

品牌提升+市场整理，推动长期成长 买入 维持

事件:

我们近期参加了汤臣倍健 2012 年年度股东大会，与董事长等公司领导就行业状况、公司经营情况以及未来发展进行了交流。

报告摘要:

- **着力提升品牌影响力，目标成为大众消费品:** 公司每年品牌推广费用占营业收入的 10%以上，但在全国范围品牌影响力仍有较大提升空间，公司今年计划投入 1.8 亿元进行品牌推广，预计将推出新品牌宣传片，针对线上销售也将有新代言人进行推广，这些措施将促进“汤臣倍健”由渠道知名品牌向大众知名品牌转变，品牌影响力的提升有助于带动销量增长，巩固公司行业领先地位。
- **连锁店业务助力培养消费粘性，市场整理有助于提高单店销售能力:** 公司把连锁店业务定位为种子业务，在微利情况下进行推进，目标是成为为客户服务的终端，以培养消费粘性；此外，公司将进一步加强市场整理，并通过打击串货、加强考核力度、参股经销商等方式维护经销商队伍稳定，提高单店销售能力。
- **行业前景好，管理和渠道优势明显，品牌力和产品力逐步提升，公司具备长期投资价值:** 公司一直以来就是我们重点推荐品种之一，我们看好汤臣倍健成长性的逻辑在于：（1）**行业前景好:** 人口老龄化加剧、居民收入提高推动行业快速成长，预计非直销渠道每年收入增速 20-30%；（2）**品牌影响力和产品力逐步提升:** 公司每年品牌推广费用占营业收入的 10%以上，通过广告宣传以及优秀品质培养的消费粘性；（3）**管理能力佳:** 民营企业机制灵活，管理层拥有丰富市场经验；（4）**渠道拓展力强:** 公司以高渠道加价率推动终端扩张，今年计划新增销售终端 1 万多家，YOY33%，叠加去年 11 月提价 10%，以及 10%同店增速的影响，全年收入增速有望达到 50%以上。
- **盈利预测、估值及投资建议:** 预计 13-15 年公司营业收入分别为 16.1 亿、23.7 亿和 33.6 亿，YOY 分别为 51%、47%和 42%；净利润分别为 4.3 亿、6.3 亿和 8.95 亿，YOY 为分别 55%、46%和 41%；EPS 分别为 1.98 元、2.9 元和 4.09 元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	658	1,067	1,614	2,365	3,361
增长率 (%)	90%	62%	51%	47%	42%
归母净利润(百万)	186	280	433	633	895
增长率 (%)	102%	50%	55%	46%	41%
每股收益	0.852	1.282	1.981	2.895	4.094
市盈率	91	54	35	24	17

食品饮料行业

分析师:

苏青青 (S1180512060001)

电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

研究助理:

刘洋

电话: 021-51782230

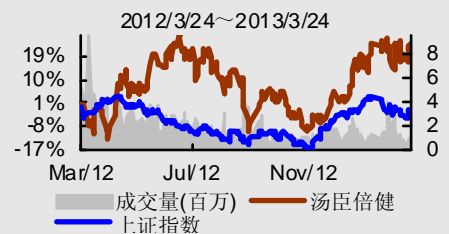
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话: 021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

《行业动态跟踪》

2013/3/21

《顺鑫农业: 白酒增长放缓, 地产拖累业绩》

2013/3/20

《贝因美: 产品结构优化, 关注 SBU 建设》

2013/3/18

《腾新食品: 业绩符合预期, 关注渠道拓展》

2013/3/15

公司高管发言部分

关于保健品行业方面，预计接下来会有一个关于保健食品的法规出台。

公司产品销量情况良好，目前生产三班倒，已经生产不过来了，产品确实卖得好，收入指标最可靠。

如果公司大力发展连锁业务，会对现在的渠道产生压力，公司准备把连锁业务作为种子业务，在微利的情况下来进行推进。今年会有十家加盟店的试验计划。公司对每种销售模式的团队进行细分；佰健模式和其他不同，自己单独出去做，要推出的新品。

董事长最看重品牌，未来希望能将汤臣倍健做成大众消费品。蛋白质粉的原材料供给已经非常紧张，如果原料足够，300%的增速都有可能，公司领导也将去国外解决原料的供应问题。

五年规划：持续、健康、快速发展是三大重点。今年销售的重要任务不是最快的增长，而是市场整理，市场销售完全都不用担心。今年因为串货问题砍了一个排名很大的经销商；目前为止对于经销商来讲，只要串货，第一次警告，加上提价格和减量，第二次发现就要停止合作。

公司最近刚从外部引进人才，帮助公司整理供应链。公司目前对于原料供应链的管理是比较粗放式，精细化管理后多出3、4个点的毛利非常有可能。

公司非常重视客户粘性管理，很多竞争对手还没到考虑这个问题的级别，公司目标是永远要领先竞争对手一步。

目前，公司在全国品牌的力度上还是很低，未来集中做品牌力的提升，预计明年要有个大的发力。网店上有一个独立的代言人会进行专门的推广，预计2-3个月后开始推广。

公司渠道力强，经销商队伍稳定。公司未来希望能强制要求经销商系统联网，进行库存管理。代理商选择方面，公司将进行细分，对于增长达不到50%，公司都可以更换。公司销售计划细分到渠道，目标是让经销商越来越集中到自己最擅长的区域。

公司销售额的短期目标是200亿，很多重点的发展方向已经确立，没有省内或者省外的概念。此外，公司还有4亿多的超募资金，目前商务具体使用规划。

问答环节

Q: 未来增速的预期?

A: 过去的目标是收入和利润每年增长50%，品牌推广费用率维持在10%左右。2012年是一个大的发力点，但是相对来讲更看好13年。

Q: 公司小非减持情况?

A: 预计今年小非将会减持，目前小非的持有人包括兰俊杰、王中伟、龚炳辉和孙晋瑜（其中孙晋瑜是董事长岳母）。除孙晋瑜以外，其他三人共持股约1000万股。公司其

他高管尚无大规模的减持计划。

Q: 公司如何进行经销商管理? 五年规划里, 如何在高速增长的同时捆绑经销商的利益?

A: 目前公司可以采集到经销商的月度数据, 新的 ERP 系统上线后能及时、完全的覆盖。

捆绑经销商利益的工作公司正在做, 今年可能会参股一个主要的经销商。五年的规划中, 如何体现共同的发展, 目前尚未解决, 公司也正在做一些尝试。公司从零发展到现在, 很多经销商都没有分享到高速增长的利润, 没有超额的部分, 这也是个问题, 公司将考虑各种方式解决此问题。

Q: 公司现有经销商的支持政策有哪些?

A: 新的商超合作方面, 家乐福已经谈下来了。公司在每个地区有 1-2 家管理中心, 自购物业主要是考虑到区域性的客户服务和体验中心, 对当地所有连锁店的管理, 原来的募投就有各地的市场办事处, 拥有物业后有协同作用。

Q: 公司连锁渠道想做到什么比例? 直营和联营的比例?

A: 整个五年规划中连锁店要做到 2-3 千家, 连锁渠道最多占到 5-6% 左右, 我们在健康(微利)的状态下进行推进, 成为客户服务的终端。连锁在欧美是最主要的渠道, 海外并购的品牌可能放进连锁渠道。

公司目前没有新的加盟店, 直营和联营比例当时定的是 79: 21, 现在大概是 75: 25。

Q: 公司单品开发方面有何计划?

A: 善存单品的量, 等于 NBTY+纽崔莱+GNC, 全球去年销售大约 100 亿美元。公司希望以这个为标版来建立一个全新的模式, 整个完全是颠覆性的, 下半年上市后, 会出来具体做法。

目前单品做得好的, 国外就是善存和钙尔奇, 国内就是养生堂。深度分销模式, 太阳神在做, 可口可乐等其他企业也在做, 可能回归到一般的快消品的做法。养生堂平均七折出货, 分销商主要承担通路部分, 市场行为都是厂家操作。

Q: 安利直销业务成功的因素是什么?

A: 主要原因是早期他们开拓了膳食补充剂市场, 所以消费者也多。目前从整个行业来看, 直销渠道每年收入增长 10% 作用, 非直销有 20-30% 的增速。

Q: 公司新品推出计划?

A: 若 6 月份项目成功后, 公司计划每两年左右就推一个新的单品, 利用独立的渠道、独立的分公司、独立的团队来做, 在最适合的渠道里卖合适的产品。

Q: 今年公司的广告投放计划?

A: 去年姚明拍了两条片都被否掉了, 有一个品牌大片预计五月底拍完。今年(9-12 月)在品牌方面会有新的部署。

Q: 如何防范保健产品销售的大起大落?

A: 整个保健品产业过去的形象混乱, 挡住了很多人的视线, 但实际上也产生了很多机会。膳食营养补充剂的兴起来源于消费力的转换, 消费者会慢慢转换到对营养的需求。保健品行业中传统的依赖单一产品的企业是不会成功的, 国外也没有先例。

Q: 预计今年费用投放有何变化? 一季度的库存情况?

A: 今年的减少, 这些都是利空, 去年实际增长 60% 左右, 今年折旧、新品费用、财务费用方面可能没去年好, 也正因如此今年的净利润增速更有质量。品牌费每年都占销售收入的 10%, 销售费用就是 25% 左右, 去年一季度的净利润率是高点, 全年超出预期的增长也有望看到。库存方面, 公司一季度的库存都会比较多, 这很正常。

Q: 佰健的主要业务有哪些? 运行情况如何?

A: 主要食独立负责连锁店的运营。11 年是 2000 多万的收入, 12 年预计是 6000 多万, 利润从不到 100 万到 500 万。联营店规模到一定程度后盈利和收入会有一个很大的跳跃。

Q: 公司是否有产能不足的问题, 如何解决?

A: 公司生产年前已经有了详细的预算, 明年能生产多少都计算过。目前所有生产线全部满产, 但还有产能不足的风险, 5 月份新厂区建好后有望有所改善。根据未来规划, 公司将建设四个大的生产基地, 保障产能供应。

Q: 公司经营模式与 NBTY 有何不同?

A: 对于分销的模式, 渠道利润不高, NBTY 若按美国方式来做, 肯定不行。

对于药店, 现在非药品的利润贡献非常大, 根据规划, 公司不会去做药品。汤臣倍健不会有大的改变, 只是会有新的模式会出来的。公司的出货价格将是平滑的往上升, 公司的品牌力也将提高溢价能力。

KA 部门的深度营销，目标是提升单店的收入，公司尽量不改变原来的经销模式，不影响原来代理商的利益，公司的单品销售数量都是占老百姓大药房的第一名，整个的营销全是由公司来做，这也是去年销售最大的亮点。

Q: 未来的主流渠道是什么？药店还是商超？

A: 未来还是药店是主流，商超市场的规划我们也一直有，但是由于生产方面的限制，目前很难大规模实施。

Q: 目前国内保健品企业很多？行业的壁垒有哪些？公司如何保障核心竞争力？

A: 公司在战略上忽视他们，战术上会重视。

行业有很多的壁垒，品牌、渠道、经销商资源、人才的壁垒都是很难模仿的，此外，我国保健品批文流程需要要 4-5 年，公司在团队建设方面也有优势。

Q: 公司对加盟店有何规划？

A: 公司会先做尝试，最多开 10 家，然后开始研究考察。

图 1: 分产品收入预测

		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
片剂	收入 (百万)	134	247	388	581	843	1,180
	YOY	71%	85%	57%	50%	45%	40%
	成本 (百万)	40	69	109	151	219	307
	YOY	54%	74%	58%	38%	45%	40%
	毛利率 (%)	70%	72%	72%	74%	74%	74%
粉剂	收入 (百万)	61	125	211	327	490	710
	YOY	95%	106%	69%	55%	50%	45%
	成本 (百万)	25	53	96	140	211	305
	YOY	73%	109%	82%	47%	50%	45%
	毛利率 (%)	58%	58%	55%	57%	57%	57%
胶囊	收入 (百万)	139	227	356	534	775	1,085
	YOY	50%	63%	57%	50%	45%	40%
	成本 (百万)	49	79	126	176	256	358
	YOY	45%	63%	59%	40%	45%	40%
	毛利率 (%)	65%	65%	65%	67%	67%	67%
其他	收入 (百万)	11	56	107	171	257	386
	YOY	405%	388%	93%	60%	50%	50%
	成本 (百万)	8	32	55	86	129	193
	YOY	941%	301%	73%	56%	50%	50%
	毛利率 (%)	31%	43%	49%	50%	50%	50%
合计收入	收入 (百万)	344	655	1062	1,614	2,365	3,361
	YOY	69%	90%	62%	52%	47%	42%
	成本 (百万)	121	233	386	554	814	1163
	YOY	63%	92%	66%	43%	47%	43%
	毛利率 (%)	65%	64%	64%	66%	65.6%	65.4%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 2: 三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表					资产负债表				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,067	1,614	2,365	3,361	货币资金	1246	1645	2210	2882
YOY	62%	51%	47%	42%	应收和预付款项	123	203	258	310
营业成本	391	554	814	1,163	存货	210	273	401	574
毛利	676	1060	1551	2198	其他流动资产	32	0	0	0
% 营业收入	63%	66%	66%	65%	长期股权投资	1	1	1	1
营业税金及附加	11	17	24	35	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产和在建工程	398	438	483	683
销售费用	266	413	605	860	无形资产和开发支出	34	37	40	43
% 营业收入	24.9%	25.6%	25.6%	25.6%	其他非流动资产	0	0	0	0
管理费用	101	148	213	302	资产总计	2057	2565	3316	4370
% 营业收入	9.5%	9.2%	9.0%	9.0%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-36	-30	-40	-53	应付和预收款项	169	253	371	557
% 营业收入	-3.3%	-1.9%	-1.7%	-1.6%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	2	0	0	0	其他负债	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	178	253	371	557
投资收益	0	0	0	5	股本	219	219	219	219
营业利润	332	512	748	1058	资本公积	1257	1257	1257	1257
% 营业收入	31.1%	31.7%	31.6%	31.5%	留存收益	451	884	1518	2385
营业外收支	-1	0	0	0	归属母公司股东权益	1927	2360	2993	3860
利润总额	331	512	748	1058	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	31.0%	31.7%	31.6%	31.5%	股东权益合计	1927	2360	2993	3860
所得税费用	51	79	115	162	负债和股东权益合计	2105	2613	3365	4418
净利润	280	433	633	895					
归属于母公司所有者的净利润	280	433	633	895					
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428	毛利率	63%	66%	66%	65%
取得投资收益收回现金	0	0	0	5	三费/销售收入	31%	33%	33%	33%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	28%	30%	30%	30%
无形资产投资	-158	-46	-56	-211	EBITDA/销售收入	30%	33%	32%	32%
固定资产投资	0	-80	-45	0	销售净利率	26%	27%	27%	27%
其他	0	6	0	0	ROE	15%	18%	21%	23%
投资活动现金流净额	-168	-46	-56	-206	ROA	13%	17%	19%	20%
债券融资	0	-4	0	0	ROIC	13%	17%	20%	22%
股权融资	0	0	0	0	销售收入增长率	62%	51%	47%	42%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	63%	62%	47%	41%
筹资成本	-36	-30	-40	-53	EBITDA 增长率	67%	65%	44%	39%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	50%	55%	46%	41%
筹资活动现金流净额	-109	-4	0	0	总资产增长率	9%	25%	29%	32%
现金净流量	-166	398	565	673	股东权益增长率	-36%	303%	39%	41%
					经营现金净流增长率	-36%	303%	39%	41%
					流动比率	9.5	8.4	7.8	6.8
					速动比率	8.3	7.3	6.7	5.8
					应收账款周转天数	11.5	11.0	11.0	11.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

作者简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师, 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, 2012年获新财富最佳分析师第四名, 水晶球公募类第五、非公募第三名。

主要研究覆盖公司: 汤臣倍健、酒鬼酒、五粮液、古越龙山、山西汾酒、青青稞酒、贵州茅台、伊利股份等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。

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