



打造会员管理，步入成长新阶段

买入 维持

——合生元会员管理模式之借鉴

报告摘要:

- 合生元的“妈妈100”平台是其奶粉业务快速增长（2007-2013收入CAGR 70%）的主要驱动力，“育婴服务”和“健康管理”具有很多相似之处，是汤臣倍健良好的借鉴样本：合生元妈妈100平台目前超过181万活跃会员，贡献近90%的收入。会员服务包括杂志、网站、24h呼叫中心、APP等线上线下服务，以及会员积分系统，同时通过大数据来挖掘客户需求，提供精准个性化服务。膳食营养补充剂（广义即健康管理）与婴幼儿用品行业在增值服务需求、重复消费、口碑效应等方面都具备发展会员管理的特性，且前者成长性更高，行业竞争格局更优。
- 汤臣倍健增长方式目前正从外延式扩张向内生性发展转变：外延式扩张推动公司2013年前收入快速增长，目前来看外延式扩张仍有1倍空间，但优质终端逐渐减少。公司将着力打造会员管理和营养平台，线上与中国营养学会合作，对接医师、营养师和消费者；线下计划今年开设500家会员店，作为O2O布局的线下部分；后台通过会员管理系统收集与分析客户数据，针对个体差异进行精准营销，提高消费者重复购买率，推动公司逐步从粗放式增长转向内生性发展。
- 费用支持+考核方式转变，同店增长将逐步成为公司增长主推力：若简单按照收入增速减去店面扩张速度计算，公司13年整体同店增长不到10%，但其中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，今年开始公司将对经销商将重点考核同店增长，且将定制全新营销管理系统，协助经销商提升终端服务能力，同店增长有望逐步成为公司增长主要动力。
- 行业整顿有望加速，并购未来有望重启，建议逢低布局：预计14年CFDA将陆续出台行业整顿相关法规，汤臣倍健批文储备行业领先，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；
- 盈利预测及投资建议：预计14-16年净利润YOY为分别49%，40%和33%；EPS分别为0.957元、1.37元和1.78元。并购失败不影响公司短期业绩，未来并购也会重启，本次下跌是今年的买入良机。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,067	1,482	2,050	2,796	3,731
增长率(%)	62%	39%	38%	36%	33%
归母净利润(百万)	280	422	628	877	1,166
增长率(%)	50%	50%	49%	40%	33%
每股收益	0.427	0.643	0.957	1.336	1.777
市盈率	136	113	34	24	18

食品饮料行业

分析师:

陈嵩昆(S1180513080001)

电话: 021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

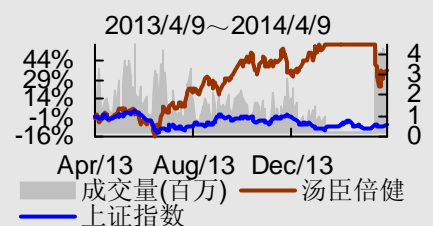
研究助理:

刘洋

电话: 021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《食品饮料行业月报：业绩期配置侧重于白马股》
2014/4/3
- 《贵州茅台：看好14年茅台基本面的反转》
2014/3/25
- 《山西汾酒：大众酒高增长，但需等待结构调整》
2014/3/25
- 《海天味业：内生增长潜力大，外延并购可期待》
2014/3/25
- 《汤臣倍健：资产重组终止点评：高成长仍将继续，调整即买入良机》
2014/3/25

目录

一、公司发展阶段正从终端粗放式扩张向内生性增长转变.....	3
1、公司增长方式将加速向内生性增长转变	3
2、费用支持+考核方式转变， 同店增长将逐步成为公司主要增长源	4
二、合生元借鉴：会员管理模式带动收入多年持续快速增长.....	5
1、合生元活跃会员数量达 181 万， 收入占比近 90%	5
2、妈妈 100 平台：增值服务提升消费者粘性， 提高重复购买率.....	7
3、从合生元模式看汤臣倍健的明天	10

插图

图 1：公司正逐步迈向内生性增长长期.....	3
图 2：公司终端数量达 4 万家， 增速有放缓趋势.....	4
图 3：预计外延式扩张还有 1X 空间	4
图 4：单终端销售额稳步提高， 今年增速有望提升	5
图 5：合生元 2013 年收入 46 亿元， YoY35%.....	6
图 6：合生元 2013 年婴幼儿奶粉市占率升至第五	6
图 7：合生元产品结构：82%收入来自于婴幼儿奶粉.....	6
图 8：合生元渠道结构：70%收入来自于婴童店	6
图 9：截至 2013 年末合生元活跃会员达 181 万	7
图 10：合生元活跃会员收入占比已达 89%	7
图 11：合生元妈妈 100 会员管理系统运作模式简图	8
图 12：合生元妈妈 100 系统发展历程梳理	8
图 13：合生元妈妈 100 平台服务核心内容演进过程	9
图 14：消费者购买角度：消费者教育有助于显著提高客户黏性	10
图 15：合生元妈妈 100 平台提供的各种消费者教育活动	10
图 16：婴幼儿奶粉与膳食补充剂行业都具备做会员管理的行业属性	11
图 17：GNC2013 年收入 26 亿美元， 5 年增速 10%	12
图 18：GNC2013 年收入的 75%来自金卡会员	12
图 19：GNC 会员付出少量年费之后可以享受折扣与营养信息等服务	12
图 20：婴幼儿奶粉与膳食补充剂行业都具备做会员管理的行业属性	13
图 21：非直销膳食营养补充剂行业规模较婴幼儿奶粉小， 但增速更快	13
图 22：非直销膳食营养补充剂行业中汤臣倍健一家独大， 龙头地位稳固	13
图 23：公司已推出营养家会员俱乐部， 提供积分兑换、 在线健康管理等服务	14
图 24：会员服务目前包括积分兑换+咨询热线+在线健康管理+其他活动	14
图 25：汤臣倍健计划中的营养家平台与合生元妈妈 100 的对比	15
图 26：三张财务报表摘要.....	16

一、公司发展阶段正从终端粗放式扩张向内生性增长转变

1、公司增长方式将加速向内生性增长转变

公司从 14 年开始打造会员管理和营养平台，增长方式将逐步从粗放式增长转向内生性增长：公司上市以来依靠渠道高利润，在全国范围内跑马圈地，终端扩张非常迅速，未来终端网点会向三四线城市逐渐下沉，外延式扩张还有空间，但公司将逐步打造会员管理和营养平台，提高消费者重复购买率，推动公司逐步从粗放式增长转向内生性增长：

- ◆ **成立至今主要依靠终端扩张推动公司成长：**依靠给予渠道丰厚的利润空间（公司以 3-4 折价格供货，终端拿货多为 6.5 折），达到抢占与激励渠道，07 至 13 年公司收入复合增速 69%，同期终端数量从 3512 家增长到 4 万家，复合增速 50%，终端扩张成为收入增长的主要推力；

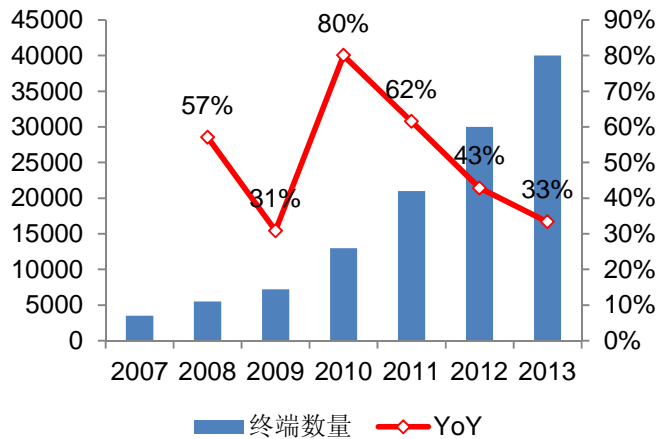
图 1：公司正逐步迈向内生性增长期

	粗放式增长期	外延扩张+内生性增长	内生性增长期
时间段	2002-2013	2014-2015	2016 年以后
收入增速	07 至 13 年收入复合增速 69%	预计收入增速 40%以上	若平台顺利搭建，收入有望继续保持 40%以上增长
终端数量	07 至 13 年终端数量从 3512 家增长到 4 万家，复合增速 50%	预计 14-15 年终端数量从 4 万家增加至 6-7 万家	预计终端数量每年小幅增长
同店增长	2013 年同店增长 4%左右	预计同店增长 15%以上	预计增长将主要依靠同店增长
特征描述	增长主要依靠终端扩张：3-4 折为渠道供货，渠道利润空间足，推动公司终端数量和收入快速增长	终端扩张+同店增长：采用会员管理模式，打造营养平台，对经销商重点考核同店增长，加强终端精细化管理	增长主要依靠同店增长：依靠其品牌影响力和提供健康咨询等会员服务提高消费者重复购买率

资料来源：宏源证券研究所

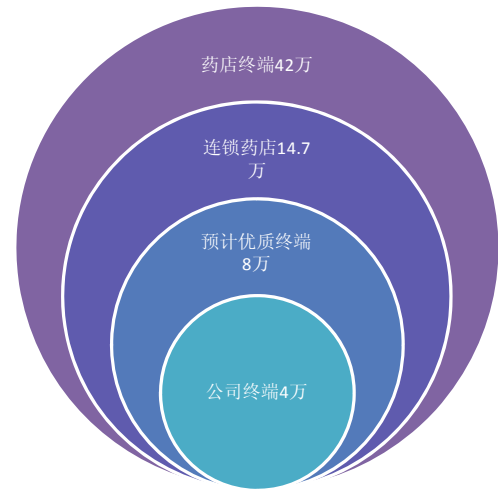
- ◆ **外延式扩张仍有 1X 空间，但优质终端已逐步布局，公司加强精细化管理为未来增长打基础：**目前全国连锁药店增至近 14 万家，主流保健品企业能进驻 8 万家左右，公司外延扩张还有 1X 空间，我们预计在 2015 年达到 6-7 万家；公司目前终端多分布在一二线城市，已进入 70%以上的一二线城市优质终端，公司打造会员管理和营养平台，为消费者提供健康咨询等专业服务，针对个体差异进行精准营销，提高消费者重复购买率，推动公司逐步从粗放式增长转向精细化管理。

图 2: 公司终端数量达 4 万家, 增速有放缓趋势



资料来源: 公司公告, 调研数据, 宏源证券研究所

图 3: 预计外延式扩张还有 1X 空间



资料来源: 调研数据, 宏源证券研究所

2、费用支持+考核方式转变, 同店增长将逐步成为公司主要增长源

加大对经销商费用支持力度, 品牌推广费用率或小幅下降, 预计总体费用率保持稳定: 公司明年会继续加大对经销商的费用支持力度, 鼓励经销商做地面; 品牌推广未来会向新媒体倾斜, 费用率有望逐步降低, 销售费用率预计保持相对稳定:

- ◆ **公司加大对经销商做地面的费用支持:** 公司从去年下半年开始至今年, 给经销商的费用支持力度会加大, 积极投放资金鼓励经销商做市场。从费用投放的结构来看, 空中投放会减少, 加大地面投放, 销售费用率预计保持相对稳定;
- ◆ **品牌推广费用率预计会逐步降低:** 公司希望在 11-15 年之间将品牌推广费用率拉平至 10%。去年为 9.4%, 两年内逐步降至 7%-9%。从品牌宣传的模式来看, 目前大部分都是依靠如电视、平面广告的传统媒体, 未来会向新媒体倾斜, 如百度、乐视网、微信与微博等, 目标是新媒体占比达 50%;
- ◆ **明年会逐步降低促销力度, 对经销商利益不会有大的影响:** 公司明年会调整促销力度, 买大送小、买二送一等买赠的力度会降低, 赠品比例下降, 赠品品种也会有所调整。未来赠品会以新品为主, 用来配合新品推广。公司已经做了评估, 减少促销不会对经销商利益造成大的冲击。

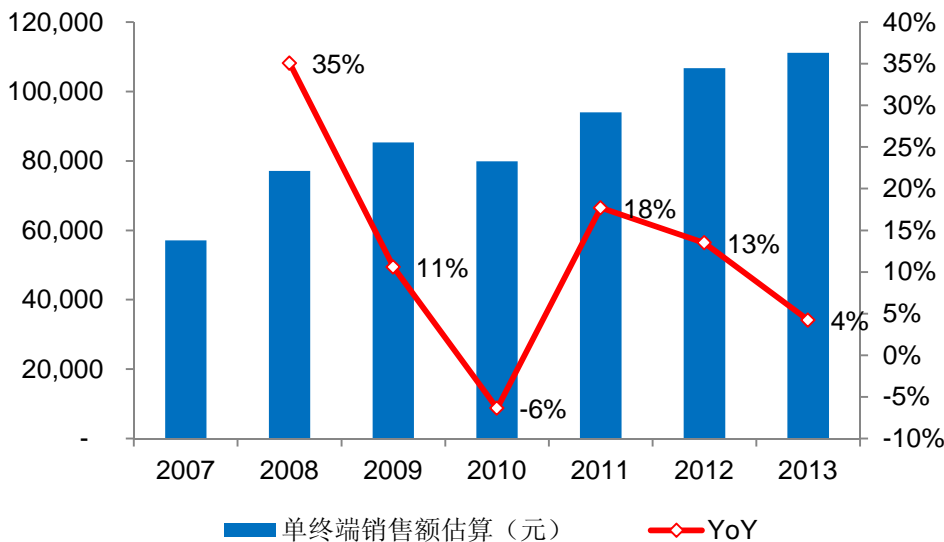
对经销商的考核重点转为同店增长: 优质终端的数量终究是有限的 (约为 8 万家), 提高同店增长是未来增长的主要路径, 去年公司在 80 个城市进行终端精细化试点, 今年开始对经销商的考核重点为同店增长, 为未来真正发力做好准备:

- ◆ **同店增速目前在 10%-20%, 公司跟踪的部分连锁药店的同店增速更高为 20%-30%, 部分经销商同店增速整体提升空间较大:** 目前能覆盖到数据的终端同店增速在 10%-20%。连锁药店的同店增速更高, 为 20%-30%, 其中增速最快的国大药房超过 44%, 增速最低的也有 22%。经销商的同店增速偏低一些, 未来提升的空间较大。
- ◆ **对经销商重点考核同店增长, 而对网点数不加以考核:** 公司对经销商的考核会综合考虑当地竞争情况、人员队伍能力、资金实力与渠道资源等情况, 再给经销商制定差异化目标。对经销商而言, 销量一直是最终考察目标, 过去重点考核网点扩张, 现在重

点考核同店增长;

- ◆ 在全国 80 个城市进行精细化管理的推广, 今年开始准备发力: 公司 12 年在 40 个城市推广精细化管理, 13 年扩张至 80 个城市试点, 今年开始真正发力。公司精细化管理的工作重点是 1) 对经销商进行培训, 帮助经销商提升管理能力; 2) 搭建公司自己的渠道推广专员队伍, 每个大区配备一个;

图 4: 单终端销售额稳步提高, 今年增速有望提升



注: 估算值=销售收入*3/终端数量, 未区分新店与老店

资料来源: 调研数据, 宏源证券研究所

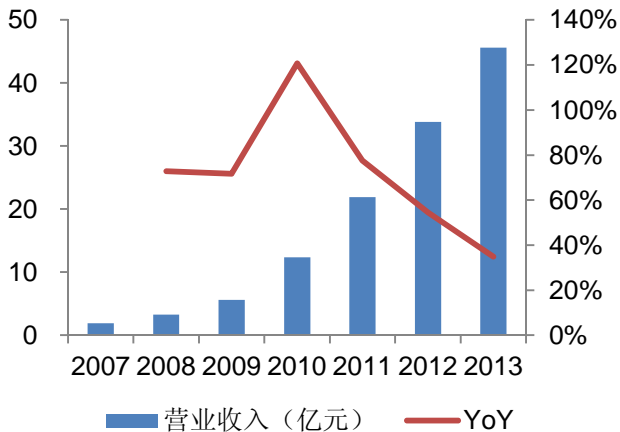
二、合生元借鉴: 会员管理模式带动收入多年持续快速增长

1、合生元活跃会员数量达 181 万, 收入占比近 90%

国内婴幼儿奶粉巨头合生元是国内快消品会员管理模式的典范。合生元在我国婴幼儿奶粉市场份额约在第七位, 其收入的近 90%来自于有重复购买行为的活跃会员:

- ◆ 合生元是国内奶粉巨头, 2013 年收入 46 亿, 增速显著快于行业平均 (07 年至 13 年收入复合增速 70%), 婴幼儿奶粉市场份额跃居第五: 2013 年合生元营业收入达 46 亿, 同比增长 35%, 高于行业里绝大部分品牌的增速。根据 AC Nielsen 统计, 合生元在我国婴幼儿奶粉市场份额由 12 年的第七跃居 13 年的第五。合生元奶源地是法国, 以进口奶源为主要品牌宣传点, 收入的 70%来自婴童店。公司产品除婴幼儿配方奶粉以外, 还包括益生菌、营养食品及护理食品;

图 5: 合生元 2013 年收入 46 亿元, YoY35%



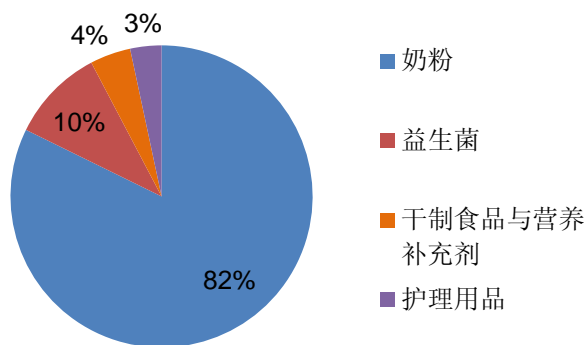
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 6: 合生元 2013 年婴幼儿奶粉市占率升至第五

排名	2013 年前 11 个月	2012 年	
	品牌	品牌	市占率
1	惠氏	美赞臣	12.3%
2	贝因美	多美滋	11.7%
3	美赞臣	惠氏	11%
4	多美滋	贝因美	8.7%
5	合生元	雅培	7.7%

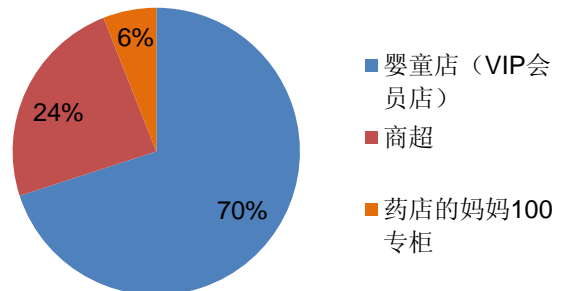
资料来源: AC Nielsen, 宏源证券研究所

图 7: 合生元产品结构: 82% 收入来自于婴幼儿奶粉



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

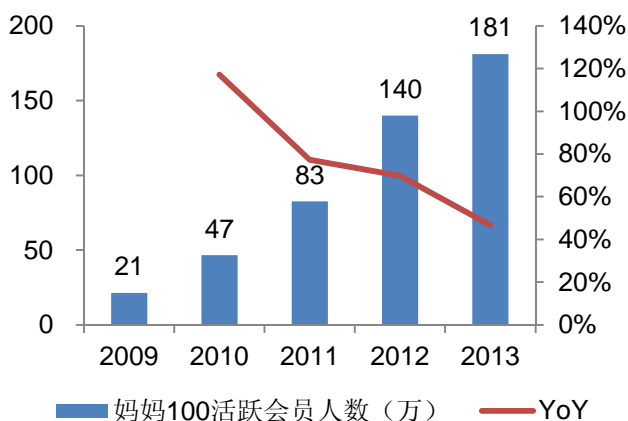
图 8: 合生元渠道结构: 70% 收入来自于婴童店



资料来源: 调研数据, 宏源证券研究所

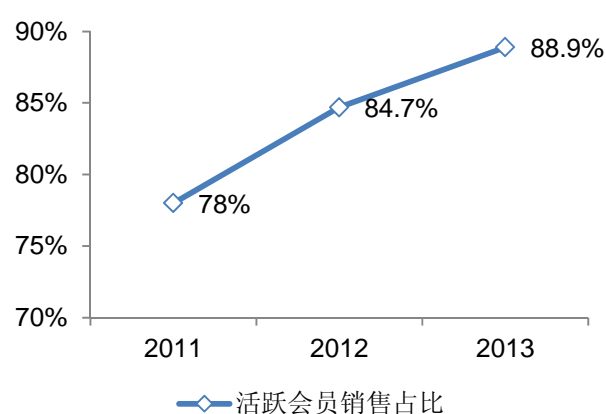
- ◆ 合生元目前近 90% 的收入来自近 3 个月有购买行为的活跃会员: 建立在妈妈 100 平台基础之上的会员体系是合生元的一大特色。截至 2013 年末, 合生元的活跃会员 (近 3 个月有购买行为) 数量为 181 万, 同比增长 47%, 会员收入占比达 89%。不断增长的会员数量以及带来的重复购买, 为公司收入增长提供巨大的推动力。

图 9: 截至 2013 年末合生元活跃会员达 181 万



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 10: 合生元活跃会员收入占比已达 89%



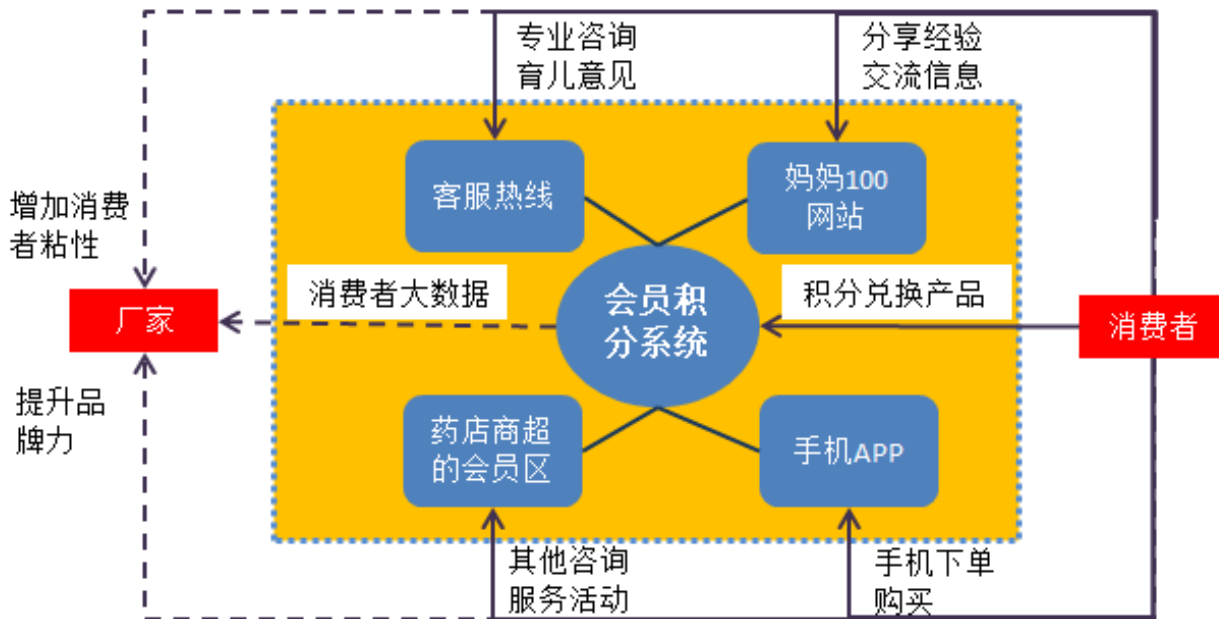
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

2、妈妈 100 平台: 增值服务提升消费者粘性, 提高重复购买率

合生元会员管理模式的核心是妈妈 100 会员平台, 通过积分兑换+专业咨询+经验交流等方式为会员提供一系列增值服务, 同时公司也可提升品牌力与消费者粘性, 并获得海量消费者数据来进行更有针对性的营销服务:

- ◆ **妈妈 100 会员平台是一个建立在综合性数据库之上的营销平台, 为会员提供一系列增值服务:** 妈妈 100 会员平台包括杂志+客服热线+mama100.com 网站+手机 App+药店商超等零售网点的妈妈 100 会员区, 与后台的会员积分及兑换系统, 以及未来有望推进的培训课程。消费者购买商品或者直接拨打客服电话即可免费加入会员;
- ◆ **妈妈 100 会员享受的服务主要包括兑换产品+获得专业咨询+分享育儿经验:** 1) 会员购买产品以后可获得积分, 通过积分累积计划可以在将来兑换产品; 2) 会员拨打客服热线, 可以获得来自儿科医生、育儿专家等专业人士的育儿咨询意见; 3) 妈妈 100 网站及社区为会员之间提供分享资料与交流信息的平台; 4) 部分药店与商超的妈妈 100 会员区, 为会员提供产品试吃、专业护理咨询以及其他消费者交流活动; 5) 合生元未来或将推进育儿培训等教育课程的计划, 为会员提供更多的服务;
- ◆ **合生元通过会员管理系统增加会员粘性+大数据分析客户需求数据:** 通过为会员提供一系列育儿方面服务, 合生元成功的加强了交叉销售、提升品牌力与客户忠诚度, 直接带来重复购买率提升。同时, 妈妈 100 平台为公司提供了海量市场数据, 包括会员购买信息与个人喜好、渠道及零售店数据, 从而产生实时的市场情报。通过对会员数据库进行分析, 有助于将公司的业务模式进化成精准的个性化服务模式。

图 11: 合生元妈妈 100 会员管理系统运作模式简图



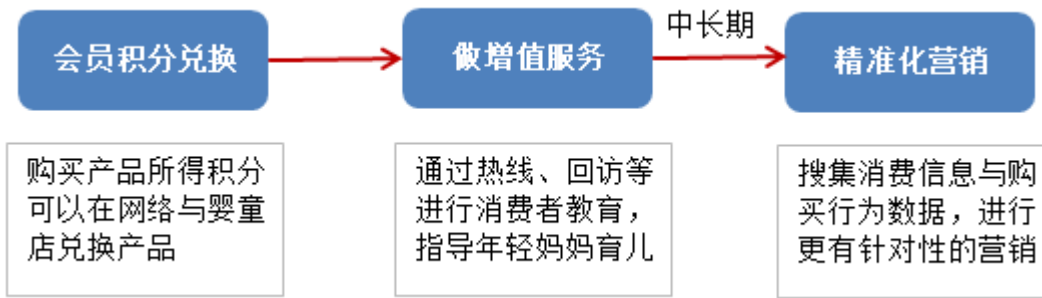
资料来源: 宏源证券研究所

图 12: 合生元妈妈 100 系统发展历程梳理

时间	推出服务
2003 年	启动客服热线, 每周七日朝九晚九。专人接听, 包括营养师、获认可的婴幼儿专员及曾任儿科医生的接线员等保健护理专业人士; 可提供详尽的婴幼儿护理、儿童照料健康资料。会员也可处理会员积分累积等服务。
2006 年	mama100.com 创建, 为向孕妇及哺乳母亲提供互动及分享经验论坛的在线社区。用户可就产品提供反馈, 也可在线查看会员积分余额及兑换商品。 选定药房与商超设立妈妈 100 会员区, 要求展示企业标志牌。提供妈妈 100 会员卡积分及兑换, 产品试吃, 专业护理咨询及多种消费者交流活动。
2012 年 11 月	发行 Margot Sunderland 博士的畅销书《What Every Parent Needs to Know》的中文特别版。未来数年将继续推出教育课程及相关教学材料。
2013 年 H1	与第三方支付平台合作, 在妈妈 100 积分累积机内安装支付系统, 使会员可以通过同一积分累积机用借记卡或信用卡付款及累积或兑换积分。
2013 年 9 月	正式发布适用于安卓与苹果系统的妈妈 100 手机 App, 开始 O2O 之路。O2O 推出后, 线上订单积分占总积分 9%。
2014 年 1 月	推出妈妈 100 微信商城与京东妈妈 100 旗舰店, 满足会员多元化购物需求。
2014 年计划	1、加大宣传妈妈 100 的 App, 增加线上活跃会员人数与 App 下载量。 2、推广线上购物, 与第三方解决方案供应商开发其他线上购物平台。 3、与第三方机构合作, 向会员推出早期教育课程。

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 13: 合生元妈妈 100 平台服务核心内容演进过程

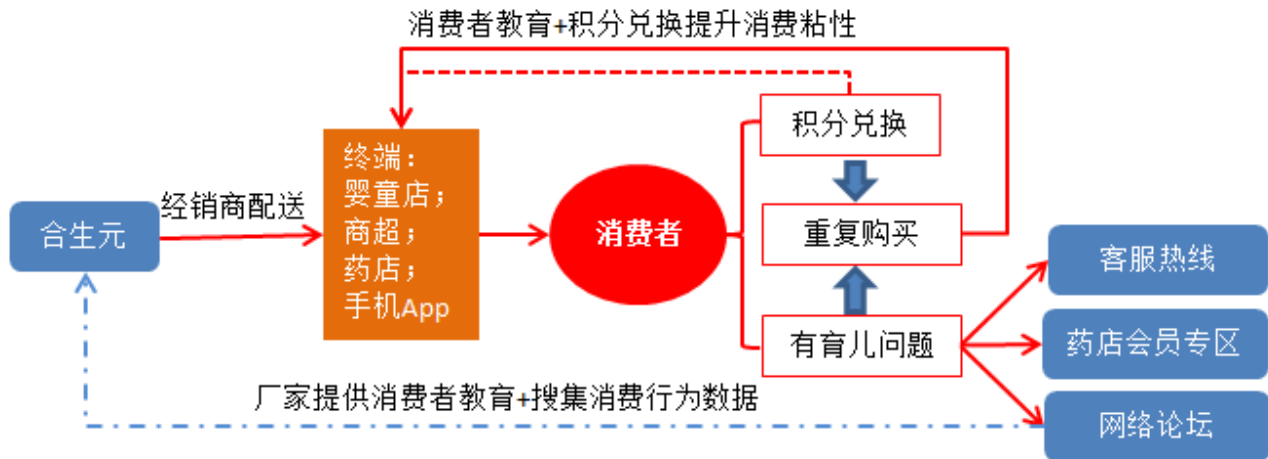


资料来源: 宏源证券研究所

我们认为, 不管是积分兑换与各种增值服务, 还是提供精准化的营销服务, 合生元妈妈 100 平台会员管理模式的核心在于消费者教育和服务。婴童市场做消费者教育的必要性与空间都很大, 对厂家而言可以提高客户黏性, 并拉动新的品类销售:

- ◆ 年轻家长育儿过程中的高关注+高互动性导致消费者教育的不可或缺: 1) 由于独生子女的普及与生活条件的提升, 年轻家长对育儿过程极度关注, 不仅包括衣食住行方面, 还上升到心理教育与未来成长的层面。2) 80、90 后的年轻家长缺乏育儿经验是普遍现象, 更多的通过亲友、育儿顾问、医生乃至互联网来获取育儿知识;
- ◆ 奶粉企业做消费者教育的空间很大, 奶粉消费仅是开端: 从婴幼儿成长的历程来看, 婴幼儿奶粉的消费仅是开端。仅仅从品类上看, 就涵盖吃(奶粉、辅食、营养食品等)、穿(服装、鞋袜等)、用(安全用品、护理用品等)、行(童车等)、玩(玩具等)各方面。奶粉企业不仅可以就奶粉使用方法进行消费者教育, 还可以延伸至其他婴幼儿必需的食品类别, 为消费者提供更周全更系统化的育儿服务;
- ◆ 以奶粉消费为导入点, 消费者教育有助于显著提高客户黏性, 并扩展新的品类销售(益生菌、纸尿裤、学前教育等): 妈妈 100 平台通过各种渠道进行奶粉销售之后的消费者教育: 药店商超会员专区的讲解+客服热线专业育婴专家的答疑+电话回访+育儿杂志的赠送+针对家长的育儿培训+其他经验交流活动等。这种建立在会员制基础上的消费者教育活动, 有助于显著提高客户黏性, 增加重复购买, 并且拉动如益生菌、护理用品等其他婴童用品的销售。

图 14: 消费者购买角度: 消费者教育有助于显著提高客户黏性



资料来源: 宏源证券研究所

图 15: 合生元妈妈 100 平台提供的各种消费者教育活动

方式	消费者教育和服务活动	作用与意义
公司主动	1、婴童店, 药店与商超的会员专区, 受过培训的销售员进行讲解	教导消费者奶粉等的科学使用方式, 凸显公司产品优点促进销售
	2、根据终端消费行为数据, 进行短信提醒、电话回访与销售员上门拜访	进行跟踪, 增加对消费者近况的了解, 为消费者留下良好印象
	3、为每月均有购买记录的会员免费提供育儿专业杂志	以直接与生动的方式为消费者提供育儿经验指导, 且与消费挂钩
消费者主动	1、拨打客服热线, 可以获得具有专业资格认证的育儿顾问的咨询解答	专业答疑, 为消费者解决各种育儿过程中的疑问, 方便且实用
公司提供平台	1、妈妈 100 网站的论坛、微信、微博等新媒体, 为网友提供交流平台	让消费者互相交流分享, 有助于积累良好的口碑效应

资料来源: 宏源证券研究所

3、从合生元模式看汤臣倍健的明天

3-1、膳食补充剂拥有发展会员模式基础, GNC 收入的 60%来自其金卡会员体系

我们认为, 婴幼儿奶粉与膳食补充剂行业都具备发展会员管理模式的行业属性, 而膳食保健品行业面向人群更广, 持续时间更长, 未来发展空间巨大。因此合生元的妈妈 100 会员管理系统为膳食保健品行业未来引入类似模式提供了很好的借鉴作用:

- ◆ **定位在健康领域, 产品需求有望继续提升:** 婴幼儿奶粉属于婴幼儿的生活必需品, 没有其他可替代产品。随着生活水平的提升与消费者对品牌与安全的重视程度增加, 以及 80 年代婴儿潮成长到生育年龄与二胎政策的落实, 对婴幼儿奶粉的需求会进一步提升; 而膳食补充剂也定位在健康领域, 随着人口老龄化的演进与国内消费者健康教育的普及, 未来成长的空间很大;
- ◆ **产品本身具备提供额外增值服务的需要:** 婴幼儿奶粉只是育儿过程中的一部分, 从产

品上来看还有营养食品、护理产品等，另外还包括使用方法及其他各方面的育儿资讯等服务，消费者对这些额外增值服务具有相当大的刚性需求，而通过积分制与会员营销，有助于绑定消费者需求，促进交叉销售；膳食补充剂亦是保健过程中的一小块，消费者存在对其他保健类服务的需求；

- ◆ **产品与服务所需过程具有较强的持续性：**婴幼儿成长过程至少会持续 3 年，这期间对产品与服务的需求一直存在，且不同年龄段需要不同的奶粉及育儿方式。在这种情况下，采用会员管理不仅可以享受到持续的人口红利，而且可以在大数据基础之上推出针对性的精准营销，进一步促进销售；而膳食补充剂主要定位在广大注重健康与生活质量的中老年群体，涉及人群更广，持续时间更久；
- ◆ **口碑效应有助于迅速扩大会员数量，并摊薄会员服务成本：**年轻家长互相交流育儿经验是一个极其普遍的现象。良好的会员管理系统有助于形成较强的口碑效应，年轻家长之间的口碑相传有助于迅速扩大会员数量，进一步提升产品品牌与销售，同时还能形成规模效应，摊薄会员服务的成本；而膳食补充剂行业所属的保健与健康领域亦是人们日常生活中较多交流的领域，良好的口碑往往会迅速积累并扩散。

图 16: 婴幼儿奶粉与膳食补充剂行业都具备做会员管理的行业属性

行业属性	婴幼儿奶粉	膳食补充剂
健康相关刚性需求	属于婴幼儿的生活必需品，没有其他可替代产品。随着生活水平的提升、婴儿潮到来与二胎政策的放开，对婴幼儿奶粉的需求会进一步提升	定位在健康领域，随着人口老龄化的演进与国内消费者健康教育的普及，未来成长的空间很大
需要提供增值服务	婴幼儿奶粉只是育儿过程中的一部分，从产品上来看还有营养食品、护理产品等，另外还包括使用方法及其他各方面的育儿资讯等服务	膳食补充剂亦是保健过程中的一小块，消费者存在对其他保健类服务的需求，非专科出身的普通消费者需要从正规渠道获取相关知识信息
持续时间较长	婴幼儿成长过程至少会持续 3 年，这期间对产品与服务的需求一直存在，且不同年龄段需要不同的奶粉及育儿方式	主要定位在广大注重健康与生活质量的老年群体，涉及人群更广，持续时间更久
口碑效应明显	年轻家长互相交流育儿经验是一个极其普遍的现象。良好的会员管理系统有助于形成较强的口碑效应，年轻家长之间的口碑相传有助于迅速扩大会员数量	膳食补充剂行业所属的保健与健康领域亦是人们日常生活中较多交流的领域，良好的口碑往往会迅速积累并扩散

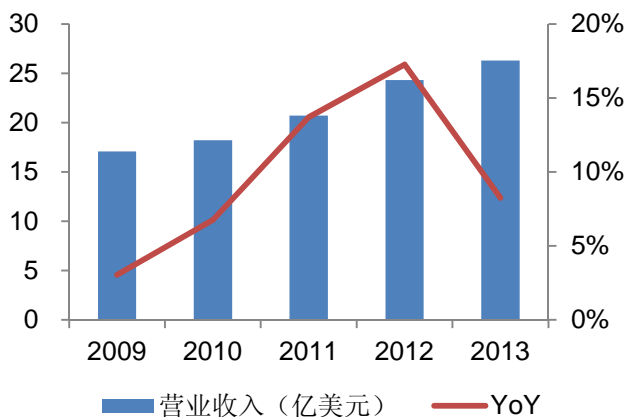
资料来源：宏源证券研究所

国际保健品行业巨头 GNC 收入的 75% 来自其金卡会员体系：GNC 作为美国保健品非直销领域的巨头，2013 年收入达 26.3 亿美元，其金卡会员模式为美国与加拿大地区的销售拉动起了重要作用：

- ◆ **GNC 在美国和加拿大拥有 830 万活跃金卡会员，超过 75% 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。截至 2013 年末，GNC 在美国和加拿大拥有 830 万活跃的金卡会员（同比增长 41%），其会员的平均消费额是非会员的两倍，公司收入中超过 75% 来自其会员体系；
- ◆ **GNC 以每日浮动折扣与营养信息等服务来促进金卡的销售：**GNC 金卡在自营店与官

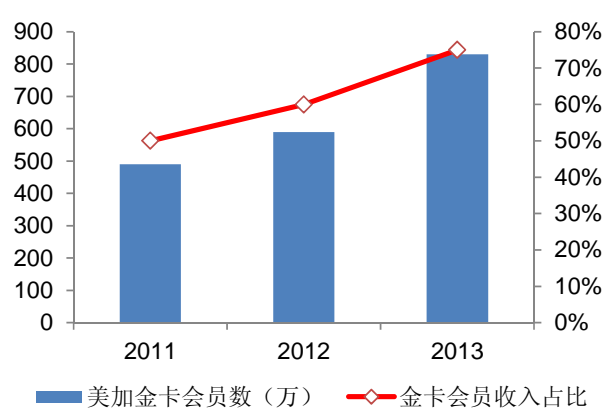
网上售价 15 美元（作为年费），会员优惠内容逐步由原来的购买日与每月第一周享受 8 折优惠，转换到每日的浮动折扣。另外，金卡会员还能收到定制的关于新品新闻、营养知识等方面信息。

图 17: GNC2013 年收入 26 亿美元，5 年增速 10%



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 18: GNC2013 年收入的 75% 来自金卡会员



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 19: GNC 会员付出少量年费之后可以享受折扣与营养信息等服务

获取方法	折扣	其他服务
在任意美国 GNC 商店或者官网上花 15 美元年费即可购得 GNC 金卡	1、会员在购买日与一年内每个月的第一周，在任何商店与官网上购物均可以打 8 折； 2、2013 年在全美市场推广了金卡会员定价模型的使用，将固定的 8 折优惠逐步转变为根据定价模型每日的浮动折扣（5%-50%）	会员还能接收到定制的邮件与电邮，包括产品新闻、营养信息等

资料来源：公司公告，公司官网，宏源证券研究所

3-2、膳食补充剂未来空间更大

从行业驱动、增长与竞争格局的角度来看，我们认为非直销领域的膳食营养补充剂行业的成长性好，竞争格局较好，且更加需要消费者教育的推动，在这些方面相比婴幼儿奶粉行业，更需要且更易于采用会员管理模式：

- ◆ **从行业驱动来看，消费者教育对膳食营养补充剂行业发展的影响更大：**相比较婴幼儿奶粉的刚需，保健品行业更加需要消费者教育。梳理发展历程，我国保健品行业在 2002 年之前，由于过度宣传+信誉问题，消费者信心下滑，行业陷入低谷；2003 年非典之后，随居民保健意识增加，保健品行业进入恢复性增长，尤其是营养补充剂份额提升。未来行业发展与消费者教育的推进将互相促进，建立在会员管理模式之上的正规科学的健康保健咨询等服务有望成为推动行业扩容的重要力量；
- ◆ **从行业增长来看，非直销的膳食营养补充剂市场规模较小，但成长性更高：**根据 Euromonitor 的统计，2011 年我国婴幼儿奶粉市场规模为 621 亿，07-11 年 CAGR (5) = 19%，已是高速增长。而根据中国保健学会的相关数据，2011 年我国膳食补充剂行业规模达到 770 亿，其中非直销收入占比偏低但逐年提升，收入规模约 150

亿，CAGR（5）高达 25%。非直销膳食补充剂行业成长性更高，快速增长的消费需求与消费人群为进行会员管理奠定了较牢固的基础；

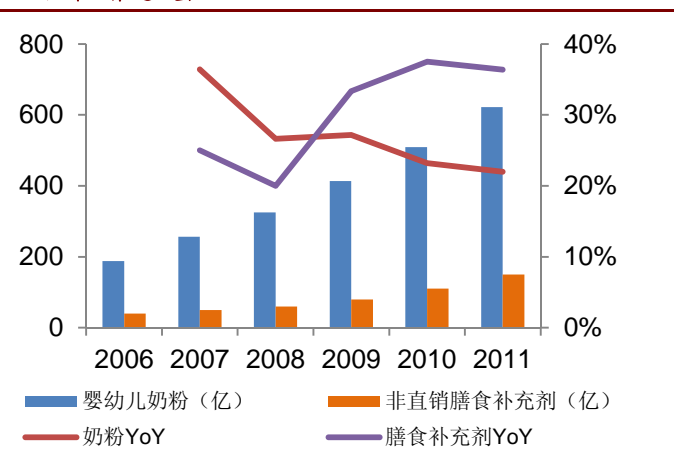
- ◆ 从行业竞争来看，汤臣倍健作为非直销的膳食营养补充剂龙头，竞争优势较大，龙头地位稳固：婴幼儿奶粉行业竞争较为激烈，各种中外品牌不断争夺市场份额，尤其是外资品牌影响力较大，2012 年 TOP10 品牌中有 4 家外资品牌，市场份额合计 46%。而在非直销膳食营养补充剂行业中，汤臣倍健一家独大，远超过国内其他品牌，且与国外竞品 GNC 等相比，具备较大的渠道与批文优势，在政府即将清理整顿行业、打击贴牌与无保健食品批文产品的背景下有望进一步受益。

图 20：婴幼儿奶粉与膳食补充剂行业都具备做会员管理的行业属性

分析视角	非直销膳食补充剂行业的优势	对做会员管理的影响
行业驱动	消费者教育是重要驱动：行业在 2002 年之前，由于过度宣传+信誉问题，消费者信心下滑，行业陷入低谷；2003 年非典之后，随居民保健意识增加，保健品行业进入恢复性增长，尤其是营养补充剂份额提升。	行业的不断发展需要消费者教育来推动，历史上的周期也是消费者保健意识与消费信心驱动的，未来行业发展会继续受益于消费者教育
行业增长	2011 年我国非直销膳食补充剂行业收入收入规模约 150 亿，CAGR（5）高达 25%，占比偏低但逐年提升。非直销膳食补充剂行业成长性较婴幼儿奶粉更高。	行业成长性好，快速增长的消费需求与消费人群为进行会员管理奠定了较牢固的基础
行业竞争	在非直销膳食营养补充剂行业中，汤臣倍健一家独大，远超过国内其他品牌，且与国外竞品 GNC 等相比，具备较大的渠道与批文优势，在政府即将清理整顿行业、打击贴牌与无保健食品批文产品的背景下有望进一步受益	行业竞争激烈程度较奶粉弱，汤臣倍健一家独大，政府整顿行业会挤出更多市场空间，有利于汤臣倍健采取几乎任何营销与管理措施

资料来源：宏源证券研究所

图 21：非直销膳食营养补充剂行业规模较婴幼儿奶粉小，但增速更快



资料来源：Euromonitor，中国保健学会，宏源证券研究所

图 22：非直销膳食营养补充剂行业中汤臣倍健一家独大，龙头地位稳固

主要企业	2013 年收入规模与市场地位
汤臣倍健	15 亿，连续多年非直销领域第一，预计 2014 年收入增长约 40%
诺天源 (NBTY)	受批文限制较大，以前一直以进口食品名义引进，易受政府政策影响
健安喜 (GNC)	受批文限制较大，以前一直以进口食品名义引进，易受政府政策影响
益生康健	超过亿元，但近年增长较慢
交大昂立	不到 5 亿，2010 年以来个位数增长
康力士	销量无起色，近年来负面新闻较多

资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

3-2、汤臣倍健将打造专业营养平台，为会员提供一体化服务

汤臣倍健在 2012 年已经推出会员俱乐部，通过积分兑换与咨询热线等服务活动来增加消费者粘性。会员服务内容有待进一步深化，内在联系有望进一步打通：

- ◆ **汤臣倍健 2012 年推出会员计划，去年上半年活跃会员已超过 20 万人：**2012 年公司正式推出营养家会员俱乐部，消费者购买产品以后即可成为积分会员。会员人数增长较快，截至 2013 年上半年活跃会员人数已达 20-30 万人；
- ◆ **会员拥有积分兑换、健康评估、营养咨询等福利，会员服务内容尚待进一步深化：**会员购物获得积分（每 1 元积 1 分），积分达到兑换标准时，可在营养家会员网站“礼品商城”兑换相应的积分礼品。会员还可拨打营养咨询热线，获得来自专业营养顾问的健康咨询服务，并享受在线健康评估。另外会员还可以免费获得《营养家》季刊，以及参观透明工厂、骑行等不定期户外活动。

图 23: 公司已推出营养家会员俱乐部，提供积分兑换、在线健康管理等服务



资料来源：公司营养家网站，宏源证券研究所

图 24: 会员服务目前包括积分兑换+咨询热线+在线健康管理+其他活动



资料来源：宏源证券研究所

在传统的产品营销中，厂家最关注产品品质、公司品牌、广告投放、渠道抢占等方面；而价值营销的核心是会员管理。公司计划在现有的、刚起步不久的会员俱乐部基础之上，整合已有资源，发力打造专业的营养平台，打通线上线下，为客户提供一体化服务：

- ◆ **线上打造营养平台，为客户提供专业的健康咨询服务：**公司计划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；
- ◆ **线下今年开设 500 家会员店，提供更多营养体验服务：**今年公司计划选 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。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；
- ◆ **后台系统整合与分析客户信息，中长期希望有 300 万活跃会员：**公司通过线上线下同时提供丰富且专业的营养服务，会员数量有望继续快速增加，公司目标是在中长期拥有 300 万活跃会员。同时，通过线上线下的服务来收集会员数据，后台系统进行整合与分析，有助于更精确了解消费者需求，指导公司后续的营销服务工作。

我们认为，汤臣倍健开启会员管理模式，打通线上线下，为会员提供专业化与一体化的健康服务，有助于显著提升重复购买率，拉动同店增长，是公司战略性迈入内生性增长新阶段的重要步骤。在人口老龄化与居民保健意识提升的大背景下，新的会员管理模式

有望打开新的成长空间，促进公司业绩继续保持快速增长。

图 25: 汤臣倍健计划中的营养家平台与合生元妈妈 100 的对比

	合生元妈妈 100	汤臣倍健营养家（计划中）	对比与启迪
线上	妈妈 100 网站及社区为会员之间提供分享资料与交流信息的平台，会员也可以进行积分查询与兑换活动	计划打造全国最大的营养师在线平台，联合各方面的资源，包括专家、营养师、医生为客户提供全方位、一体化的服务	汤臣倍健线上更偏向于在线咨询的功能，实用性强，且迎合年轻上网族习惯网上咨询问题的习惯
线下	部分药店与商超的会员区，为会员提供产品试吃、专业护理咨询以及其他消费者交流活动，未来或将推进育儿培训	今年计划选 500 家会员店做试点，通过会员制提供很多体验服务，包括免费体检、健康咨询、套餐服务等	汤臣倍健线下更侧重于体检、健康咨询等健康相关体验服务，实用性强，对老年人尤其有吸引力
后台	公司获得海量市场数据，包括会员购买信息与个人喜好、渠道及零售店数据，通过整合分析，有助于将公司的业务模式进化成精准的个性化服务模式	通过线上线下的服务来收集会员数据，后台系统进行整合与分析，有助于更精确了解消费者需求，指导公司后续的营销服务工作	合生元的大数据观念很强：通过妈妈 100 平台收集整合会员数据，来指导个性化服务。汤臣倍健需要借鉴合生元在此方面的经验
咨询热线	儿科医生、育儿专家等专业人士可以提供育儿咨询意见	接受培训有资格认证的营养顾问，提供健康咨询服务	双方较类似，但汤臣倍健热线服务时间比合生元稍短
会员数量	2006 年开始会员制。截至 2013 年末，活跃会员数量为 181 万，YoY47%，会员收入占比近 90%	2012 年推出会员俱乐部，去年上半年会员超过 20 万人，公司目标是中长期有 300 万活跃会员。目前会员重复购买率较低	汤臣倍健的会员制度起步时间不长，未来提升空间很大，公司推出更完备的会员管理计划会加速提升

资料来源：宏源证券研究所

图 26: 三张财务报表摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)									
利润表					资产负债表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,482	2,050	2,796	3,731	货币资金	1530	2517	2524	2663
YOY	39%	38%	36%	33%	应收和预付款项	71	111	151	200
营业成本	523	739	1,012	1,355	存货	234	324	444	594
毛利	959	1311	1783	2376	其他流动资产	17	0	0	0
% 营业收入	65%	64%	64%	64%	长期股权投资	1	1	1	1
营业税金及附加	18	25	34	46	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产和在建工程	477	477	677	927
销售费用	317	400	531	709	无形资产和开发支出	95	102	109	114
% 营业收入	21.4%	19.5%	19.0%	19.0%	其他非流动资产	0	0	0	1
管理费用	154	185	238	298	资产总计	2438	3508	3851	4433
% 营业收入	10.4%	9.0%	8.5%	8.0%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-34	-42	-52	-54	应付和预收款项	214	994	1116	1188
% 营业收入	-2.3%	-2.0%	-1.9%	-1.4%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	1	其他负债	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	224	994	1116	1188
投资收益	0	0	5	5	股本	328	656	656	656
营业利润	503	743	1037	1380	资本公积	1163	1163	1163	1163
% 营业收入	33.9%	36.3%	37.1%	37.0%	留存收益	742	714	934	1444
营业外收支	0	0	0	0	归属母公司股东权益	2233	2533	2753	3263
利润总额	503	743	1037	1380	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	33.9%	36.3%	37.1%	37.0%	股东权益合计	2233	2533	2753	3263
所得税费用	82	115	161	214	负债和股东权益合计	2457	3527	3869	4452
净利润	422	628	877	1166					
归属于母公司所有者的净利润	422	628	877	1166	财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东损益	0	0	0	0	毛利率	65%	64%	64%	64%
					三费/销售收入	29%	26%	26%	26%
					EBIT/销售收入	32%	34%	35%	35%
					EBITDA/销售收入	39%	36%	36%	37%
					销售净利率	28%	31%	31%	31%
					ROE	19%	25%	32%	36%
					ROA	17%	18%	23%	26%
					ROIC	18%	23%	30%	34%
					销售收入增长率	39%	38%	36%	33%
					EBIT 增长率	58%	49%	40%	35%
					EBITDA 增长率	78%	29%	38%	34%
					净利润增长率	50%	49%	40%	33%
					总资产增长率	19%	44%	10%	15%
					股东权益增长率	463%	7%	29%	21%
					经营现金流净流增长率	463%	7%	29%	21%
					流动比率	8.6	3.0	2.8	2.9
					速动比率	7.5	2.7	2.4	2.4
					应收账款周转天数	12.0	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

		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	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@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	程新星	021-65051257	18918523006	chenxinxing@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

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。