

值得长期投资的优质成长股

买入 维持

事件: 我们于2013年4月25日举办投资者交流会,邀请了公司董秘就公司经营情况、未来发展前景等问题进行交流。

报告摘要:

- **膳食补充剂受经济景气度下行影响小,公司龙头地位稳固:** 膳食补充剂产品在整个消费品中品类较小,定位相对小众,且支出占收入比例不高,消费者对价格敏感度低,受经济影响不大,此外,礼品市场仅占公司收入的10%,三公消费萎缩对公司销售影响小;国际巨头在进入中国市场后照搬国外经验,大多“水土不服”,公司在我国膳食补充剂非直销领域龙头地位稳固。
- **提价冲抵折旧增加和原材料涨价影响,预计未来毛利率将稳定在65%左右:** 公司新建产房投入使用致折旧费用增长,此外,鱼油、维生素E、明胶等产品原材料价格大幅提升,从而导致1Q公司毛利率64.5%,同比下滑0.7个百分点,公司从去年11月开始产品提价10%左右,冲抵了成本上升影响,预计未来公司毛利率将稳定在65%左右。
- **促销活动保障产品销售,提价影响逐步淡去,公司产品动销顺畅:** 公司去年11年份产品平均提价10%左右,蛋白粉等主力品种提价幅度较大,对销售产生了一定影响,公司通过买赠等方式进行促销(费用主要由经销商承担),预计四月份提价影响恢复8-9层,目前经销商库存20-30天,处于合理的范围,公司产品动销顺畅。
- **公司成长逻辑未变,13年收入仍有50%以上的增长,是值得长期投资的优质成长股:** (1)人口老龄化加剧、居民收入提高推动行业快速成长;(2)民营企业机制灵活,管理层拥有丰富市场经验;(3)品牌影响力逐步提升;(4)产品渠道加价率高使得渠道推力强,13年计划新增销售终端1万多家,YOY33%,叠加提价10%和全年同店销量增速10%的影响,全年收入增速有望达50%以上。
- **盈利预测及投资建议:** 预计13-15年营业收入分别为16.1亿、23.7亿和33.6亿,YOY分别为51%、47%和42%;净利润分别为4.45亿、6.5亿和9.15亿,YOY为分别59%、45%和41%;按最新股本计算,EPS分别为1.357元、1.973元和2.789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	445	647	915
增长率(%)	102%	50%	59%	45%	41%
每股收益	0.568	0.855	1.357	1.973	2.789
市盈率	137	60	38	26	18

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

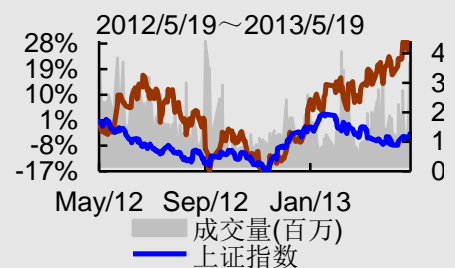
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话: 021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

《行业深度报告》

2013/5/15

《布局 3+2 组合,把握白酒反弹机会》

2013/5/12

《行业动态跟踪》

2013/5/7

《白酒估值见底,食品高位震荡》

2013/5/7

《贵州茅台:1Q体现控量,利于长期良性发展》

2013/4/18

目录

一、膳食补充剂销售受经济下行影响小，公司在非直销领域龙头地位稳固.....	3
1、产品消费群体相对稳固，经济景气度下行对公司影响小.....	3
2、公司在非直销领域具有绝对优势，国外品牌冲击有限.....	4
二、终端扩张仍有 3X 空间，提价影响逐渐淡去，产品动销顺畅.....	5
1、与传统保健品企业相比，公司终端扩张仍有 3X 提升空间.....	5
2、促销活动淡化提价影响，公司产品动销顺畅.....	6
3、精细化管理继续推进，保障同店销售增长.....	6
三、预计毛利率稳定在 65%左右，收购将着重于增强品牌厚度.....	7
1、蛋白粉收入占比提升至 10%，预计毛利率将稳定在 65%左右.....	7
2、收购将着力增强公司品牌厚度，推出“十二蓝”产品专供电商渠道.....	7

插图

图 1: 美国膳食补充剂行业增速未受 08 年经济衰退影响.....	3
图 2: 中国人均膳食补充剂消费额仅相当于美国 80 年代水平（元）.....	4
图 3: 汤臣倍健在非直销领域具有渠道和品牌优势.....	5
图 4: 公司终端渠道数量及同比增速（家）.....	6
图 5: 分产品收入预测.....	8
图 6: 三张财务报表分析摘要.....	8

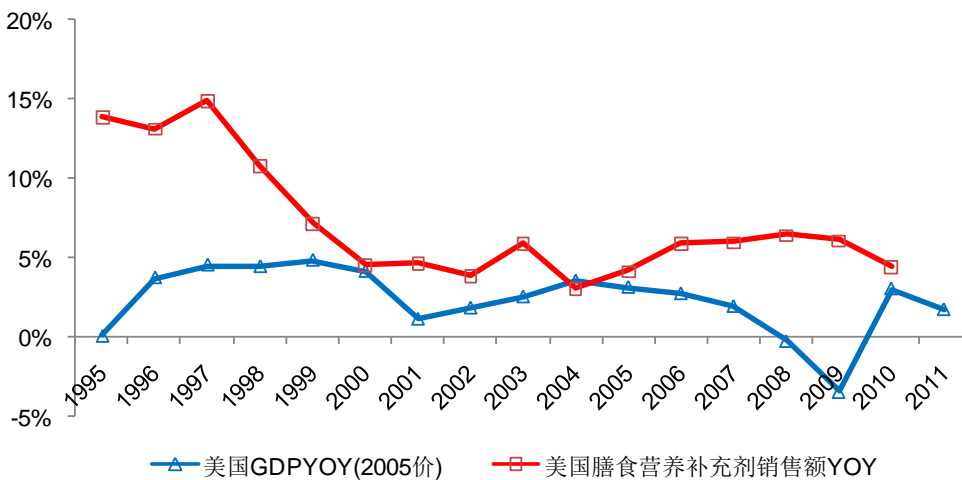
一、膳食补充剂销售受经济下行影响小，公司在非直销领域龙头地位稳固

1、产品消费群体相对稳固，经济景气度下行对公司影响小

膳食补充剂产品消费群体相对稳固，受经济影响不大，其消费群体也呈稳中有升的态势，公司礼品市场占比小，受三公消费萎缩影响小；同时，目前中国的膳食补充剂行业尚处于起步阶段，人均消费额不足美国的十分之一，成长空间大：

- ◆ **参照美日经验，弱经济周期下膳食补充剂销售额不降反升：**根据美国、日本膳食补充剂发展经验，08 年经济衰退后膳食补充剂行业销售额增速并未出现下降，而是继续维持在高位，膳食补充剂产品受宏观经济影响相对有限；
- ◆ **礼品市场销售额占比 10%，三公消费萎缩对公司影响有限：**公司产品包装和组装方式不大适合做礼品，随便几个产品组合都要几百块，消费者够买产品大部分以自用为主，礼品市场占公司收入的比重不到 10%，三公消费萎缩对公司销售影响有限；
- ◆ **健康生活理念日益被接受，膳食补充剂消费人群将逐步扩大：**目前膳食补充剂在中国的消费人群还比较狭窄，但近年来健康生活的理念为大众所接受，每月在膳食补充剂上花费数百元的支出对大多数人而言不会构成大的负担，膳食补充剂的消费人群将逐步扩大；

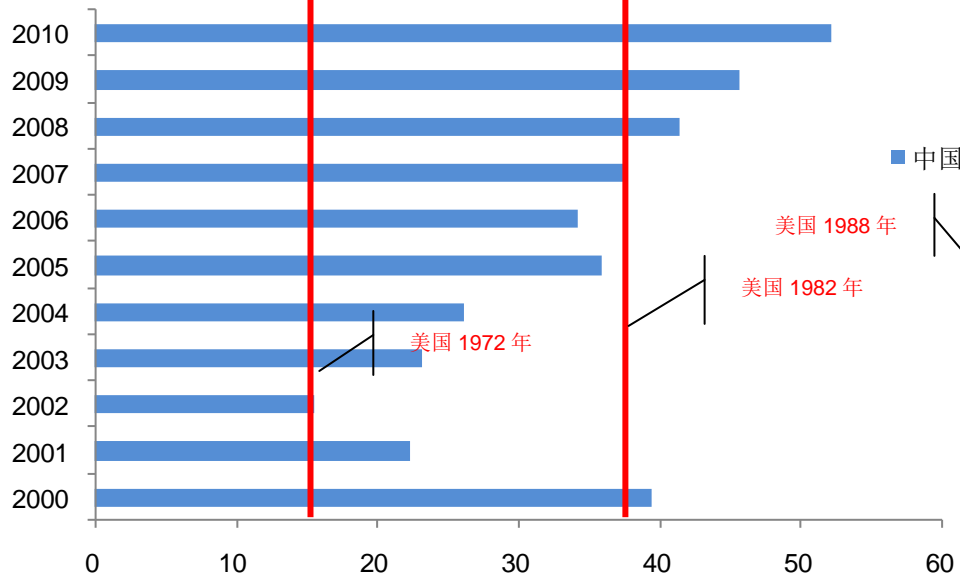
图 1：美国膳食补充剂行业增速未受 08 年经济衰退影响



资料来源：WIND，网络公开资料整理，宏源证券研究所

- ◆ **我国膳食补充剂人均消费额不足美国的十分之一，行业成长空间大：**2010 年我国膳食补充剂市场销售额 700 亿元，按全国人口 13.4 亿计算，人均消费额仅为 52 元人民币，与 1980 年代中期美国类似，不足美国的十分之一（2010 年美国膳食补充剂市场销售额为 281 亿美元，人均 91 美元，按 1 美元=6.3 人民币的汇率折算，美国人均消费额为 571 元人民币，为中国的 11 倍）。

图 2: 中国人均膳食补充剂消费额仅相当于美国 80 年代水平 (元)



资料来源: 宏源证券研究所

2、公司在非直销领域具有绝对优势，国外品牌冲击有限

中国膳食补充剂市场的广阔前景吸引了 NBTY 和 GNC 等国际龙头公司进入中国，但其在国内的品牌知名度不高，且主要走专卖店和商超等渠道，与我国膳食补充剂销售的主流渠道——药店不符，总体来看，汤臣倍健在我国膳食补充剂非直销领域具有绝对优势：

- ◆ **国际巨头在中国市场照搬国外经验，在竞争中逐步处于劣势地位：** 首先，政策门槛导致国际品牌在国内的供应链不稳定；其次，国际公司对国内行业的认识不足，例如 GNC 进入中国之后，继续延续开直营店的模式，NBTY 在美国大部分的销售是通过商超，但中国的主流渠道是医药连锁；另外，国际品牌对国内的品类结构不够了解，国外的大品类是维生素、体重管理和运动营养，而在国内钙、鱼油、卵磷脂等等才是主要品类；
- ◆ **目前非直销领域汤臣倍健在渠道和品牌上优势明显：** 在非直销领域，领先的国外品牌有 NBTY、GNC，国内品牌有汤臣倍健、交大昂立、康力士以及渠道自有品牌海王星辰，但汤臣倍健在渠道和品牌上优势明显，龙头地位稳固，叠加良好的行业前景带来的优势，公司具备长期投资价值；
- ◆ **汤臣倍健注重借鉴国外优秀公司的经验：** 公司建立了营养中心，并采用了类似于 GNC 的直营会员制度，未来计划开到几千家店，另外公司也学习借鉴了 NBTY 的分渠道分品牌战略、安利的广告战略、GNC 的金牌会员计划等，帮助公司优化管理。

图 3: 汤臣倍健在非直销领域具有渠道和品牌优势

	公司	渠道	经销商折扣	品牌	产品	销售额
国外品牌	NBTY	北上广深自己作专柜，其他地方代理商的模式	4 折以下	自然之宝、美瑞克斯、安美氏	在全球拥有 3000 多个品种，超过 22,000 个单品，但由于监管限制很多产品仅作为食品销售	1-2 亿元
	GNC	实体店和在线销售并举：超过 260 个实体销售网点，主要集中于北上广深几个一线城市，门店和专柜多数分布于交通便利的主要商圈	-	GNC	维生素、钙、鱼油等几乎涵盖膳食补充剂所以产品系列，但由于监管限制很多产品仅作为食品销售	-
国内品牌	汤臣倍健	销售终端 3.2-3.3 万个；2012 年底进入连锁营业中心 583 家，进入 96 家全国百强连锁药店和 41 家百强商业超市	4 折左右	汤臣倍健、十一坊等，姚明代言的广告宣传提高知名度	拥有 51 项营养补充剂和保健食品批准证书	10.7 亿
	交大昂立	创新“天然元”专柜、专卖店的销售模式，逐步推进会员直销网络，在全国多个城市设立销售分公司	-	“昂立一号”、“昂立多邦”等 10 过个品牌	蛋白粉、口服液等 36 种产品	3.1 亿
	海王星辰	仅在海王星辰药店销售，海王星辰拥有 2883 家门店	-	海王等 3 个自有品牌	螺旋藻、鱼油等	-

资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

二、终端扩张仍有 3X 空间，提价影响逐渐淡去，产品动销顺畅

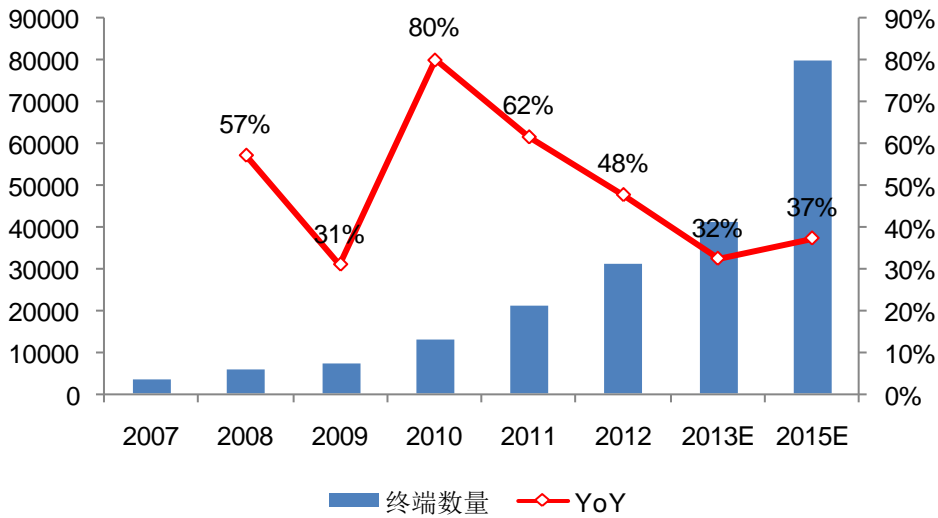
1、与传统保健品企业相比，公司终端扩张仍有 3X 提升空间

公司目前拥有终端 3.2-3.3 万家，预计在 7-8 万家前不会遇到瓶颈，且与国内传统保健品企业 11-12 万家网点相比，公司仍有 3X 以上的提升空间：

- ◆ 截止三月底，公司终端数量 3.2-3.3 万家，较年初增长 2000 多家，同比增长 20% 左右；今年全年计划开店 1 万家；
- ◆ 公司终端网点主要分布于一二线城市，其中二线城市终端收入占比最大；公司已进入 70% 左右的一二线城市优质终端，未来将逐步向三四线城市下沉；
- ◆ 终端扩张远未到瓶颈：目前全国药店接近 40 万家，其中连锁性质的 12 万家左右，传统保健品企业、产品比较单一的网点可以达到 11-12 万家网点，例如碧生源和瑞年。

公司目前有 3 万多家终端,保守估计可以拓展到 7-8 万家,因此扩张暂不会遇到瓶颈。

图 4: 公司终端渠道数量及同比增速 (家)



资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

2、促销活动淡化提价影响, 公司产品动销顺畅

公司去年 11 月份进行了提价 (10%左右), 通过对提价较多的蛋白粉等产品开展促销等活动, 至今年四月份提价对销售的影响已经恢复至 8-9 层, 预计 5、6 月份将完全恢复:

- ◆ 从目前终端销售情况来看, 三月份仍受到提价影响, 四月份有望恢复 8-9 成, 五、六月份将会完全恢复;
- ◆ 开展促销活动助力抵消提价对于销售造成的影响: 公司每年会进行三个阶段性促销活动, 并且对于提价幅度较大的蛋白粉可能会延长促销时间;
- ◆ 经销商库存 20-30 天, 产品动销顺畅: 去年年底提价之后, 终端反应不够理想, 库存有所增加; 但提价时有些经销商库存是最低的, 这是因为经销商 10 月份的拿货量是按照 9 月份的进货量 1:1 去定, 11 月 1 号提价之前, 由于消费者有提价预期, 导致经销商的库存压力反而是最低的, 只有十几天, 到 1Q 末库存情况已经恢复正常了。目前经销商库存 20-30 天, 处于合理的范围。

3、精细化管理继续推进, 保障同店销售增长

公司将继续推进终端精细化管理, 今年计划在 80 个城市进行试点, 未来将对其他终端产生示范效应, 随着提价影响的逐步淡去, 我们认为公司全年同店增速可以达 20%左右 (含提价 10%因素):

- ◆ 公司精细化管理包括三方面: 第一步, 整体规划; 第二步, 目标分解, 包括分销门店、分销品种去做; 第三步, 门店管理; 三个方面的最终目标即是同店增长, 去年下半年成立了营养学院, 为经销商培养营养讲师, 组成地面部队, 空中部队就是广告;
- ◆ 1Q 同店增长 10%左右, 部分终端同店增速 30%: 去年 1Q 终端 2.7 万家, 今年新增

5000 多家，增速为 20%，收入整体增长 30%，简单的推算同店增长 10%；但从公司直营的来看（直营占比 20%），像老百姓大药房这样的终端 1Q 同店增速接近 30%；

- ◆ 今年计划在 80 个城市进行终端精细化试点，将对原有终端产生示范效应：公司前期花费大量精力和经销商进行意识、理念的沟通，今年预定第一批实验是在 80 个城市推进；目前推进效果似乎比较有压力，1Q 推进比原计划的要慢一些，因为需要经销商拿出额外的资金、人力去投入，不过公司现在还是在不断的去引导经销商去进行，试点城市通过一年时间能做出来后能够产生示范效应。

三、预计毛利率稳定在 65%左右，收购将着重于增强品牌厚度

1、蛋白粉收入占比提升至 10%，预计毛利率将稳定在 65%左右

公司核心单品蛋白粉保持高速增长，提价冲抵了原料上升对毛利率的不利影响，预计未来公司毛利率将稳定在 65%左右：

- ◆ 12 年核心单品蛋白粉增速 80%左右：螺旋藻从前十大产品中退出，蛋白粉 2012 年增速较快达 80%，占比从前年的 8%提高到 10%；
- ◆ 过去几年新品对收入增长贡献不大，这里面有一些客观的原因，例如前几年基本已经将最好卖的品类全部覆盖；今年公司做了重新的规划，所有的新品上市之前都要有明确目标，包括人员、费用投放、销售目标等，而且新品可能是批量上市；
- ◆ 促销对毛利率影响不大，公司毛利率稳定在 65%左右：公司的促销采用买赠的方式，主要由经销商承担，因此对毛利率的影响不大。对毛利率影响较大的主要是原料成本的上升以及 3 号厂房投产后带来的折旧的提升，但提价冲抵了原料上升对毛利率的不利影响，预计未来公司毛利率将稳定在 65%左右。

2、收购将着力增强公司品牌厚度，推出“十二蓝”产品专供电商渠道

公司收购将着重于增强品牌厚度，此外，公司效仿 NBTY 模式，针对电商渠道推出专门单品“十二蓝”，保护线下主品牌汤臣倍健的同时发展电商渠道：

- ◆ 收购将着重于增强品牌厚度：未来收购一个是做渠道品牌补充，另一个方向就是单一品类的单一品牌，处于领导地位，包括国内外的品牌在内，这种收购价值较大；
- ◆ 由于收购过程中变数较多，很难确定，同时收购会受到批文的影响，预计公司明年下半年可以拿到较多的进口批文，目前自己的批文有 50 多个。
- ◆ 电商渠道未来的空间很大，公司也在进行布局，例如十二蓝即为专做电商的品牌；但汤臣倍健绝大多数收入来自线下，出于保护线下经销商的考虑，暂时不会发力去做线上渠道；
- ◆ 公司的选择是仿照 NBTY 模式，不同渠道有一个专门的品牌去做；此外电商的运营成本不低，公司交给了第三方来做，并于 2011 年底上线。

图 5: 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 6: 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	1765	2344	3036
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	403	591	840	无形资产和开发支出	34	37	40	43
% 营业收入	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%	其他非流动资产	0	0	0	0
管理费用	101	145	213	302	资产总计	2057	2686	3451	4524
% 营业收入	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-36	-31	-43	-56	应付和预收款项	169	252	371	528
% 营业收入	-3.3%	-1.9%	-1.8%	-1.7%	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	252	371	528
投资收益	0	0	0	5	股本	219	328	328	328
营业利润	332	526	765	1081	资本公积	1257	1257	1257	1257
% 营业收入	31.1%	32.6%	32.3%	32.2%	留存收益	451	896	1544	2459
营业外收支	-1	0	0	0	归属母公司股东权益	1927	2482	3129	4044
利润总额	331	526	765	1081	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	31.0%	32.6%	32.3%	32.2%	股东权益合计	1927	2482	3129	4044
所得税费用	51	81	117	166	负债和股东权益合计	2105	2734	3500	4572
净利润	280	445	647	915					
归属于母公司所有者的净利润	280	445	647	915					
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%	32%	32%	32%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	28%	31%	31%	30%
无形资产投资	-158	-46	-56	-211	EBITDA/销售收入	30%	34%	33%	32%
固定资产投资	0	-80	-45	0	销售净利率	26%	28%	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%	16%	18%	20%
债券融资	0	-4	0	0	ROIC	13%	17%	20%	21%
股权融资	0	109	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%	66%	46%	41%
筹资成本	-36	-31	-43	-56	EBITDA 增长率	67%	69%	43%	39%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	50%	59%	45%	41%
筹资活动现金流净额	-109	105	0	0	总资产增长率	9%	31%	29%	31%
现金净流量	-166	519	579	692	股东权益增长率	-36%	313%	38%	41%
					经营现金净流增长率	-36%	313%	38%	41%
					流动比率	9.5	8.9	8.1	7.5
					速动比率	8.3	7.8	7.1	6.4
					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

分析师简介:

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	手机	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
	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。