

强烈推荐-A (维持)

汤臣倍健 300146.SZ

目标估值: 72-96 元

当前股价: 66.00 元

2011 年 9 月 30 日

外延快速扩张, 内生逐步加强

基础数据

上证综指	2359
总股本 (万股)	10936
已上市流通股 (万股)	2736
总市值 (亿元)	75
流通市值 (亿元)	19
每股净资产 (MRQ)	15.2
ROE (TTM)	7.7
资产负债率	2.7%
主要股东	梁允超
主要股东持股比例	57.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	15	-11
相对表现	10	35	-3



相关报告

- 1、《汤臣倍健(300146) - 业绩超出预期, 品牌期待拉升》2011/7/1
- 2、《汤臣倍健 (300146) - 膳食营养补充剂领域的佼佼者》2010/11/29

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090511030001

王晗 (研究助理)

wanghan@cmschina.com.cn

注: 龙隼对本文有重要贡献

近日我们对公司做了调研, 交流中提出了我们对公司的一些期望。公司今日发布前三季度业绩预报, 业绩同比增长 90%-110%, EPS1.26-1.4 元, 使得我们上次报告上调的业绩成为保守预测, 继续强烈推荐, 以明年业绩、30~40 倍 PE 定位, 一年目标位 72~96 元。

公司于 2011 年 9 月 26 日召开了本年度第三次临时股东大会, 进行了董、监事会换届, 并增加了商务服务及中药材种植两项经营范围。会上董事长与股东及投资者就未来发展战略、品牌定位及广告传播策略、渠道及终端掌控、产品研发与批文储备、服务改进与消费者教育等方面进行了深入交流。我们认为汤臣倍健是家轻资产营销型公司, 所处膳食营养补充剂行业正在蓬勃发展, 产品利润率高, 公司具有先发优势、网点扩张速度很快, 姚明代言提升品牌高度, 团队富有经验、董事长饱满有激情, 公司业务快速成长, 是个非常优秀的投资标的。我们就网购、产品聚焦、直营店等方面提出一些建议, 希望公司能夯实基础、更上一层楼。

1、外延式扩张增速不减, 内生性增长正逐步加强

公司目前快速增长主要来自药店 OTC 销售网点的不断扩张, 截至今年中期已有 1.6 万个销售网点, 前次报告我们分析了拓展空间问题, 此次我们注意到公司人员增加速度很快, 内刊上有个 200 新员工的培训, 而截至去年底, 公司的员工总数是 688 人。公司此次也强调了内生增长, 比如连锁药房老百姓、大参林的增长速度。公司以“持续、健康、快速”为标准制定了未来五年的发展规划, 聘请了专业的咨询公司, 销售管理变革将从第四季度开始, 明年公司的销售架构和分公司职能将有较大转变。9 月底实现“万店皆姚明”的线下宣传部署, 4 季度新拍的姚明广告片将密集播出, 12 月份信息系统上线, 变销售为对消费者的主动服务。公司今日发布前三季度业绩预报, 业绩同比增长 90%-110%, EPS1.26-1.4 元, 使得我们上次报告上调的业绩成为保守预测。

2、我们对公司提出一些建议, 期待公司能实现更扎实稳健的飞跃

1) 建议对网购变堵为疏: 网购是一个大趋势, 网络传播成本低且对白领阶层有针对性, 我们了解到, 公司线下客户群体的年龄偏大, 以免体检吸引来的中老年客户不具可持续性。发展网购不会从传统渠道争抢客户, 同时会因品牌传播获得更多的消费基础。公司宜建立官方网店, 适当差异化线上线下销售品种, 实现第三渠道的战略布局。

2) 建议广告对产品有所聚焦: 汤臣倍健只能算是个渠道品牌, 消费者不是冲着品牌、冲着单品主动而来, 更多是在药店被终端拦截。我们认为广告方面应该按八大品类有侧重推广、聚焦重点产品以点带面, 拉动消费者的品类消费。另外, 汤臣倍健品牌内涵尚不清晰, 期待姚明新广告能成为品牌力提升新引擎。

3) 自有连锁应适时布局。经销商渠道在企业初创期可以实现低成本快速扩张，但随着规模扩大，对终端掌控的不足、线下消费群与品牌定位错配等问题将日渐制约公司长期发展。从美、日的经验来看，标杆企业最终都是以自有或加盟连锁为主，我们认为待“汤臣倍健”品牌在消费者心中初步建立影响力时，自建及加盟连锁须逐步提速，以充分在终端放大品牌影响力，何况公司上市后有足够的资金来推动自营店的发展。

临时股东大会交流纪要

1、未来发展战略

Q: 公司发展速度较快，未来业绩有没有具体发展规划？目前产能满负荷，2013 年才能投产，如何缓解？

A: 我们 5 月份定稿了 2011-15 年规划，确定了期间主要财务指标和实现路径，让团队明确困难不足和努力的方向。五年规划的总策略是：持续、健康、快速增长，规划具体内容暂时不便细说。我们之前 07 年制定的 08-11 年规划主要内容包括：每年实现 50% 的增长、品牌推广费不低于 10%、2012 年不低于 20000 家终端，迄今为止均基本达到，因上市后资金实力和机遇发生了变化，所以有必要进行新的五年规划。目前产能对公司经营压力比较大，预计募投项目主厂区明年春节左右就可以建成，可以缓解压力。在五年规划中对产能有了新的规划，将满足未来发展需要。

Q: 董事长您的股权比例大于 57%，未来是否会根据公司不同的发展阶段而进行稀释？汤臣倍健能否走出国外，全球化策略如何？

A: 我是团队核心，我以公司为事业，将长期保持对公司的绝对或相对控制。我希望有足够的力量，来贯彻自己的策略，所以我们在 IPO 前没有引入太多的 PE。以后可能存在不同的阶段来进行增发稀释。

出口方面，早几年，我们以样品的身份，办了很多国家的出口准入手续。未来五年规划不会考虑国外，国内市场 20-30% 的增长，空间还很大。未来的 500 强企业在中国的业绩比重会越来越大。五年规划中对国际化也有一些考虑，将按照三个收购兼并的原则，来实施收购兼并。

Q: 对于未来五年的增长策略——持续、健康、快速，侧重点上有没有先后排序？三个并购原则是什么？

A: 没有明确的优先顺序。持续：增长速度不会较之前有太大的增长，大家可以撇除财务收入来看，我们今年的净利润会匹配销售收入增长。而投资者和消费者是可以相互转换的，所以我们非常重视对股东的回报。健康：春节销售态势向好的时候我到市场跑了

一圈，列出了 7 张纸的问题，每个领域都请了些专业公司来解决问题，绝不会压缩健康来保持快速增长。快速：希望给所有的投资者一个满意的回报。行业本身是 20-30% 增长，因此销售收入增速应该是在此之上，我们会有自己的增长底线。

三个并购原则：1、大的关联产业；2、能产生协同效应；3、能达到一个预计的具体量化复合增长率，不希望并购进来的单位会影响到母体的增长。

Q：在原料上，我们的采购价格优势能否保证？我们产能扩张对资本消耗如何，未来 5 年是否会再融资？以现在的发展速度，公共关系会很重要，很可能因个别危机事件摧毁整个品牌，公司这方面如何做的？

A：我们的原材料采购价格不一定有优势，但因为分散，单一原材料对我们的盈利影响很小，这个对我们来说不是最重要的。产能上肯定不能满足未来的五年规划，明年下半年要重新开始产能扩张，未来可能考虑依实际情况再融资。公司有专门的公关部门和专门的公关公司，进行危机处理和预防。有一点是肯定的，就是我们绝不会冒三聚氰胺的风险。

Q：除了原料，我们在其他方面还有哪有差异化的优势？

A：产品差异化不是核心竞争力，品牌力和渠道力才是我们的核心竞争力，我们的品牌在中国同行中已经有非常大的优势，这已经反映在供货溢价上，比同类产品高 30-40%。渠道我们是非直销第一家，我们先发控制了主力经销商，我们的专营专销比例大于 80%，经销商流失率低于 3%。我们的原料战略清晰，分步进行，每当有竞争对手复制的时候，我们就提前进行下一步，让我们始终领先，具体来说：第一步、我们在国外采购原料；第二步、在国外建立专供基地；第三步、我们在全球建立有机农场。这些只是基础，我们产品研发和储备批文也是相当惊人的。

2、品牌定位及广告传播策略

Q：现在国内汤臣倍健是龙头，想问下国内外的竞争格局？国际品牌的进口关税是多少，是不是有优势？消费者对国内品牌的安全感普遍缺失，有些国内品牌送给我都不敢吃，在这样的背景下我们如何超越 GNC 的品牌力？

A：我已经很久不管具体经营了，我的主要工作是抓：新人、新项目和战略，未来这个五年计划参照的是纽崔莱中国，下一个五年则是 GNC 和 NBTY。三四年前我就说留给我们的时间不多，主要是外资汹涌，现在看来，政策准入给予我们发展的舒适时间可能比我们想象的更长。目前保健食品监管条例还没有出台，在法律监管上中、日比较严，造成了外资品牌进入困难，尤其是进入药线很难，所以只能从商品线开始。目前 NBTY 在中国与我们的差距很大。NBTY 的优势是天然的品牌优势，他采用总成本领先战略。我们是本土品牌，没有先天的品牌优势，所以我们寻求差异化，在品牌上嫁接姚明。至

于国外生产再进口到中国的关税，不同产品不同，可能在 15%左右。

Q: 刚才董事长提到 NBTY 和 GNC 有品牌优势，但我们没有，所以我们走差异化路线。但是从广告宣传上，我们并没有看到汤臣倍健和安利纽崔莱在品牌定位和诉求上有什么差异，想请董事长具体介绍一下？此外，未来在请专业的咨询公司上对品牌的定位上有没有特别的考虑？

A: 我们有非常清晰的品牌定位，有品牌溢价。最终我们希望大家对汤臣倍健的品牌印象是：让大家忘记汤臣倍健是哪个国家的，只知道全世界最好的东西都汇聚在汤臣倍健。我们把它聚焦在几个字里面：取自全球，健康全家。目前我们靠全球采购和国际化的明星姚明来支持。品牌推广上，我们没有像安利一样，我们不和他们直接竞争。此外，大家可以看到，整个行业不是靠广告做起来的，都是先慢慢积累起来后，才开始进行品牌广告推广。目前我们主要的沟通渠道，还是专柜的沟通，但以后广告所占的比重会越来越高。

Q: 具体来说，在蛋白质粉这个产品上，汤臣倍健和安利都是诉求提升免疫力，没有什么不同，那么对于消费者来说，如何解决“为什么要买汤臣倍健蛋白质粉”的问题呢？我们的品牌和产品定位的差异化上是否还存在一定的提升空间呢？

A: 这个是非常专业的问题，我们两年前已经放手交给专业公司在做，不想让我们过去的成功经验干预了专业广告公司的工作。

Q: 姚明退役有何影响？

A: 一切都在我们的规划中，我们在确定姚明代言时已经预计到这一点。姚明本身诚信、负责任、国际化的品质是我们看重的，而不在于他运动员身份的本身。

Q: 线下方面的新广告何时推出？

A: 姚明的新广告已于 9 月份初拍完，正在后期制作，将于 10 月-12 月密集投放。

Q: 广告形式有没有创新？因为我只知道汤臣倍健品牌，但不知道汤臣倍健具体有哪些产品适合我？作为消费品，聚焦战略可能会更有效，我们有没有聚焦宣传某些产品的打算？

A: 标杆企业的产品种类都非常多且非常分散，几十年做下来就这样，形成一个品类的概念，比如说如果大家需要维生素产品，那第一印象是我们这都有。为什么我们会选择

蛋白质粉这样一个产品来做重点宣传，我们是把它作为一个形象产品，因为消费者的情感要有一个附着点。我们今年已经建立这样一个策略，我们有一个主推的形象产品，有几个明星产品，当然广告对蛋白质粉的销量会有提升作用，但我们并不指望蛋白质粉这个单一产品的回报有多高，这是一个对整个品牌的宣传。当然，蛋白质粉现在销量增速也很好，已经占到我们收入比重的 9% 以上，与国际同类企业相比，这个单一产品的比重也已经是很高的。我们不会重点宣传某一个或某几个品种，希望树立一个全部补充剂提供者的品牌形象。

3、渠道及终端管控

Q: 公司终端控制了 16000 家，97% 是渠道的，3% 才是自己的？价格混乱与终端控制力度比较小是否有关？终端扩张速度特别的快，70% 的增长来自外延，当外延增长放缓后如何提升内生增长？

A: 2011 年春节后，可能因为姚明及 IPO 的影响，使得终端动销比较好，我们感觉开局不错。上个月，我们直供的 18 个连锁药店销售情况都不错，比如老百姓，因为共享了后台数据，我们看到其新进终端销量增长了 105%，老终端也增长了 57.4%。我们加强了对 KA 客户的政策导向，老百姓、大参林等销量增速都很快。目前我们在药线的 KA 已经做的比较好了，未来将继续增强小终端，夯实健康发展基础，五年规划已经把老店增长作为重要的一环。此外不一定只有自己的终端才能控制，以经销商为主的格局不会改变。发展连锁是参考国外经验，其次我们之所以加速布点，是因为这些自有连锁可以提供相关服务。目前我们已经请了家专业的咨询公司，明年的销售架构和分公司的职能将发生改变。

Q: 在国外，成功的企业比如 GNC 主要还是以自有连锁或加盟为主，这个可能是市场成熟过程中自发选择的结果，是一个发展趋势，但刚才董事长提到我们未来的渠道策略依然以经销商为主，这两者之间我们会如何协调匹配呢？

A: 随着市场成熟，销售业态将发生变化，从美、日经验来看最终都是以自有或加盟连锁为主。但是中国市场本身还有个成熟的过程，目前我们的策略，在现在阶段还是以经销商体系为主，在连锁方面 GNC 是我们主要的学习对象。

Q: 与国外的产品相比，我们同类产品效果差不多，但高端产品我们公司没有，我们和国外产品在技术上的差距如何，公司有哪些改进策略？深圳终端价格比较混乱，褪黑素最低 88 元，最高 188 元，我点名买才给我，东西虽摆在显眼的位置，但产品不全，终端如何改进？

A: 我们不认可我们与国外有技术上的差异，产品种类的选择主要还是考虑：在本土市场上，产品是否有足够的成熟度。我们与 NBTY, GNC 更适合类比，和如新不太可比。