

分析师： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490210080002

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751711 appi_claret@hotmail.com

“品牌+渠道”——成长中的国内保健品巨头

事件描述

12月29日，我们调研了广东汤臣倍健科技股份有限公司，与公司董秘和财务总监进行了深入交流。

事件评论

第一，品牌储备初具雏形，广告费用控制有力

对于消费品来说，品牌建设是打开其知名度的关键，我们认为汤臣倍健（明星）+十一坊（现金牛）+顶呱呱（瘦狗）的品牌储备已初具雏形，而从细分子产品来看，公司以蛋白质粉为传播立足点，主推牛初乳钙片、蜂胶软胶囊、骨胶原高钙片和小麦胚芽油软胶囊的意图也十分明显。进一步地，公司将会使用超募资金对行业进行整合（上下游），目前看来似乎更侧重下游的细分市场，比如运动品牌和婴童产品等。

汤臣倍健（明星）+十一坊（现金牛）+顶呱呱（瘦狗）的品牌梯队已初具雏形。现阶段公司还是以汤臣倍健为主打品牌，而该品牌在近些年积累起来的良好口碑和广阔的利润空间也决定了这一战略在短期内不会发生偏移；相比之下，十一坊作为全资子公司奈梵斯的独家品牌得以保留并且继续独立发展，十一坊的产品以进口国外的原装软胶囊为主，由于主要通过商场专柜面向女性消费者，相对较高的价格弹性确保了其稳定的现金流；而顶呱呱品牌目前还隶属销售部下面的事业部，尽管从折扣上讲位列三大品牌之首，但由于起步较晚尚未放量，价格优势并未体现在其毛利上，因此迅速打开市场扩展渠道是当务之急。

目前三大品牌在销售方面相互独立，经销商允许交叉代理，但公司尽可能要求经销商做优势渠道，这是因为公司给各经销商的折扣都不一样，不同渠道的接受模式也不一样。今后公司可能会逐步提高经销商和直供终端的折扣，按照往年的惯例一般是2年调1次，其实今年12月1日，公司就针对所有品种不同程度地提高了供应价，对50%的产品提高了终端价，预计这种影响在成本维持稳定的情况下将会使明年的毛利提高4%左右。

表 1: 公司的三大品牌

主要品牌	产品定位	销售渠道	占比	折扣	备注
汤臣倍健	全系列、大众化	药店（90%）	86%	2.5-3折	
十一坊	女性、高端	商场专柜	14%	3折以上	产品原装进口，新西兰OEM
顶呱呱	起步晚、量少	母婴店		4-5折	汤臣下面的事业部

资料来源：长江证券研究部

从研发角度讲，保健食品需要报批2-3年，公司目前有34个蓝帽子（其中包含27个国家食品药品监督管理局批准的营养素补充剂和保健食品批准证书和7项公司正在受让的营养素补充剂和保健食品技术），**还有39个产品在注册当中**（包含已受理注册的产品2件和拟申请注册并处于试验阶段的产品37件）。**从品种选择看，从2008年公司就确定以蛋白质粉为形**

象产品，所有广告都是围绕蛋白质粉去做，并对牛初乳钙片、蜂胶软胶囊、骨胶原高钙片和小麦胚芽油软胶囊4个产品加以重点推广。因此，上述品种销量增长迅速，蛋白质粉更是连续两年半在公司所有产品中销量排名第一。之所以选择蛋白粉为主要的推广产品，是因为借鉴了标杆企业的经验，比如安利，蛋白粉占纽崔莱的50%左右。

另一方面，从超募资金的用途上讲，公司的计划是：首先做膳食营养；第二个不会乱投广告；第三个对行业整合（上下游），目前更侧重进入下游，细分市场，比如，运动品牌、婴童等。

表 2：公司主打产品明细

类别	主要产品	主要用途	2010 年 1-6 月 销售毛利比重	2010 年 1-6 月 销售金额比重
蛋白质/维生素/矿物质	蛋白质粉	补充蛋白质，增强免疫力	6.15%	6.20%
功能性健康产品	蜂胶软胶囊	补充蜂胶黄酮，增强免疫力	2.19%	2.40%
补钙及骨骼健康	骨胶原高钙片	补充钙和骨胶原	2.75%	3.79%
补钙及骨骼健康	牛初乳钙片	补充钙和牛初乳	2.59%	2.70%

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

从历史看上公司提升品牌的一个重要手段就是广告，从 2006 年的刘璇到今年的姚明，公司热衷于借助体育明星的影响力塑造产品健康正面的形象。而从反馈的信息来看，这种效应需要一个过程。如公司 2006 年签了刘璇之后业绩变化直到 2007 年才得以显现。与之类似，姚明的广告实际 11 月底才推出，然而从铺点的状况来看效果明显：上半年 1800 个点，下半年 3000-4000 个点。公司广告的投放媒介主要包括湖南卫视，江苏非诚勿扰，分众传媒和各地的报纸、杂志等。预计随着姚明牵手汤臣的广告在各大媒体上的逐步曝光，公司产品的知名度会得到进一步的提升。

表 3：公司提升品牌形象大事记

时间	事件
2006 年 3 月	启动品牌扩张战略，聘请奥运冠军刘璇作为形象代言人，在全国重点城市进行品牌形象广告投放。
2007 年底	制定 5 年品牌提升战略，努力增强品牌驱动力，将“汤臣倍健”品牌转变为知名大众消费品牌。2008-2012 年品牌推广费率维持在 10%。
2008 年	在中央电视台等媒体和媒介启动品牌提升战略，品牌推广费由 2007 年的 188.45 万元增加到 2008 年的 1319.17 万元。
2009 年	继续按照品牌提升战略规划，加大“汤臣倍健”品牌的推广和提升。品牌推广费全年达到 2,067.97 万元，品牌美誉度和知名度大大提高。
2010 年	签约 NBA 球星姚明，大大提升公司品牌知名度。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

从 08 年开始公司每年的广告投放都在 10% 左右，今年也是 10% 的幅度。由于公司产品非常多，走的是一条持续性的品牌建设路线，因此不会突然加大品牌推广费，预计明年和后年也会大致按照该比例投放。

表 4：2007-2010 品牌推广费情况

年度	2010 年 1-6 月份	2009 年	2008 年	2007 年
品牌推广费率	3.33%	10.07%	9.33%	2.82%
品牌推广费用合计	5,377,429.80	20,679,668.71	13,191,683.35	1,884,484.51
其中：影视广告	1,223,000.00	13,874,151.65	9,891,814.00	231,800.00
广播广告	943,080.37	174,800.00	295,400.00	-
网络广告	270,920.88	424,000.00	3,800.00	-

户外广告（车身、灯箱等）	1,116,995.56	1,413,636.39	355,500.00	172,850.00
报纸及杂志等平面广告	1,240,129.00	2,583,035.00	798,986.00	845,354.40
其他（制作、品牌设计、代言等）	583,303.99	2,210,045.67	1,846,183.35	634,480.11

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第二，连锁模式有望重点推广，销售终端明年期待放量

■ 渠道广布

从渠道深度上看，公司的销售模式主要分为三种：区域经销模式、直供终端模式和连锁经营模式。公司区域经销和药店分成，其他直供或连锁所得则是直接计入公司的营收。区域经销和直供一样，只是区域经销需要借助经销商，两者均属于传统意义上的销售渠道。而连锁目前还比较少，在中国还不是主要模式，目前还是辅助性的。但公司有意将其进一步加以推广，原因一方面在于提供服务，第二是展示形象，第三则为未来销售奠定基础。

表 5：各种渠道优劣势对比

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：招股说明书，长江证券研究部

从渠道广度上讲，公司目前主要的目标是地级以上的城市，已经覆盖了 200 个左右，占中国 333 个地级市的 60%；相比之下，县级及以下则几乎没有动，因为目前保健品的目标群体尚集中于高收入阶层，并且需要极强的覆盖能力和管理能力，对于经销商的要求也很高，就现阶段来说投入产出不成正比。

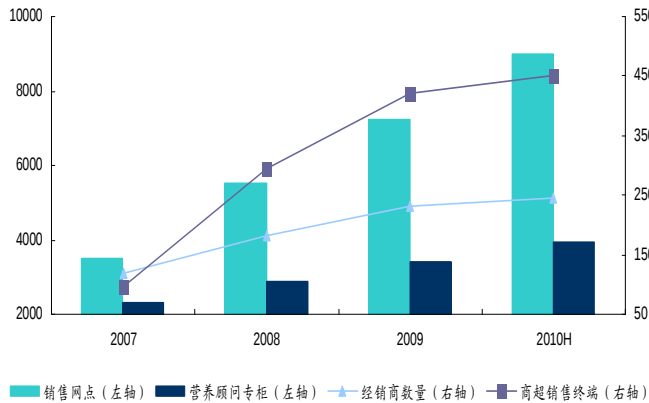
目前公司的渠道管控体系主要分为销售中心和市场中心两块。销售中心负责销售，总经理直接管销售，下面有个销售总监管大区，大区对应办事处，办事处对应经销商。销售中心下面还有 KA 部，负责连锁店。（目前共有 7 个大区，10 多个办事处，2012 年计划 26 个办事处。）目前公司 90%都是一级经销，很少做二级经销，否则一方面会影响利润分配（给经销商留的空间比较大），另一方面会影响货流控制。市场中心主要做市场推广，包括品牌、市场推广、活动策划等。针对以后外资渠道建立起来可能会导致产品价格下行的潜在风险，公司方面表示会学习 NBTY 构建不同层次的品牌梯队以适合不同的人群的经验。

■ 终端给力

目前公司共有 12000 个终端，每个点的销售额在 2 万元左右；公司预计明年销售终端将会达到 18000 个，而到 2012 年则会增加至 20000 个。（中国有 38 万家药店，连锁有 12 万家，百强有 4 万 8 千家。所以 2 万家应该没什么问题，或者更多。）其中经销商的终端店和公司自己的专卖店在销售半径上存在差异，前者只需 2-3 个月，后者则要 4 个月左右才能盈利。

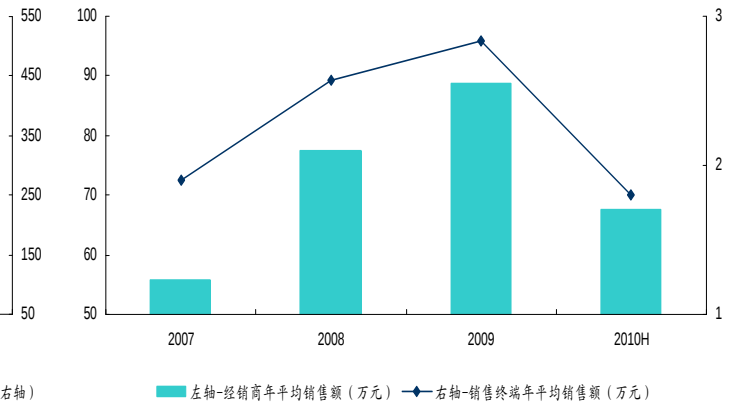
账期方面，大经销商会有信用额度，有账期的大约 80%现款结算。公司对大部分经销商所处的强势地位导致应收款比较低；但大终端比较强势，比如沃尔玛、屈臣氏等。

图 1: 2007-2010H 公司渠道拓展情况



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 2: 2007-2010H 经销商与销售终端销售额



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

第三, 产品成熟后的资源整合仍有空间

公司反馈的情况是今年的现有产能已经不够, 主要依靠车间的改造来满足销售。**2011 年在 2010 年产能上翻倍已经能够预期, 募投是现在车间 2.68 (3) 倍量, 因此 2-3 年之内产能是没问题的。**另外, 募投里面预留了 1w 平米, 可以扩展。如果明年成功, 会进一步扩展车间。

第四, 展店与增收双管齐下, 外协比例将减为零

点的扩张方式是一方面和经销商分析市场, 寻找增长点, 另一方面每年有销售人员去跟踪, 内部销售部门去指定规划。目前大的连锁店都逐步趋于成熟, 空间可观, 公司方面想放慢节奏, 稳妥推进。

单店销售提升的办法: 一开始进 3-4 个品种, 达到一定规模近 50 个品种。另外就是增加促销, 做活动。(像屈臣氏, 600 多家店只做 200 多家; 品种去年 20 多个, 今年 40 多个。)

从 07 年公司开始考虑逐步减少外协, 主要是基于两个原因: 第一, 毛利会逐步提升, 目前 90% 多的自己加工; 第二, 产品质量的控制, 全球各地采购原料的方式下自己控制会更好。因此从 07 年公司开始逐步投入厂房, 目前 4 个车间 1 个改造, 3 个在生产。**募投的厂房 11 月份已经开工了, 明年 12 月就会投产。新厂房 3 个车间, 明年底会达到 6 个车间, 到那时将不会再有外协成分。**不过由于目前自产比例已达 90%, 接近天花板, 因此我们预计该比例即使达到 100% 也不会对毛利提升太多。

第五, 涨价应对成本提升

由于公司产品原料大多是进口的, 在目前国外农产品价格居高不下的背景之下, 涨价的幅度可能会超出预期。例如, 巴西蜂胶涨价 20%, 新西兰乳清蛋白粉 50%, 美国小麦胚芽油很难供应, 天然 VE 德国 40%。**公司方面预计以上的涨价因素可能会对冲产品提价后所带来的 4 个百分点的毛利。**

第六, 效仿成熟市场和企业

国内保健品市场在 93-95 年迎来第一个春天, 当时主要厂家的竞争策略是围绕单一产品不断夸大功效, 但由于急功近利, 消费者期望值过高, 到 97 年大都濒临死亡, 于是有了好长时间的保健品行业低迷。98 年安利进入中国, 逐步教育消费, 坚持以直销模式将几十个产品线多管齐下, 而不夸大产品功效, 力求传播一个健康的理念。2002 年公司进入保健品市场, 也会以安利为榜样逐步丰富其产品线。

从本质上看, 公司和安利相比, 由于配方比较清晰, 都是根据中国居民的膳食指南, 因此区别不大, 细微的差别主要来自原料和工艺。对于消费品来说渠道和品牌就是生命, 安利从 2002 年起就开始做终端, 对于新进入者来说必然有门槛, 优势明显。

第七，风险提示

■ 监管风向不明，外资虎视眈眈

《保健食品监管条例》还未推出，风格上究竟严还是松各方还在博弈，若风向偏松可能会有利于强势外资的进一步渗透。（实际上 NBTY10 月收购了中山奥德美，以期凭此拿到批文进而避开中国监管。）

第八，首次给予“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2010、2011 和 2012 年 EPS 分别为 1.62 元、2.49 元和 3.93 元，首次给予“谨慎推荐”评级。

我们需要说明的是，在中国保健品行业尚处于规范化的发展初期，公司能够高速发展的空间广阔；但从更具体和中短期角度考察，是否能够顺利的维持持续的高增长，有许多行业、市场的因素需要进一步跟踪。这也是我们这次仅给予“谨慎推荐”评级的原因；随着我们研究的进一步加深，上调评级是可能的。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	205	337	500	741	货币资金	41	756	550	570
营业成本	76	122	175	244	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	130	215	324	497	应收账款	9	14	21	31
% 营业收入	63.2%	63.8%	64.9%	67.1%	存货	33	54	78	107
营业税金及附加	2	3	5	7	预付账款	9	15	21	29
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	46	75	112	165	流动资产合计	92	839	670	739
% 营业收入	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	20	33	49	73	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	0	-1	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.3%	固定资产合计	43	418	746	925
资产减值损失	0	0	0	1	无形资产	3	3	3	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	61	104	161	253	其他非流动资产	11	11	11	11
% 营业收入	29.9%	30.9%	32.1%	34.1%	资产总计	149	1271	1430	1677
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	12	0	0	0
利润总额	61	104	161	253	应付款项	9	15	21	30
% 营业收入	29.9%	30.9%	32.1%	34.1%	预收账款	11	18	27	40
所得税费用	9	16	24	38	应付职工薪酬	3	5	7	10
净利润	52	89	137	215	应交税费	2	3	4	7
归属于母公司所有者的净利润	52.2	88.6	136.5	215.1	其他流动负债	5	8	12	17
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	42	49	72	104
EPS (元/股)	1.27	1.62	2.50	3.93	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	42	103	197	325	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	42	50	72	104
收回现金					归属于母公司	107	1222	1358	1573
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-32	-403	-405	-307	股东权益	107	1222	1358	1573
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	149	1271	1430	1677
投资活动现金流净额	-32	-403	-405	-307	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	7	1026	0	0	EPS	1.272	1.620	2.497	3.933
银行贷款增加 (减少)	3	-12	0	0	BVPS	2.61	29.79	24.84	28.77
筹资成本	0	1	2	2	PE	3.70	2.91	1.89	1.20
其他	0	0	0	0	PEG	0.06	0.05	0.03	0.02
筹资活动现金流净额	10	1015	2	2	PB	1.80	0.16	0.19	0.16
现金净流量	20	715	-206	20	EV/EBITDA	3.57	-3.80	-1.24	-0.82
					ROE	48.8%	7.3%	10.1%	13.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。