

细分行业高成长，药店转型拉动



研究结论

汤臣倍健是创业团队核心暨董事长梁允超控股的上市公司，专营膳食营养补充剂，其中蛋白质/维生素/矿物质系列类产品占比较高，达到 2010 年收入的 35%。公司 2008-2010 年收入和利润复合增长率分别为 56%和 86%，2010 年底上市后，高成长性继续在 2011 年中报和三季报中延续，受益于细分行业高成长和药店转型拉动，我们认为公司的业绩增长未来仍然有充足的动力：

- **消费升级，带来成长空间。**未来随着居民消费和教育水平的提高，以及老龄化趋势的加剧，我们预计膳食营养补充剂将真正的为国民所接受，整个行业将迎来大发展时代，参照 1987-2000 年美国国民健康问卷调查结果，我们发现越来越多的消费者频繁使用营养补充剂，同时老龄人口和高等教育阶层更容易接受营养补充剂的消费方式，走在前面的美国为我们提供了很好的启示。
- **非直销市场份额有望上升。**参照全球主要地区的膳食营养补充剂市场渠道分布可以看出，直销占比在发达国家并不高，部分地区低于 30%，而其随着当地社会经济的发达程度提高，直销占比逐步下降。因此我们有理由相信，未来随着国内居民自主购买膳食营养补充剂的意识增强，非直销渠道的市场占有率将从现有的 20%水平逐渐上升，汤臣倍健作为非直销领域的领军者，无疑将受益明显。
- **与渠道利益共享的盈利模式。**公司目前采取的销售模式主要为区域经销模式，占 2010 年销售收入的 80%，我们认为这种模式较好地整合了渠道的力量，进口原料以及明星代言可以让产品定位中高端、获得较高价位，而把更多利润空间交给下游可以明显推动经销商和终端的销售热情，目前来看公司与经销商已经形成了较为理想的合作关系。

盈利预测：公司三年内的成长依靠两个方面：首先，同店销售额有足够成长空间，远低于我们了解的样本店情况，其次，在药店必须转型和连锁药店发展速度加快的背景下，进入药店终端的速度预计将继续快于预期。同时公司如果成功树立起品牌形象，将为未来十年的成长建立起牢固的护城河。

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.82 元、2.76 元和 3.80 元，同时预计 2012-2014 年复合增长率有望在 35%-40%左右，按 PEG=1 给予 2012 年 37 倍市盈率，对应目标价 102.1 元，近期涨幅较大，但我们仍看好公司未来的中长期发展，首次给予公司买入评级。

风险提示：经营管理难以跟上业务增长 保健食品安全性风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 11 月 4 日)

77.97 元

目标价格

102.10 元

总股本/A 股 (万股)

10936/10936

国家地区

中国

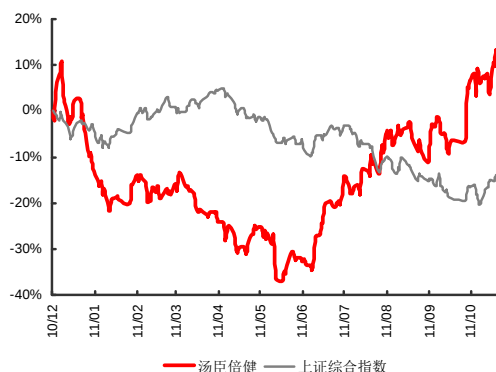
行业

医药

报告发布日期

2011 年 11 月 7 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	346	627	969	1,321
同比(%)	69%	81%	55%	36%
归属母公司净利润	92	199	302	416
同比(%)	77%	116%	52%	38%
毛利率(%)	64.5%	64.0%	64.0%	64.0%
ROE(%)	5.7%	10.6%	13.9%	16.0%
每股收益(元)	0.84	1.82	2.76	3.80
P/E (倍)	92.57	42.85	28.22	20.51
P/B (倍)	5.25	4.54	3.91	3.28

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

一 公司概况	4
1 缘起太阳神，率先开辟膳食补充剂	4
2 “汤臣倍健”品牌为主	5
3 主业保持高速增长	6
4 淡化拳头产品	7
二 投资亮点	9
1 消费升级，带来成长空间	9
1.1 使用频率有望逐年上升	9
1.2 老龄人口推动市场成长	10
1.3 文化层次决定认可程度	11
2 非直销市场份额有望上升	11
3 与渠道利益共享的盈利模式	13
3.1 原料采自全球+明星代言：定位高端	14
3.2 足够的渠道利润空间推动经销商积极性	16
3.3 “专柜+营养顾问”：更接近消费者	16
三 增长动力分析	18
1 同店销售额成长空间巨大	18
2 终端开设数目不断超出预期	18
四 盈利预测与投资策略	21

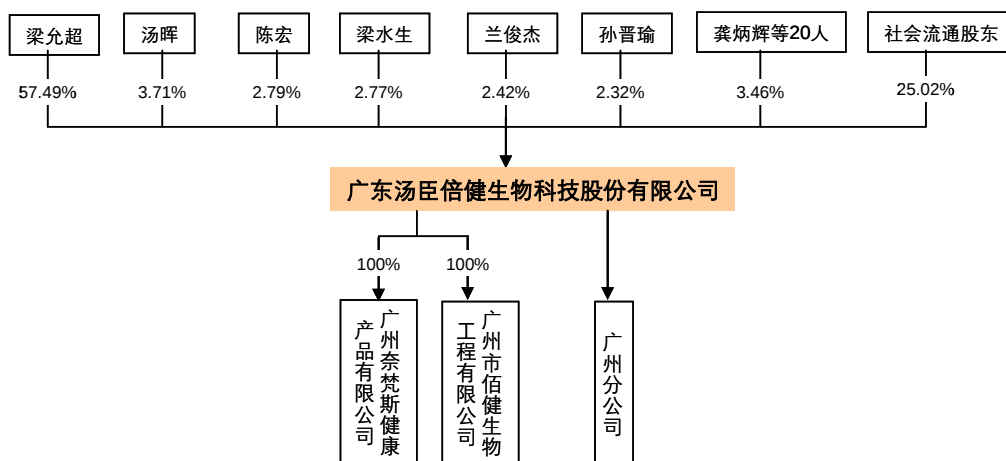
图表目录

图 1：公司股权结构图	4
图 2：公司业务发展历程	5
图 3：公司三个主要营养品牌示意图.....	5
图 4：公司上市前报表收入及增速	7
图 5：公司上市后报表收入及增速	7
图 6：公司上市前报表净利润及增速.....	7
图 7：公司上市后报表净利润及增速.....	7
图 8：2010 年公司分产品系列收入构成	8
图 9：美国膳食营养补充剂消费按频次调查结果.....	10
图 10：美国膳食营养补充剂的每日消费频次按年龄段调查结果	10
图 11：美国膳食营养补充剂的每日消费频次按受教育程度调查结果	11
图 12：美国、欧洲、亚洲和我国膳食营养补充剂市场渠道分布	12
图 13：1995 和 2007 年美国膳食营养补充剂市场渠道分布.....	13
图 14：公司销售模式简介	14
图 15：2007-2010 年国外采购原料占比变动.....	14
图 16：姚明代言的部分品牌形象展示.....	16
图 17：公司最新专柜和营养中心示意图.....	17
图 18：截至今年上半年公司药店终端的占有率	18
图 19：截至今年上半年公司超市终端的占有率	18
图 20：公司实际开设终端数目与原先规划数目对比	19
表 1：公司主要产品的用途与功能	6
表 2：我国膳食营养补充剂非直销市场增长预测.....	13
表 3：公司部分产品进口原料来源	15
表 4：上海部分超市及药店的膳食营养补充剂品种及价格	16
表 5：公司销售收入假设依据	19
表 6：公司增量营业收入分拆分析	20
表 7：公司分产品收入假设.....	21
表 8：公司毛利率与期间费用假设	22
附表：公司财务预测表	23

一 公司概况

汤臣倍健成立于 2005 年 4 月 1 日，主要业务是膳食营养补充剂的研发、生产和销售。膳食营养补充剂属于保健食品范畴，与传统功能性保健食品的区别在于，膳食营养补充剂的成分以维生素、矿物质和动植物提取物为主，主要解决营养素摄入不足和营养失衡引发的问题，提高机体健康水平，降低疾病风险。

图 1：公司股权结构图



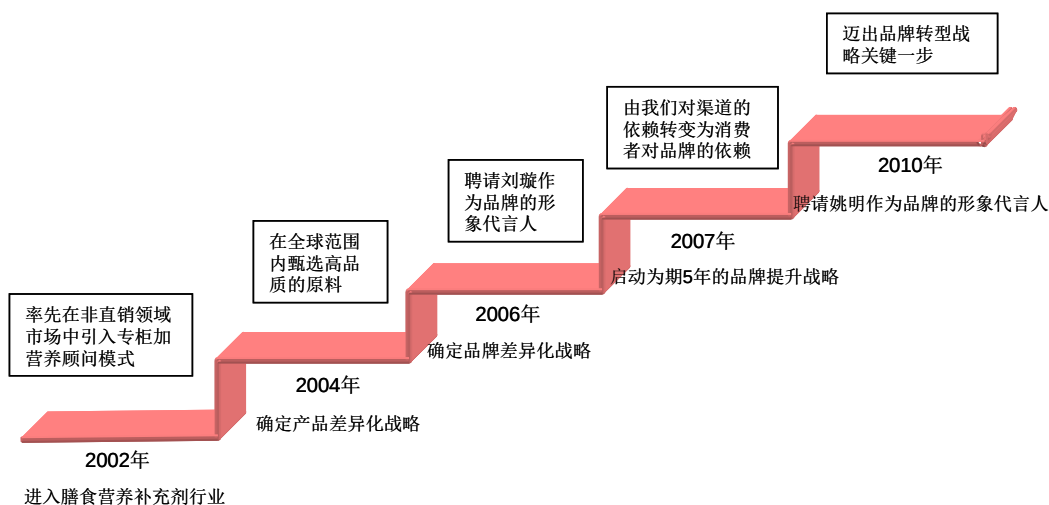
资料来源：东方证券研究所

1 缘起太阳神，率先开辟膳食补充剂

公司创业团队核心暨董事长梁允超在 1992-1995 年历任太阳神江苏市场、上海分公司负责人，对保健品行业较为熟悉，太阳神衰败后，梁允超于 2002 年 7 月收购广州佰健公司 69.8% 的股权开始自己的二次创业，在考察了美国膳食营养补充剂市场的基础上，公司决定将该领域定为未来的主攻方向：

- 2002 年，公司的营养健康产品（原名：佰健）在国内零售市场上开始销售，产品最初以外包形式生产；
- 2003 年，公司一方面启动原料全球采购策略，另一方面在业内首先推出了终端营养顾问培训模式，积极推广营养和膳食补充的健康新理念。
- 2004 年，公司已经跃居为国内营养补充剂非直销市场终端占有率第一，终端销售额第一；
- 2006 年，世界冠军刘璇成为汤臣倍健的形象代言人；
- 2007 年，消费者呼叫中心、CRM 管理系统及 800 免费营养咨询热线陆续开通，汤臣倍健注册营养师可以为消费者提供更多的营养咨询服务；
- 2008 年，公司的生产基地正式建成，从而建立起自身现代化的生产体系；
- 2010 年，姚明成为汤臣倍健新一代品牌形象代言人；

图 2：公司业务发展历程



资料来源：公司资料

2 “汤臣倍健”品牌为主

公司目前的产品主要分为三个品牌进行销售，其中“汤臣倍健”品牌为公司的主打品牌，占营业收入的 85%-90%左右；“十一坊”品牌产品以进口为主，为公司针对高端市场和人群的品牌，占营业收入的 8%-9%左右；“顶呱呱”品牌为公司针对孕婴童的品牌，占比尚小。

图 3：公司三个主要营养品牌示意图

汤臣倍健



新西兰十一坊



顶呱呱



资料来源：公司资料

公司目前销售的食品品种在 120 个左右，其中 39 个拥有营养素补充剂和保健食品批准证书，是行业内拥有此类批准证书较多的企业之一，2010 年拥有营养素补充剂和保健食品批准证书的产品收入占营业收入的比例为 55.55%。

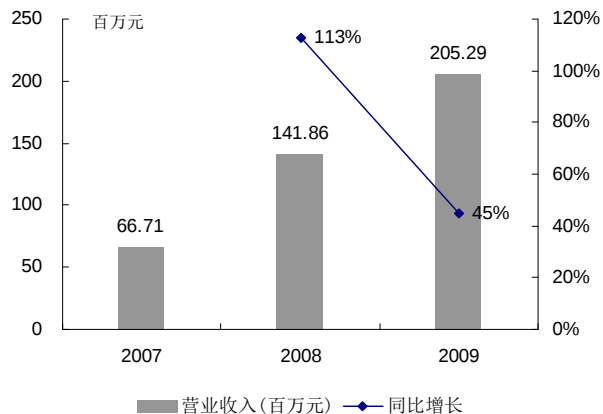
表 1：公司主要产品的用途与功能

类别	主要产品	主要用途
蛋白质/ 维生素/矿物质	蛋白质粉	补充蛋白质，增强免疫力
	纯乳清蛋白粉	补充蛋白质
	蛋白质粉（儿童型）	补充蛋白质、钙
	多种维生素系列(女士、儿童及青少年、男士)	补充多种维生素及矿物质
	孕妇营养素片	补充多种维生素及矿物质
	维生素 C 片/维生素 C 加 E 咀嚼片	补充维生素 C/C 和 E
	针叶樱桃片	补充维生素 C
	维生素 B 族片	补充维生素 B 族
	小麦胚芽油软胶囊	补充天然维生素 E 和不饱和脂肪酸
	天然 β-胡萝卜素软胶囊	补充天然 β-胡萝卜素
补钙及骨骼健康	叶酸亚铁片	补充叶酸和铁
	钙铁锌咀嚼片	补充钙铁锌
	天然维生素 E 软胶囊	补充天然维生素 E
	钙加 D 软胶囊	补充钙
	牛初乳钙片	补充钙和牛初乳
心脑血管健康	骨胶原高钙片	补充钙和骨胶原
	牛乳钙片、牛乳钙粉	补充钙、锌、维生素 D3/ 钙
	葡萄糖胺片	补充葡萄糖胺和软骨素
女性健康	鱼油/浓缩鱼油软胶囊	补充不饱和脂肪酸，辅助降血脂
	大豆磷脂软胶囊	补充磷脂酰胆碱，辅助降血脂
婴幼儿/儿童/青少年健康	胶原蛋白粉/胶原蛋白片	补充胶原蛋白
	婷好青春胶囊	补充大豆异黄酮，延缓衰老
	蛋白混合饮料	补充蛋白质和维生素及矿物质
男性健康	牛初乳粉/牛初乳片	补充牛初乳
	儿童维生素 A 维生素 D 软胶囊	补充维生素 A、D
草本植物健康产品	金枪鱼油（DHA）软胶囊	补充不饱和脂肪酸，特别是 DHA
	番茄红素软胶囊	补充番茄红素
	螺旋藻片	增强免疫力
	红葡萄籽片	补充 OPC
	果蔬纤维片	补充膳食纤维
功能性健康产品	大蒜精油软胶囊	补充大蒜素，增强免疫力
	麦绿宝片	提供大麦苗浓缩提取物
	蜂胶软胶囊	补充蜂胶黄酮，增强免疫力
	蜂王浆软胶囊	增强体力
	角鲨烯软胶囊	提高缺氧耐受力
	清好清畅胶囊	改善胃肠道功能

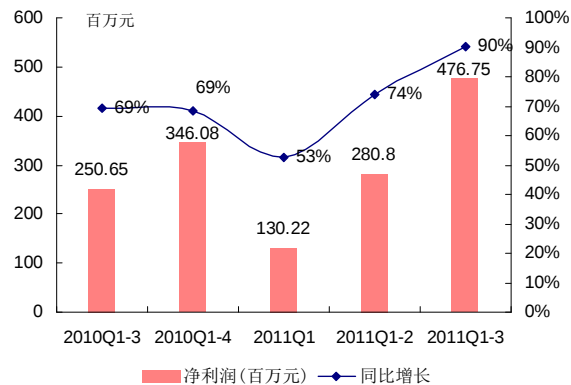
资料来源：招股说明书

3 主业保持高速增长

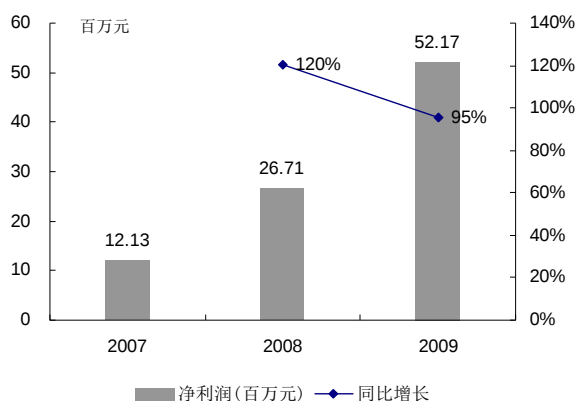
公司主业保持快速增长态势，上市前后公司的收入和利润增速一直保持在 50%以上，增长的动力主要来自于公司终端经销商数目和销售网点数目的快速增加，从 2007 年的 120 家经销商和 3512 个销售网点扩张到 2010 年底的 280 多家经销商和 13000 多个销售网点，在国内膳食营养补充剂非直销领域正在成长初期的背景下，每一个新增网点都为公司带来一块新增收入。

图 4：公司上市前报表收入及增速


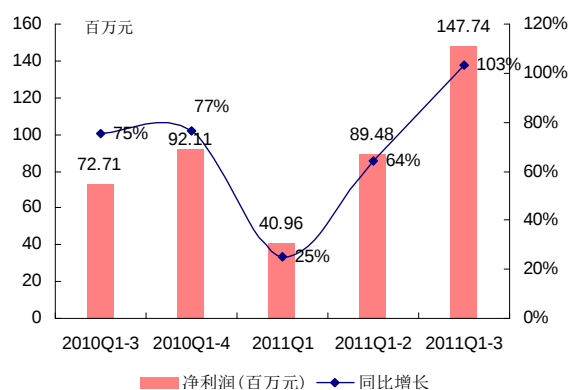
资料来源：WIND

图 5：公司上市后报表收入及增速


资料来源：WIND

图 6：公司上市前报表净利润及增速


资料来源：WIND

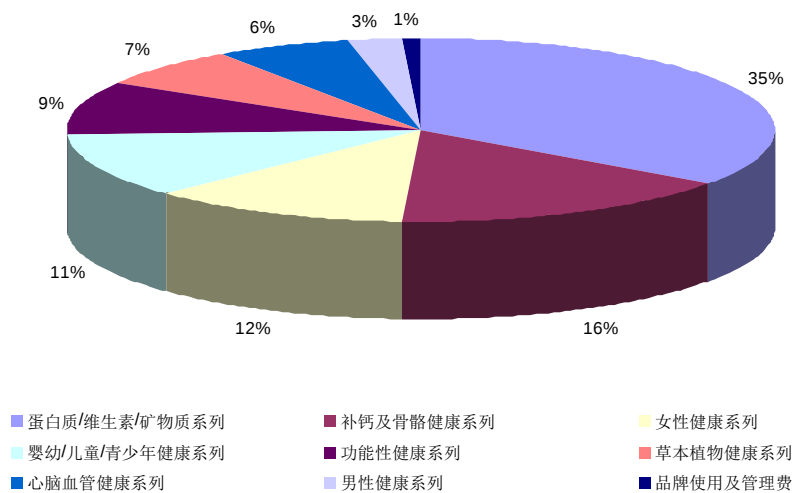
图 7：公司上市后报表净利润及增速


资料来源：WIND

4 淡化拳头产品

公司提供全系列营养补充剂产品，旨在满足消费者的一站式购买需求，因此在广告宣传中倡导健康理念，而并未特别突出某一种产品，这使得公司产品结构较为分散，构成和传统保健品企业的明显区别。2010 年，蛋白质/维生素/矿物质系列类产品占比较高，达到营业收入的 35%，而该系列共有品种在 10 个以上。产品集中度较低，没有一款品种的销售额占到公司营业总额的 10%以上。

图 8：2010 年公司分产品系列收入构成



资料来源：WIND

二 投资亮点

读过吴晓波写的《大败局》的投资者，可能会发现传统保健品企业往往在短时间实现高增长后便步入下坡路，这种案例如果从微观层面来看，可以归结为产品单一、广告过于宣传功效、大规模扩张造成管理混乱等，而从宏观层面来看，上世纪 90 年代的中国社会并未完全孕育出一个适合营养保健食品企业生长的环境，人口老龄化并未显现趋势、保健食品的科学消费理念尚未被充分传播，甚至企业本身也没有可以学习的案例，最终一个个被迅速吹起的气球碰到外壁而破裂。

此后安利等跨国直销企业进入国内，居民的保健意识开始得到科学的培育，在人口老龄化趋势愈发明显，人均 GDP 摸到 4000 美元的门槛，消费有望升级的背景下，膳食营养补充剂行业已经做好了快速发展的准备，而非直销市场将成为最受益的领域，汤臣倍健与经销商已经形成了较为理想的合作关系，同时积极树立品牌形象，未来无疑将继续成为这个行业成长的排头兵。

1 消费升级，带来成长空间

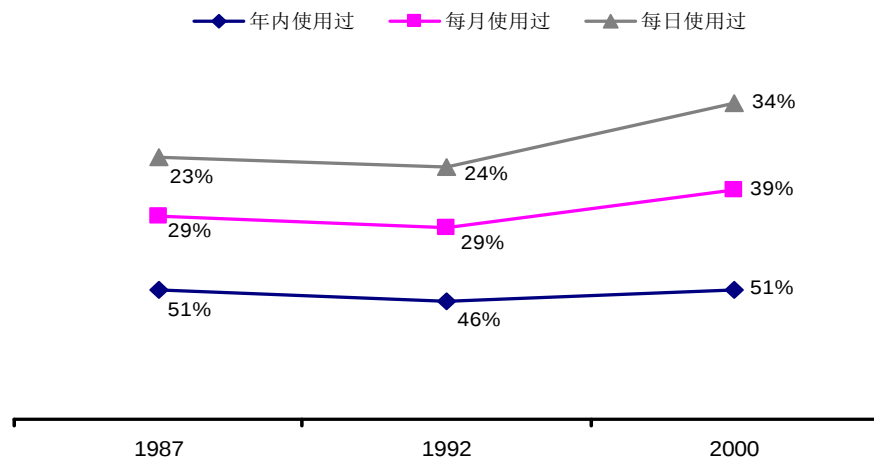
膳食营养补充剂在美国等发达国家已有七八十年的历史，但在我国是刚刚兴起的行业，1998 年安利纽崔莱以直销的模式进驻中国，并培育起这个市场，直到现在很多消费者仍然直接把蛋白质粉和“安利纽崔莱”以及“直销”联系在一起，2002 年安利纽崔莱蛋白质粉一个产品在境内的销售额高达 31 亿元人民币，而整个营养补充剂市场 2008 年才只有 550 亿元，市场规模虽然较大，但明显处于发展初期。

未来随着居民消费和教育水平的提高，以及老龄化趋势的加剧，我们认为膳食营养补充剂将真正的为国民所接受，整个行业将迎来大发展时代，参照 1987-2000 年美国国民健康问卷调查结果，我们发现越来越多的消费者频繁使用营养补充剂，说明其功效得到了认可，另外老龄人口和高等教育阶层更容易接受营养补充剂的消费方式，并随着时间的推移趋势愈发明显。走在前面的美国为我们提供了很好的启示。

1.1 使用频率有望逐年上升

1987-2000 年美国国民健康问卷调查结果显示，当年内使用膳食营养补充剂的消费者所占比重并未有明显变化，但每月和每日使用过相关产品的消费者却上升明显，说明越来越多的消费者认可产品效果，对膳食营养补充剂的依赖度提升。

对此我们做出推测，目前国内营养补充剂消费以馈赠亲友长辈为主，部分消费者自用但频率较低，未来消费者使用频率有望逐步提升，成长空间巨大。

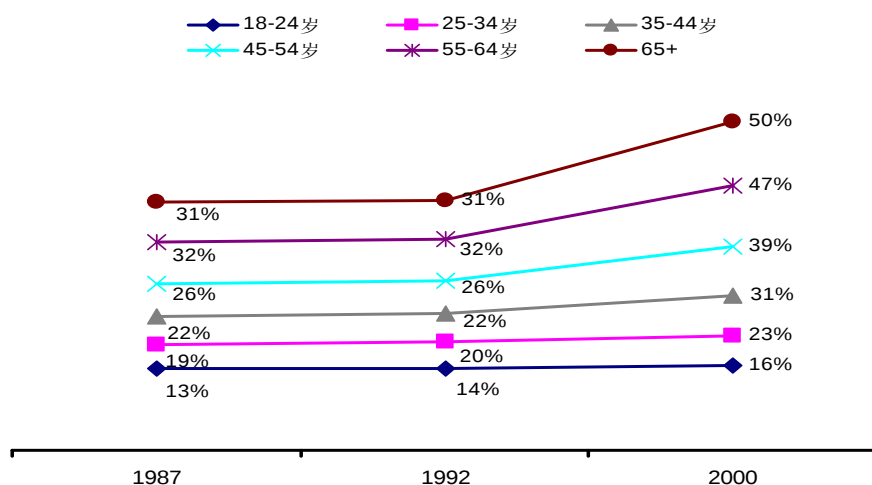
图 9：美国膳食营养补充剂消费按频次调查结果


资料来源：National Health Interview Survey Results

1.2 老龄人口推动市场成长

1987-2000 年美国国民健康问卷调查显示，居民中每日消费膳食营养补充剂的比率与年龄呈明显的正相关，其中 2000 年 55 岁以上的老年人中已经有一半的人每天都要消费，多数老年人由于生理功能的严重下降或者疾病的原因不能从膳食中摄取足够的营养素，特别是维生素和矿物质，需要适当使用营养补充剂来补充。

目前我国老龄化趋势明显，据国家人口计生委预测，到本世纪 20 年代，65 岁以上老年人口将达到 2.42 亿人，比重将从 2000 年的 6.96% 增长到近 12%，我们预计老龄人口的急剧上升将会明显带动营养补充剂需求的提升。

图 10：美国膳食营养补充剂的每日消费频次按年龄段调查结果


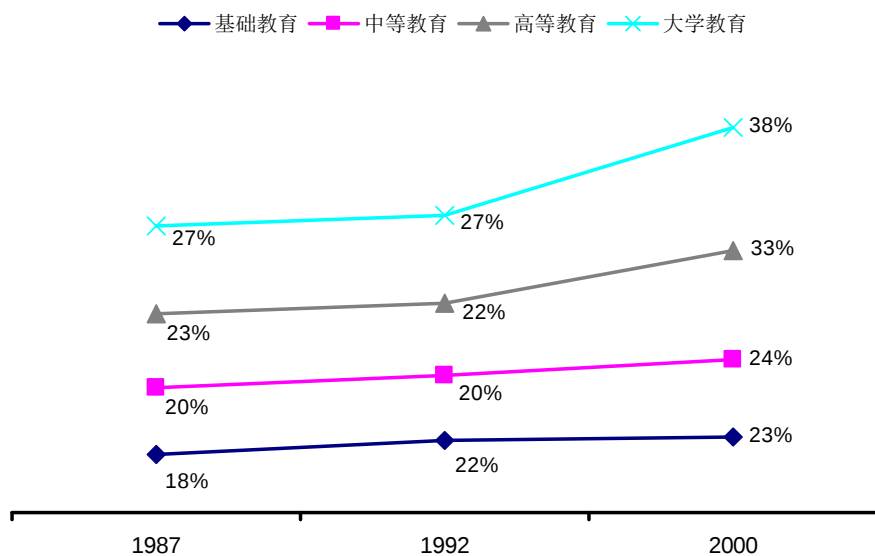
资料来源：National Health Interview Survey Results

1.3 文化层次决定认可程度

1987-2000 年美国国民健康问卷调查显示，居民中每日消费膳食营养补充剂的比率也与受教育程度呈明显的正相关，其中受过大学教育的消费者要明显比只受过基础教育的更认可营养补充剂，文化程度高或营养知识充足可以使得消费者更加理性和科学的选用营养补充剂，也对产品更加有信心。

目前我国营养补充剂的消费主要是在城市进行，而广大农村地区尚未开发起来，未来随着城市化进程的加快，居民受教育程度的提高，我们预计越来越多的消费者将会选择营养补充剂，用来保持身体健康和预防疾病的发生。

图 11：美国膳食营养补充剂的每日消费频次按受教育程度调查结果

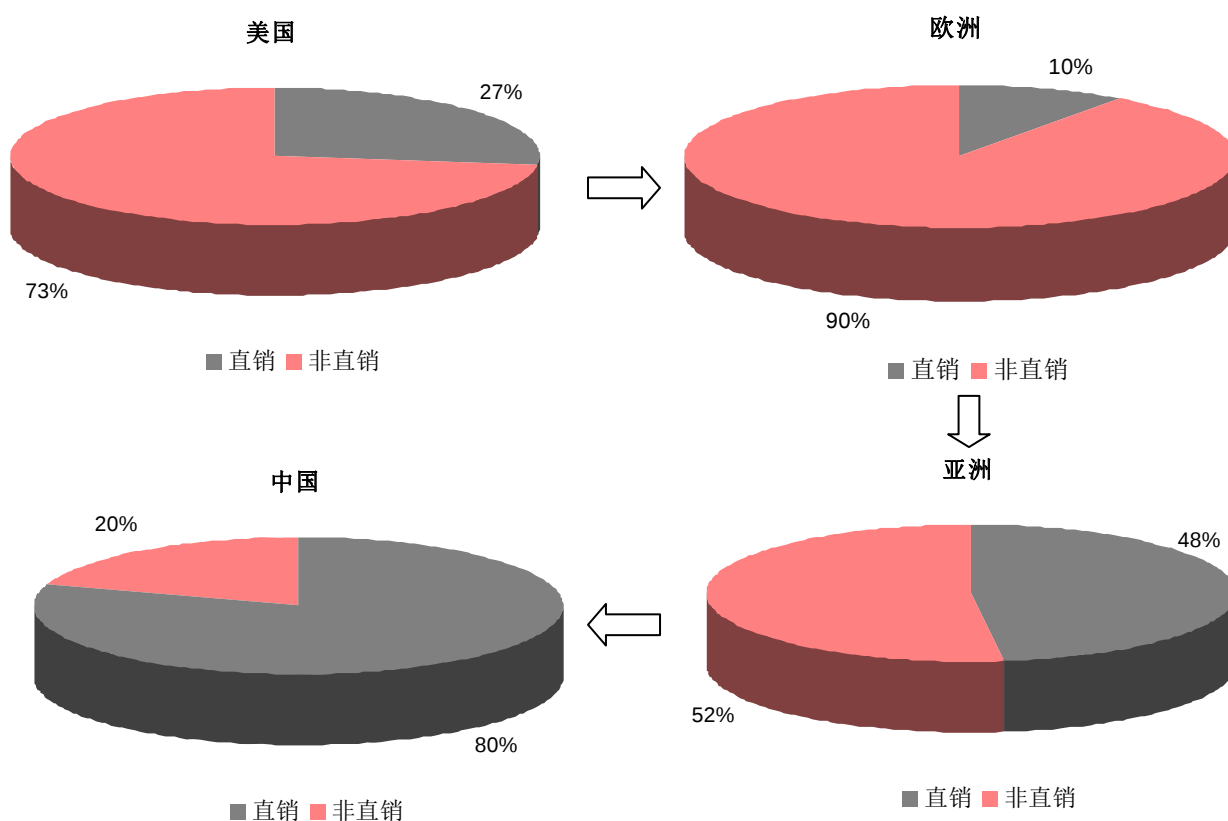


资料来源：National Health Interview Survey Results

2 非直销市场份额有望上升

参照全球主要地区的膳食营养补充剂市场渠道分布可以看出，直销占比在发达国家并不高，随着当地社会经济的发达程度提高，直销占比逐步下降，在欧洲的直销占比甚至只有 10%，美国比例稍高主要是因为美国是直销的发祥地，孕育了安利等企业。因此我们有理由相信，未来随着国内居民自主购买膳食营养补充剂的意识增强，非直销渠道的市场占有率将逐渐上升。

图 12: 美国、欧洲、亚洲和我国膳食营养补充剂市场渠道分布

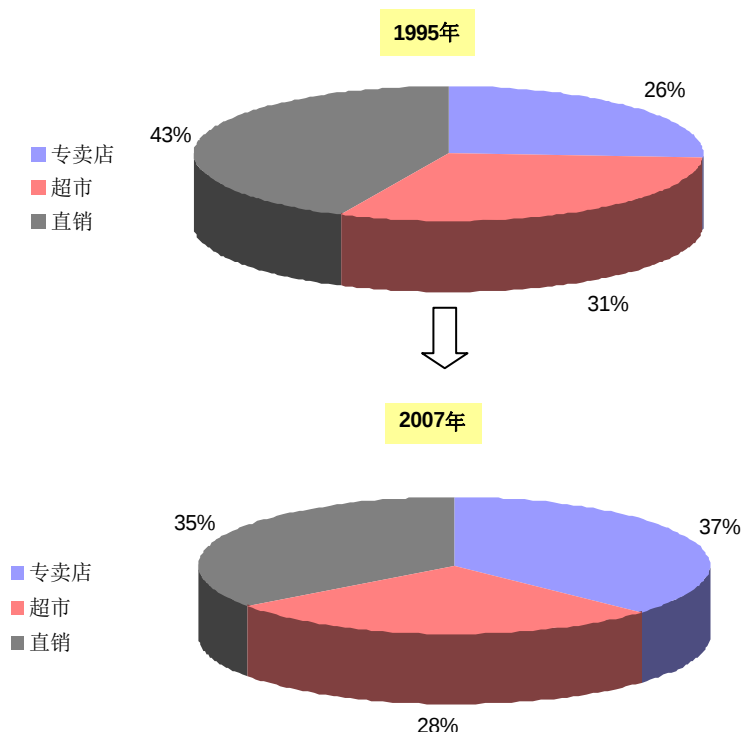


注: 美国、欧洲和亚洲的渠道数据统计于 2000 年, 与当前情况可能有所出入

注: 美国、欧洲和亚洲的直销统计口径包括多层次直销、邮寄业务、网购等

资料来源: Nutrition Business Journal

进一步对比 1995 年和 2007 年美国膳食营养补充剂市场渠道分布, 直销所占比重从 43% 下降到 35%, 而专卖店形式得到更多消费者的欢迎, 购买渠道的变迁进一步支持了我们的判断, 即未来我国非直销渠道的市场占有率将逐渐上升。

图 13：1995 和 2007 年美国膳食营养补充剂市场渠道分布


资料来源：Nutrition Business Journal

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，而非直销渠道贡献的市场规模只有 60 亿元，尽管 2003-2007 年的年均增速达到 77.80%，但市场占有率只有 11%，远远低于直销渠道，假设未来市场占有率如果每年提高两个点，则非直销市场的增速将远远高于行业增速。

表 2：我国膳食营养补充剂非直销市场增长预测

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
营养补充剂市场（单位：亿元）	550.00	687.50	859.38	1,074.22	1,342.77	1,678.47
增速		25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
其中：非直销市场（单位：亿元）	60	89.38	128.91	182.62	255.13	352.48
占总额比重	10.91%	13.00%	15.00%	17.00%	19.00%	21.00%
增速		48.96%	44.23%	41.67%	39.71%	38.16%

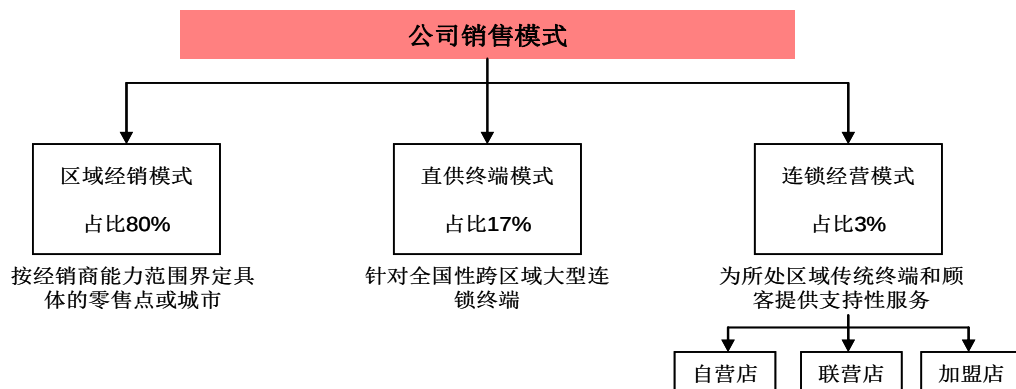
资料来源：东方证券研究所

3 与渠道利益共享的盈利模式

公司目前采取的销售模式主要为区域经销模式，在这种模式下，公司选择有资金实力、网络覆盖能力强、有较强市场推广能力、认可公司经营理念的团队为公司的区域经销商，通过经销商在各主要

零售终端采用“专柜加营养顾问”的销售模式。我们认为这种模式较好地整合了渠道的力量，进口原料以及明星代言可以让产品定位中高端、获得较高价位，而把更多利润空间交给下游可以明显推动经销商和终端的销售热情，目前来看公司与经销商已经形成了较为理想的合作关系。

图 14：公司销售模式简介



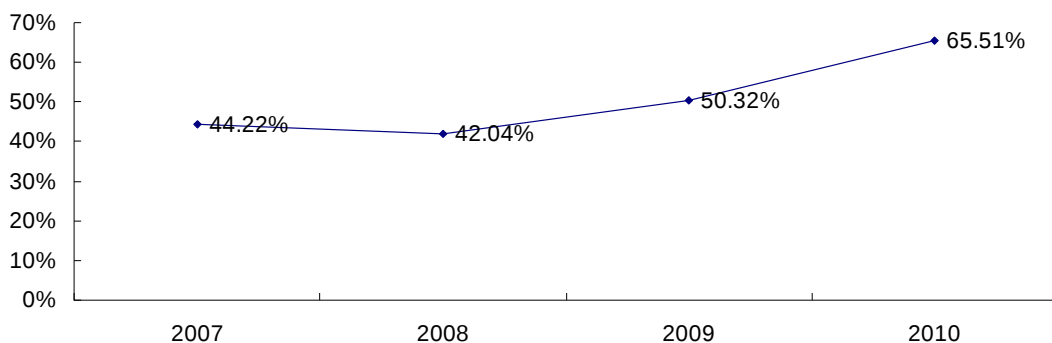
资料来源：公司资料

3.1 原料采自全球+明星代言：定位高端

膳食营养补充剂本身并无较高技术含量，其竞争力的关键在于原材料，因为高档原材料能够保持产品的口感以及安全性，成功吸引回头客，另外公众明星代言也容易提高品牌形象。公司抓住以上两点，从而实现品牌的中高端定位，较高的价格也为渠道准备了足够的利润空间，是盈利模式中的关键一环。

- ◆ 公司成立初期就在全球范围内甄选高品质原料，力求提供更优质、更具特色的产品给消费者，实现产品的差异化，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。2010 年的国外原料采购比例相比于 2009 年有大幅提高，未来进口比例仍将进一步提升。

图 15：2007-2010 年国外采购原料占比变动



资料来源：公司年报

2011 年 6 月 21 日，公司在上海举办了首届膳食营养补充剂国际论坛，与新西兰恒天然、日本不二富吉、瑞士龙沙、德国巴斯夫等世界原料产业巨头签定战略合作协议，未来原料供应有望得到充分保证。

表 3：公司部分产品进口原料来源

	新西兰进口的乳清蛋白粉		巴西进口的绿蜂胶
	BASF 和 DSM 进口的优质维生素 A、E、B1、B2、B6、B12、D3、胡萝卜素、叶酸、泛酸		美国进口的小麦胚芽油
	日本进口的鱼鳞胶原蛋白		挪威进口的浓缩鱼油

资料来源：公司网站 京东

- ◆ 继 2006 年公司签约刘璇后，2010 年姚明成为公司新的形象代言人，综观姚明代言的大多数案例均为国内外知名品牌，此次与汤臣倍健合作一方面体现出公司在姚之队面前的专业形象和雄厚实力，另一方面将大大提升公司在消费者心目中的地位，在国内目前欠缺信任度的保健食品市场中，这一举动明显提升公司品牌内涵和认可度。尽管姚明已经宣布退役，但我们认为，其形象和地位在较长时间内不会发生明显减弱。

图 16：姚明代言的部分品牌形象展示


资料来源：姚明中文网

3.2 足够的渠道利润空间推动经销商积极性

公司目前仅设一个层级的代理商，其中经销商专注于销售，所有营养顾问的派驻费用、运输、地面推广费用都由经销商承担，公司则专注市场和品牌宣传。

目前汤臣倍健产品价格在所有膳食补充剂中低于安利，在非直销领域价格处于中高端，公司产品通过原料进口和姚明代言可以获得更多消费者认可，对经销商产生明显吸引力，而销售单个公司产品可以获得较高的利润也明显推动了经销商的积极性，在这种体系下，经销商对公司的黏性和忠诚度较高，两者形成了很好的合作关系。

表 4：上海部分超市及药店的膳食营养补充剂品种及价格

公司	产品名称	价格	规格	性价比	渠道
安利	安利营养蛋白质粉	282 元	400g	0.71 元/g	直销
汤臣倍健	蛋白质粉	298 元	455g	0.64 元/g	传统渠道
NBTY	乳清蛋白	259 元	455g	0.57 元/g	传统渠道
恒寿堂药业	双蛋白营养蛋白质粉	160 元	560g	0.29 元/g	传统渠道
喜瑞	矿维蛋白质粉	275 元	550g	0.50 元/g	传统渠道
交大昂立	天然元乳清蛋白粉	299 元	640g	0.47 元/g	传统渠道

资料来源：草根调研

3.3 “专柜+营养顾问”：更接近消费者

公司产品以专柜的形式出现在大卖场，容易让消费者产生信赖感，而专业的营养顾问，可以提供更专业更周到的服务，在保健食品行业欠缺信任度、膳食营养补充理念并未完全流行的情况下，这种

方式能够明显提高公司形象，而有经验的营养顾问可以对消费者的产品选择进行合理引导，培育对公司品牌的信任感。

图 17: 公司最新专柜和营养中心示意图



资料来源：公司网站

- 2010 年底公司以专柜形式销售并配有经专门培训的营养顾问的有 4500 多个，进入了 83 家全国百强连锁药店和 11 家全国百强商业超市。
- 截至 2011 年 6 月 30 日，公司拥有 39 个营养素补充剂和保健食品批准证书，领先于国内绝大多数竞争对手，在专柜建设方面有先天性优势。

三 增长动力分析

1 同店销售额成长空间巨大

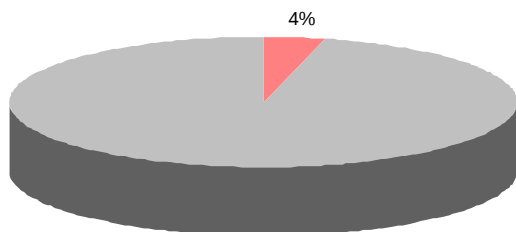
未来随着居民消费和教育水平的提高，以及老龄化趋势的加剧，我们预计整个膳食营养补充剂行业将保持 25%左右的增速，同时得益于非直销细分市场占有率的提升，非直销细分领域的增速将快于整个行业增速，在这个趋势下，我们认为公司不断加大品牌建设和宣传力度，巩固公司在非直销领域的龙头地位，单个终端的销售额同店增速有望逐步加快。

2010 年公司平均每个终端的销售收入为 2.66 万元，对应全年零售额为 12-13 万元，而参照公司样本店的销售情况，个别店单月零售额甚至超过 10 万元，同店销售额有足够的成长空间。

2 终端开设数目不断超出预期

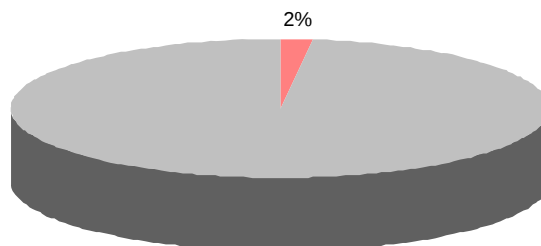
目前我国共有 38 万个药店终端和 4 万个商超终端，按照一般药品能够覆盖 5-6 万家终端的惯例，公司计划未来能够进入 6-8 万家终端，而截至今年上半年公司只开设了 1.6 万家终端，在药店和商超的市场占有率仍然非常低，未来空间巨大。

图 18：截至今年上半年公司药店终端的占有率



资料来源：公司资料

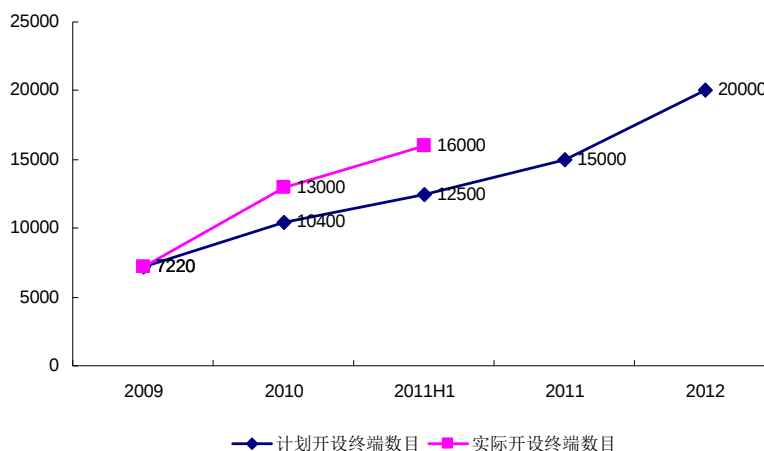
图 19：截至今年上半年公司超市终端的占有率



资料来源：公司资料

公司曾在招股书中披露未来三年的终端开设规划，但此后的开设节奏明显快于预期，在药店必须转型和连锁药店发展速度加快的背景下，公司进入药店终端的速度预计将继续快于预期。

- 随着基本药物制度的推行，社区诊疗机构的零差率销售对药店的传统药品业务影响很大，药店开始逐步转型为集保健、疾病预防、合理饮食等于一体的综合性服务业态，膳食营养补充剂将受到明显欢迎；
- 医药流通十二五规划中要求，我国药品零售连锁百强企业年销售额要占药品零售企业销售总额 60%以上，连锁药店要占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上，未来连锁药店的扩张步伐将明显加快，公司目前已经进入百强连锁药店的 83 家，今后将充分受益于这一药店发展趋势；

图 20：公司实际开设终端数目与原先规划数目对比


资料来源：公司招股书 公司年报 东方证券研究所

综合上面两点分析，我们从销售终端数目及金额角度对未来的销售收入成长进行分拆假设：

- 公司销售终端拓展顺利，今年上半年公司终端新增数目达到 16000 个，预计全年新增终端数目超出原先规划，我们预计达到 21000 个，未来有望每年保持 25% 的增速；
- 对新开终端的当年平均销售金额估计，我们草根调研了解到每个终端一般每个月销售金额过万元达到盈亏平衡点，经销商一般在开设终端两三个月后即可达到盈亏平衡，预计新终端年初开业后，全年终端销售金额在 14-18 万元，对应公司销售金额为 3-3.8 万元，所有新开终端的当年平均销售金额则预计在 1.7 万元；
- 已开终端的同店增速方面，未来三年将逐步加快；

表 5：公司销售收入假设依据

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	141.86	205.29	346.08	626.83	969.35	1321.40
销售收入增速	112.20%	44.72%	68.58%	81.12%	54.64%	36.32%
终端数目	5518.00	7220.00	13000.00	21000.00	26250.00	31500.00
终端数目增速	57.12%	30.84%	80.06%	61.54%	25.00%	20.00%
终端销售金额(百万元)	0.0257	0.0284	0.0266	0.0298	0.0369	0.0419
终端销售金额增速	35.06%	10.60%	15.00%	12.12%	23.71%	13.60%
其中：已开终端	3512.00	5518.00	7220.00	13000.00	21000.00	26250.00
终端销售金额(百万元)	0.0307	0.0320	0.0343	0.0378	0.0419	0.0469
终端销售金额增速		4.17%	7.40%	10.00%	11.00%	12.00%
其中：新开终端	2006.00	1702.00	5780.00	8000.00	5250.00	5250.00
终端销售金额(百万元)	0.0170	0.0170	0.0170	0.0170	0.0170	0.0170

注：已开终端和新开终端的销售金额均为我们的估算值，与实际情况存在差异

资料来源：东方证券研究所

表 6：公司增量营业收入分拆分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
增量营业收入中：	75.01	63.43	140.79	280.75	342.52	352.04
已有终端贡献	40.91	34.50	42.53	144.75	253.27	262.79
占比	54.54%	54.39%	30.21%	51.56%	73.94%	74.65%
新开终端贡献	34.10	28.93	98.26	136.00	89.25	89.25
占比	45.46%	45.61%	69.79%	48.44%	26.06%	25.35%

资料来源：东方证券研究所

四 盈利预测与投资策略

公司分产品收入假设

- 蛋白质/维生素/矿物质系列是公司产品系列中占比较大的一支，今年在安利纽崔莱产品全线提价 10% 以上的情况下，公司产品相对较低的价格有望获得更多消费者的青睐，另外从公司广告宣传资料中可以看出，蛋白质/维生素/矿物质系列仍是公司主要推广品种，因而预计今明两年增速 100%、50%；
- 女性健康系列和婴幼儿/儿童/青少年健康系列分别为公司的另两个主打品牌“十一坊”和“顶呱呱”，受到公司层面的支持力度较大，今明两年增速有望达到 75%、50%；
- 其他系列产品占比较小，未来增速如何取决于公司今后的广告和营销主打方向；

表 7：公司分产品收入假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
膳食营养补充剂	140.66	203.06	341.31	617.95	912.76	1242.99
同比增长	110.85%	44.36%	68.08%	81.05%	47.71%	36.18%
蛋白质/维生素/矿物质系列	43.76	61.04	120.94	241.88	362.82	489.81
同比增长	137.27%	39.48%	98.14%	100.00%	50.00%	35.00%
补钙及骨骼健康系列	22.24	33.17	53.76	91.39	137.09	185.07
同比增长	185.80%	49.12%	62.10%	70.00%	50.00%	35.00%
女性健康系列	16.11	27.75	41.28	72.24	108.36	146.29
同比增长	58.71%	72.22%	48.77%	75.00%	50.00%	35.00%
婴幼儿/儿童/青少年健康系列	15.97	21.37	39.37	68.90	106.79	160.19
同比增长	69.86%	33.82%	84.23%	75.00%	55.00%	50.00%
功能性健康系列	15.65	21.64	32.60	52.16	67.81	88.15
同比增长	84.53%	38.30%	50.64%	60.00%	30.00%	30.00%
草本植物健康系列	12.48	18.45	24.16	37.45	48.68	58.42
同比增长	114.69%	47.86%	30.93%	55.00%	30.00%	20.00%
心脑血管健康系列	11.02	14.60	20.58	32.93	46.10	62.23
同比增长	107.44%	32.48%	40.92%	60.00%	40.00%	35.00%
男性健康系列	3.43	5.05	8.63	13.81	20.71	26.93
同比增长	158.68%	47.25%	71.01%	60.00%	50.00%	30.00%
品牌使用及管理费		1.28	3.13	7.20	14.40	25.92
同比增长			145.36%	130.00%	100.00%	80.00%

资料来源：东方证券研究所

公司毛利率与费用率假设

- 公司下面仅设一个层级的经销商，同时终端包括药店等欢迎高价产品，因此在成本上升情况下，公司具备转移能力，毛利率能够保持稳定；

- 公司规划未来三年投入 2 个亿用于品牌建设，亦是营业费用中最大的开支，随着收入规模的上升，营业费用率有望逐步下降；

表 8：公司毛利率与期间费用假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	60.29%	63.21%	64.47%	64.00%	64.00%	64.00%
营业费用率	20.98%	22.31%	24.79%	24.00%	23.00%	22.00%
管理费用率	12.76%	9.86%	7.98%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	0.04%	0.08%	-0.44%	-4.82%	-3.75%	-3.15%

资料来源：东方证券研究所

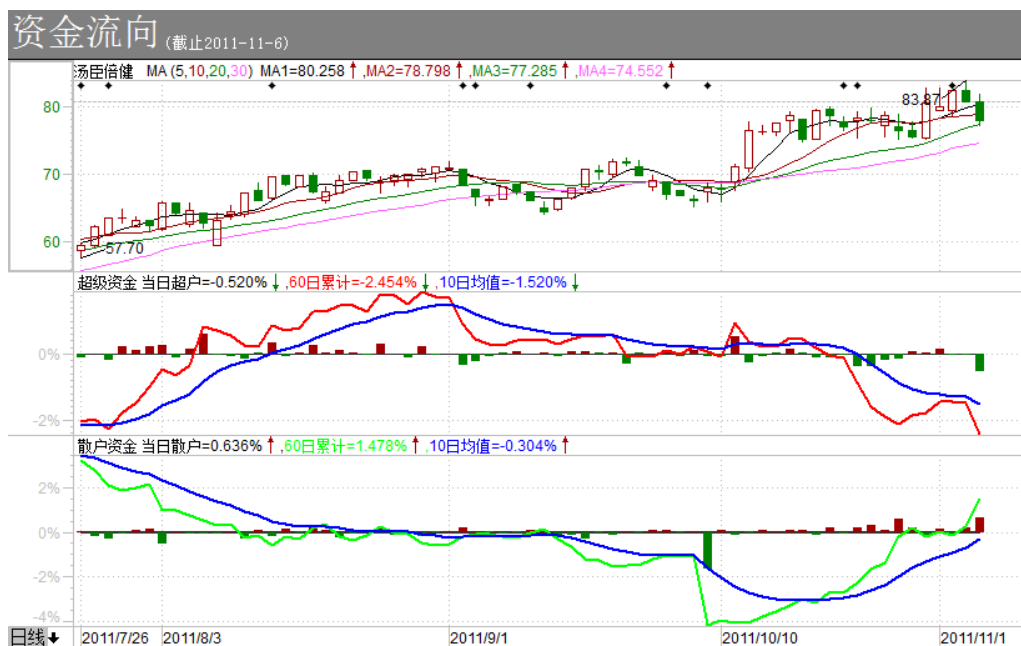
我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.82 元、2.76 元和 3.80 元，同时预计 2012-2014 年复合增长率有望在 35%-40% 左右，按 PEG=1 给予 2012 年 37 倍市盈率，对应目标价为 102.1 元，近期涨幅较大，但我们仍看好公司未来的中长期发展，首次给予公司买入评级。

附表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,676	1,725	2,019	2,471	营业收入	346	627	969	1,321
现金	1,504	1,572	1,767	2,122	营业成本	123	226	349	476
应收账款	13	31	47	64	营业税金及附加	3	6	9	13
其它应收款	2	3	6	8	营业费用	86	150	223	291
预付账款	88	23	35	48	管理费用	28	50	78	106
存货	67	97	165	230	财务费用	(2)	(39)	(45)	(52)
其他	2	-	-	-	资产减值损失	0	-	-	-
非流动资产	78	248	296	301	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	投资净收益	-	-	-	-
固定资产	57	142	255	247	营业利润	107	234	355	489
无形资产	3	3	3	3	营业外收入	1	-	-	-
其他	18	104	38	52	营业外支出	1	-	-	-
资产总计	1,754	1,974	2,315	2,772	利润总额	108	234	355	489
流动负债	129	96	135	176	所得税	16	35	53	73
短期借款	70	-	-	-	净利润	92	199	302	416
应付账款	20	37	58	78	少数股东损益	-	-	-	-
其他	39	59	77	98	归属于母公司净利润	92	199	302	416
非流动负债	0	-	-	-	EBITDA	113	201	323	453
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	0.84	1.82	2.76	3.80
其他	0	-	-	-	主要财务比率				
负债合计	129	96	135	176	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	-	-	-	-	成长能力				
股本	55	109	109	109	营业收入	68.6%	81.1%	54.6%	36.3%
资本公积	1,421	1,421	1,421	1,421	营业利润	75.1%	117.9%	51.9%	37.6%
留存收益	149	348	650	1,065	归属于母公司净利润	76.5%	116.0%	51.9%	37.6%
归属母公司股东权益	1,624	1,878	2,180	2,596	获利能力				
负债和股东权益	1,754	1,974	2,315	2,772	毛利率	64.5%	64.0%	64.0%	64.0%
现金流量表					净利率	26.6%	31.7%	31.2%	31.5%
单位:百万元					ROE	5.7%	10.6%	13.9%	16.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	5.3%	8.8%	12.1%	14.3%
经营活动现金流	55	214	232	325	偿债能力				
净利润	92	199	302	416	资产负债率	7.4%	4.9%	5.8%	6.4%
折旧摊销	7	6	13	16	净负债比率				
财务费用	(2)	(39)	(45)	(52)	流动比率	12.98	18.01	14.98	14.01
投资损失	-	-	-	-	速动比率	12.46	17.00	13.76	12.71
营运资金变动	(45)	48	(59)	(55)	营运能力				
其它	2	0	21	0	总资产周转率	0.36	0.34	0.45	0.52
投资活动现金流	(79)	(176)	(82)	(23)	应收账款周转率	32.61	27.86	24.29	23.07
资本支出	(79)	(178)	(82)	(23)	应付账款周转率	8.35	7.86	7.36	6.99
长期投资	-	-	-	-	每股指标 (元)				
其他	0	2	-	-	每股收益	0.84	1.82	2.76	3.80
筹资活动现金流	1,487	30	45	52	每股经营现金流	0.50	1.96	2.12	2.97
短期借款	58	(70)	-	-	每股净资产	14.85	17.17	19.94	23.74
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	14	55	-	-	P/E	92.6	42.9	28.2	20.5
资本公积增加	1,412	-	-	-	P/B	5.2	4.5	3.9	3.3
其他	3	45	45	52	EV/EBITDA	62.9	35.3	22.0	15.7
现金净增加额	1,463	68	195	355					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn