

汤臣倍健 (300146)

强烈推荐

行业：食品综合

从 Nike+ 看十二篮转型成功的基因

本报告通过研究互联网转型成功案例 Nike 来论证十二篮所具备的成功基因，深入研究了互联网对行业的影响以及公司所具备的互联网思维。

◇ **互联网时代消费的变化：消费者体验被提到第一高度。** 电商渠道因提升了零售渠道效率而实现了高速增长；电商渠道销售产品的费用低于线下渠道的扣点吸引了大量用户；电商新渠道给新品牌以孕育的机会，传统品牌不转型则面临巨大挑战，消费者体验被提到第一高度。

◇ **互联网转型的成功标杆——Nike：通过挖掘运动的乐趣和社交属性，收入增长 45% 后股价涨了 4 倍。** Nike 将运动与互联网结合，通过 Nike+ 挖掘了跑步的乐趣和社交属性，将跑步变成一种潮酷的体验，用户爱上运动并坚持运动才会购买运动产品。Nike+ 上市后 Nike 的跑步产品超过了篮球产品收入，Nike+ 成为拉动收入增长的引擎，在应用上市的后 5 年，Nike 收入增长了 45%，股价翻了四倍。Nike+ 线上社区用户超过 2800 万，美国 4% 的人是 Nike+ 的用户。

◇ **互联网思维下的新品牌——十二篮：打造减重的乐趣和社交属性让消费者坚持下去，预计每个蓝星人每年可贡献 3 千多元收入。** 与 Nike+ 类似，十二篮将减重与互联网相结合，通过数字化的体重管理平台使得减重更有乐趣、更具社交属性，让减重变成一种潮酷的体验。十二篮通过网络发售，提供了更具效率的价格，能够以终端指导价 5 折出售，预计每个蓝星人每年能贡献 3400 元收入。中国有 6000 多万肥胖人群，只要 1% 成为公司用户则可贡献 20 亿元。

◇ **汤臣倍健消费体验提升：营养家平台将提升客户黏性，占领中高端市场。** 电商渠道使得新品牌能够提供更具有效率的价格，汤臣倍健也会通过单品运作、推出网络专供、专卖店专供产品以顺应趋势；目前药店仍是汤臣倍健品牌最主要的渠道，公司将通过打造营养家会员管理体系，提升客户体验，增强客户黏性，维持渠道体系的稳定，占领中高端市场，市场渗透率还有 3 倍空间。

◇ **预计 14-16 年 EPS 为 0.92, 1.30, 1.80 元 (暂不考虑增发摊薄)，** 公司是行业中第一家以互联网思维积极提升消费体验的企业，在千亿行业中份额仅 5%，份额提升最具优势且空间巨大，应给与估值溢价，目标价 35 元，强烈推荐。

◇ **风险提示：** 十二篮用户数低于预期，渠道窜货造成价格体系混乱

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1482	2046	2740	3630
收入同比(%)	39%	38%	34%	32%
归属母公司净利润	422	607	852	1184
净利润同比(%)	50%	44%	40%	39%
毛利率(%)	64.7%	65.7%	66.7%	67.8%
ROE(%)	18.9%	24.2%	28.4%	32.2%
每股收益(元)	0.64	0.92	1.30	1.80
P/E	39.18	27.23	19.39	13.96
P/B	7.40	6.58	5.51	4.50
EV/EBITDA	29	21	15	11

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 35.00

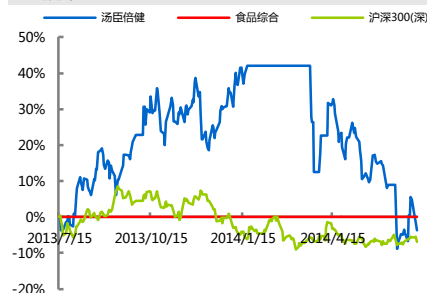
当前股价： 25.08

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	656
流通股本(百万股)	327
总市值(亿元)	165
流通市值(亿元)	82
成交量(百万股)	5.87
成交额(百万元)	147.16

股价表现



相关报告

目 录

一、 互联网时代消费的变化：消费者体验被提到第一高度	5
1. 电商渠道因提升了零售渠道效率而实现了高速增长	5
2. 电商渠道销售产品的费用低于线下渠道的扣点吸引了大量用户	5
3. 电商新渠道给新品牌以孕育的机会，传统品牌不转型则面临巨大挑战	6
4. 移动互联网时代消费者体验被提到第一高度	6
二 互联网思维转型成功的消费品标杆——Nike：推出 Nike+ 后 5 年收入增长 45%，股价上涨 4 倍	7
1. NIKE+：挖掘跑步的乐趣和社交体验，让用户爱上运动才会持续购买运动产品	7
2. NIKE+应用上市后 5 年收入增长了 45%，股价上涨 4 倍	8
三 互联网思维下的新品牌——十二篮：每个忠实的篮星人每年将贡献 3 千元以上收入	11
1. 十二篮：挖掘体重管理的乐趣和社交体验，用户爱上减重体验是营养品销售的根基	11
2. 十二篮定价已趋于合理，预计每个篮星人每年贡献 3 千元以上收入	13
四 汤臣倍健消费体验提升：营养家平台提升客户黏性，占领中高端市场	14
1. 网购等非直销渠道占比会继续上升，新品牌定价会更具性价比，带动行业渗透率加快提升	14
2. 公司通过单品运作、专卖店专供产品、网络专供产品的方式以顺应趋势	20
3. 汤臣倍健品牌在药店渠道通过会员管理提升用户黏性，占领中高端市场	22
五 盈利预测	25

图目录

图 1 网购市场快速增长至 1.85 万亿元.....	5
图 2 2013 年网购渗透率已达 22.4%	5
图 3 移动购物交易占比快速提升	6
图 4 移动购物交易规模快速增长	6
图 5 NIKE+APP 的功能.....	7
图 6 NIKE+用户体验.....	8
图 7 NIKE+贴心满足用户所有需求，尤其是心理上的需求.....	8
图 8 NIKE+产品	9
表 2 NIKE+大事记.....	9
图 9 NIKE 在 08 年后收入增长 45%.....	10
图 10 NIKE 估值中枢从 19 倍提升至 25 倍.....	10
图 11 NIKE 股价在 08 年后增长 4 倍.....	10
图 12 十二篮产品构成	11
图 13 十二篮用户体验	12
图 14 十二篮贴心满足用户所有需求，尤其是心理上的需求.....	12
表 3 十二篮体重管理项目中的营养产品.....	13
图 15 未曾营销先造势+饥饿营销吸引关注度	13
图 16 营养保健食品近十年收入复合增速 49%	13
图 17 中国膳食营养补充剂市场规模 700 多亿.....	14
图 18 营养保健食品近十年收入复合增速 41%	14
图 19 营养保健食品近十年收入复合增速 49%	14
图 20 2005 年后安利纽崔莱销售额复合增速 6%	15
图 21 非直销市场规模预计保持 15%+的增长.....	15
图 22 汤臣倍健市场份额约 7%	16
图 23 日本膳食营养补充剂渠道结构.....	16
图 24 美国膳食营养补充剂渠道结构.....	16
图 25 美国膳食营养补充剂渠道变化.....	16
图 26 保健营养品的流通环节加价幅度高于一般商品	17
表 4 电商为新品牌提供更具效率的价格创造了销售渠道	17
图 27 保健食品批文增长.....	18
图 28 天猫双十一保健品销售额	18
图 29 美国不同年龄保健品渗透率（2009）	18
图 30 中国不同年龄保健品渗透率（2009）	18
图 31 日本人口结构变化.....	19
图 32 日本一般用药品与特定保健用食品间消长.....	19
图 33 中国人口结构变化.....	19
图 34 中国医疗卫生支出不断增加.....	19
图 35 膳食营养补充剂人均消费额差距（美元）	19

图 36 膳食营养补充剂主要品类	19
表 5 销量较大的单品	20
表 6 2013 年保健品零售市场 20 强单品	20
图 37 GNC 网点数量保持 5%-10% 的增长	21
图 38 GNC 独立零售网点单点收入稳步增长	21
图 39 汤臣倍健渠道管控体系	22
图 40 连锁药店比例在提高	23
图 41 华东和华南占收入比重保持在 50% 以上	23
图 42 公司收入增长与网点增长相关性高	23
图 43 单店收入稳步提升	24
图 44 公司收入增长与网点增长相关性高	24
图 45 O2O 提升消费体验和销量的运作方式	25
图 46 合生元会员收入占比不断提高	25
图 47 合生元妈妈 100 会员终端网点快速增长	25
表 7 汤臣倍健发展历程	26

表目录

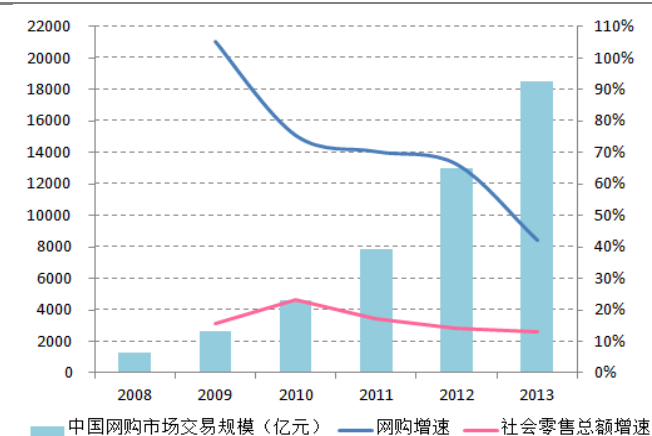
表 1 各电商平台服务收费低于线下渠道	5
表 2 NIKE+ 大事记	9
表 3 十二篮体重管理项目中的营养产品	13
表 4 电商为新品牌提供更具效率的价格创造了销售渠道	17
表 5 销量较大的单品	20
表 6 2013 年保健品零售市场 20 强单品	20
表 7 汤臣倍健发展历程	26

一、互联网时代消费的变化：消费者体验被提到第一高度

1. 电商渠道因提升了零售渠道效率而实现了高速增长

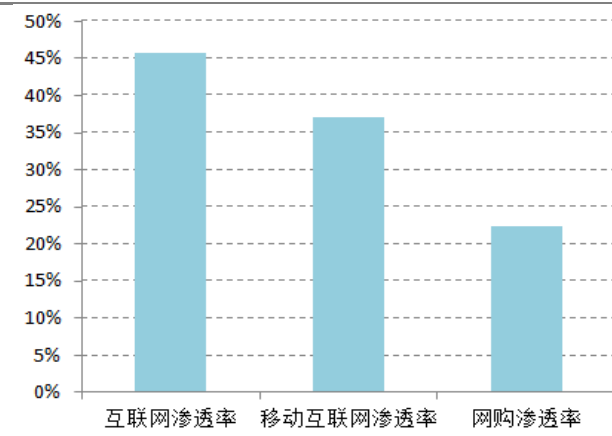
中国大量人口基数为众多分散的零售终端的存在提供条件,也造成了多层级的渠道结构和渠道库存的堆积。多层级渠道加价率高,一般商品流通环节加价占终端价的30%-70%。电商渠道因减少了渠道层级,成为更具效率的新营销渠道,其为消费者提供了较低的价格、海量的商品、便捷的购物体验,同时也搭建了一条基于客户需求数据分析能力更强的现代供应链和销售系统。2013年网购市场已达到1.85万亿元,占社会零售总额的7.9%,增长远高于线下销售的增长。

图 1 网购市场快速增长至 1.85 万亿元



资料来源：艾瑞咨询、中国中投证券研究总部

图 2 2013 年网购渗透率已达 22.4%



资料来源：艾瑞咨询、中国中投证券研究总部

2. 电商渠道销售产品的费用低于线下渠道的扣点吸引了大量用户

网购萌芽初期在网上开店门槛很低,几乎没有产品以外的成本便可以销售给终端用户,而且网络扩张简单快速,借助第三方物流可以构建覆盖全国的购物渠道。低价、选择丰富、宅配便利性吸引力大量消费者,也成为了去社会库存的渠道。发展到 B2C 阶段后,电商作为第三方平台的销售费用一般在 5%-10%,品牌商支付的费用包括保证金、平台使用费、交易扣点,低于线下终端的扣点水平。

表 1 各电商平台服务收费低于线下渠道

	苏宁易购	天猫	京东	亚马逊中国	当当	微信
保证金 (元)	30000	品牌旗舰店、专卖店: 5-10 万 专营店: 10-15 万	10000- 50000		10000- 50000	50000
平台使用费 (元)		60000	6000		6000	
交易扣点 (%)	6	2-5		10		0.6

资料来源：公司网站，中国中投证券研究总部

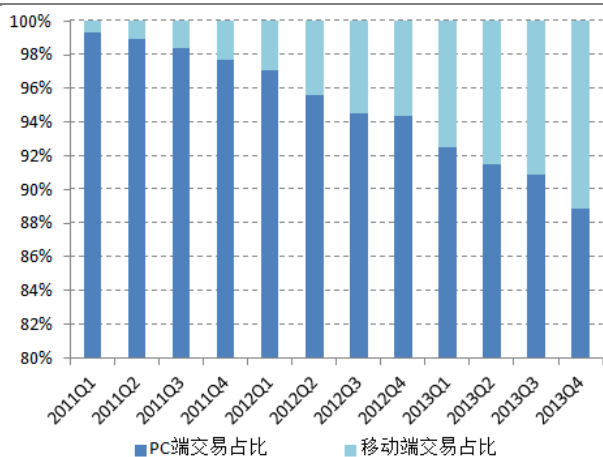
3. 电商新渠道给新品牌以孕育的机会,传统品牌不转型则面临巨大挑战

电商的消费人群年轻,有些甚至未养成固定的品牌和单品的消费习惯,消费有随机性,会被供给创造需求的高性价比产品所吸引。因此电商为一些不受线下经销商系统约束的新品牌提供了直营销售的平台,同时电商无边限制使得新品牌能够迅速实现销售的全国化。目前的大型食品企业也看到了电商渠道的重要性,多数已进驻天猫、京东、1号店等线上平台,为避免对原有经销商利益造成冲击以及维持价格体系稳定,一般采取线上线下同价政策,通过对部分产品提供限时特卖的方式获取客户,这样价格竞争力并不明显,客户黏性不高;网购业务盈利较差且占比小,企业重视也不高,多数处于自然增长状态,网上销售额停留在千万级别,一般占上市食品饮料企业的收入不足1%。传统企业难免要面对转型的阵痛,我们认为未来会有越来越多的企业推出线上线下的区隔产品,把握全渠道发展机遇。

4. 移动互联网时代消费者体验被提到第一高度

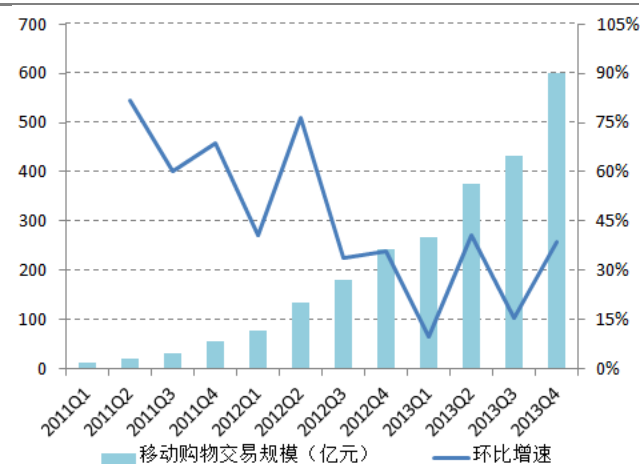
随着智能手机的快速普及,微信兴起和支付技术的实现,中国移动购物市场交易快速增长,2013年达到1676亿元(+165.2%),2013年Q4移动购物占整体网购的11.1%。PC时代的网购满足了消费者在有目的消费行为中,获取信息、比价、方便购物的需求,但没有满足消费者即时随机的消费行为。PC时代很多消费者在线下体验之后到电商上去以更低的价格购买。而移动购物87%发生在在家休闲时,移动端满足了消费者在无法PC联网、碎片化时间购物的需求。

图 3 移动购物交易占比快速提升



资料来源:艾瑞咨询、中国中投证券研究总部

图 4 移动购物交易规模快速增长



资料来源:艾瑞咨询、中国中投证券研究总部

在移动购物时代,终端需求越来越差异化和个性化。以前很多品牌商都通过全国的零售通路实现了销售渠道的全国化,已经覆盖到全国消费者,与消费者互动的动力不足。但随着来自电商的压力,推动了实物品牌商进入提升消费者体验的阶段。企业需要更精细的把握需求,更精准的营销,更人性化的互动,才能继续提升市场份额、改善运营效率和实现品牌的持续提升,消费者体验被提到了第一高度。

二、互联网思维转型成功的消费品标杆——Nike：推出 Nike+后 5 年收入增长 45%，股价上涨 4 倍

Nike 是传统消费品企业中通过科技互联网重塑消费模式的成功案例。Nike 将运动与互联网结合，通过 Nike+ 打造了数字化的运动平台，使运动更有乐趣、更具社交属性，让用户拥有独一无二，充满动力的跑步体验。在互联网营销时代，产品只是一部分，更重要的是产品创造出的探索、分享、互动的快乐体验，这种潮酷的用户体验是销售的根基。只有当用户热爱运动并坚持运动的时候，才会持续购买运动产品。

1. NIKE+：挖掘跑步的乐趣和社交体验，让用户爱上运动才会持续购买运动产品

Nike+ 起源于与 Ipod 的合作，初衷是把运动和音乐结合起来，让客户消除寂寞长跑，让长跑变得更美妙。调研发现拥有 Ipod 的用户中有 50% 的人是在锻炼身体时使用它，于是苹果通过 nike+ 将喜欢运动的人拉到 Ipod 的平台上。帮用户实现联想，穿上 nike，带上 Ipod 跑步才美妙。2006 年双方合作推出了 nike+Ipod 系列产品，使 nike 鞋和 Ipod nano 实现了对话，组件包括鞋中的传感器、与 Ipod 链接的接收器，Ipod 可以存储并显示运动的时间、距离、热量消耗值和步幅等数据，也可以通过耳机了解实时数据。

2008 年公司推出了应用程序 Nike+，它追踪用户的跑步，通过实际跑步数据激发用户的成就感和兴趣，激励用户实现更高的目标，通过社区分享成就，挑战纪录，参与竞赛，与朋友追逐实现互动，鼓励彼此坚持下去。**让用户跑的更远、跑得更快、跑得更频繁，同时将用户变成自己的忠实粉丝。**

图 5 Nike+APP 的功能



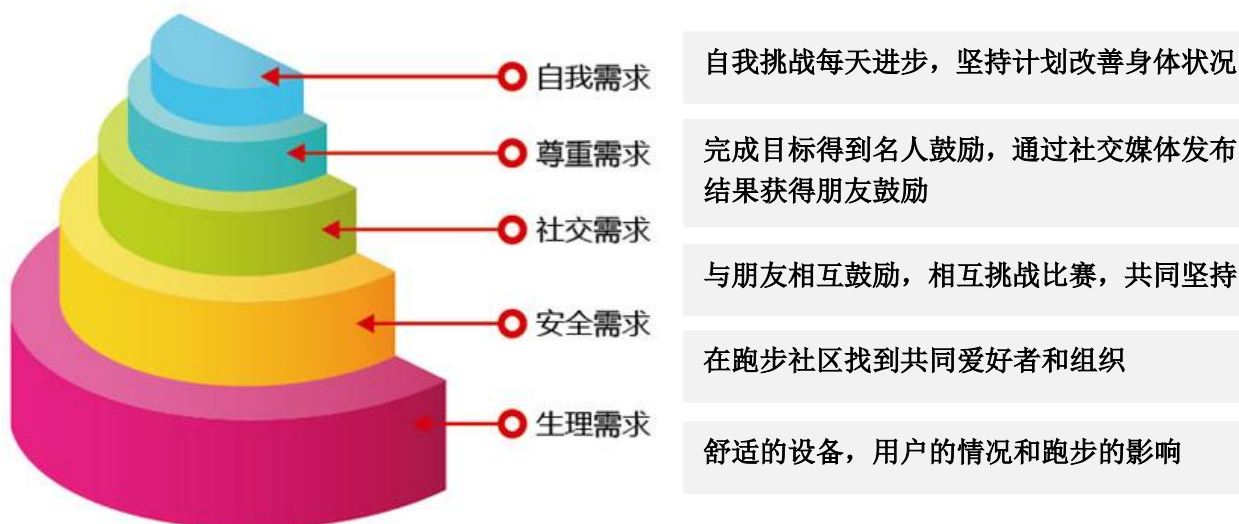
资料来源：nikeplus、中国中投证券研究总部

图 6 Nike+用户体验



资料来源：中国中投证券研究总部

图 7 Nike+贴心满足用户所有需求，尤其是心理上的需求



资料来源：中国中投证券研究总部

2. NIKE+应用上市后 5 年收入增长了 45%，股价上涨 4 倍

2006 年 Nike+Ipod 上市，2008 年 Nike+应用上市，在 2010 年时 Nike 的跑步产品收入远超传统享有盛名的篮球产品收入，分别为 28 亿美元和 21 亿美元，其中 Nike+的影响不容忽视。

2012 年开始，Nike 加速了运动数字化领域的布局，多款产品上市，Nike+ Fuelband 运动功能手环完成了对非运动人员的覆盖，建立自控数据体系；能量计量单位 NikeFuel 的推出为用户迁移至别的平台设置了壁垒；具备 GPS 功能的运动腕表推出巩固数据系统；发布 Nike+Basketball 和 Nike+Training 将 Nike+从跑步拓展到篮球和训练产品当中。Nike 在旗舰级产品上生产 Nike+版和普通版，尽快带动 Nike+普及。

Nike+的线上社区用户大幅增长，从 2012 年初的 500 万增加到 2014 年的 2800 万。在中国，2013 年 Nike+注册用户增长了 130%；Nike+APP 的下载量从 2012 年的 57 万增长到 2013 年 258 万，增长 350%。

Nike 已经拥有全球网上最大的跑步社区，Nike 利用收集到的数据和社交圈鼓励用户多运动。根据收集到的用户健康和运动相关数据，通过 Nike Training Club 为用户量身打造健身计划 从硬件厂商变成服务供应商 提高了客户黏性 用户加入 Nike Training Club 可享受运动员级别的店内服务，在线购买的所有商品都可享受免费配送和免费退换货服务；有鞋款专家能透过步态分析和鞋款试穿，找到最合适的鞋款；还享有运动内衣量身服务，找到适合用户运动的最佳支撑力。

图 8 Nike+产品系列



资料来源：nikeplus、中国中投证券研究总部

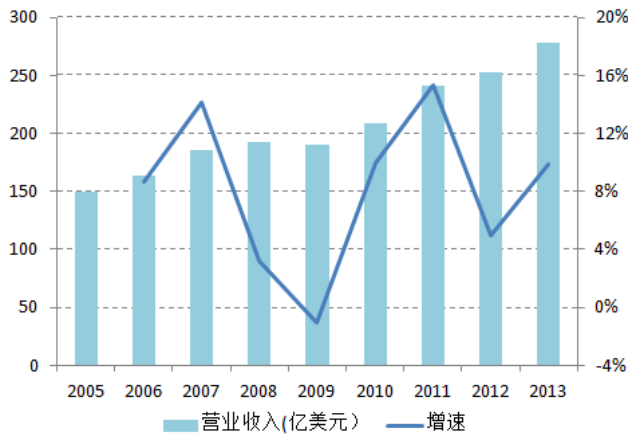
表 2 nike+大事记

大事记	
2006.5	耐克与苹果联合发布 nike+iPod 运动系列组件，让用户可以在听音乐的同时了解自身各项运动数据
2008.3	APP store 上线，Nike+ 为首次登陆 IOS 的应用之一
2010	耐克成立独立的运动数字部门，运动数字化成发展战略
2010.9	对 Nike+running 应用升级，支持 GPS 功能，使用户无需传感器完成数据收集
2012.1	发布 Nike+Fuelband，覆盖非运动人群，同时推出能量计量单位 NikeFuel，社区用户达到 500 万
2012.2	发布 Nike+Basketball 和 Nike+Training，将 Nike+ 从跑步拓展到篮球和训练产品当中
2012.6	Nike+ 官网上线，与 TomTom 合作推出 Nike+ 运动腕表
2012.6	将应用 Nike+Running 移植到安卓平台，与微软合作推出 Nike+Kinect Training，丰富应用场景
2012.12	与 TechStars 合作推出 Nike+Accelerator 项目，开发 Nike+ 平台上的创新应用，社区用户突破 1000 万
2013.10	推出第二代智能腕带 Nike+Fuelband SE，社区用户突破 1800 万
2014.4	建立 nike+ fuel 平台，用户超过 2800 万
2014.6	推出安卓版 Nike+Fuelband 智能手环

资料来源：中国中投证券研究总部

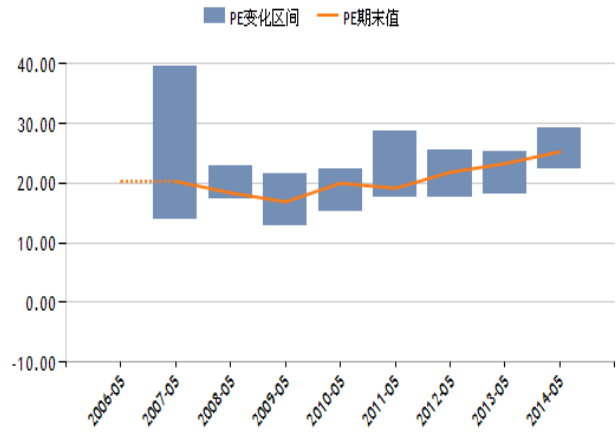
Nike+正成为拉动公司业绩的增长新引擎。08年 Nike+应用推出后,自 09-13年 公司收入增长 45%,股价上涨 4 倍,估值中枢从 19 倍提升至 25 倍。Nike 的营销不直 白针对产品,而是挖掘并激发了人们更深层次的需求:运动的需求、坚持下去的需求, 社交的需求。通过手机、NIKE+跑步社区、GPS 等用户化功能,为用户提供了更优化 的产品,使运动更有乐趣、更具社交属性,让用户拥有充满动力的跑步体验,为未来销 售打下基础。

图 9 Nike 在 08 年后收入增长 45%



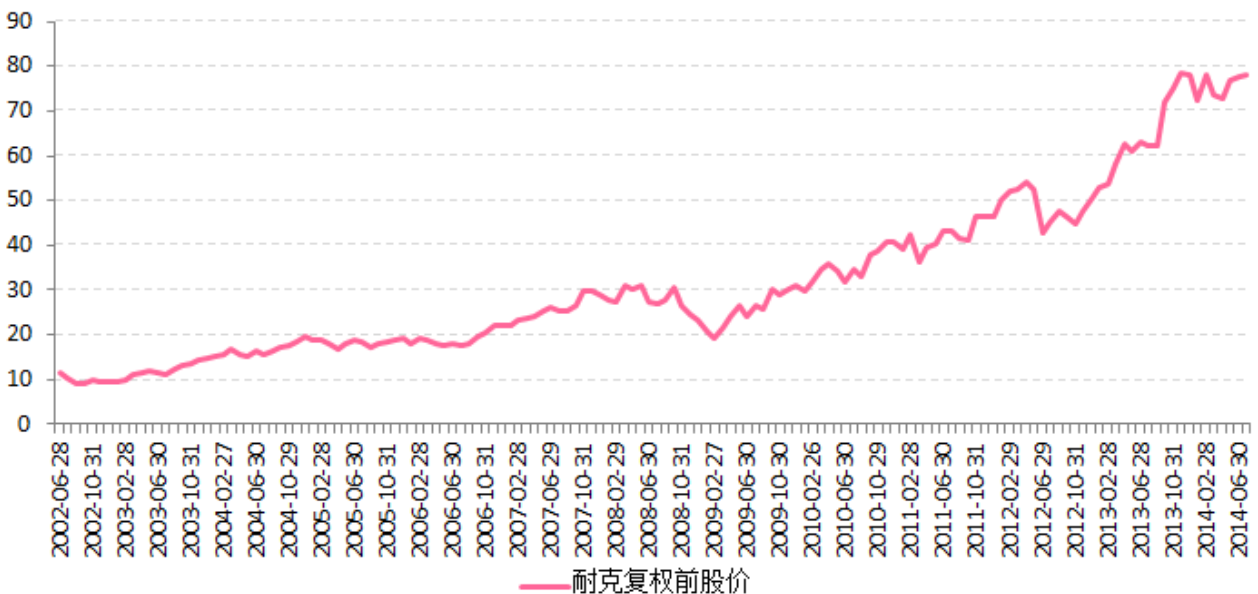
资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

图 10 Nike 估值中枢从 19 倍提升至 25 倍



资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

图 11 Nike 股价在 08 年后增长 4 倍



资料来源:WIND、中国中投证券研究总部

三、互联网思维下的新品牌——十二篮：每个忠实的篮星人每年将贡献 3 千元以上收入

十二篮是汤臣倍健基于移动互联官网思维而创的健康管理品牌，致力于通过大数据帮助国人更科学的管理健康。与 NIKE+类似，其将减重与互联网结合，通过十二篮打造了数字化的体重管理平台，使减重更有乐趣、更具社交属性，让用户拥有充满动力的减重体验，让用户爱上减重并持续购买营养产品。

1. 十二篮：挖掘体重管理的乐趣和社交体验，用户爱上减重体验是营养品销售的根基

减重是一项需要坚持的运动，十二篮开发的初衷是通过科学有效的流程，将体重管理变成简单而有趣的事情，让用户摆脱传统减重方式的弊端，实现健康体重管理的目标。项目包括营养产品、在线营养师服务、APP、智能秤、智能手环五部分。

图 12 十二篮产品构成



资料来源：十二篮官方网站、中国中投证券研究总部

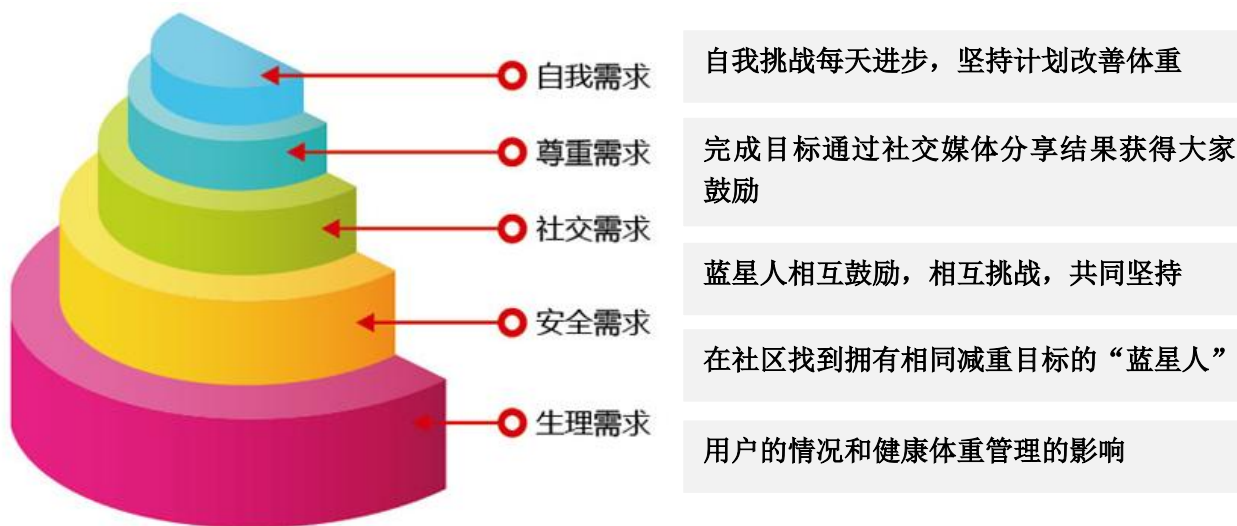
十二篮体重管理项目的每一步都是在鼓励用户坚持下去，并将用户变成自己的忠实粉丝。通过追踪用户体重的变化、燃烧卡路里，提示距离目标实现时间，营养师回访，科学饮食指导，分享得积分换奖品，在社区相互挑战彼此鼓励等多个环节，激励用户实现更高的目标并坚持下去。

图 13 十二蓝用户体验



资料来源：中国中投证券研究总部

图 14 十二蓝贴心满足用户所有需求，尤其是心理上的需求



资料来源：中国中投证券研究总部

公司互联网思维的运作：

1. **未曾营销先造势，饥饿营销吸引关注度**：6月12日开始公测，7月21日享有神秘活动，8月4日全球首发。公测一个月已有4000多名用户参与。其中800套是限时抢购99元包邮，其余是999元的售价。

2. **满足有明确需求的消费者，用全新的体验方式刺激消费者的购买欲望**：与营养品实物消费不同，减重项目是体验性消费，挖掘用户更深层次的需求：减重的需求、坚持下去的需求、社交的需求，让用户享受不一样的感受。

3. **培养粉丝，口碑营销，利用网络扩大品牌消费互动**：不断培育狂热于品牌的生活者的生活方式，建立长期品牌忠诚度，让减重变成娱乐、社交，变成一种潮酷的体验，为未来销售打下基础。

2. 十二篮定价已趋于合理，预计每个篮星人每年贡献 3 千元以上收入

通过网络渠道销售，产品直供终端消费者，渠道的效率大幅提升。原来的膳食营养补充剂渠道加价幅度高，去掉渠道加价环节后，终端指导价格 2040 元的产品组合可直接降至仅 999 元销售，以初次购买的 0 毛利吸引用户，未来只需要购买食用的产品即可。体重管理项目中的产品包括蛋白营养粉*1，果蔬纤维糖果片*3，多种维生素片*1，假设未来产品价格依然维持 5 折的售价，食用量从减重初期的一月一个周期降至稳定体重时期 2 月一个周期，那么每个用户将贡献 3400 元/年。公测后已有 4000 多名用户参加，若今年有 1 万名用户参加项目，则今年首次消费就能贡献 1 千万收入。

我国成人的超重率和肥胖率分别为 22.8%和 7.1%，估计现有超重和肥胖人数分别为 2 亿和 6000 多万。在美国，4%的人是 nike+ 的注册用户，中国 0.2%的人是 Nike+ 的注册用户，共 258 万人。如果中国 6000 多万肥胖人数的 1%是十二篮的用户，则可贡献 20 亿的收入。

表 3 十二篮体重管理项目中的营养产品

产品	指导价格(元)	减重期间食用周期/花费	进入稳定消费阶段食用周期/花费
蛋白营养粉 900g*1	499	30 天	90 天
果蔬纤维糖果片*3	507	30 天	45 天
多种维生素片*1	128	30 天	60 天
每个用户花费	(按 5 折预计)	6800 元/年	3400 元/年

资料来源：中国中投证券研究总部

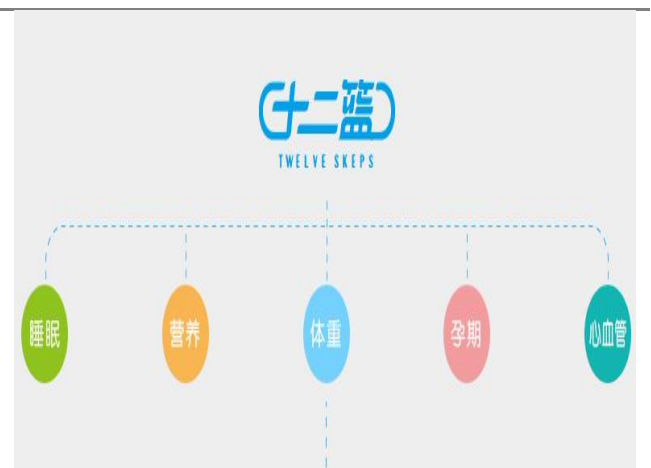
十二篮体重管理是十二篮健康管理体系的首套健康解决方案，未来还将包括睡眠、营养、孕期、心血管等健康管理项目。

图 15 未曾营销先造势+饥饿营销吸引关注度



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 16 营养保健食品近十年收入复合增速 49%



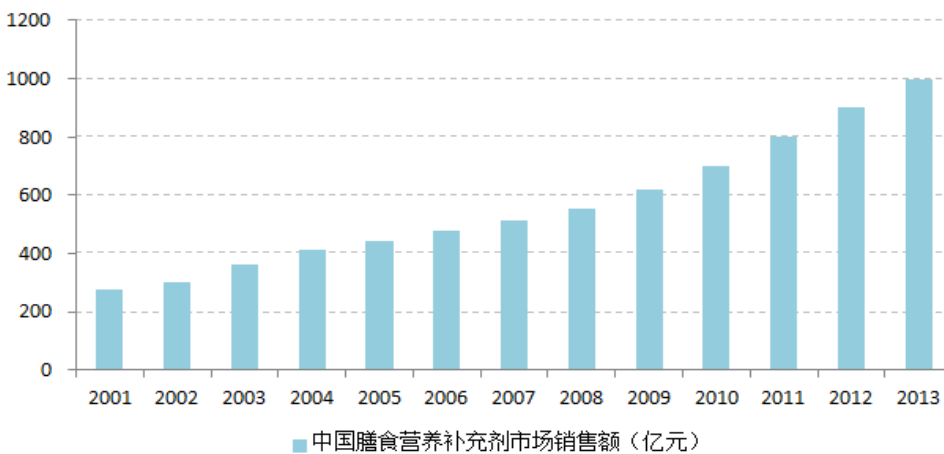
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

四 汤臣倍健消费体验提升：营养家平台提升客户黏性，占领中高端市场

1. 网购等非直销渠道占比会继续上升，新品牌定价会更具性价比，带动行业渗透率加快提升

膳食营养补充剂不同于传统保健品行业，科学消费理念已经得到了比较充分的传播。从1998年安利“纽崔莱”进入中国，消费者接触膳食营养补充剂的教育已有16年时间。膳食营养补充剂在中国的成长反映了国内消费者对于西方膳食营养健康理念的接受，多数消费者已经接受其补充日常饮食所缺，维护机体正常运转，很多功效已经深入消费者认知，如蛋白质粉增强体质提高免疫力、补钙有助生长发育、鱼油和卵磷脂有助于降低心脑血管疾病等。目前中国膳食营养补充剂市场规模已经超过1000亿元。

图 17 中国膳食营养补充剂市场规模预估



资料来源：Euromonitor、中国中投证券研究总部

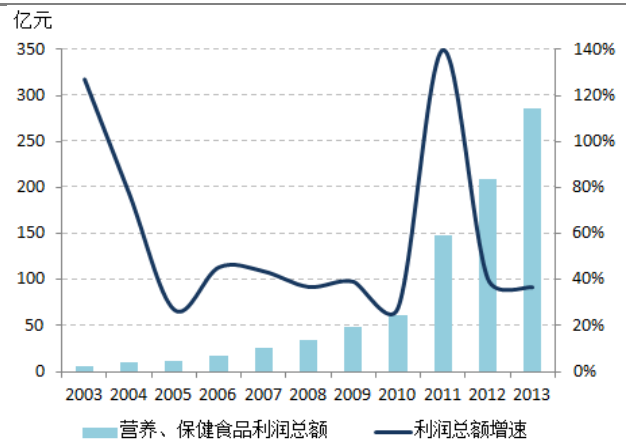
营养与保健食品在中国保持了很高的增速。自2003年至2013年，行业收入自51亿元增长至1579亿元，复合增长率达到41%，利润总额从5亿元增长至286亿元，复合增长率达到49%。2013年收入及利润增速分别为40%和37%。

图 18 营养保健食品近十年收入复合增速 41%



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 19 营养保健食品近十年收入复合增速 49%



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

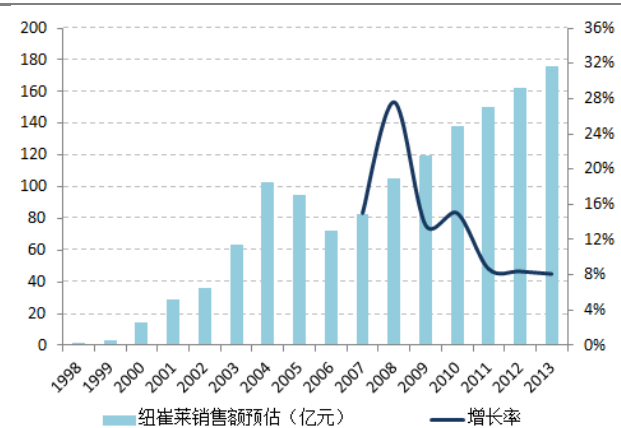
由于膳食营养补充剂行业在中国早期发展由安利的直销模式开启,直销模式在目前仍占据最大的市场份额。整个行业 1000 亿的市场中,直销和非直销渠道各占 75%和 25%。2013 年安利中国终端销售额达到 293 亿元,其中纽崔莱占 50%-60%。安利在中国拥有 200 多家零售商店,接近 20 万直销人员,目前市场份额约 23%。

早期安利在中国的爆发式增长很大程度上受益于其多层计酬的直销模式,也奠定了行业最初靠渠道高价差推动销售的盈利模式。但 2005 年后直销模式已受到法律限制。2005 年的《直销管理条例》规定直销企业必须设立分支机构,直销企业及其分支机构以外的任何单位和个人不得招募直销员,签订推销合同并只在分支机构所在地区开展直销活动,直销企业至少应当按月支付直销员报酬,直销企业支付给直销员的报酬只能按照直销员本人直接向消费者销售产品的收入计算,报酬总额不得超过直销员本人直接向消费者销售产品收入的 30%。这逼迫直销企业被迫转型为店铺+雇员推销的方式拓展业务,导致直销企业业绩增长放缓,2005 年以来安利复合增速仅 6%。

汤臣倍健于 2002 年进入国内膳食营养补充剂市场,开启了通过药店铺货的非直销形式,进一步巩固了靠渠道高价差推动销售的模式。汤臣倍健 2013 年终端销售额 50-60 亿元(报表收入*1.17*3.3),市场份额约 5%。非直销市场规模从 2003 年的 5 亿增长至 2012 年超过 160 多亿元,预计未来增速将保持在 15%以上。

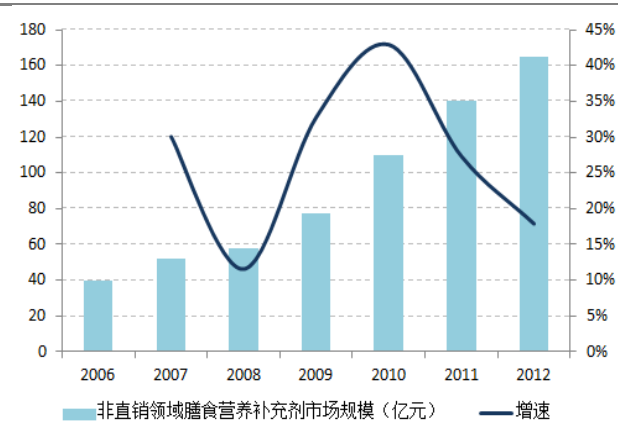
从日本、美国的发展经验来看,直销的比重是不断下降的,而增长最快的是网购渠道,占比最大的是专卖店渠道。根据美国 Nutrition Business Journal 的预测,到 2017 年美国网购将占到 9%的比重,目前美国营养保健品增速大约保持在 4%左右,而网购增速在 13%-16%,是增长最快的渠道,预计到 2017 年美国保健营养品市场规模 361 亿美元,网购达到 32 亿美元。

图 20 2005 年后安利纽崔莱销售额复合增速 6%



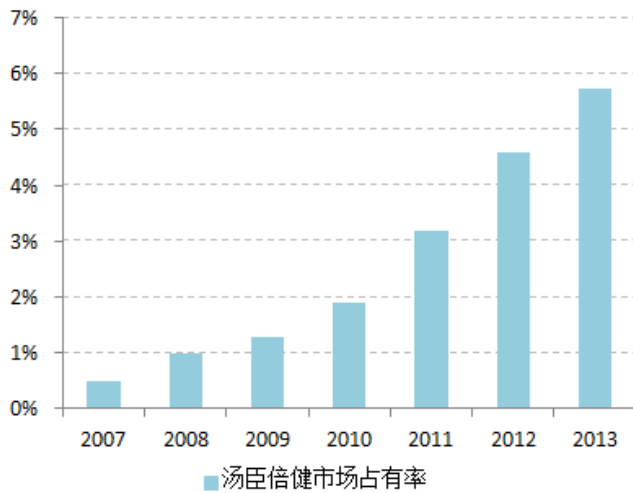
资料来源：Euromonitor、中国中投证券研究总部

图 21 非直销市场规模预计保持 15%+ 的增长



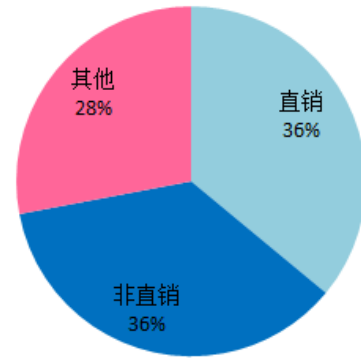
资料来源：NBJ、中国中投证券研究总部

图 22 汤臣倍健市场份额约 5%



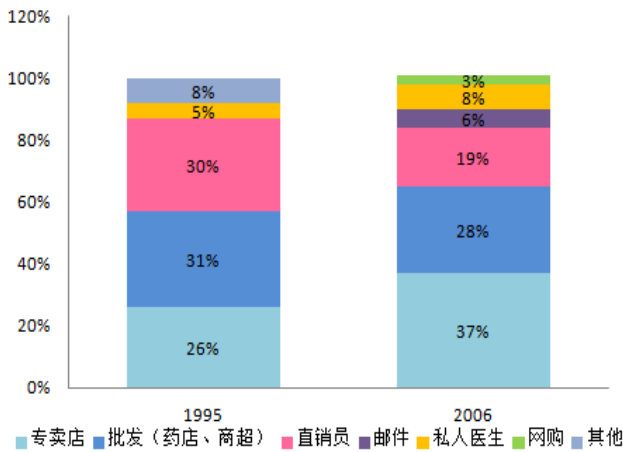
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 23 日本膳食营养补充剂渠道结构



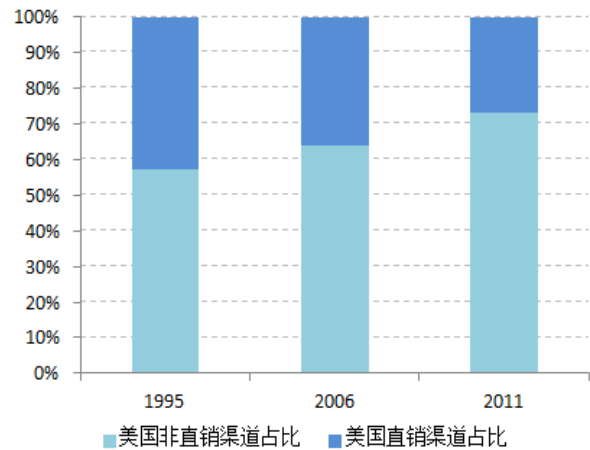
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 24 美国膳食营养补充剂渠道结构



资料来源：NBJ、中国中投证券研究总部

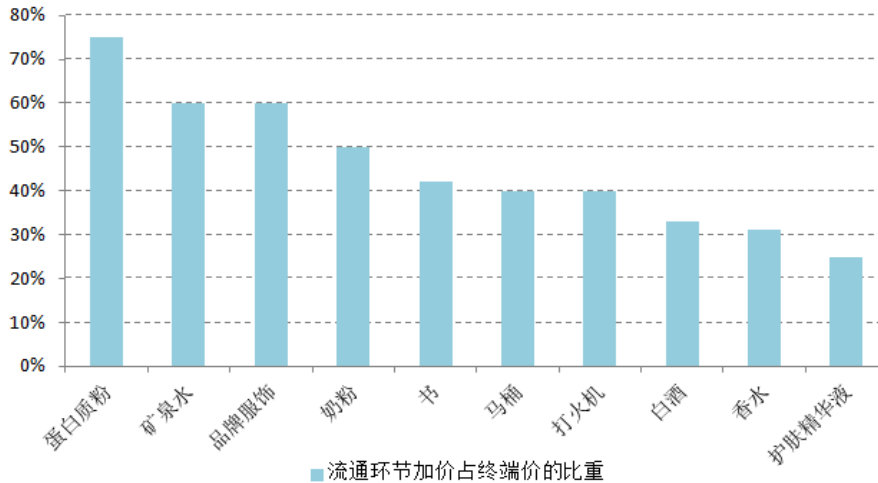
图 25 美国膳食营养补充剂渠道变化



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

在消费者认知不高的时候，由于直销、药店等渠道需要高盈利推动完成销售，因此高价差的模式得以生存并发展起来，造成保健营养品渠道加价高于一般商品的现状。而初期药店渠道能够更精准的捕捉到目标用户，因此进口品牌主要的连锁专卖渠道没有成为国内消费的主流渠道。

图 26 保健营养品的流通环节加价幅度高于一般商品



资料来源：中国中投证券研究总部

随着消费者对膳食营养补充剂的接受度提高，以及网购渠道的快速普及，给一些不受传统经销渠道束缚的企业以更具性价比进行销售的机会，进口品牌都开通了天猫官方旗舰店，售价显示出比传统企业更高的性价比。

表 4 电商为新品牌提供更具效率的价格创造了销售渠道

品牌	汤臣倍健天猫旗舰店	GNC 天猫国际代购	GNC 天猫旗舰店	NBTY 天猫旗舰店
蛋白质粉	331 元/455g	288 元/900g	139 元/454g	237 元/455g
深海鱼油	98 元/100g	138 元/100g	199 元/180g	139 元/150g
葡萄籽	188 元/24g	158 元/30g	99 元/42g	89 元/28g
胶原蛋白	218 元/58.5g	118 元/110g	62 元/55g	89 元/42g
维生素 C	112 元/60g	97 元/192g	99 元/180g	119 元/75g
褪黑素	98 元/60 片	58 元/120 片	118/60 片	118 元/120 片
卵磷脂	98 元/100g	148 元/196g	299 元/120g	198 元/133g
维生素 B	141 元/100 粒	139 元/250 粒	无	109 元/300 粒
液体钙	93 元/100g	188 元/180g	199 元/220g	119 元/208g
DHA 软胶囊	148 元/45g	119 元/45g	129 元/45g	178 元/40g

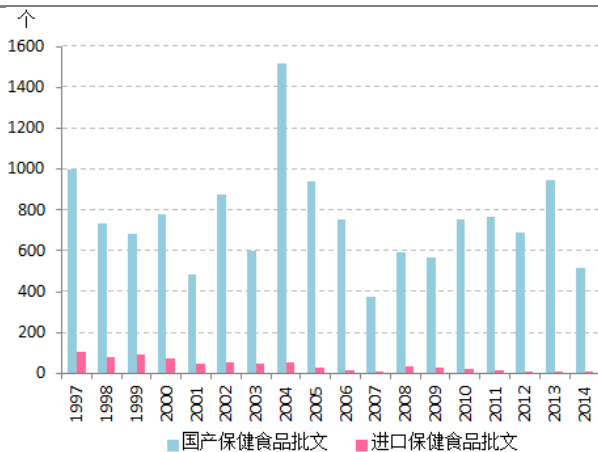
资料来源：Tmall、中国中投证券研究总部

NBTY 是全球最大的保健营养品企业，在 2006 年底进入中国，主打自然之宝（Nature's Bounty）与美瑞克斯（MET-Rx）两大品牌，已在全国一线城市的各大商超开设了近 200 家直营专卖店，并通过连锁超市、药店、营养品专卖店等方式在全国铺设了 8000 多家零售终端。

GNC 是美国第一的营养品专业零售品牌，2013 年收入 26.3 亿美元。于 2011 年在中国成立了子公司和分销中心，在国内设有 60 多个销售柜台，位于不同的百货和高端超市及保健膳食营养补充剂营养品牌连锁店，包括 Ole、City Super、Sam's Club 及屈臣氏，并于与数家电子商务网站合作，授权进行网上销售。GNC 于 2013 年 7 月在上海开设了首家独立零售店，并计划在 1 年内，在中国开设 25 家零售店。

还有不少国产品牌如康比特、康恩贝等也通过网购提供了更具性价比的产品。

图 27 保健食品批文增长



资料来源：国家食药监局、中国中投证券研究总部

图 28 天猫双十一保健品销售额



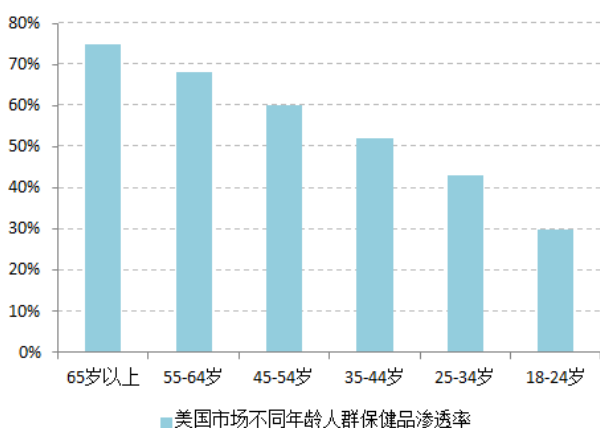
资料来源：数据魔方、中国中投证券研究总部

因此在消费认知提升后，新的品牌通过网购、专卖店等更具效率的渠道，推出更具性价比的产品。这可能会影响产品的单价，但也会加快产品渗透率的提升。

从全球膳食营养补充剂市场来看，其他发达市场渗透率远高于中国。美国市场规模超过 280 亿美元，85%的消费者食用膳食营养补充剂；日本是全球第二大膳食营养补充剂的消费国，市场规模超过 150 亿美元，全日本有 70%的消费者食用膳食营养补充剂；中国已经成为全球第三大膳食营养补充剂消费国，市场规模超过 120 亿美元，但渗透率不到 20%。

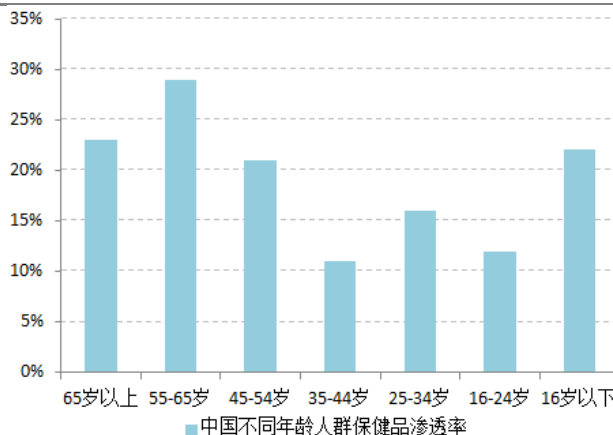
美国市场显示出年龄层次越高，保健品渗透率越高。中国的渗透率只有美国的三分之一，年轻群体和将步入老年的消费群体保健品渗透率高于其他人，反映出消费者已经具备了营养补充预防疾病的意识。

图 29 美国不同年龄保健品渗透率 (2009)



资料来源：席正康讯、中国中投证券研究总部

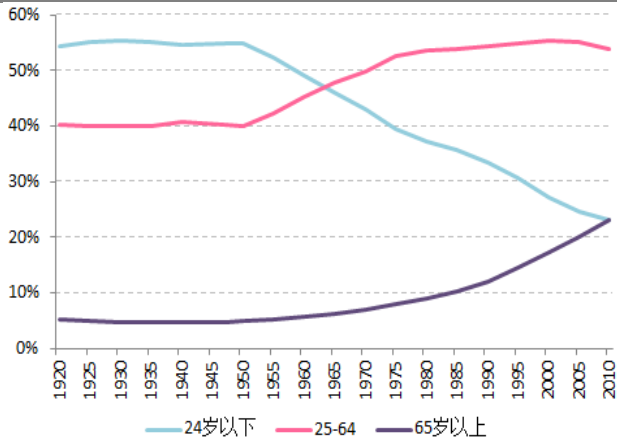
图 30 中国不同年龄保健品渗透率 (2009)



资料来源：席正康讯、中国中投证券研究总部

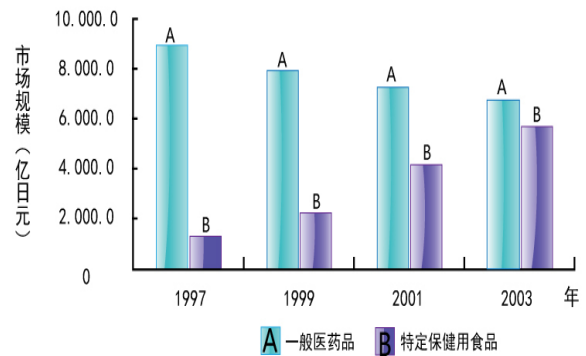
随着经济水平和认知度的提高，消费者会越来越重视通过生活方式而非医疗手段来保持健康，预防疾病，会更加注重营养补充和自然疗法。人口老龄化和医疗卫生支出增加也会推动行业继续高速增长。如果未来渗透率达到发达国家同样的 70%以上，中国膳食营养补充剂消费量还有 3-5 倍以上的空间。

图 31 日本人口结构变化



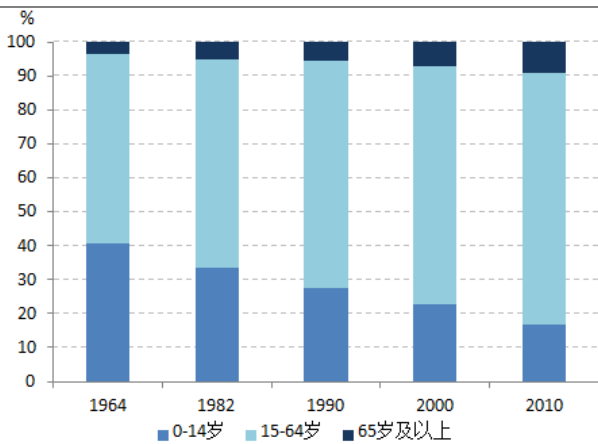
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 32 日本一般用药品与特定保健用食品间消长



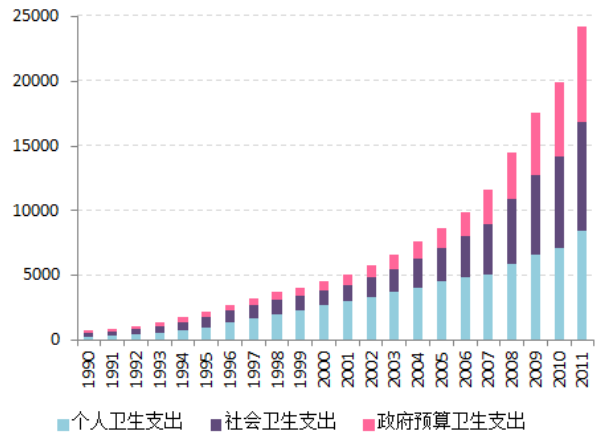
资料来源：日本健康营养食品协会，中国中投证券研究总部

图 33 中国人口结构变化



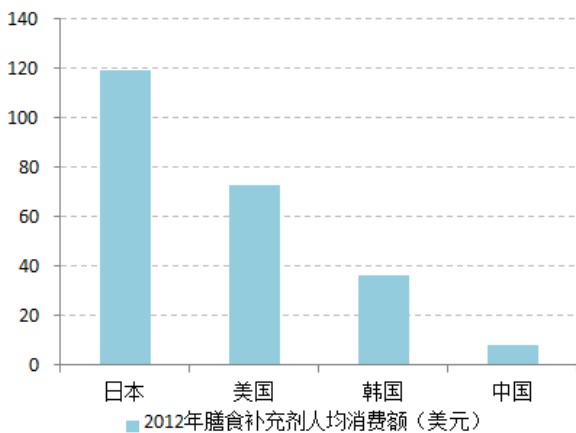
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 34 中国医疗卫生支出不断增加



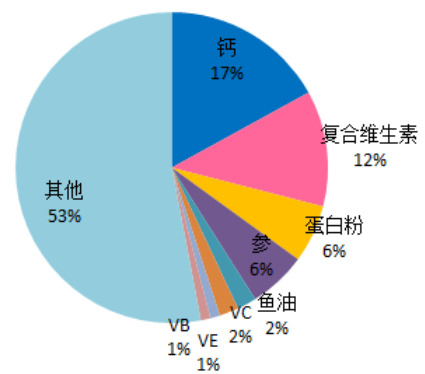
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 35 膳食营养补充剂人均消费额差距 (美元)



资料来源：Euromonitor、中国中投证券研究总部

图 36 膳食营养补充剂主要品类



资料来源：Euromonitor、中国中投证券研究总部

2. 公司通过单品运作、专卖店专供产品、网络专供产品的方式以顺应趋势

消费朝着更具效率的渠道演进是不可逆转的趋势。公司也顺应趋势，开始谋求摆脱高价差的运作模式，通过推出企业自己运作的单品、专供专卖店渠道产品、专供网络的产品等方式推出新产品。

方式一：推出自己运作的新单品——健力多氨糖软骨素钙片

汤臣倍健已经开始摸索单品运作的思路，2012 年成立了佰嘉公司，负责膳食营养补充剂单品项目的运作与管理，首个新产品“健力多氨糖软骨素钙片”已于 2012 年推出市场，后又推出了第二个同品牌下产品“钙加维生素 D 片”，定位于骨骼健康这一细分市场。运作方式类似善存，产品的分销更加类似于快速消费品，厂家负责市场操作，拥有通路的主动权，分销商主要承担通路商角色，折扣减少，靠品牌销售收回渠道利润。预计未来会继续推出独立单品，利用独立的渠道、独立的分公司、独立的团队来做，不共用现有经销商，在最适合的渠道里卖合适的产品。钙、维生素、蛋白粉等大品类单品市场容量在 100 亿元级别，鱼油、矿物质等小品类也在 10 亿元级别，安利蛋白质粉销售额约 70 亿元，辉瑞健康事业部运作的两个单品善存、钙尔奇在中国的销售额也在 10 亿元以上，公司的单品有很大空间。

表 5 销量较大的单品

品牌	教育的功效
21 金维他	21 种营养元素协同作用
善存	含 30 种维生素和矿物质，有效补充膳食所缺营养，稳固好身体
养生堂维生素 C、维生素 E	维生素 E 养颜美容、维生素 C 美白功能
成长快乐	儿童补钙
钙尔奇	医学专家和营养学专家推荐用于预防和治疗骨质疏松症

资料来源：中国中投证券研究总部

表 6 2013 年保健品零售市场 20 强单品

品牌	产品	终端零售额（亿元）
汤臣倍健	液体钙软胶囊	5.56
汤臣倍健	蛋白质粉	4.76
富莱欣	钙维软胶囊	4.45
养生堂	天然维生素 E 软胶囊	4.39
伊可新	维生素 AD 滴剂胶囊	3.94
汤臣倍健	多种维生素片	3.87
汤臣倍健	儿童蛋白质粉	3.77
天皇	铁皮枫斗颗粒	3.76
金钙尔奇	碳酸钙维 D3 元素片	3.33
碧生源	常润茶	3.26
汤臣倍健	维生素 C 片	3.26
三精	葡萄糖酸锌口服液	3.14

碧生源	减肥茶	3.12
合生元	儿童益生菌颗粒	2.79
汤臣倍健	鱼油软胶囊	2.47
新盖中盖	高钙片	2.45
无锡健特药业	脑白金	2.43
果维康	维生素 C 含片	2.28
汤臣倍健	维生素 B 族含片	2.18
仙乐	维 D 钙软胶囊	2.16

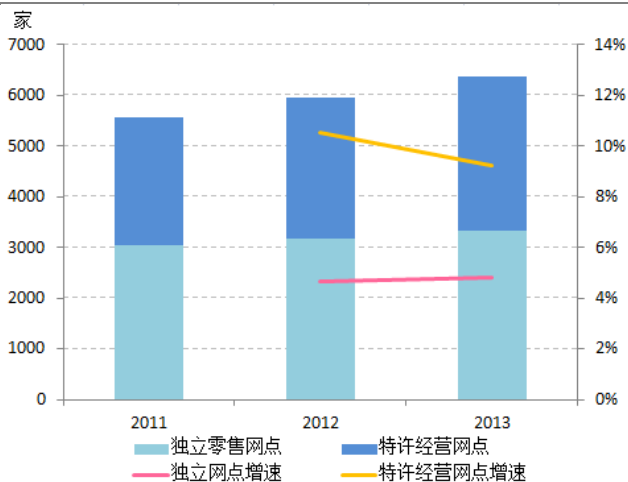
资料来源：CMH，中国中投证券研究总部

方式二：企业绕开药店甚至经销商在专卖店渠道推出新品牌——备案制放开后海外品牌的引入可能

连锁店在国外是最主要的渠道，美国连锁专卖占到销售 37%的比重。2013 年 GNC 在全球拥有 8200 多家零售店，每年保持 5%-10%的增长，其中 6200 家位于美国，其余专卖店遍布 55 个国家，专卖店占 GNC 收入的 90%左右，GNC 独立零售店单店年销售额可达 57 亿美元，独立零售店占收入比重达到 73%。

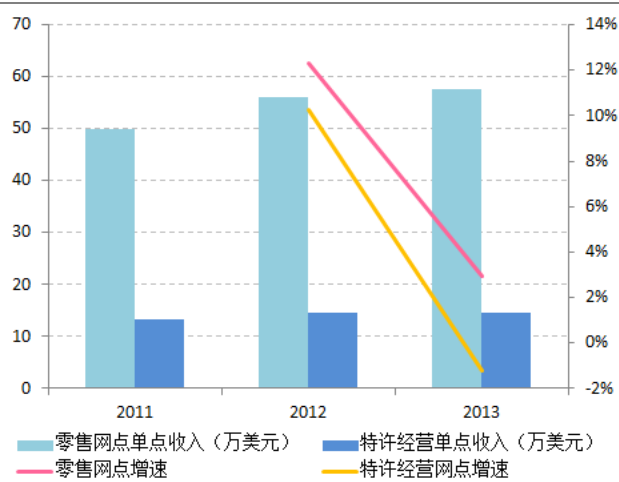
专卖店在国内还没有发展起来，因为营养品普及率不高，药店仍是最有针对性的渠道。但如果传统企业想要不冲击老的经销体系，除了网购以外，专卖店是实体渠道一个好的选择。考虑消费者对进口产品的偏好，如果未来放开保健食品备案制，进口产品进入中国将更少受到限制，汤臣倍健完全可以收购一个国外品牌，或者自己生产原装进口的产品，通过新的子品牌进入国内在专卖店渠道进行销售，以和 GNC 等企业一样的模式来运作。

图 37 GNC 网点数量保持 5%-10%的增长



资料来源：GNC 年报、中国中投证券研究总部

图 38 GNC 独立零售网点单点收入稳步增长



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

方式三：推出互联网专供产品——十二篮

上一章我们已经介绍了汤臣倍健的互联网营销思路。

总之，我们认为未来新的品牌定价预期可能会比老的品牌更具性价比，但需要注意的是，新品牌更多是靠通过更具效率的渠道销售以收回原来渠道的利润，而不是压低出厂

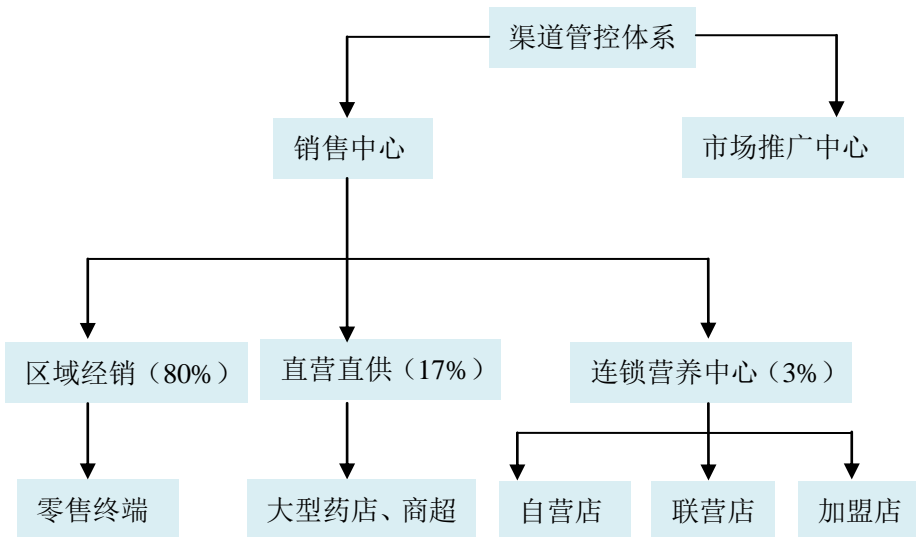
价，因此渠道的暴利会缩小，企业的盈利依然保持在稳定的水平。而老的品牌则通过提升消费者体验保持中高端的定位。

3. 汤臣倍健品牌在药店渠道通过会员管理提升用户黏性，占领中高端市场

汤臣倍健品牌依然是当下几乎全部收入的来源，为了维护渠道利益和渠道体系的稳定，公司将通过营养家平台管理会员，提升会员体验的方式，占领目前的中高端市场。

汤臣倍健品牌按渠道体系看，区域经销、直营直供、连锁营养中占比分别为 80%、17%、3%。按销售网点类型看，药店、商超、连锁分别占接近 90%、接近 10%、3%。利润基本全靠药店渠道贡献，消费者对产品的认知还没有达到快速消费品的水平，因此商超和自营店还没有上量，成本较高。公司渠道仅覆盖到 300 多个地级市场，收入尤其集中于高级别市场，消费能力能够保障投入产出比。近几年，收入水平较高的华东和华南市场收入占比一直在 50%以上。

图 39 汤臣倍健渠道管控体系



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

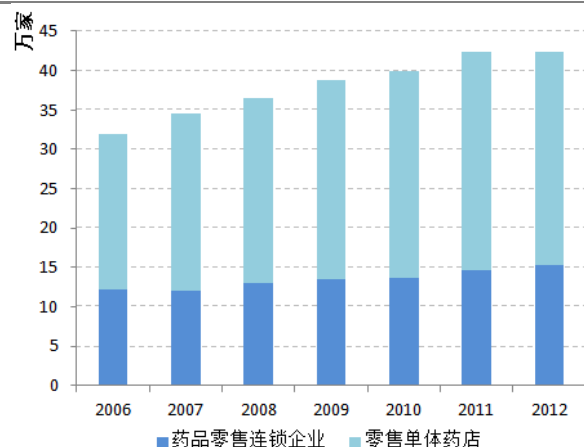
药店是目前公司最主要的渠道。2012 年全国药品零售连锁 15.3 万家，零售单体药店 27.1 万家，零售药店一共 42.4 万家，连锁药店占 36%。全国超过 3 万平米的购物中心 2000 多家，超过 8000 平米的超市 5000 多家。公司目前覆盖了 4 万家终端，拥有 1 万多个营养顾问。公司在全国百强的连锁药店中覆盖了 96 强，其中有 16 强由公司自己直接发生业务联系，占到 15%-20%的比例。

公司在药店渠道的成长主要来自于药店覆盖数量的提升，因公司产品给予药店渠道较高毛利率，相比其他产品优势明显。传统的 OTC 药物药店进货价一般在 6 折（药店配备销售人员）到 8 折（厂家自备销售人员），而汤臣倍健直供终端的连锁药店拿货价仅 3-4 折（药店配备销售人员），非直供终端 5-6.5 折拿货（营养顾问的派驻费用、运

输、地面推广费用都由经销商承担), 销售环节毛利率高于 50%, 明显高于 OTC 药品, 而且汤臣倍健在药店渠道销量大, 药店销售动力强。

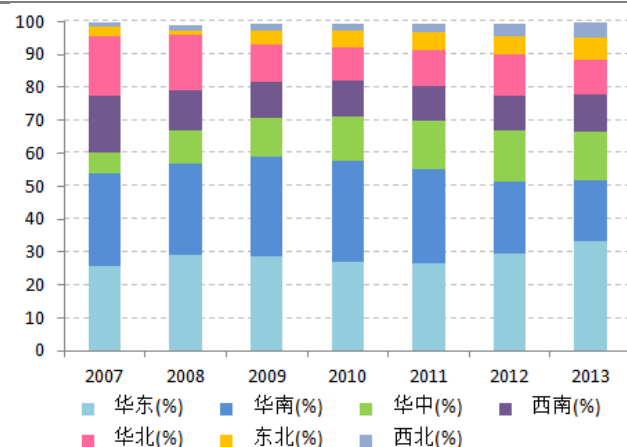
未来药品零售连锁百强企业占比将超过 60%, 新版 GSP 后不少零售药店都会被淘汰, 许多单体药店会加盟到连锁药店中, 同时医药政策未来也会向连锁药店倾斜。伴随连锁药店门店的增长, 公司在 2015 年达到 60000 个终端概率较大, 增长依然有保障。其他保健品如碧生源、瑞年国际、善存均超过 10 万家终端数量。考虑目前药店密集, 竞争激烈, 如果未来淘汰掉一半的药店, 百强药店占比达到 60%, 汤臣倍健覆盖所有百强药店, 最终也能达到 12-13 万个终端。

图 40 连锁药店比例在提高



资料来源: WIND、中国中投证券研究总部

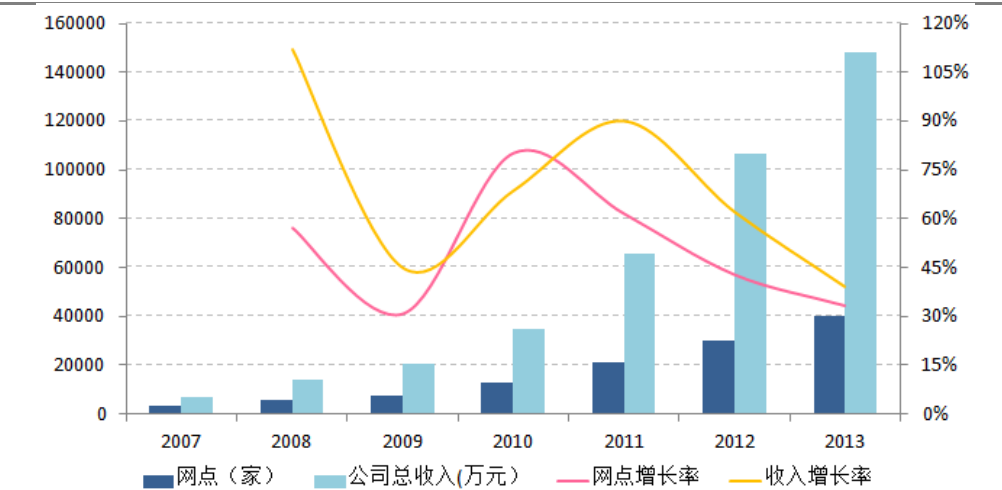
图 41 华东和华南占收入比重保持在 50%以上



资料来源: WIND、中国中投证券研究总部

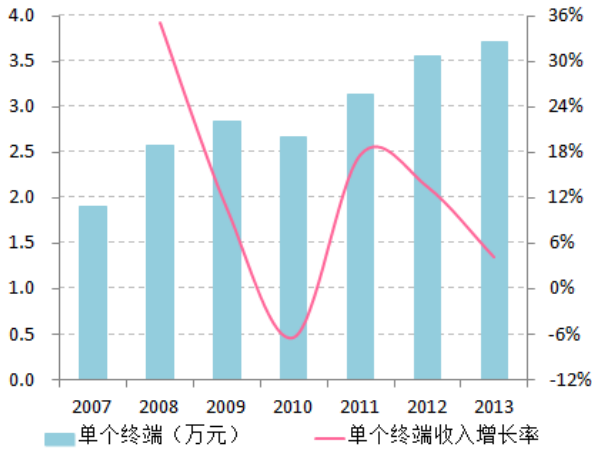
从历史销售来看, 公司的收入增长和终端网点的扩张速度有很高的相关性。从 2014 年开始公司将提高单店销量作为经销商考核标准, 不再考核开店速度。一方面增加进店的品类, 另一方面增加促销活动, 加大对经销商的激励和地面费用支持, 使经销商实现从物流配送商逐步升级成为具有服务和市场支持功能的运营商。窜货的问题通过经销商信息管理平台应用和改包装增加二维码的方式来解决。目前公司单店收入相比 GNC 等公司还有很大的提升空间。

图 42 公司收入增长与网点增长相关性高



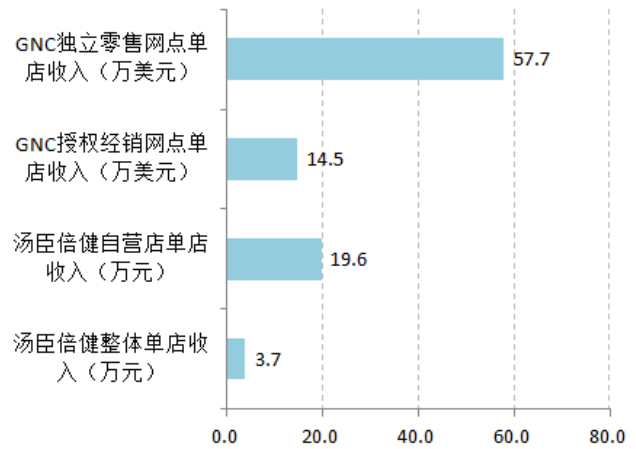
资料来源: 公司公告、中国中投证券研究总部

图 43 单店收入稳步提升



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 44 公司收入增长与网点增长相关性高



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

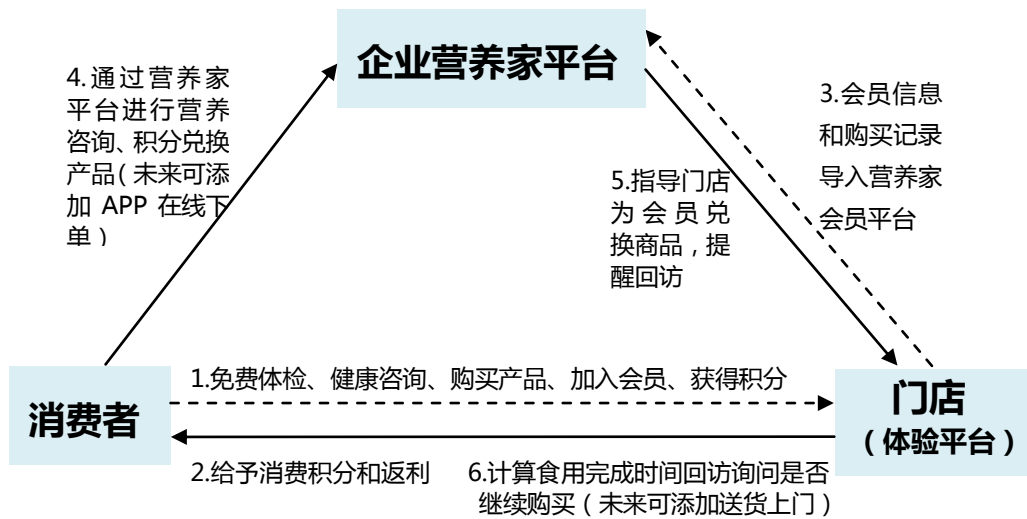
网购新渠道的崛起和可能放开的备案制，都会加剧行业的竞争，而膳食营养补充剂行业同质化高，因此公司希望通过打造会员管理体系增强客户黏性，维持渠道体系的稳定，占领中高端市场。

2014年，汤臣倍健在部分零售终端开始搭建“营养家”网络，有望在500家会员店开始试点更为全面的会员服务，除了原来提供的积分兑换、营养咨询等服务，增加对会员提供包括免费体检、健康咨询、套餐优惠等相关服务。通过推广汤臣倍健营养家会员平台，建立汤臣倍健与线上线下消费者、终端门店的沟通互动渠道。

会员管理模式已经为多个企业带来了可观的销售。GNC通过支付首次会费的方式加入GNC会员，或者通过促销免费赠送会员资格加入会员，会员可以以更低的价格购买公司的产品，获得有关产品咨询、营养信息和最新促销活动的通知，并可以在购买其他相关产品和服务时享受优惠。GNC在美国和加拿大共有600多万活跃会员，贡献了收入的60%以上，会员的平均消费额是普通消费者的3倍；奶粉企业合生元也是通过积分兑换的方式吸引会员，并通过O2O巩固会员的体验，目前拥有活跃181万个活跃会员，收入占比89%。

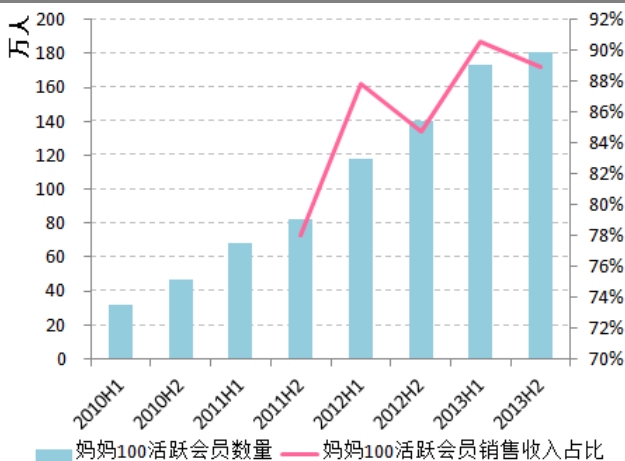
汤臣倍健目前会员数20-30万，预计3年后将超过100万积分会员。我们可以想象一下未来汤臣倍健的会员管理运作方式：消费者在门店免费体检，门店给予消费者健康和营养方面的解答，消费首次在门店购买商品，门店在系统中帮其录入会员，给予积分奖励；回家后消费者可以登录营养家平台进行更多的营养咨询，并将积分兑换成商品；门店有套餐优惠时可根据购买记录推送消息给目标人群；消费者在门店购买商品后，系统计算消费周期到时间提醒门店回访客户是否需要再次购买，这将明显提高重复购买率。目前营养家平台还没有开发APP和在线下单功能，未来如果开通了之后还可以支持在线下单后门店配送。营养家平台加强了企业对终端的监控，对维持价格体系稳定、防止窜货、提高企业的盈利能力都有着积极的影响。

图 45 O2O 提升消费体验和销量的运作方式



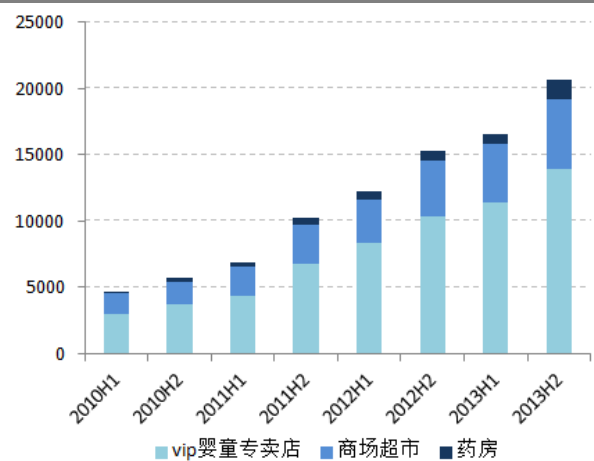
资料来源：中国中投证券研究总部

图 46 合生元会员收入占比不断提高



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 47 合生元妈妈 100 会员终端网点快速增长



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

五、盈利预测

我们预计近两年的增长主要仍依靠汤臣倍健品牌在药店的继续扩张，产品线补充，会员管理带来的单店销量提升，及十二篮打造出的篮星人粉丝圈带来的增长。中长期的其他增长点在于公司自己运作的单品的增长，以及未来备案制放开后潜在的收购进口品牌填充专卖店的增长。预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.92,1.30,1.80 元，考虑公司是目前行业中第一家以互联网思维积极提升消费体验的企业，在千亿行业中份额仅 5%，未来份额提升最具优势且空间巨大，应给与估值溢价，目标价 35 元，强烈推荐。

风险提示：十二篮推广力度不够造成发展用户低于预期，汤臣倍健品牌窜货造成价格体系混乱

表 7 汤臣倍健发展历程

大事记	
2002	进入中国膳食营养补充剂市场
2003	率先推出终端营养顾问模式
2004	“取自全球”的产品差异化战略开始实施
2005	收购了第一间生产厂
2006	启动品牌差异化战略，签约世界冠军刘璇为形象代言人
2008	汤臣倍健已多年雄踞膳食营养补充剂零售终端市场占有率排名第一，成为行业标杆
2009	引入及实施连锁经营战略
2010	签约国际篮球巨星姚明为品牌代言人，启动由渠道驱动向品牌驱动的转型战略
2012	汤臣倍健营养家会员俱乐部正式上线，致力将“服务力”培养成为汤臣倍健下一个核心竞争力之一
2014	以互联网思维创造健康管理品牌十二篮

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1859	2200	2613	3249
现金	1530	1715	1985	2445
应收账款	40	58	78	103
其它应收款	8	18	24	32
预付账款	23	28	36	47
存货	234	351	455	584
其他	24	30	34	38
非流动资产	597	707	804	905
长期投资	1	0	0	0
固定资产	386	504	590	658
无形资产	74	121	168	215
其他	136	82	46	32
资产总计	2455	2907	3417	4154
流动负债	214	392	414	478
短期借款	0	90	90	90
应付账款	67	91	118	152
其他	147	211	205	236
非流动负债	8	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他	8	4	4	4
负债合计	223	396	418	482
少数股东权益	0	0	0	0
股本	328	656	656	656
资本公积	1163	835	835	835
留存收益	742	1020	1508	2181
归属母公司股东权益	2233	2511	2999	3672
负债和股东权益	2455	2907	3417	4154

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	627	539	745	1072
净利润	422	607	852	1184
折旧摊销	41	35	43	51
财务费用	-34	-39	-44	-53
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	104	-65	-118	-111
其它	94	1	12	1
投资活动现金流	-171	-156	-154	-154
资本支出	168	100	100	100
长期投资	-0	-1	0	0
其他	-3	-57	-54	-54
筹资活动现金流	-131	-199	-320	-459
短期借款	0	90	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	109	328	0	0
资本公积增加	-94	-328	0	0
其他	-146	-289	-320	-459
现金净增加额	324	185	271	459

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1482	2046	2740	3630
营业成本	523	702	912	1170
营业税金及附加	18	20	27	36
营业费用	317	436	567	726
管理费用	154	205	263	341
财务费用	-34	-39	-44	-53
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	503	722	1014	1409
营业外收入	11	10	10	10
营业外支出	11	10	10	10
利润总额	503	722	1014	1409
所得税	82	116	162	225
净利润	422	607	852	1184
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	422	607	852	1184
EBITDA	509	718	1014	1407
EPS (元)	1.29	0.92	1.30	1.80

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	39.0%	38.1%	33.9%	32.5%
营业利润	51.6%	43.6%	40.4%	38.9%
归属于母公司净利润	50.4%	43.9%	40.4%	38.9%
获利能力				
毛利率	64.7%	65.7%	66.7%	67.8%
净利率	28.4%	29.6%	31.1%	32.6%
ROE	18.9%	24.2%	28.4%	32.2%
ROIC	57.8%	67.0%	75.5%	88.5%
偿债能力				
资产负债率	9.1%	13.6%	12.2%	11.6%
净负债比率	0.00%	22.73	21.54	18.66
流动比率	8.68	5.61	6.31	6.79
速动比率	7.58	4.72	5.21	5.57
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.76	0.87	0.96
应收账款周转率	37	40	38	38
应付账款周转率	9.05	8.86	8.69	8.65
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.92	1.30	1.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.82	1.14	1.63
每股净资产(最新摊薄)	3.40	3.83	4.57	5.60
估值比率				
P/E	39.18	27.23	19.39	13.96
P/B	7.40	6.58	5.51	4.50
EV/EBITDA	29	21	15	11

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

蒋鑫：中投证券研究所食品行业分析师，2010 年加入中投证券，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

重点覆盖：伊利股份、双汇发展、海天味业、汤臣倍健、贝因美、光明乳业、中炬高新、三全食品、洽洽食品、承德露露、克明面业、涪陵榨菜、煌上煌、好想你

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434