

迅猛发展的区域龙头

汤臣倍健 (300146)

建议询价区间: 69.72 元-78.02 元

新股定价报告

2010 年 12 月 01 日 星期三

东海证券新医药研究小组

袁舰波

执业证书编号: S0630208010052

医药生物行业 高级分析师

021-50586660-8628

屈映

执业证书编号: S0630208010053

医药生物行业 分析师

021-50586660-8643

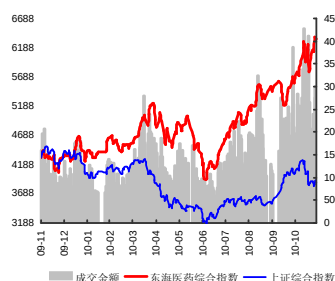
发行数据

发行前总股本(万股)	4,100
本次发行股数(万股)	1,368
发行后总股本(万股)	5,468

发行后股权结构

梁允超	57.49%
汤晖	3.71%
社会公众股	25.02%
其他股东	16.48%

医药行业相对上证综指走势图



投资要点

- 公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股 (A 股) 1,368 万股, 募集资金主要用于公司各剂型产品的产能扩张、营销网络优化升级项目和信息系统技术改造项目。
- 公司的主要业务为膳食营养补充剂的研发、生产和销售。“汤臣倍健”为公司的主打品牌。公司在膳食营养补充剂非直销领域稳居龙头, 是行业内首批两家信用等级为 AAA 的企业之一。2008 年, 公司在中国膳食营养补充剂行业非直销领域的市场占有率达到了 10%, 市场占有率排名第一; 公司的汤臣倍健品牌是中国膳食营养补充剂行业非直销领域的领先品牌, 市场占有率达到 8.7%。
- 公司具有强大的品牌推广和渠道开拓能力。经过数年努力, 公司品牌“汤臣倍健”正逐步由强势的渠道性品牌向知名的大众消费品牌过渡, 品牌知名度和美誉度不断提升。同时, 公司已经掌握了一批优质的经销商资源, 与屈臣氏、沃尔玛、大润发、老百姓大药房、中联大药房等全国大型连锁零售机构建立了良好的合作关系, 直供终端的金额不断提升。
- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS (摊薄) 分别为 1.66 元和 2.69 元和 4.46 元。公司定位清晰, 具有明确的品牌推广和渠道开拓战略, 是这一领域最有潜力的企业。考虑到公司未来良好的成长性, 再综合医药上市公司估值水平, 我们认为公司的合理价位在 69.72 元-78.02 元, 对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 42-47 倍。

1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

公司前身为 2005 年 4 月成立的海狮龙，2008 年整体变更为广东汤臣倍健生物科技股份有限公司，本次发行前实际控制人梁允超先生持有本公司 76.68% 股份，是本公司控股股东，也是本公司的实际控制人，发行完成后仍将控制 57.49% 的股份，梁允超先生仍为公司的实际控制人。本次发行不超过 1,368 万股股票，占发行后公司总股本的 25%。

图 1: IPO 前汤臣倍健股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司从事的主要业务为膳食营养补充剂的研发、生产和销售。“汤臣倍健”为公司的主打品牌，另外还有针对细分市场的“十一坊”和“顶呱呱”两个品牌。2008 年 5 月和 2009 年 2 月，公司产品分别荣获“国家奥林匹克体育中心运动员专用营养健康产品”称号和“公众营养发展中心营养健康倡导产品”称号。

公司是国内膳食营养补充剂行业非直销领域的领先企业，是行业内首批两家信用等级为 AAA 的企业之一。2008 年，公司在中国膳食营养补充剂行业非直销领域的市场占有率达到了 10%，市场占有率排名第一；公司的汤臣倍健品牌是中国膳食营养补充剂行业非直销领域的领先品牌，市场占有率达到 8.7%（上述资料来源：中国保健协会市场工委）

2、公司所处行业背景

本公司属于营养产业中的膳食营养补充剂行业。膳食营养补充剂在行业内也叫膳食补充剂、营养补充剂、非医用营养品等，其特征是药品形态、食

品属性，属于食品的特殊类别。与传统保健食品相比，两者间既有联系，也有明显的区别。

表 1：膳食营养补充剂与传统保健食品的区别

项目	膳食营养补充剂	传统保健食品
定义	以维生素、矿物质及动植物提取物为主要原料，通过口服补充人体必需的营养素和生物活性物质，达到提高机体健康水平和降低疾病风险的目的。	具有特定保健功能的食品。即适宜于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的食品。
理论依据	以现代营养学和预防医学为理论基础，营养素摄入不足或营养失衡是导致各种慢性病和亚健康的重要原因。如孕妇普遍需要补充叶酸，否则胎儿畸形的概率大大增加。	大部分是以中医理论为基础。
原料	维生素、矿物质、动植物提取物。	以药食同源的中草药或动植物提取物为主要原料。
组方依据	各国根据本国国民饮食和生活方式，制定膳食指南及营养素摄入量的指导性文件，并以此作为膳食营养补充剂配方制定的主要依据。如《中国居民膳食指南（2007）》和《美国膳食指南（2005）》。	大部分是以中医配方为依据。
作用	解决营养素摄入不足和营养失衡所引发的问题，提高机体健康水平，降低疾病风险。	针对某种症状进行机能调节，如帮助肥胖者减肥。
适用人群	各种营养素缺乏的人群，如需要补充高叶酸的孕妇、需要补钙的儿童。	针对有特定需求的人群设计，如便秘者、肥胖人群等。
推广模式	以营养与健康观念教育为主，以品牌广告推广为辅。	一般以产品概念和产品功效为基础，以功能性广告推广为主。
代表企业品牌	安利“纽崔莱”、NBTY“自然之宝”、GNC“健安喜”、汤臣倍健、益生康健。	太阳神、红桃 K。
代表产品	蛋白质粉、多种维生素及矿物质、鱼油等。	太阳神口服液、红桃 K 口服液

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

2.1 全球膳食营养补充剂的行业概况

根据世界营养产业专业研究机构 NBJ 的报告，整个营养产业分为四部分：膳食营养补充剂、功能食品、天然/有机食品、天然/有机个人护理产品。2006 年，全球营养产业总体规模已达 2,283 亿美元，其中膳食营养补充剂的市场规模超过 680 亿美元（资料来源：《中国营养产业发展报告（2006）》）。

从增速上来看，2001 年到 2006 年，发达国家和发展中国家的膳食营养

补充剂市场容量的年均增长速度分别为 4%和 11%。发展中国家增速远远高于发达国家，我国人口基数大，人均可支配收入逐年增多，再加上健康意识的增强及政府政策的引导，未来必将成为最有发展潜力的市场，发展速度将远超发展中国家的年均增幅。

2.2 我国膳食营养补充剂行业的概况

膳食营养补充剂进入中国消费者的视野始于安利。1998 年安利中国的膳食营养补充剂系列产品“纽崔莱”进入中国，第一次将膳食营养补充剂的概念完整的带入中国。此后，随着人民健康保健意识的提高，尤其是“非典”之后，膳食营养补充剂受到越来越多的关注。

表 2：中国膳食营养补充剂的发展历程

2001 年 11 月	国务院办公厅印发了《中国食物与营养发展纲要（2001-2010 年）》，第一次把食物与营养结合起来作为一个完整和配套的系统。
2002 年	广州佰健在膳食营养补充剂的非直销领域市场中引入专柜加营养顾问模式，之后许多厂家模仿这一销售模式，整个市场异常活跃，行业迅速发展。
2003 年	“非典”爆发，国民的保健意识不断加强，在直销领域中以安利“纽崔莱”等品牌为代表和在非直销领域中以本公司“汤臣倍健”等品牌为代表的产品快速发展。
2006 年	全球膳食营养补充剂的巨头 NBTY、GNC 进入中国市场，标志着全球领先企业开始关注中国这个巨大市场，带来了行业的新销售模式，同时也加剧了市场竞争。
2008 年 1 月	卫生部发布了《中国居民膳食指南（2007）》，倡导平衡膳食结构，合理摄取营养。
2009 年 4 月	国务院公布了《关于深化医药卫生体制改革的意见》等关于新医改的文件，新医改方案把预防和控制疾病放在首位。这些将成为膳食营养补充剂行业巨大发展的市场和产业推动力。
2009 年 6 月	开始实施《食品安全法》，以及在行业内征求意见的《保健食品监督管理条例》、《食品质量监督管理条例》等，对食品和保健食品进一步加强管理，膳食营养补充剂行业作为包含普通食品和保健食品的产业，将受到更加严格的监管和规范，为行业未来的进一步快速发展打下了坚实的基础。

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

目前,我国膳食营养补充剂的销售渠道主要包括直销渠道和非直销渠道,其中,非直销渠道包括传统渠道、品牌连锁、邮购渠道三种形式。传统渠道和直销渠道依然是膳食营养补充剂的主要销售渠道。各种渠道的优势和劣势分析如下:

表 3: 不同销售渠道优势、劣势比较

渠道类别	优势	劣势	现状及成长性
传统渠道	固定资产投入少, 依托渠道的客户, 覆盖面广, 符合当前消费习惯	可控性差, 终端铺面竞争激烈, 与竞争对手区隔难, 容易遭受终端拦截	相当长的时间内仍然是主要渠道, 主要包括药店和商超
直销渠道	覆盖面广, 推介新品新牌灵活, 利于消费者教育	申请直销牌照难, 管理复杂, 人员管理成本高	目前主要渠道, 未来主要渠道
品牌连锁	可控性强, 缩短通路, 利于信用与品牌建设, 利于消费者教育	成本费用高, 扩张速度慢, 消费习惯有待培养	国外领先企业的主流模式, 国内逐步开始发展, 随着消费意识的增强成长空间广阔
目录邮购	方便灵活, 固定投资少, 新品牌推介快	受传统消费观念制约, 物流过程难以控制	目前客户主要是青少年, 成长速度快

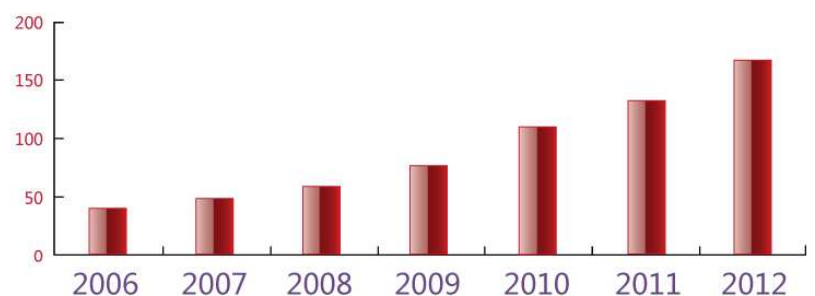
资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

截止到2008 年底, 我国膳食营养补充剂行业的市场规模约550 亿元左右。由于中国法律和市场的的原因, 直销渠道与非直销渠道相互隔离, 直销领域的企业与非直销领域的企业通常不产生正面的竞争。据中国保健协会市场工委的统计, 截止2008 年末我国膳食营养补充剂的市场份额在550 亿元左右, 其中以安利中国、完美中国为代表的直销企业占据着较大市场份额; 而在非直销企业中, 近年来以本公司、益生康健为代表的企业发展迅速, 2008 年市场份额已达到60亿元。

中国保健协会市场工委出具的《2009' 膳食营养补充剂（非直销领域）报告》认为：“虽然未来膳食营养补充剂市场可能会受到政策调整、竞争激烈等因素的影响，但是，只要中国经济在未来数年内不低于8%的增速，膳食营养补充剂的市场规模将保持目前的增长速度，到2012 年膳食营养补充剂非直销领域市场规模将超过160 亿元”。

图 2: 国内非直销领域膳食营养补充剂的市场规模

非直销领域膳食营养补充剂的市场规模增幅



数据来源: 《2009' 膳食营养补充剂（非直销领域）报告》

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

3、公司核心竞争能力分析

3.1 品牌推广和策划能力强大

公司长远的品牌战略是不断强化品牌的核心竞争优势，以品牌为核心整合整个产业价值链。从 2002 年到 2007 年短短 5 年时间，公司“汤臣倍健”品牌已发展成为强势的渠道性品牌，公司在渠道谈判和合作中，已可取得较高的供货溢价。2007 年底，公司为了增强品牌的驱动力，制定了为期五年的品牌提升战略。通过品牌广告传播、营销网络建设和为消费者提供健康增值服务等方式，“汤臣倍健”品牌正逐步由强势的渠道性品牌向知名的大众消费品牌过渡，品牌知名度和美誉度不断提升。

3.2 渠道开拓和管理能力强大

优质经销商在市场上具有稀缺性的特点，公司通过多年努力，已经掌握了一批优质的经销商资源。公司与屈臣氏、沃尔玛、大润发、老百姓大药房、中联大药房等全国大型连锁零售机构建立了良好的合作关系，直供终端的金额不断提升。

另外，公司从 2009 年开始借鉴 NBTY 和 GNC 的成功经验，积极拓展销售模式，在国内膳食营养补充剂行业中开设连锁经营店。截止 2010 年 6 月末，专卖公司产品的连锁经营店已有 164 家，是目前国内膳食营养补充剂连锁店数量较多的企业。

3.3 产品品质差异化优势

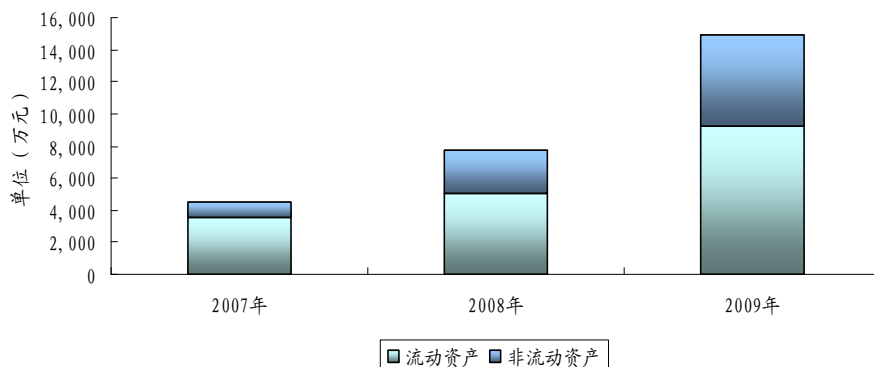
2004 年，公司实际控制人及创业团队确定了“取自全球，健康全家”的品牌理念，充分考虑原料种植或饲养的环境因素，在全球范围内甄选高品质原料，提供更优质、更具特色的产品给消费者，实现产品的差异化。至今，数十种主要原料和辅料来自新西兰、挪威、德国、美国、法国、日本、泰国等十多个国家和地区。比如，天然维生素 E 源自德国，乳清蛋白粉源自新西兰，胶原蛋白、角鲨烯源自日本，针叶樱桃和蜂胶源自巴西。2009 年度和 2010 年 1-6 月，公司从国外采购原料的比例分别达到 50.32% 和 54.06%。

4、公司财务分析

公司 2007 年末、2008 年末、2009 年末和 2010 年 6 月末的资产总额分别为 4,496.89 万元、7,719.70 万元、14,943.33 万元和 20,077.60 万元，资产规模迅速扩大。这与公司在报告期内的经营规模逐年迅速扩大及生产能

力迅速提高相适应。

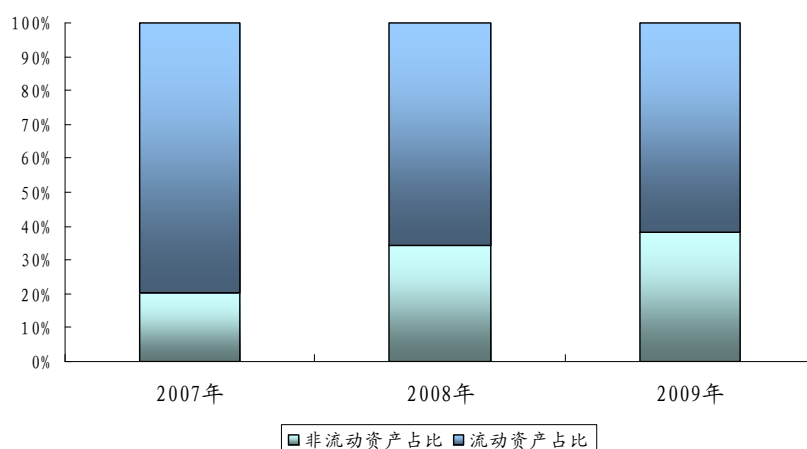
图 6: 近三年公司资产规模迅速扩大



资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2007 年末、2008 年末和 2009 年末非流动资产占总资产的比重分别为 20.39%、34.13%和 38.15%，逐年提高。主要原因：一是，生产经营所需非流动资产增加。二是，经营管理所需非流动资产增加。公司通过购买和增资的形式增加了部分办公楼、宿舍楼和经营所需的商铺。

图 4: 近三年非流动资产占比



资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 销售渠道可能存在的风险

本公司对部分区域经销商和直供终端给予了一定的信用额度，若上述区域经销商和直供终端经营出现困难，而本公司没有及早预料并采取相应措施，则可能会出现应收账款无法收回的风险。此外，在连锁经营模式中，本公司

已针对连锁店经营模式制定了详细的管理模式与制度，但单个连锁店仍可能存在执行不到位或执行错误的风险，从而对本公司的正常经营产生负面影响。

5.2 市场竞争风险

近年来，膳食营养补充剂的国际领先企业美国 NBTY、美国 GNC 和加拿大杰美森等外国品牌开始以不同形式尝试进入国内非直销领域市场，这些品牌实力雄厚，在发达市场拥有成功经验，一旦未来成功渗透中国市场，必将导致行业内部竞争进一步加剧，甚至可能造成中国膳食营养补充剂市场由目前的直销领域被外资（安利中国等）占据大部分市场份额演变成整个行业均被外资占据大部分市场份额的局面。因此，本公司面临未来国际领先企业深入中国市场，从而导致行业竞争加剧的市场竞争风险。

5.3 公司存货周转率下降的风险

公司的产成品通常要保留 1-1.5 个月的安全库存量，公司原材料和产成品的保质期一般在 2 年左右，如果未来本公司因销售不畅导致存货周转率大幅下降，存货余额大幅增长，而本公司又没有采取及时措施予以应对，则可能出现存货积压、过期、毁损的风险。

6、募集资金投向

公司本次拟向社会公众发行 1,368 万股普通股，占发行后总股本的比例为 25.02%，本次发行所募集资金总量扣除发行费用后，募集资金净额拟投入以下项目：

表 4：募集资金投向

序号	项目名称	总投资	使用募集资金	预计投入时间进度		
				第一年	第二年	第三年
1	生产车间新建项目	13,902	13,902	6,140	5,662	2,100
2	营销网络优化技术改造项目	12,300	12,300	4,116	3,733	4,451
3	信息系统技术改造项目	1,866	1,866	482	628.5	755.5

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

公司近三年的产能利用率均接近100%，在2010年上半年片剂、软胶囊和硬胶囊的产能利用率超过了100%，本募投项目在4年达产期后，公司各剂型产品的产能扩张情况如下：片剂产能4年后在2009年的基础上增长3.55倍，粉剂灌装产能增长1.57倍，粉剂袋装产能增长4.38倍，软胶囊产能增长3.04倍，硬胶囊产能增长1.75倍。

除扩张产能外，本次募集资金投资还将投入营销网络优化升级项目和信息系统技术改造项目。该项目实施后，公司的零售终端将由 9,000 多个增加至 20,000 个左右。同时，公司还将在未来三年在全国继续加强连锁店建设，计划到 2012 年末新增各类型连锁店 442 家。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、公司产能扩张和营销网络优化项目如期完成；
- 2、主要品牌毛利率稳步提升；
- 3、三项费用保持平稳

在上述假设下，我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 1.66 元和 2.69 元和 4.46 元。

表 5：汤臣倍健盈利预测

利润表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	141.86	205.29	344.89	524.23	796.83
增长率		44.71%	68.00%	52.00%	52.00%
营业成本	56.33	75.53	120.71	173.00	239.05
营业税金及附加	1.25	2.07	3.45	5.24	7.97
销售费用	29.76	45.8	86.22	131.06	199.21
管理费用	18.1	20.23	27.59	41.94	63.75
财务费用	0.06	0.17	0.13	0.05	0.05
利润总额	34.46	61.35	106.79	172.95	286.81
所得税费用	7.76	9.18	16.02	25.94	43.02
归属于母公司净利润	26.71	52.17	90.77	147.00	243.79
EPS	0.488	0.954	1.66	2.69	4.46

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

我们认为公司定位清晰，具有明确的品牌推广和渠道开拓战略，是这一领域最有潜力的企业。考虑到公司未来良好的成长性，再综合医药上市公司估值水平，我们认为公司的合理价位在 69.72 元-78.02 元，对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 42-47 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、科华生物等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122