开启会员管理新模式，驱动内生增长 买入 维持

事件：

我们近期于深圳策略会上邀请了汤臣倍健公司领导与投资者就公司经营情况及未来战略进行交流，交流情况和观点整理如下。

报告摘要：

- **打造会员管理和营养服务平台，逐步从产品营销转向价值营销：**公司将借鉴 GNC 和合生元等行业标杆的经验，打造会员管理和营养平台，为消费者提供健康咨询等专业服务，针对个体差异进行精准营销，提高消费者重复购买率，推动公司逐步从产品营销转向价值营销：**线上**联合包括专家、营养师、医生在内的各方面资源，为客户提供一体化服务；**后台**通过会员管理体系整合与分析客户信息；**线下**计划明年开设 500 家会员店，通过为会员提供免费体检、健康咨询等营养服务，提升消费粘性，带动同店增长；
- **明年对经销商重点考核同店增长，公司成长逻辑将从外延扩张转向内生性增长：**预计公司今年整体同店增长约在 10%-20%，公司直营店和大型连锁药店同店增长超过 20%，部分经销商开拓的销售终端同店提升空间大，明年开始公司对经销商将重点考核同店增长，且对终端销售人员进行培训，提升其终端服务能力，有助于驱动公司成长逻辑逐步从外延扩张转向内生性增长；
- **行业整顿开启，批文储备以及品牌和渠道优势推动公司市占率逐步提升：**国家食品药品监督管理局 9 月份密集出台打规范贴牌生产、禁止进口无批文的补充剂等多项征求意见稿，预计 14 年将陆续出台相关法规，行业整顿开启，公司治理规范，批文储备行业领先，且拥有品牌和渠道优势，有望在行业整顿中抢占更多市场份额；此外，我们预计并购项目明年有望落地，公司在品牌、规模优势有望进一步增强。
- **盈利预测及投资建议：**预计 13-15 年营业收入分别为 15.6 亿、22.6 亿和 32.1 亿，YOY 分别为 46%、45%和 42%；净利润 YOY 为分别 54%，44%和 41%；EPS 分别为 1.32 元、1.89 元和 2.68 元。公司通过会员管理和专业营养服务平台提升消费粘性，带动同店增长，且将受益于行业整合，14 年收购项目有望落地，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	1,561	2,259	3,211
增长率（%）	90%	62%	46%	45%	42%
归母净利润(百万)	186	280	433	621	878
增长率（%）	102%	50%	54%	44%	41%
每股收益	0.568	0.855	1.319	1.893	2.676
市盈率	137	76	50	34	24

食品饮料行业

分析师：

陈嵩昆(S1180112080008)

电话：021-51782231

Email：chensongkun@hysec.com

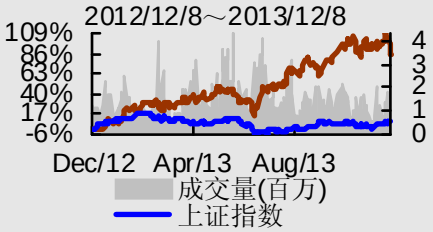
研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

Email：liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《青青稞酒：收购美国酒庄，进军葡萄酒业务》 2013/12/1

《乳企强势提价转移原奶成本压力》 2013/11/26

《单独二胎扩大奶粉行业 12%市场需求》 2013/11/17

《白酒如期反弹，估值修复窗口打开》 2013/11/12

《白酒反弹渐进，食品精选绩优股》 2013/11/5

《伊利股份：成本压力显现，费用控制提升业绩》 2013/10/31

《伊力特：区域竞争力强，白酒增长超预期》 2013/10/29

目录

一、开启会员管理模式，进入内生性增长新阶段 3

1、会员管理+营养平台，专业性服务提升重复购买率 3

2、对经销商重点考核同店增长，公司进入转向内生性增长新阶段 3

二、行业整顿在即、收购项目 14 年有望落地，公司市占率将进一步提升 4

1、行业整顿开启，公司将受益于批文储备及品牌渠道优势 4

2、预计公司明年有望在并购方面取得进展 5

插图

图 1: 公司终端数量已增至 4 万家，增速有所放缓 4

图 2: 公司今年同店增长预计在 10%-20% 4

图 3: 分产品收入预测 6

图 4: 三张财务报表摘要 7

一、开启会员管理模式，进入内生性增长新阶段

1、会员管理+营养平台，专业性服务提升重复购买率

公司将学习 GNC 和合生元的会员管理模式，通过为会员提供专业性的营养健康服务提升消费粘性，提高同店增长：

- **GNC 在美国和加拿大拥有 590 万金卡会员，60%的收入来自会员体系**：GNC 采用专卖店销售模式，在全球有近 6000 家直营店和特许专卖店，GNC 在美国和加拿大拥有 590 万金卡会员，其会员的平均消费额是非会员的两倍，公司收入的 60%来自其会员体系；
- **专业化的会员管理及母婴服务平台是合生元的核心竞争力**：公司通过积分返利等优惠措施吸引会员加入，并**通过妈妈 100 平台为会员提供专业全面的母婴护理解决方案以提升消费粘性**，虽然会员服务是个成本中心，无直接利润，但是有较大的外部性，会吸引客流从而拉动销售，且可以及时获取消费者需求，推出新的适销产品；
- **合生元拥有活跃会员 185 万，收入占比 90%**：截止 9 月底拥有活跃会员（近 3 个月有购买行为）185 万，同比增长 38%，会员收入占比 90%以上。

公司从明年开始，商业模式与运营模式进行逐步的大转型，即**由产品营销走向价值营销**。产品营销一般需要在产品品质、做品牌、打广告、抢渠道、做服务等方面发力，而价值营销主要是进入会员管理模式：

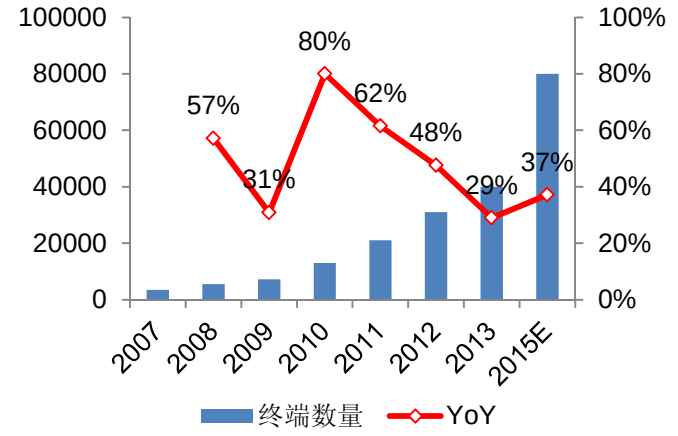
- **公司计划打造营养平台，线上为客户提供一体化服务**：未来要打造一个全国最大的营养师在线平台：线上联合各方面的资源，包括专家、营养师、医生等为客户提供全方位、一体化的服务，后台通过会员管理体系来收集、整合与分析客户信息；
- **目前会员数 20-30 万，中长期希望有 300 万活跃会员**：会员制我们刚开始做，但增长非常快，上半年的活跃会员就达到了 20-30 万。我们明年要做的会员和现在的也有不同，现在主要是提供寄送会刊、消费积分、赠送健康产品这样的方式，未来我们的服务将是基于手机端的，最终的目标是为会员提供多元化的健康管理，中短期还是以自己的产品为主；
- **计划明年线下开设 500 家会员店，提供更多的营养体验服务**：明年公司计划选 500 家会员店做试点，会员店比现在的直营店会更加深入，通过会员制提供很多的体验服务，包括免费体检、健康咨询、套餐服务等。公司今年刚开始引入会员制，目前主要是提供寄送会刊、消费积分、赠送健康产品等方式，未来公司的服务将基于手机端，最终的目标是为会员提供多元化的健康管理服务；
- **会员管理模式有望显著提升重复购买率**：目前国内保健品市场重复购买率很低，有很大的提升空间。公司目标是经过 3-5 年发展，达到 100 万会员，则重复购买会发挥很大作用。如果每个会员多花费 100 元购买公司产品，则总额达 1 亿，而且利润率高。合生元的活跃会员为 3 年期，因为只针对婴幼儿，而公司产品，迎合人口老龄化大趋势涉及的时间跨度更长。

2、对经销商重点考核同店增长，公司进入转向内生性增长新阶段

公司今年重心由外延式扩张转向同店增长，对经销商考核重点为同店增长，目前同店增速在 10%-20%。公司加大对经销商的培训与地面费用支持，并搭建渠道推广队伍，明年预计会发力：

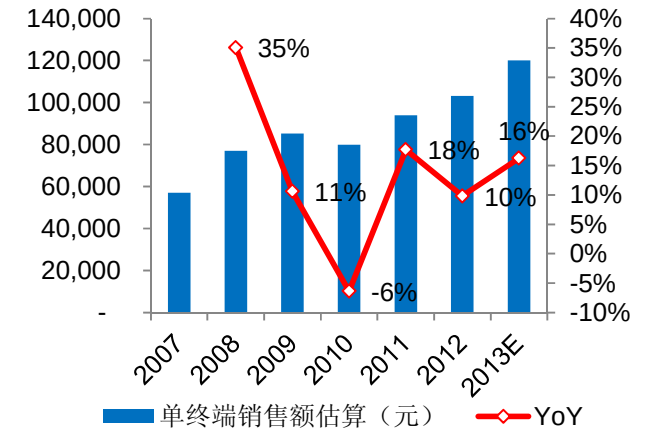
- **目前同店增速在 10%-20%**：目前能够覆盖到数据的终端同店增速在 10%-20%。连锁药店同店增长在 20%-30%，公司自己跟踪的大型连锁药店和直营店同店增长最差的为 22%，增长最高为 44%-45%，但经销商做的相对差一点，整体同店增速可提升空间大。
- **经销商今年重点考核同店增长**：公司会综合考虑各种情况，再给经销商定目标。对经销商的考核指标较多，过去主要考察量，尤其是网点扩张；现在量还是主要考核指标，但着重考察同店增长。另外还会考核其他一些指标，比如促销活动执行等；
- **加大经销商培训，搭建渠道推广专员队伍，但费用率预计保持平稳**：公司今年重点对经销商进行培训，给经销商的费用力度也会加大，品牌宣传未来会向新媒体倾斜。另外公司在搭建渠道推广专员队伍，增加 30 多个，每个大区配备一个。今年公司推广至 80 个城市，在 20 个城市重点铺开，但整体上还是处于推广过程中，预计明年起开始发力。但随着收入的增长，销售费用率预计持平。

图 1：公司终端数量已增至 4 万家，增速有所放缓



资料来源：公司公告，调研数据，宏源证券研究所

图 2：公司今年同店增长预计在 10%-20%



资料来源：公司公告，调研数据，宏源证券研究所

二、行业整顿在即、收购项目 14 年有望落地，公司市占率将进一步提升

1、行业整顿开启，公司将受益于批文储备及品牌渠道优势

国家食品药品监督管理局今年开始密集出台打“四非”、规范贴牌生产等多项措施，行业整顿在即，公司是我国膳食补充剂行业非直销领域龙头，**治理规范，且拥有批文储备和品牌渠道优势，有望在行业清理整顿中抢占更多市场份额：**

- **多项保健品征求意见稿密集出台，行业整顿大幕拉开**：国家食品药品监督管理局 9 月 24 日下发《保健食品委托生产管理规定》征求意见稿，对行业贴牌生产进行规范、9 月 29 日下发《关于进一步规范保健食品监督管理严厉打击违法违规行为有关事项

的公告》拟禁止进口“贴牌”和进口无保健食品批准文号的“补充剂”、9 月 30 日下发《保健食品说明书标签管理规定》规范保健食品说明书和标签；政府打击行业乱象的决心强烈，预计相关法律法规 14 年将陆续出台，行业整顿大幕拉开；

- **加强监管的行业政策对公司产品影响明年不到 1%**：截止 2013 年 6 月 30 日，公司拥有 59 项营养素补充剂和保健食品批准证书，且除 34 项产品正在进入保健食品注册评审阶段外，公司尚有 50 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；现在保健食品、片剂粉剂等都不准以食品来宣传销售。尽管有听说贴牌企业在公关，可能会给予宽限期，但大方向是严格的。现在的政策对公司今年产品影响约在 11%。公司采取各种应对措施，包括调整部分产品，明年也能拿到部分新的批文，到明年初对公司产品影响将不到 1%；
- **与 NBTY、GNC 等国外大牌相比，公司拥有批文储备、品牌影响力和渠道优势：**国外保健品没有国内批文，是以进口食品的名义进来，而根据 9 月底的征求意见稿，将不允许保健食品以普通食品进口，因此未来不可能大规模进入。保健品行业现在千亿规模，未来是万亿规模，空间巨大，公司对击败竞争对手很有信心；
- **公司市场占有率逐步提升，规模上与安利纽崔莱的差距在缩小**：公司具备品牌优势与渠道优势，以及销售网络的先发优势，已经与外国竞品竞争 6-7 年了。国外品牌往往在国内投入远远不够，只是简单的铺货而已。国外品牌只有安利超过公司。按终端口径，公司收入规模在 2011 年是安利的 1/8，今年是 1/3-1/4。今年出厂的收入约 16 亿，到终端乘以 3 以后近 50 亿。安利纽崔莱去年 130 亿，每年基本 10%不到的增长，公司与安利的规模差距也在缩小；

2、预计公司明年有望在并购方面取得进展

我们预计明年并购项目有望落地，公司品牌、规模有望进一步增强。过去 3 年是学习的过程，也是跑马圈地的过程，公司收购目标还是大的健康行业，目前倾向于中大型的并购。**国外要品牌，国内看规模效应，包括渠道的补充、品类的丰富等。**

图 3：分产品收入预测

		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
片剂	收入（百万）	134	247	388	562	804	1,125
	YOY	71%	85%	57%	45%	43%	40%
	成本（百万）	40	69	109	152	217	304
	YOY	54%	74%	58%	39%	43%	40%
	毛利率（%）	70%	72%	72%	73%	73%	73%
粉剂	收入（百万）	61	125	211	316	468	678
	YOY	95%	106%	69%	50%	48%	45%
	成本（百万）	25	53	96	139	206	298
	YOY	73%	109%	82%	45%	48%	45%
	毛利率（%）	58%	58%	55%	56%	56%	56%
胶囊	收入（百万）	139	227	356	517	739	1,034
	YOY	50%	63%	57%	45%	43%	40%
	成本（百万）	49	79	126	176	251	352
	YOY	45%	63%	59%	39%	43%	40%
	毛利率（%）	65%	65%	65%	66%	66%	66%
其他	收入（百万）	11	56	107	166	249	374
	YOY	405%	388%	93%	55%	50%	50%
	成本（百万）	8	32	55	83	125	187
	YOY	941%	301%	73%	51%	50%	50%
	毛利率（%）	31%	43%	49%	50%	50%	50%
合计收入	收入（百万）	344	655	1062	1,561	2,259	3,211
	YOY	69%	90%	62%	47%	45%	42%
	成本（百万）	121	233	386	549	798	1141
	YOY	63%	92%	66%	42%	45%	43%
	毛利率（%）	65%	64%	64%	64.8%	64.7%	64.5%

资料来源：宏源证券研究所

图 4: 三张财务报表摘要

财务报表预测（单位：百万元）

利润表	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**1,067**	**1,561**	**2,259**	**3,211**
YOY	62%	46%	45%	42%
营业成本	391	549	798	1,141
毛利	676	1011	1461	2070
% 营业收入	*63%*	*65%*	*65%*	*64%*
营业税金及附加	11	16	23	33
% 营业收入	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
销售费用	266	375	542	771
% 营业收入	*24.9%*	*24.0%*	*24.0%*	*24.0%*
管理费用	101	140	203	289
% 营业收入	*9.5%*	*9.0%*	*9.0%*	*9.0%*
财务费用	-36	-31	-42	-55
% 营业收入	*-3.3%*	*-2.0%*	*-1.9%*	*-1.7%*
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	5
营业利润	332	511	734	1037
% 营业收入	*31.1%*	*32.7%*	*32.5%*	*32.3%*
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	331	511	734	1037
% 营业收入	*31.0%*	*32.7%*	*32.5%*	*32.3%*
所得税费用	51	78	113	159
净利润	280	433	621	878
归属于母公司所有者的净利润	280	433	621	878
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428
取得投资收益收回现金	0	0	0	5
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	-158	-46	-56	-211
固定资产投资	0	-80	-45	0
其他	0	6	0	0
投资活动现金流净额	-168	-46	-56	-206
债券融资	0	-4	0	0
股权融资	0	109	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-36	-31	-42	-55
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-109	105	0	0
现金净流量	-166	506	556	655

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1246	1752	2308	2963
应收和预付款项	123	200	251	300
存货	210	271	394	562
其他流动资产	32	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	398	438	483	683
无形资产和开发支出	34	37	40	43
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	2057	2667	3399	4429
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	169	246	357	509
长期借款	0	0	0	0
其他负债	4	0	0	0
负债合计	178	246	357	509
股本	219	328	328	328
资本公积	1257	1257	1257	1257
留存收益	451	884	1505	2383
归属母公司股东权益	1927	2469	3090	3968
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1927	2469	3090	3968
负债和股东权益合计	2105	2715	3448	4477

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	63%	65%	65%	64%
三费/销售收入	31%	31%	31%	31%
EBIT/销售收入	28%	31%	31%	30%
EBITDA/销售收入	30%	34%	33%	32%
销售净利率	26%	28%	27%	27%
ROE	15%	18%	20%	22%
ROA	13%	16%	18%	20%
ROIC	13%	16%	19%	21%
销售收入增长率	62%	46%	45%	42%
EBIT 增长率	63%	61%	44%	41%
EBITDA 增长率	67%	64%	41%	39%
净利润增长率	50%	54%	44%	41%
总资产增长率	9%	30%	27%	30%
股东权益增长率	-36%	301%	37%	41%
经营现金净流增长率	-36%	301%	37%	41%
流动比率	9.5	9.1	8.3	7.6
速动比率	8.3	8.0	7.2	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

作者简介:

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，曾任职于国金证券，2012 年加盟宏源证券研究所，2012 年新财富团队成员，水晶球团队成员。

刘洋: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师，上海社会科学院财政学硕士，2 年银行工作经验，2012 年加盟宏源证券研究所，2012 年新财富团队成员，水晶球团队成员。

机构销售团队

公募	北京片区	李　倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚　曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴　蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵　越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周　迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵　佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李　岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱　隽	010-88013612	18600239108	zhusun@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范围包括证券投资咨询业务。