

# 目标是无国界全球营养品联合国

## 买入维持

- **拓展营销渠道, 产品进入品牌发力期:** 公司最新的渠道经销商数量在 280-300 家, 并且实行经销商零门槛, 联营店中主要考虑代理商利益, 区域配比适宜数量的营养顾问, 稳固产品渠道。此外, 每年为广告存钱 10%, 为品牌的长期发展储蓄力量, 2012 年借力伦敦奥运会, 公司品牌营销上将有更大的发展。
- **因地制宜, 放眼全球, 未来成长性好:** 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。第二步: 根据国人的饮食习惯和身体素质, 开发适宜产品。第三步: 仿造纽崔莱在全球建立有机农场, 建立长期品牌影响。公司的梦想是放眼全球, 建立营养品王国。
- **可能运用收购兼并手段, 为母体发展保驾护航:** 收购原则一个是风险控制, 另一个则是协同效益, 不是简单的规模体量的叠加, 而一定要对母体汤臣倍健起到帮助, 是公司短板的才会去考虑。去年已经接触了一批企业, 对公司缺少什么、收购对象董事长成竹在胸。再融资、与资本市场结合是董事长希望借力的途径之一。
- **终极目标是将汤臣倍健做成无国界无地区的全球营养品的联合国, 人才是最关键的核心竞争力:** 团队平均从业经验 20 年以上, 激情、个性、聪明且踏实是给人最深刻的印象。核心团队将汤臣倍健不是看作一份工作, 更多的是当成一份事业来做, 领袖人物梁允超更是激情四射、张扬之外让人感受到企业家的睿智与沉稳。人才是最大的财富, 这是最终我们认为汤臣倍健异于其他竞争对手/食品公司的最大利器。而汤臣倍健的梦想, 则是打破品牌商的限制, 希望为消费者提供各种各样需求的营养品公司, 做营养品的联合国。
- **维持前期盈利预测:** 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%; 对应 EPS 分别为 2.9 元、4.4 元和 6.7 元, YOY 分别为 70%、52%和 52%。给予除权后 50 元的第一目标价, 继续维持“买入”评级。

### 食品饮料行业

#### 联系人:

苏青青

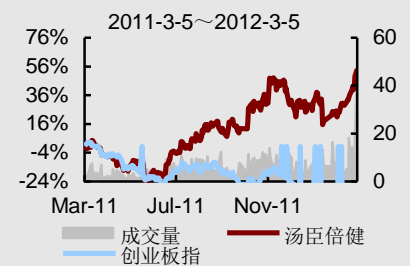
电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

#### 分析师:

郇彬 (S1180511050001)

### 市场表现



数据来源: 港澳资讯

### 相关研究

- 1《汤臣倍健(300146) 宏源证券-动态点评-汤臣倍健: 稳固后方支持, 开辟前方疆土-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: 商界精英, 五年后大蓝筹可期-300146-食品饮料-苏青青》, 2012.2
- 3《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
- 4《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

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	346.08	657.96	1099.45	1686.96	2508.97
YOY	8.58%	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	1.705	2.900	4.403	6.698

**事件：我们于 2012-2-22 日前往广州，参加汤臣倍健年度股东大会，此次调研距离我们 2 月 9 日组织联合调研的时间相差 2 个星期，主要就一些管理经验方面的疑问与公司高管（董事长、副董事长兼董事会秘书、总经理等）再次进行交流，有关公司的投资逻辑详见首页，正文是整理出来的调研纪要。**

**1、问：最新的经销商有多少？经销商门槛的设立？最低提货价格？未来 5 年产品定位？**

答：渠道经销商数量在 280-300 家之间（年报中的数字 330 个）；针对渠道覆盖能力，没有特别设置门槛，必须有一定的网络。免费运货一般都是免费的，除非个别单次很小的。

未来五年只会坚决的做膳食营养补充剂，绝大部分原料都是天然的。汤臣倍健将有一个草本中药保健品会在 3 个月之后面市，这个系列对应的安排也会在未来 5 年做规划。

**2、问：连锁中心发展 3900 个是否已经达到？自营店 115 家，和 2.1 万个终端相比，是否有点少？营养顾问总共 5000 多个，营养顾问数量低，是否“拦截”效果不够？**

答：整个连锁店定位是种子业务，整个行业都没有看到布局的网络在未来的效益，美国超过 1/3 是在连锁店卖的；现在要求全部要盈利哪怕是微利，以联营店为主主要考虑代理商利益，代理商不亏本不会做；作为种子业务来说，推进的速度是远远超过预想。在五年规划中有明确的要求。

管理方面，和大家沟通没有听到一个人去年业绩沾沾自喜，去年第一个目标不是销售，而是销售扩张后管理的问题。今年砍掉了终端之后是 3 万个出头的规划，有专柜 5900 个，但是目前这个行业教育越来越成熟，整个直接派驻顾问的数量一定会下降，去年设置了 KA 事业部去年 70 多个人，12 年 150 个人，有十到二十个人的队伍服务老百姓药方客户，调动他们的营业员成为我们的营养顾问，未来所占比例会更低，和百强深度合作，培养他们的销售力量充当我们的顾问是未来的工作方向。

**汤臣倍健的包装与 GNC 有所不同，汤臣倍健的鱼油有点融化的，是否与包装有关？为什么产品没有完全铺到屈臣氏里面（去年说屈臣氏 2010 年我们都可以下到条码，但是现在并没有全部上去）？**

产品这个东西，目前盖子已经有一年时间在规划之中，想做更改，一旦改成会对物流和防伪更进步，和安利的盖子会比较相似，光磨具都有 2000 万花费，会支撑一个很强大的系统监控。要求所有供应商都至少两家。永远都要领先对手一步。

所以管理层选了难看的瓶子，有说法说温度达到多少度之后有可能会释放出对人体有害的物质，现在全部用的是 PET 的瓶子，最大的潜在风险是食品安全问题，所以和管理层不会主动犯错。康力士是进口食品，整个批文手续完全不一样，我们整体在推动监管发力的推行，康力士在屈臣氏是当成普通进口食品去卖的。

屈臣氏最开始做还是为了品牌发展考虑，很多企业都在做但不赚钱，2010 年做了 113 家，今年应该可以做到第一位；今年屈臣氏上面明显获得了更大的发展空间。屈臣氏有经销商经营的，也有我们自己做的，现在的数字应该在 550 以上。深圳有深圳的问题，北京和上海都在单列。会加快在屈臣氏的进步不发。

### 3、问：募集资金的使用？

答：整个来讲，首先考虑风险控制问题，去年谈了 40 多个标的，深入接触，五年规划出来之后有目标和计划，强调协同效益，绝对不会收购 1 个亿的利润，不希望买麻烦回来，且希望会对业务和短板有帮助的，最大短板在品牌厚度和知名企业没法比，募投资金围绕核心竞争力去延伸；在产能建设方面也会做一些安排；

#### 持续健康快速——未来五年发展规划要点：

这几年品牌推广费都在 10-13%之间，去年送配政策也是持续的，送配解决 3 个问题：诚信、透明、公开。过去几年内部定的三个指标：1，收入净利润增长不低于 50%，和代理商签的合同也这样；2，品牌推广费接近 10%；3，不会急功近利的行为出现，整个行业增长 20-30%，作为行业龙头会定在远远高于这个的目标。

#### 品牌方面借力“非你莫属”和“非诚勿扰”以及电梯广告的宣传，公司在宣传的持续性方面有何战略？

品牌持续性来讲非常持续，品牌是最强的竞争力。看了一些媒体的报到，但是作为企业来讲，能够做一个全的信息；我们研究这个行业，从国外到国内，没有一家企业是靠广告做起来的，因为不是依附单一产品做起来，第二个膳食营养补充剂推广和传统保健品有很大不同，广告只是一个引导；第三个 07 年底制定品牌推广费在 10%，就是因为行业特性，假设广告停，短期没影响，但是长期有影响，所以每年为广告存钱 10%，为品牌的长期发展储蓄力量。所以不是为了营销，而是为了长久健康的发展。

#### 代理和直营的发展规划？

直营店主要浓缩在广州（过去）和上海（2012 年）来开。利益诉求代理商来说，2011 年是在行业里面对竞争对手挤压十分有亮点的一年，对竞争对手的挤压最明显的一年。活动，第一，整个零售价格不会动；第二，今年有个大的和伦敦奥运会相关的活动，每年有三次大的活动，春节、国庆等；还有一些事件性或者穿擦性的活动；

#### 三个建议：

1) 在攻城略地的阶段，但建议管理应更加精细化（例如：国外的保健品宣传都是绿色、天然为概念，但是我们只是单纯以绑定姚明为概念）；2) 产品螺旋藻，孩子吃了之后卡在脖子上咽不下去，建议一次性做好形状，建议礼盒的包装上能下功夫；3) 促销方面，有的买一刮卡，有的是买二赠一，不够统一，建议产品降价促销长远看对品牌是有杀伤力；

### 4、问：直营店方面，投资回报率怎样？在各个城市的覆盖率如何？可持续性如何？产能扩展和销售规模的扩大都在增加用工成本，如何解决人力成本的上升？存货 1 个多亿，占比情况如何？

答：80%以上的直营店都是盈利的，加盟店是 11 年下半年开始开放，很多投资者都是想做我们的加盟店，计划近期开 5-10 家开加盟店的体验。设置了运营管理，还在摸索阶段，希望成熟之后开始开放。中国加盟店的加盟者盈利是很欠缺，希望模式成功之后能够确保之后再向社会开放。

人员方面，去年开始薪酬调整蛮大，因为整个企业价值观是尊重每个人，在做的是利益相

关者，最需要提升的底层员工没有被提升，那么觉得这个企业不是好企业。

连锁店是我们的种子计划，他的品牌宣传是对周围经销商及客户支持工作，今年要在某些地区建立大的体验店及服务中心。

存货 1 个多亿，主要是产成品 7000 多万，和经销商采取现款现货制度，所以代理商是多批次小批量的拿货，库存压力主要在我们这里，所以我们需要保持 1 个半月的发货量。库存基本都是 3 个月以内的库存。

**5、问：膳食营养补充剂，去年安利做了 260 个亿，纽崔莱每年稳健增长，非直销领域的空间如何，怎样做上去？经济放缓的情况下，会影响行业吗？电子商务方面上了之后，和地面销售是否有影响？**

答：安利最早做膳食营养补充剂的，去年营业额 250 亿，报纸上面写的，纽崔莱占到 60%，非直销方面没有统计数字，保健协会预测 2010 年非直销 110 亿，整个行业 700 亿。他们预测非直销增速 30%左右，预测未来发展会超过直销。

从国外研究来看，经济放缓之后健康和教育行业是增长的，所以美国经济危机的时候，GNC 和 NBTY 的增速远远超过美国的 GDP 增速，所以对行业前景保持乐观态度。

电子商务方面去年年底委托第三方开了旗舰店，未来三年以规范市场价格为主要目的。今年会在电子商务平台上投入挺大的力量，今年会在电子商务平台用刘璇来推一个品牌。

**6、问：产品定位人群是如何得出的？具体如何培育员工？**

答：消费者跨度是很大的，根据经验反馈以及小范围部分地区的调研情况来看，25-45 岁的女性是最大的消费人群，占比 70%，另外一块就是老年人。男性、小孩都是我们的消费人群。

打算把服务力培养成一个新的核心竞争力，实际就是顾客粘度管理，在没有准备好的时候不服务比服务好，一个大的企业为我们做了一套系统，类似招行的那个系统，现在完全没有去做，未来会去做，领先对手一步，前 2 年是开辟疆土，但是未来几年需要培养客户黏性。觉得新老员工在文化方面有比较大的断层，企业能到今天和核心管理团队、精神和口碑有很大关系。假如没有深入接触公司则不会了解，管理层都很有个性，现在价值观的梳理都会在近期完成。

**7、问：有渠道的强势品牌迈向大众品牌，如何让汤臣倍健成为大众第一品牌有多难，需要多久时间？NBTY 和 GNC 相同产品的含量比较高，但是价格比我们低，进入门槛不高，很多产品进不来，一旦进来之后，对我们产品有很大的冲击？每两年对我们经销商提价，未来是否还能提价？未来的趋势是怎样的？**

答：五年规划中，会延续之前的推广力度，继续为品牌存钱。目标是和安利一起成为中国膳食营养补充剂的领导企业。要匹配地位的话，不管是品牌美誉度还是知名度都要大幅提升。相信五年完成之后，品牌会有一个匹配的地位。

含量和地位方面，外资都是通过进口食品进来的，但是我们的产品是根据国内相关部门的要求含量来做的，很多国外产品不适合国内的人，因为大家成长环境不一样，中国是用铁

锅，不缺铁，但是国外就不一样。价格方面，定位可能不大一样，整体讲非常清楚品牌厚度和 NBTY/GNC 没法比，他们考虑的是成本战略，收购中国的厂，更大考虑是原料和生产会慢慢移到中国来做；我们第三步可能会仿造纽崔莱在全球建立有机农场，长期对品牌有影响。汤臣倍健和纽崔莱的产品，最主要就是原料的控制，但是不同地区的小麦就是不一样，很多东西都是其他厂家的价格的几倍。在这个行业，全球范围来讲，纽崔莱和汤臣倍健都是质量最好的两个品牌。未来超过 NBTY 和 GNC 不是不能做到，背后还有整个品牌的背书，汤臣倍健的梦想是，很多人想起这个品牌，不是某个国家，而是感觉全世界最好的东西都汇集在汤臣倍健，就是营养品的联合国。

提价的问题，过往是每两年提价，今年会在适当的时期评估这个事情。

#### 8、问：今天个人股东十分踊跃，最大的疑惑是如何在这么短的时间把产品做的这么好？

答：企业是 95 年创业的，到今天已经将近 20 年，团队 17 年都在这里，整个核心人员一个都没有变动，其中很多误会的是，很多人说，太阳神烙印的问题，核心人员董事长在太阳神最辉煌的时期是待了 4 年，95 年开始创业，98 年整个团队和太阳神合作了一个项目，实际上不是市场上面传的 2000 年，汤臣倍健品牌上市已经 10 年了，所有团队人员在这个行业当中超过 20 年了。个人座右铭：“圣人不可积，既以为人已愈有，既以与人已愈多”。

#### 9、问：为什么加盟店数量一直在减少，有没有精确的数据？连锁店的同比增速是多少？原材料如何供应，蛋白质粉的供应可能会有风险？

答：连锁店是 09 年正式启动，06 年是开始试点做，在 09 年开始启动之前，试验点也包含在加盟店数量之内，所以造成加盟店数量下降的问题。今年分 2 个阶段，根据这些 5 年推广决定是否推广。

大的客户愿意和我们分享客户数据，但是经销商那边分销的数据不大愿意和我们分享，另外我们现在也没有办法提供。去年 KA 成立，对以百强连锁为对象的经营服务有很大的提升，去年百强连锁终端熟店同比增速是 30-40% 之间。

单一原材料都按照规定，其中一个蛋白质粉，当中的乳清蛋白这几年不断更换原料，发现没法取代新西兰的乳清蛋白、这几年涨价了不少，在今年来讲团队春节之前去过新西兰，今年上半年可能没有问题，但是可能会一些结合产品的供应有影响，就因为原料供应的问题在去年年报风险中专门做了提示，但是毕竟占收入比重只有 8% 左右，但是还是提示了风险。

#### 10、问：太阳神衰落的原因？传统产品的接受程度如何？

答：每个行业都有成长个性，不管个人还是企业都逃不了大的背景，很多传统行业都是有自己特色的，在全球看找不到标杆企业了，放眼看，真了解市场的人不多的，这就是机会。这个行业是现代营养学和医学结合下的细分市场，解决营养失衡和摄入不足的问题，起码在国外看到了长久持续发展的经验。

任何企业做不好有自己的原因，个人不大看好涸泽而渔，单一依赖某产品或者营销的模式。

团购没有涉及到回扣问题，所有的供货商经销商要和我们做生意必须要签合同，内部有两条黄线不能踩，第一条就是回扣问题。

**11、问：善存、金施尔康等产品可以补充多种元素，我们的产品单类比较多？如何考虑？对惠氏金施尔康如何考虑？**

答：年报中设计 2 个问题，一个是电子商务匹配，另一个就是这个，定了 2015 年目标，每个阶段有参照的对比，汤臣倍健是有理想的企业，我们企业的终极目标不会只停留在 NBTY 和 GNC 上，不管市场上对企业看法如何，交税、给投资者回报等，时间可以说明问题。

目前针对不足的地方，会有新的模式在今年尝试，参照国外的善存和国内养身堂，涉及商业秘密没有讲太多，今年会去尝试。

**12、问：汤臣倍健规模优势是否明显，采购成本是否往下走？和 NBTY 相比，利润率比较低，和市场成熟度有关系，和渠道也有关系，国内外渠道的差异在哪里？**

答：上游不会有太大变化，本身是全球采购，在足够毛利空间上，会更加强调原料的合格性。会建立 2 个原料基地以及有机农场，主要考虑个性化等问题。

向下看，随着品牌力提升，会逐步进行价格体系的提升，但是希望各个利益方都有同比提升；

自然之宝接近 50% 的毛利空间，在退市之前，本身利润空间很大，且他是在成熟市场做的。国外来说，超过 1/3 都是连锁店。

我们给沃尔玛是 7.5 折供货，虽然供货价格比较高，但不一定是盈利，因为还有很多其他费用。

**13、问：公司在实质管理和目标上如何考虑？对于同业并购的策略考虑？**

答：公司面对两个消费者，一个是产品，一个是股票，且会相互转换。所以更加关注投资者心理的变化。诚信是最重要的，业绩会有高有低，但是背后体现出你的坚持风格时间长了会看出来。

不会考虑简单体量的叠加，主要发力点在于提升品牌，希望未来对我们综合能力有所提升。不急，不能坏事，慢慢来，本身有学习的过程，且母体十分健康的情况下，稳健最重要。对收购兼并提出了大的战略，也在考虑如何通过资本市场带领企业上一个更大的台阶。

**14、问：提到核心竞争力是渠道的扩展和管理能力，另一个是产品，很多人也提了，感觉公司将传统渠道作为发力点，但是觉得直销模式/连锁竞争模式投入很强、一旦做起来会对消费者粘性有很大提升。请教规划中，短期将渠道铺货和管理做一个主攻方向，如何考虑长久持续发展？**

答：类似安利的直销没有考虑，健康考虑很重要，不会盲目去考虑点的扩张，五年的量出来已经很大的量了。佰健公司成立就是专门为了这个渠道布局和指挥。现在稳健和安全是最重要。

**15、问：经销商出货价格是否能提升？2015 年直营/经销比例多少？消费者研究是否有具**

体措施？

答：2011 年 KA 收入占比比 2010 年提升了 2 个多点，连锁比例上升 1 个多点，复合缓慢上升的预期。

## 16、公司战略

去年一直在做战略，其中一个大的东西，姚明之后，品牌战略将该如何走？想把主形象产品做一个调整，探讨涉及品牌的问题，其中一个大的问题就是把主形象产品改成个性化的东西，要服务团队调研答复给他。

蛋白质粉原料是大头，但还是跟随策略，我们单一产品太大觉得不大好，应该让消费者对产品有个更好的认识，还有我们蛋白质粉销售收入偏低，但是这个方案被管理层举手表决否决了。上个星期决定维持原来策略，还是要姚明一个人去推广蛋白质粉。蛋白质粉马上会推出一个金灌，未来涉及原料的东西可能会有点紧张，今年 1 月份蛋白质粉卖的很好，远远超过 8.67% 的收入占比，过完春节团队要去巴西，一直想在巴西和新西兰搞两个原料基地，就是想先把最难的地方拿下来。

现在给蛋白质粉搞了一个替补产品，就防止未来量大的话，原料万一供应不上，会有风险，未来这个风险出来的话，打算换一个型号去做。

我们现在是双蛋白产品，有乳清蛋白和大豆蛋白，一个原料供应不上就会有供应问题。一定要确保质量第一位的。

蛋白质粉原来计划是推 5 年，现在感觉正在发力，先不要动。今年的乳清蛋白配额只有 1200 吨，有点不够用。假设原料供应没问题，2012 年蛋白质粉的收入占比会占到 12-13%，个人觉得超过 15% 比较难。

纽崔莱推倍力健很不成功。团队还是想要继续用姚明去推蛋白质粉。

## 17、食品、药品监管方面

药品方面监管会有一些改革，今年打算用一家独立的企业去做。善存全球单品销售 1 亿美金，很多经销商渠道都不一样。

现在产品方面也储备了很多的项目，未来如果母体做不动了，就用那个公司储备的品牌和产品来发力。

到今年为止，储备的高峰期过去了，国务院法制办最近打算把保健食品全部统一到药品那块去做，必须要有批文，但是好像最近说马上要往上投票了，结果各方博弈力量又被卡下来了，但是从李克强讲话口气来说，行业监管的方向还是偏紧，这样对我们是好事，因为未来一旦监管条例下来，我们的产品大部分都有批文，很多报食品的企业都要被卡 4-5 年。

今年六月份之前，会有 6 个蓝帽子要上市，去年有 60 个，年底还有 10 个要上来。

很多药店还有很多非蓝帽子，广州局下了，不准贴牌，广州市现在要求了。现在大法还没下来，所以现在要等政府的统一文件下来才行。

这个行业里面很多人都是用贴牌去做，但是这些品牌没有经过审批报批，现在很多普通食品的软胶囊 QS 都到期，需要重新报批，报批需要 3-5 年的流程时间。

直销法规定非蓝帽子不能在直销渠道卖。

本草萃是刚出来的，和中国传统有相似之处，是很纯度的，是受到中国传统文化延伸下来的。

客观的说，今年利润来讲，无力条件比较多，利息增补，广州运营下个月搬家，固定成本今年开始折旧。要把这几个因素消化完，今年要停下来，感觉应该也差不多。

去年销售架构要做大的调整。还有 1-2 个主要岗位方向的人还没有定。

可能未来最重要的规划在于品牌如何去推广。未来可能每个品牌绑定特定的产品，用不一样的形象去推广，但是具体怎样做还没定下来。

## 18、品牌在未来几年大方向上还有什么可以塑造？

这两年考虑过多的是用在汤臣倍健，去年开始不是这样，定一个大方向，然后慢慢寻找新的品牌发力点。

现在看最重要的是 6 月底的类似善存的，还有一个是电商。

明年底超过 1000 家连锁店。

战略分为三段，第一段：希望汤臣倍健可以汇集全球最好的营养品，可能希望现在有名的营养品逐步纳入到汤臣倍健体系平台中。委托机构已经搜索了全球排名 20 名的品牌进行谈判，但是还在充分评估风险因素。

中字头的还有比较大一块市场，担心他们把局搅坏了。不会买别人的利润，首先考虑的是风险管理和切割。

提了几种收购合作模式，半年报时间会非常清晰，很多东西都还在梳理，马上会进行接触，会发现问题。

五年规划中有考虑再融资的事情。软胶囊产能会超过十倍以上增长。品牌策划主要是外包。

以后不一样的品牌可能会由不同的厂去生产。现在开始可以借力汤臣倍健。

通过经销商也会设置一个缓冲垫。

姚明和刘璇的品种不一样，主要针对不一样的渠道设置不一样的代言人。

## 19、渠道优势渠道数量达到多少，才能具备一个渠道粘性优势，每年投入 10%为品牌，什么时候可以体现出渠道力？

觉得 12 年一过可以更具优势，现在来讲，和别的竞争对手差距会十分大，非药品中对药店的收入贡献和利润贡献排在第一位，所以他们有动力去推广。

保证经销商每年绝对额大于前一年。

这几年都是以零售额来算，药店纯利并不高，但是经销商利润比我们高。

未来收购方向，不是为了单纯去扩张，而是补充汤臣倍健、十一坊、顶呱呱三个品牌比较弱的方面去协同，而不是单纯做一个品牌运营平台。



人是全部引进来的。

第一个螺旋藻的基地按照计划可能会完成。

原料专供基地实际是协议，如何防范风险是要琢磨的问题-强调人很重要。

网店对价格的伤害、窜货的管控？销售增长如此快，现在查的很厉害，以前销售团队是卖了东西就好，但是现在处罚力度很大。

淘宝统计去年成交的价格终端统一零售价的6折左右。

现在窜货主要是在淘宝上发生，处罚是窜货的经销商按照零售价赔给被伤害的经销商。

**婴幼儿、商超、连锁、网上，还有个渠道，未来架构了5个渠道网络，每个渠道有适合自己的品牌和产品区推。**

连锁有把握一直在2015年都会是发展最领先的渠道模式。

百佳是新产品，模式是自己的，有可能会外购一个品牌去做。今年可能会找2-3个市场区做试点，今年计划亏1000多万。

现在已经定了顶呱呱、十一坊、百佳、汤臣倍健等在哪里做，用哪些产品去做，这些策略已经做了很详细的规划，未来就是填满这张网就好。每个模式都不一样。

我们掌握渠道资源，经销商只是做物流和服务。

我们很多好处是和百强连锁基本上能直营，能不断给有品牌的品种，能帮他们把赚惠氏等产品的钱通过我们的产品给赚回来。

假设在家乐福超市中，有专柜的，现在也推一个单品和维生素有关系，是否有分流和影响？所以第一个产品汤臣倍健是没有这个产品的，给他让道。但后面再推就会解决这个问题了。在婴童系列，找一个顶呱呱没有的产品就没有冲突了。

估计最迟7月份可以看到产品的推广，现在要看片子的拍摄是否成功。打算成立一个专门的子公司去做。

强项是品牌运营能力。

今年的媒介策略会有些调整，感觉高空化的做的够了，今年杂志可能也会收一些，互联网方面也在加大。

今年打算把营养学院做出来，品牌接触点是打算要老百姓这样的连锁药店的营销人员做我们产品的销售。

图 1: 分产品盈利预测拆分表

		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%
补钙及骨骼健康	毛利率 (%)	60%	61%	63%	62%	63%	63%	64%	65%
	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
心脑血管健康	YOY		43%	45%		116%	58%	48%	50%
	毛利率 (%)	62%	64%	68%	63%	65%	65%	65%	65%
	收入 (百万)	11	15	21	16.299	36.6887	67	108	161
	YOY	108%	36%	40%	60%	78%	60%	60%	50%
女性健康	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%
	收入 (百万)	16	28	41	44.0584	70.1403	125	199	299
婴幼儿/儿童/青少年健康	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%
男性健康	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%
草本植物健康产品	毛利率 (%)	63%	64%	63%	60%	59%	60%	60%	60%
	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
功能性健康产品	YOY		43%	74%		35%	80%	50%	51%
	毛利率 (%)	70%	74%	75%	63%	74%	75%	75%	75%
	收入 (百万)	12	18	24	15.8543	34.42	73	95	123
	YOY	115%	50%	33%	31%	42%	60%	30%	30%
膳食营养补充剂	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%
	收入 (百万)	16	22	33	23.2142	70.89	100	150	226
品牌使用及管理费	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%
其他业务	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%
合计收入	毛利率 (%)	62%	63%	64%	63%	64%	65%	65%	65%
	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	
其他业务	YOY								
	毛利率 (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	200%
	收入 (百万)	1	0.79	1.3667			0	0	0
	YOY	753%	-21%	73%			20%	20%	120%
合计收入	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%
	收入 (百万)	141	205	346	280	655	1099	1687	2509
合计收入	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 2: 三张财务报表摘要

利润表					资产负债表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	658	1099	1687	2509	货币资金	1349	1419	1687	2165
YOY	90%	67%	53%	49%	应收和预付款项	128	217	367	490
营业成本	236	388	589	861	存货	114	196	275	414
毛利	422	712	1098	1648	其他流动资产	1	1	0	1
% 营业收入	64%	65%	65%	66%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	7	11	17	26	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	257	328	349	366
销售费用	181	275	422	627	无形资产和开发支出	11	61	105	144
% 营业收入	27%	25%	25%	25%	其他非流动资产	7	4	0	0
管理费用	51	82	127	176	资产总计	1867	2224	2784	3579
% 营业收入	8%	8%	8%	7%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-36	-31	-35	-43	应付和预收款项	111	150	229	291
% 营业收入	-6%	-3%	-2%	-2%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	2	1	1	1	其他负债	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	111	150	229	292
投资收益	0	0	0	0	股本	109	109	109	109
营业利润	217	373	566	862	资本公积	1366	1366	1366	1366
% 营业收入	33%	34%	34%	34%	留存收益	280	597	1079	1811
营业外收支	3	0	0	0	归属母公司股东权益	1756	2073	2555	3287
利润总额	220	373	566	862	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	33%	34%	34%	34%	股东权益合计	1756	2073	2555	3287
所得税费用	33	56	85	129	负债和股东权益合计	1867	2224	2784	3579
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					财务指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	174	36	282	427	毛利率	64%	65%	65%	66%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	30%	30%	30%	30%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	28%	31%	32%	33%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	30%	33%	34%	34%
固定资产投资	-48	-411	-416	-322	销售净利率	28%	29%	29%	29%
其他	-1921	0	0	0	ROE	11%	15%	19%	22%
投资活动现金流净额	-1969	-411	-416	-322	ROA	10%	15%	19%	23%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	77%	70%	68%	79%
股权融资	1865	0	0	0	销售收入增长率	90%	67%	53%	49%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	72%	87%	55%	54%
筹资成本	0	-43	-59	-84	EBITDA 增长率	72%	88%	56%	52%
其他	-6	0	0	0	净利润增长率	102%	70%	52%	52%
筹资活动现金流净额	1859	-43	-59	-84	总资产增长率	7%	19%	25%	29%
现金净流量	37	-417	-192	21	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(除权前)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	张璐 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。