

汤臣倍健 螺旋藻事件不改公司成长逻辑

引子：近日公司被媒体报导旗下产品“螺旋藻”铅含量超标，虽然国家食品药品监督管理局迅速出面澄清，但还是对消费者和投资者情绪造成了一定的负面影响。我们希望通过本篇报告重新梳理汤臣倍健的制胜逻辑，检查其长中短期的成长逻辑是否发生改变，盈利能力是否减弱，其牛股根基是否发生动摇。

一、制胜因素再梳理： 汤臣倍健三大成功基因未变

1.产品原料全球采购，真金不怕火炼

中国保健品品牌多昙花一现，各种名目繁多的品牌“客领风骚三五年”，然后归于平寂。而汤臣倍健从2002年即开始运作，至今已近10年。我们认为公司能够跳出保健品怪圈的原因在于，执着于产品品质，致力于做成百年老店：

●原料全球采购保证优秀质量：营销为王是中国保健品行业在野蛮生长时期的一个误区，褪黑素仅凭借广告攻势销售也超10亿元，但公司坚持认为消费者可欺骗一时，但骗不了一世，产品品质才是生存的根本。因此公司73%的主要原料采购于全球最优秀的原料产地，保证最优秀的产品品质；

●政府强制“蓝帽”认证将规范市场行为：广州政府已经要求未获得“蓝帽”的产品不能进入药店销售，未来这一要求有望扩展到全国。公司目前有40多个获得保健品批文的“蓝帽”产品，对规范经营一如既往的追求，将使公司在趋紧的行业监管中受益。

2.药店渠道是短期难以撼动的壁垒

产品好卖+利润丰厚是药店渠道对公司巨大粘性的原因。公司以3-4折向药店供货，为渠道留出足够大的利润空间。随着品牌提升战略效果的显现，品牌拉力日益增强，新店在2-3个月内即可盈利，熟店的销售增速同比超过40%，巨大的赚钱效应为药店提供了足够的推广动力。

●2011年设立KA渠道事业部，加深与百强药店与商超的合作，凭借精细化管理提高单店收入。公司不改变原来的经销模式、不影响代理商的利益和积极性，KA部针对大客户进行培训和宣传，调动其营业员成为公司的营养顾问，以更专业的服务挖掘消费者的消费潜力。

3.优秀的管理团队是公司最关键的核心竞争力

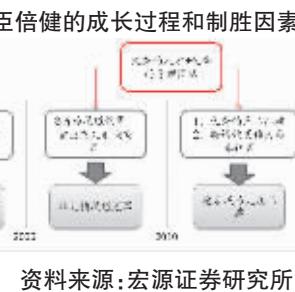
正如我们前几次报告中一再强调，优秀的管理团队是公司最关键的核心

竞争力：团队平均从业经验20年以上，激情、个性、聪明且踏实是给人最深刻的印象。在本次事件中，我们再一次看到了一个优秀管理团队高效的协同作战能力，以及公司内部成熟的危机处理流程，这是公司能够在激烈竞争中取胜的重要壁垒：

●汤臣倍健的创业者团队和高管主要来自于太阳神，特别是董事长梁允超的工作和创业经历贯穿了中国保健品行业发展的过程。我们可以看到，公司今天的发展是对行业发展趋势的总结和适应：

●核心团队将汤臣倍健不是看作一份工作，更多的是当成一份事业来做，领袖人物梁允超更是激情四射之外让人感受到企业家的睿智与沉稳。人才是最大的财富，这是最终我们认为汤臣倍健异于其他竞争对手/食品公司的最大利器。

图1：汤臣倍健的成长过程和制胜因素



现“联合国”梦想。公司战略是利用渠道和品牌运营优势，在合适的渠道中推广合适的品牌，实现收入和品牌力的双双提升：

●成功案例：NBTY实践多渠道品牌对应战略。我们在《跨界精英，五年后大蓝筹可期》报告中详细介绍了NBTY的多渠道品牌对应战略。NBTY分别收购渠道和品牌资产，通过重组渠道和品牌使其最佳匹配，成功打造了零售、经销商、直销和连锁四大渠道及对应品牌：

图2：NBTY的渠道品牌对应战略



资料来源：宏源证券研究所

●汤臣倍健未来将逐步构建婴儿、商超、连锁、网上以及药店五大渠道网络，每个渠道独立推广符合渠道特点的品牌和产品。渠道之间独立运作，针对不同渠道设置不同代言人（如姚明和刘璇分别负责线下和线上），不同的品牌和产品将由不同的公司生产和运作；

●多渠道品牌对应战略分三步实现，第一步通过自建、收购等方式建立和完善销售渠道；第二步以收购和代理等方式将优秀品牌纳入合适的渠道体系；第三步针对渠道和品牌特点进行营销和销售。

图3：公司的多品牌多渠道运营战略



资料来源：宏源证券研究所

二、目标宏大，立足脚下， 成长趋势不可挡

我们从公司长期发展战略，中期传统渠道的潜力以及新渠道的建设情况，短期品牌推广效果显现和产能瓶颈缓解的角度，对公司的成长性进行分析。我们再次强调，无论从长中短期来看，公司都拥有持续、快速成长的潜力。

1.长期看战略：通过收购实施多渠道品牌对应战略，目标成为营养品“联合国”

汤臣倍健的梦想是，打破品牌运营商的限制，希望成为消费者提供满足各种需求的营养品公司，做营养品的联合国：

●成为“联合国”的方式是将优秀的营养品品牌逐步纳入到汤臣倍健体系平台中：公司的目光不仅限于国内，而是希望可以汇集全球最好的营养品。希望能够以收购或者代理的形式将其产品引入公司的产品平台；

●“联合国”不是单纯将品牌相加，而是新品牌与现有品牌的互补和协同：公司的目标不是单纯做一个品牌运营平台，而是把业务分成三块，核心业务（如汤臣倍健）、增长性业务（如十一坊）和组织业务（如连锁店）。通过吸收新品牌为三块业务补足短板，提升整个平台和品牌的价值。

公司凭借多渠道品牌对应战略实

现多品牌战略的重要手段：收购的目的不是购买其他企业的收入和利润，而是首先考虑风险管理能力和市场份额，目的是希望对增强现有业务和弥补企业短板有所帮助：

●协同性是收购首要考虑因素：收购不是简单体量的叠加，主要目的在于提升品牌，希望对综合能力有所提升。公司最大短板在于，品牌厚度和全球知名膳食营养补充剂企业相比还有较大差距，因此希望通过收购弥补在品牌厚度上的不足；

●将借助资本市场实现跨越：在兼并收购上，公司还处于摸索阶段，公司提出了几种收购合作模式，很多操作细节都还在梳理，年内有望形成较为清晰的收购路径，未来公司也会考虑通过资本市场带领企业迈上更高的台阶。

2.中期看渠道：新渠道模式搭建快速推进，开启品牌收购后销售将多点开花

公司零售额成长空间较大：假设按

公司将连锁业态定位为种子业务，有望成为保健品销售主流渠道：连锁店渠道在国外是保健品销售的主要渠道，销售额占比超过30%，未来有望成为国内的主流渠道，公司准备在健康微利的情况下推进连锁渠道的建设，可能将收购国外品牌通过连锁渠道经营：

●公司把连锁渠道定位为客户服务的终端，通过形象展示和深度服务提升客户黏性。2015年，连锁店将达到2-3千家，直营与联营的比例约为1:3，目前还不准备开放加盟店的建设：

●盈利性未来将出现跳变：目前80%以上的直营店都是盈利的，公司为了不影响经销商渠道，有意保持连锁店的微利发展，联营店规模到一定程度，盈利和收入将会有跳跃式的增长。

商超和屈臣氏都是公司未来将要加快进入的渠道：商超渠道目前已经谈下和家乐福的合作，但限于产能问题没有大力发展；今年将加快进入屈臣氏的步伐。

公司今年将加大电子商务渠道的投资：2011年10月底公司委托第三方开设了淘宝旗舰店，今年将启用刘璇作为线上推广和营销活动的形象代言人，准备在电子商务渠道上推广一个新品牌。

图4：公司的多渠道策略及定位



资料来源：宏源证券研究所

3.药店终端复制性好，零售额成长空间较大

公司和安利销售终端最大的不同在于：公司的终端是稳定有组织的连锁药店，而安利是零散的销售员个体。连锁药店拥有固定场所、固定销售人员，对销售人员的培训相对规范，人员素质也较高，同时连锁店的开店计划有良好的规划，较强的标准化有助于中端数据稳步提升。而安利的销售代表成分复杂，管理体系松散，多是依靠朋友关系；职业素养较低，人员扩张的随意性较大，终端复制效率较低且质量不稳定：

●安利2011年中国区销售额约为250亿元，其中60%即约150亿元为纽崔莱营养保健品，近5年销售收入增速已经下滑到15%左右。安利目前拥有240个店铺，全职营销人员约为12万人，兼职销售人员超过300万人；

●由于公司销售终端的可复制性优于安利，我们认为公司可以凭借持续更长时间的终端扩张实现高速的成长，按照公司和安利目前的销售增速，预计未来5-10年内公司的销售规模将超过安利纽崔莱。

公司零售额成长空间较大：假设按

出厂价为零售价三折这种较为保守的估算，因为公司后续将推出创新模式提升厂家利润空间），而2011年底公司销售收入为6.6亿元：

●粗放式增长空间仍有4-5倍：公司目前经销商数量在330家，终端网点数量在2011年超过2.1万个，今年预计达到3万个。参考同样主打药店渠道的碧生源，我们认为可以预见的最终网点数量将超过12万个；

●精细化增长开始成为药店渠道管理重点：1)成立KA部，加强对经销商的管控；2)加大对窜货的管理，对发现两次窜货行为的经销商直接取消资格；3)加强ERP系统的建设和推广，通过数据分析对经销商销售区域拆细，将经销力量集中到优势区域，保持50%以上增长；4)通过参股等方式与经销商结成更亲密的关系，与经销商更多分享公司成长果实。

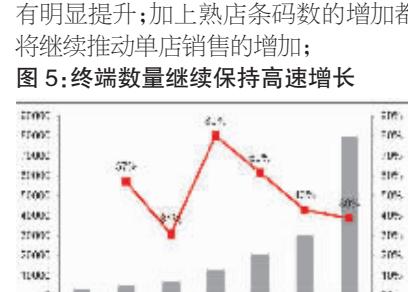
4.短期得益于品牌推广效应和产能释放，年内业绩有保障

公司年内销售的驱动因素有三个：品牌推广在终端产生的销售拉动，药店销售的增加以及产能释放的进度。如果原材料瓶颈获得解决，销售还将出现超预期的可能：

●公司渠道建设始终快于品牌建设，因此品牌推广计划实施后销售出现的大幅增长是对渠道潜力的释放。在2011、2012年终端数量60%和40%的高增长下，我们依然看好品牌推广带来的乘数效应；

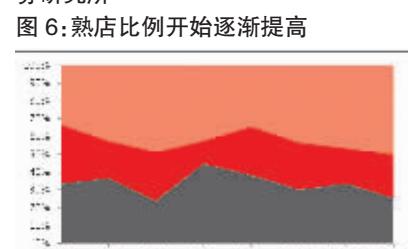
●药店销售有望继续保持40%以上的增速：店龄结构在今年得到改善，熟店比例从去年62%提高到70%；KA部经过一年磨合，相信今年工作效果会有明显提升；加上熟店条码数的增加都将继续推动单店销售的增加；

图5：终端数量继续保持高速增长



资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

图6：熟店比例开始逐渐提高



资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

●募投产能5月投产，缓解供不应求状况：从去年下半年起，公司产品就开始出现缺货现象，募投产能将是已有产能的3X，因此我们预计下半年收入将多于上半年；

●海外原料基地谈判带来超预期因素：销售占比超过8%的拳头产品蛋白粉受限于原料新西兰乳清蛋白的供应，公司目前正在积极联系希望在海外建立原料供应基地，解除原料瓶颈问题，若成功，蛋白粉的销量将有很大提升空间。

三、毛利率将持续提升， 盈利能力还有改善空间

1.加强供应链管理将短期内提升毛利率3-4个百分点

公司目前对于原料供应链是比较粗放的管理，未来准备加强供应链管理。最近公司刚聘请了一位有经验的供应链管理专家，对公司的供应链进行整理，提高运行效率，预计从供应链角度可以提高公司毛利率3-4个百分点。

2.下半年新单品推出意在收回渠道利润

公司将在下半年推出一款全新的单品，作为一种新的运营模式的尝试。新单品将与现有的产品完全不发生冲突，不共用现有的经销商渠道，而是公司自行运作。新单品将不再以较大的折扣为终端供货，而是尝试以快速消费品的运作方式，压缩渠道的利润空间，重新分配产业链环节的利润，提高公司的毛利率：

●新品以善存和养生堂为范本，分销商主要承担通路商角色，市场行为都是厂家操作。产品的分销更加类似于快速消费品，厂家拥有通路的主动权，相应压缩渠道的利润空间；

●新品将在6月份推出，若成功，将每两年左右推出一个新的单品，成立独立的渠道、独立的分公司以及独立的团队来运作。尽量避开现有的渠道，更侧重公司控制力的渠道（例如连锁渠道）来运作，长期来看将提高公司的盈利能力。

通过上述分析，我们认为，螺旋藻事件并未改变汤臣倍健的制胜基因，因此公司的长期成长趋势并未改变，正如我们在多篇报告中描绘的，汤臣倍健具有未来五年大蓝筹的潜力，长期持有必将获取不菲收益，因此我们维持75元的目标价（对应30x13PE），维持“买入”评级。

（宏源证券研究所食品饮料行业分析师 苏青青）

（CIS）

安信证券“投顾团队”

安信证券一直秉承“以人为本，客户至上，勇于创新，追求卓越”。

随着资本市场的不断变革，金融创新不断深化，如何为客户提供更为专业的投资产品，使客户资产真正做到保值、增值成为安信证券不断思考的问题。为顺应不断快速变化的资本市场节奏，安信证券在2010年3月成立了专业投顾团队“产品中心”。

投顾团队“产品中心”在运作

上时刻结合市场实际情况，通过专业人员为客户量提供最贴近客户需求的咨询产品。该类咨询产品有独特的收益计算方式、360度的温馨服务、及时特定的风险控制指标、细化的产品类型、创新的生产方式等特点。

此外，“产品中心”所有的投顾人员必须经过严格筛选、笔试、面试方能加入。而进入产品中心的

量的信息采集和一套独特的分析体系对上市公司进行点评。

虽然成立时间仅一年多，基于科学的理念、强大的团队和独特的分析体系，产品中心已经以出色的历史业绩表现取得了业内的认可。股票池和投资组合类产品不仅大部取得绝对正收益，与对照指数相比也获得了更高的收益水平，几个拳头产品更超出指数收益10%以

上。这不仅来源于对个股投资价值的深入发掘，也得益于产品中心对市场波段性投资机会的精确把握。

我们坚信在安信证券“产品中心”不断辛勤的工作和不断完善的分析框架下借助研究所的强大分析平台可以为公司客户提供更全面多层次的专业个性化产品。

（CIS）



“全景百佳证券营业部暨明星投资顾问评选”

决赛进行中

2012年4月1日—2012年4月30日

活动官网：<http://tg.p5w.net> 联系电话：0755-82865086 电子邮箱：tzgw@p5w.net

主办：

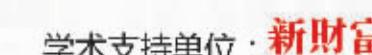


财富天下

联合主办：



学术支持单位：



媒体支持：



山东卫视

凤凰资讯台

广州广播电视台经济频道