64%	65%	65%	66%
三费/销售收入	30%	30%	30%	30%
EBIT/销售收入	28%	31%	32%	33%
EBITDA/销售收入	30%	33%	34%	34%
销售净利率	28%	29%	29%	29%
ROE	11%	15%	19%	22%
ROA	10%	15%	19%	23%
ROIC	77%	70%	68%	79%
销售收入增长率	90%	67%	53%	49%
EBIT 增长率	72%	87%	55%	54%
EBITDA 增长率	72%	88%	56%	52%
净利润增长率	102%	70%	52%	52%
总资产增长率	7%	19%	25%	29%
股东权益增长率	8%	18%	23%	29%
经营营运资本增长率	13%	98%	57%	48%
流动比率	14.4	12.2	10.2	10.5
速动比率	13.4	10.9	9.0	9.1
应收账款周转率	23.0	24.6	24.9	25.2

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				
华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@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	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@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
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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。