



# 合生元

## 主业复苏提供安全边际，O2O 电商平台打开想象

首次覆盖

### 投资亮点

我们首次覆盖合生元给予推荐评级，2015 年底目标价 42.0 港元（22%上升空间；21x 2015e EPS）。合生元是中国第四大婴儿配方奶粉公司，2014 年市占率 7%。公司在 2014 年下半年的“转身”（及时进行战略调整）以及有利的汇率/成本环境促发自 2015 年初以来的价值重估。在经历最近的股价调整后，我们建议现在再次介入，主要因为：1) 年初至今盈利增速表现优异（预计同比超过 15%）而 2015/16 年市场预期谨慎（比我们的预测低 10%/12%）；2) 从 2015 年起在婴儿用品领域开展并购（2015 年上半年有望完成 1~2 宗交易）；3) “妈妈 100” O2O 电商平台具有巨大潜力（2015 年下半年引入优质战略投资者），这也是南下基金偏好的主题。

### 财务预测

主业复苏进行时。年内业绩表现延续良好势头，主要基于公司内在核心竞争优势：创新的企业基因、勤勉且历史记录优秀的管理层，以及独特的“妈妈 100”平台。

2015/16 年主要增长动力：1) 第二婴儿配方奶粉品牌“素加”以及“葆艾”纸尿裤的快速增长；2) 婴儿用品店加速扩张（尤其在低线城市）；以及 3) 向 B2C 线上平台渗透。我们认为合生元将继续扩大在中国婴儿配方奶粉市场占有率。同时，有利的汇率前景将完全对冲产品组合下降的毛利率影响。

独特的“妈妈 100” O2O 电商平台具有巨大潜力。通过把第三方婴儿护理品牌与其线下婴儿用品店和会员连接，该平台可吸引更多流量，丰富产品类别，及提供更优质的服务。这一创新的模式甚至有望从主流第三方 B2C 平台抢夺流量（婴儿护理相关）并轻松变现。

### 估值与建议

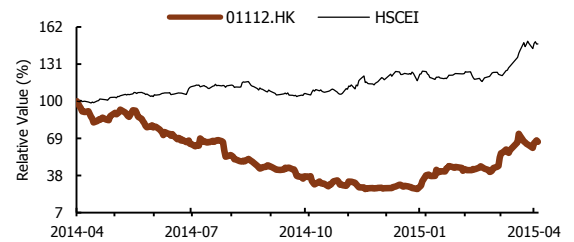
我们 2015/16 年盈利预测未考虑潜在并购。我们采用折现现金流法。目标价对应 21x 2015e EPS，仍比全球同类公司低 15%。我们看好公司强劲现金流和行业领先 ROE。进一步上升空间可能取决于“妈妈 100”平台带来更多惊喜。

### 风险

非理性竞争；汇率及主要原料价格出现不利波动；与“妈妈 100”平台相关的融资风险。

### 首次覆盖推荐

股票代码	01112.HK
最新收盘价	港币 37.25
目标价	港币 42.00
52 周最高价/最低价	港币 56.80~14.62
总市值(亿)	港币 226
30 日日均成交额(百万)	港币 159.36
发行股数(百万)	607
其中：自由流通股(%)	26
30 日日均成交量(百万股)	4.35
主营业务	食品饮料



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	4,561	4,732	5,100	5,588
增速	34.9%	3.7%	7.8%	9.6%
归属母公司净利润	821	807	958	1,047
增速	10.4%	-1.7%	18.7%	9.3%
每股净利润	1.35	1.33	1.58	1.73
每股净资产	4.15	4.81	5.86	6.48
每股股利	0.96	0.53	1.10	1.21
每股经营现金流	1.09	1.60	1.64	1.86
市盈率	21.5	22.4	18.8	17.0
市净率	7.0	6.2	5.1	4.5
EV/EBITDA	15.0	15.0	12.5	11.0
股息收益率	3.3%	1.8%	3.7%	4.1%
平均总资产收益率	20.1%	14.3%	13.6%	13.6%
平均净资产收益率	33.9%	29.7%	29.6%	28.0%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

陈阳

分析员  
brad.chen@cicc.com.cn  
SAC 执证编号：S0080513060002  
SFC CE Ref: BBE952

袁菲阳

分析员  
feiyang.yuan@cicc.com.cn  
SAC 执证编号：S0080511030012  
SFC CE Ref: AI727



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E					
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>									
营业收入	4,561	4,732	5,100	5,588	营业收入	34.9%	3.7%	7.8%	9.6%					
营业成本	-1,586	-1,805	-1,785	-1,975	营业利润	11.4%	2.8%	16.9%	8.8%					
营业费用	-1,513	-1,588	-1,785	-1,956	EBITDA	7.8%	2.8%	15.4%	8.7%					
管理费用	-177	-175	-194	-207	净利润	10.4%	-1.7%	18.7%	9.3%					
其他	-218	-87	-96	-104	<b>盈利能力</b>									
营业利润	1,173	1,205	1,408	1,532	毛利率	65.2%	61.9%	65.0%	64.6%					
财务费用	-11	-87	-78	-78	营业利润率	25.7%	25.5%	27.6%	27.4%					
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	24.4%	24.1%	25.9%	25.6%					
利润总额	1,162	1,118	1,330	1,454	净利润率	18.0%	17.1%	18.8%	18.7%					
所得税	-341	-312	-372	-407	<b>偿债能力</b>									
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	1.40	3.42	3.81	3.79					
归属母公司净利润	821	807	958	1,047	速动比率	0.93	2.79	3.20	3.23					
EBITDA	1,112	1,143	1,318	1,433	现金比率	0.85	2.64	3.06	3.08					
扣非后净利润	984	807	958	1,047	资产负债率	45.8%	56.0%	52.0%	51.0%					
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金					
货币资金	1,733	3,347	4,073	4,602	<b>回报率分析</b>									
应收账款及票据	15	12	17	15	总资产收益率	20.1%	14.3%	13.6%	13.6%					
存货	972	797	813	838	净资产收益率	33.9%	29.7%	29.6%	28.0%					
其他流动资产	146	179	172	205	<b>每股指标</b>									
流动资产合计	2,866	4,336	5,076	5,660	每股净利润 (元)	1.35	1.33	1.58	1.73					
固定资产及在建工程	326	478	524	561	每股净资产 (元)	4.15	4.81	5.86	6.48					
无形资产及其他长期资产	1,449	1,817	1,811	1,805	每股股利 (元)	0.96	0.53	1.10	1.21					
非流动资产合计	1,775	2,295	2,335	2,366	每股经营现金流 (元)	1.09	1.60	1.64	1.86					
资产合计	4,641	6,631	7,411	8,026	<b>估值分析</b>									
短期借款	751	0	0	0	市盈率	21.5	22.4	18.8	17.0					
应付账款	362	295	302	358	市净率	7.0	6.2	5.1	4.5					
其他流动负债	933	973	1,030	1,135	EV/EBITDA	15.0	15.0	12.5	11.0					
流动负债合计	2,045	1,268	1,333	1,493	股息收益率	3.3%	1.8%	3.7%	4.1%					
长期借款	0	2,411	2,489	2,566										
非流动负债合计	81	2,446	2,524	2,602										
负债合计	2,125	3,714	3,857	4,096										
股本	822	822	822	822										
未分配利润	1,694	2,095	2,732	3,109										
股东权益合计	2,516	2,917	3,553	3,930										
负债及股东权益合计	4,641	6,631	7,411	8,026										
<b>现金流量表</b>														
税前利润	1,162	1,118	1,330	1,454										
折旧和摊销	27	51	63	72										
营运资本变动	-167	151	51	104										
其他	-362	-348	-448	-501										
经营活动现金流	660	972	997	1,130										
资本开支	-138	-148	-103	-103										
其他	57	-312	153	172										
投资活动现金流	-81	-460	50	69										
股权融资	0	0	0	0										
银行借款	480	1,664	0	0										
其他	-695	-492	-321	-670										
筹资活动现金流	-215	1,172	-321	-670										
汇率变动对现金的影响	-1	-1	0	0										
现金净增加额	364	1,682	726	528										

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

公司专注于孕妈妈和妈妈提供育儿营养和护理解决方案。公司的产品家族包括高端婴幼儿营养品和日常护理品，公司锁定高端消费者，致力提供优质产品。公司的益生菌产品(儿童型)、婴幼儿配方奶粉和营养食品，都以合生元品牌向中国市场进行销售。



## 目录

<b>概要</b> .....	<b>5</b>
首次覆盖合生元给予推荐评级，目标价 42.0 港元 .....	5
<b>合生元：中国婴儿用品行业少有的案例</b> .....	<b>7</b>
中国婴儿配方奶粉市场少有的案例 .....	7
独特的“妈妈 100”平台是合生元的核心竞争力 .....	8
合生元股价从过分乐观到过分悲观 .....	9
<b>估值和盈利预测</b> .....	<b>11</b>
折现现金流是公正和保守的估值工具 .....	11
盈利预测 .....	12
<b>合生元：2014 年良好防御性证明核心竞争优势</b> .....	<b>15</b>
2014 业绩回顾：净利润超过市场预期 20% .....	15
自 2013 年中以来积极应对市场挑战 .....	15
<b>中国婴儿配方奶粉市场：逐渐回到健康有序的格局</b> .....	<b>18</b>
婴儿配方奶粉行业增速保持健康：2014~2017 年销售复合增速 8% .....	18
2014~2016 年婴儿用品店仍是最大渠道 .....	20
<b>主业复苏提供安全边际，O2O 电商平台打开想象</b> .....	<b>21</b>
合生元主业有望从 2015 年起复苏 .....	21
“妈妈 100” O2O 电商平台具有巨大潜力 .....	21
<b>风险</b> .....	<b>23</b>
竞争仍然严峻，战略执行不易 .....	23
汇率和乳粉价格波动给毛利率带来不确定性 .....	23
与“妈妈 100” O2O 电商平台有关的管理问题和融资风险 .....	23
主要管理层减持 .....	23
食品安全问题是所有竞争对手的永恒课题 .....	23



## 图表

图表 1: 2014 年婴儿配方奶粉市场份额 (销售额)	7
图表 2: 合生元销售和净利润	7
图表 3: 合生元销售结构 (按品类)	7
图表 4: 合生元渠道结构 (按销售终端)	7
图表 5: 合生元主要供应商和制造商	8
图表 6: 中国主要婴儿配方奶粉品牌价格对比 (商超渠道, 2014)	8
图表 7: 合生元销售收入 vs “妈妈 100” 活跃会员数量	9
图表 8: “妈妈 100” 活跃会员销售占比	9
图表 9: “妈妈 100” 平台: 从会员制平台到 O2O 电商平台	9
图表 10: 合生元销售增速和利润率从 2015 年开始复苏	10
图表 11: 合生元从 2015 年起将恢复强劲的营运自由现金流和红利支付	10
图表 12: 合生元营运资金将从 2015 年起改善	10
图表 13: 合生元股权结构	10
图表 14: 合生元折现现金流模型	11
图表 15: 合生元折现现金流敏感性分析: 加权平均资本成本和终端增速	11
图表 16: 合生元 P/E 区间	12
图表 17: 合生元 P/B 区间	12
图表 18: 中国必需消费品和全球婴儿配方奶粉公司估值对比	12
图表 19: 合生元销售/盈利预测	13
图表 20: 合生元婴儿配方奶粉品牌组合	13
图表 21: 我们的预测和市场预测对比	13
图表 22: 欧元对人民币走势	14
图表 23: 欧洲全脂奶粉价格	14
图表 24: 合生元毛利率和婴儿配方奶粉毛利率	14
图表 25: 合生元销售、管理和行政费用率	14
图表 26: 合生元现金头寸 vs 可转债	14
图表 27: 2014 年财务数据比较	15
图表 28: 婴儿配方奶粉市场销售结构 (按渠道)	16
图表 29: 合生元从 2013 年下半年起开始放缓	16
图表 30: “合生元” / “素加” 零售价	17
图表 31: “素加” 销售收入和占婴儿配方奶粉的比例	17
图表 32: 政策带来的婴儿潮	18
图表 33: 中国婴儿配方奶粉人均消费量仍然较低 (2014)	18
图表 34: 中国婴儿配方奶粉市场集中度仍然较低	18
图表 35: 婴儿配方奶粉零售均价恢复上行期	19
图表 36: 合生元零售均价接近市场	19
图表 37: 电子商务渠道销售结构	19
图表 38: 所有渠道零售均价对比	19
图表 39: 中国电商渠道市场份额	20
图表 40: 电商渠道在婴儿配方奶粉市场不断获得市场份额	20
图表 41: 中国婴儿护理市场子行业	22
图表 42: 中国电商公司估值	22



## 概要

我们首次覆盖合生元给予推荐评级，2015年底目标价**42.0港元**（22%上升空间；**21x 2015e EPS**）。合生元是中国第四大婴儿配方奶粉公司（第二大国内品牌），根据欧睿的数据，其2014年市占率7%（2010年为2.1%）。

基于以下因素，我们看好合生元，目前股价对应**17x 2015e EPS**。

- ▶ 根据我们的渠道调查，公司主业正在复苏（本年迄今盈利同比增长超过15%），并持续获得市场份额。
- ▶ 公司受益于欧元大幅贬值，其主营业务成本的80~90%是以欧元结算。此外，欧洲乳粉价格下降也有助于公司毛利率提升。由于库存天数较长（5~6个月），2015年下半年以后成本方面的改善将更加显著，并有望持续到2016年。
- ▶ 构建“妈妈100”O2O电商平台-垂直母婴O2O电商平台-通过把第三方婴儿护理品牌与其线下婴儿用品店和会员连接，该平台可吸引更多流量，丰富产品类别，并提供更优质的服务。这一创新的模式甚至有望从主流第三方B2C平台抢夺流量（婴儿护理相关）并轻松变现。
- ▶ 强劲的资产负债表和现金流有助于未来并购，特殊红利有望恢复（2014年暂停）。
- ▶ 管理层勤勉尽责且历史记录优异。

首次覆盖合生元给予推荐评级，目标价**42.0港元**

2015年起婴儿配方奶粉有望恢复，主要推动因素包括：

- ▶ 我们预计第二品牌“素加”（进口装和国产装）2015/16年有望实现40%/30%的销售增长，抵消主品牌“合生元”停滞不前的销售增速（2014年下半年企稳，2015/16年预计-4%/0%）。“素加”国产装在11月下旬上市，一个月内销售额就达到6430万元。
- ▶ 婴儿用品店持续快速扩张（POS目标：到2015年底增长22%至30,000），主要在低线城市；“妈妈100”O2O旗舰店不断发展（POS目标：到2015年底增长250%至14,000）。此外，合生元计划投资药店，这是新兴的线下渠道（POS目标：增长112%至6,000）。
- ▶ 向第三方B2C平台渗透，例如天猫和京东，这些平台的零售增速最快（2014年增长77%）。
- ▶ 欧元贬值（80~90%的主营业务成本以欧元结算，比之前的峰值降低24%）和乳粉成本降低（占主营业务成本的10%，比峰值降低44%）有利于毛利率。
- ▶ 行业增长保持健康（2014~2017年销售额复合增速8%），产品组合不断升级，中国政府有望出台政策监管婴儿配方奶粉电商渠道。在中国，约44%（15亿美元）的婴儿配方奶粉线上销售不用缴税。

**战略性构建垂直母婴护理O2O电商平台可带来巨大潜力**，并有利于长期可持续增长。合生元将本着互利原则与在中国市场上布局有限甚至没有布局的第三方婴儿护理品牌合作（进入市场），合生元的线下婴儿用品店（交易/新客户）以及CRM系统将改善客户/品牌服务以及渠道管理，比主流第三方B2C平台（京东、天猫等）更先进、更符合客户实际需求。我们认为“妈妈100”的成功上线有助于公司从主流第三方B2C平台抢夺流量，并最终提高平台销售收入和变现。更重要的是，该平台不需要太多资本支出（物流等方面），但可能会有更多的运营支出（向提供优质服务的婴儿用品店提供激励、出售更多产品品类、开展促销以吸引顾客）。



**强劲财务实力有助于未来并购，特殊红利有望恢复。**由于采用了轻资产模式，合生元资产负债表强劲，净现金 21 亿元（2014 年底），营运自由现金流预计从 2014 年下半年开始复苏，主要由于以下事件之后的库存天数改善、资本支出降低和盈利提高：

- ▶ 营运现金流下降（盈利能力下降、营运资金周期延长）。
- ▶ 对法国供应商 Isigny20%的股权投资；
- ▶ 收购长沙婴儿配方奶粉工厂（生产“素加”国产装）；
- ▶ 2013~2014 年投资设立纸尿裤合资公司（生产升级款的“葆艾”）。

**估值有上升潜力。**合生元股价目前对应 17x 2015e EPS，比历史平均水平低 6%。我们看到进一步价值重估的可能性，因为其主业在 2015 年上半年持续复苏，有望缓解市场对其基本面下行风险的担忧。我们认为在当前的市场情绪下，我们的隐含目标市盈率 21 倍是合理的（仅对主营业务），但偏保守（考虑到其全球领先 ROE、强劲现金流、优秀管理层，以及构建垂直母婴 O2O 电商平台从而转型）。未来估值进一步提升的**催化剂**包括“妈妈 100”平台的成功爬坡。



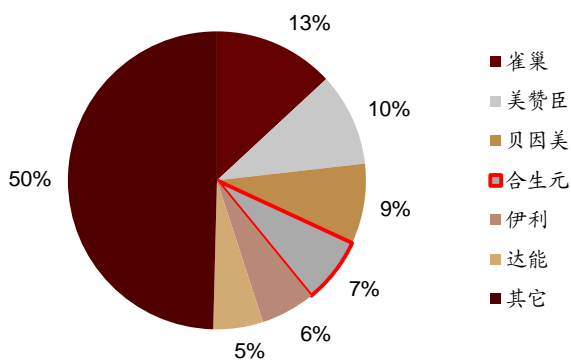
## 合生元：中国婴儿用品行业少有的案例

### 中国婴儿配方奶粉市场少有的案例

合生元已成长为中国第四大婴儿配方奶粉生产商，2014年销售额市占率7%（根据欧睿的数据）。雀巢（与惠氏合计：13.1%的份额）排在第一位，然后是美赞臣（10.1%）和贝因美（8.7%）。

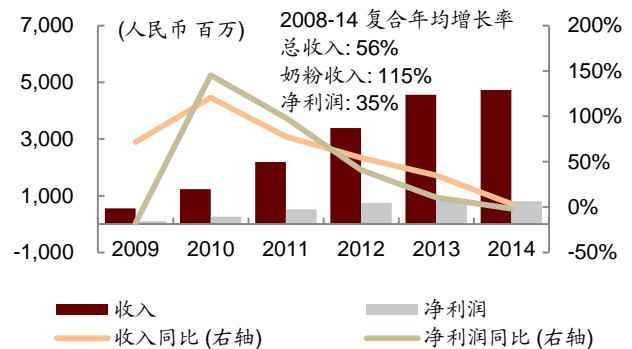
合生元1999年成立于广州，2003年和2007年分别推出益生菌补充产品和脱水类婴儿食品。公司2008年开始涉足婴儿配方奶粉业务，并实现了中国市场上最快的婴儿配方奶粉销售年均复合增速（115%，2008~2014），主要受益于明确的产品定位（高端行业/高收入家庭）、基于“妈妈100”会员机制的精准营销（改善客户服务，提供忠诚度，大数据促进交叉销售），以及较早进入新兴婴儿用品店渠道。2010年，合生元推出婴儿护理产品（包括贴牌纸尿裤），2011年推出营养补充类产品。2013年9月，公司推出第二婴儿配方奶粉品牌“素加”（进口装），以应对高端婴儿配方奶粉的价格压力。2013年12月，合生元收购长沙营可营养品有限公司100%的股权（现金对价3.5亿元），该公司具有婴儿配方奶粉产能3~5万吨，可用于生产“素加”（国产装）。2014年1月，合生元（40%）与杭州可靠护理用品股份有限公司（60%）共同建立婴儿纸尿裤合资公司，以加强在在婴儿纸尿裤市场的布局。

图表1：2014年婴儿配方奶粉市场份额（销售额）



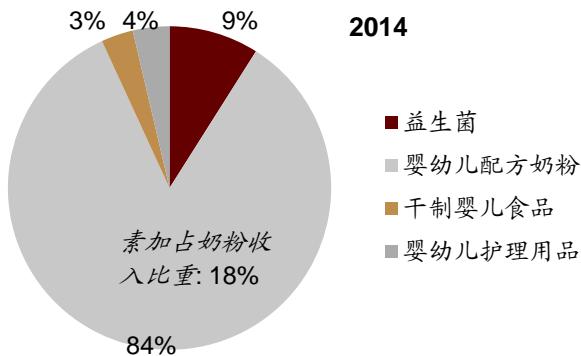
资料来源：欧睿、中金公司研究部

图表2：合生元销售和净利润



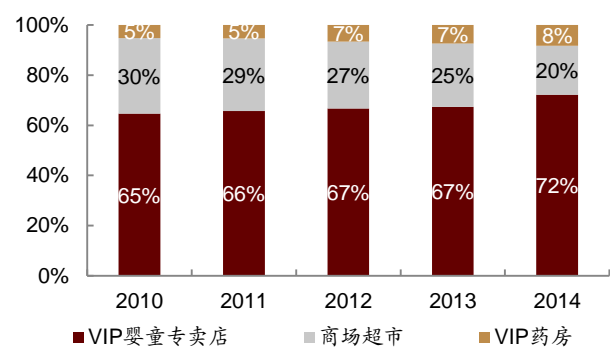
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表3：合生元销售结构（按品类）



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表4：合生元渠道结构（按销售终端）



资料来源：公司数据、中金公司研究部

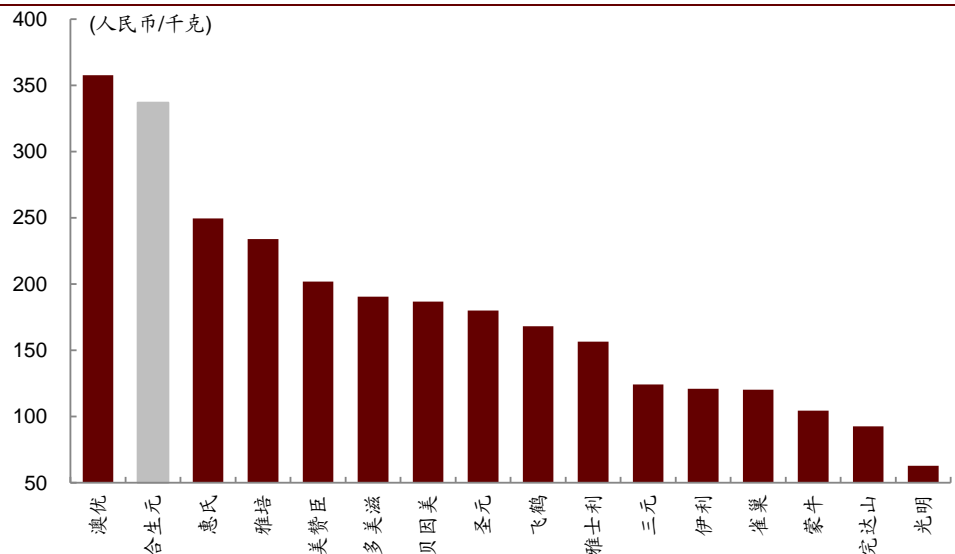


图表 5：合生元主要供应商和制造商

分部	主要产品	原料商 (地区)	生产商 (地区)	产能 (至2016年底)	评论
婴幼儿 配方奶粉	合生元超级呵护系列	Laiterie de Montaigu (法国)		10,000 吨	供应合同至2016且合生元占其~80%产能
	合生元高端系列	Arla (丹麦)		20,000 吨	供应合同至2022
	合生元超级金装系列 素加 (进口)	Insigny Sainle Mere (法国)		16,000 吨	合生元占 Insigny Sainle Mere 20% 股权且占其 ~20% 产能
	素加 (国产)	Insigny Sainle Mere (法国)	长沙营可 (湖南, 长沙)	30,000-50,000 吨	
婴幼儿护理 用品	婴幼儿纸尿裤	First Quality (美国)		n.a	
		与杭州可靠的合资企业 (杭州, 中国)		1.6亿片	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 6：中国主要婴儿配方奶粉品牌价格对比（商超渠道，2014）



资料来源：商务部、中金公司研究部

### 独特的“妈妈 100”平台是合生元的核心竞争力

“妈妈 100”平台是合生元的核心资产和独特业务模式。其活跃会员数量<sup>1</sup>在 2014 年年底达到 196 万，活跃会员在 2014 年的贡献份额为 76.8%。成为“妈妈 100”会员后，消费者可累积积分换购产品和服务，例如合生元呼叫中心的及时来电（反馈、再次购买提醒、咨询等）、免费母婴杂志以及其它会员活动。通过这一方式，公司不仅可以提高品牌忠诚度，还可以挖掘消费数据（从零售商 POS 机上），从而进行精准营销（根据消费者过去的购买行为提供购买建议）。同时，大数据以及公司的 ERP 系统有助于公司有效监督渠道库存。更重要的是，合生元较早进入快速增长的婴儿用品店业务，以及 POS 机的安装给其它品牌设置了壁垒。

“妈妈 100”平台不断调整，以适应快速变化的业务环境。基于 24,615 家 VIP 会员婴儿用品店，合生元发起 O2O “妈妈 100”计划，以适应移动端消费并帮助婴儿用品店吸引更多客户/订单。2014 年 7 月，公司启动 O2O 旗舰店项目，挑选了 4,000 家优质婴儿用品店合作伙伴，这些零售商可在会员管理、营销、物流管理和支付方面获得更好的支持，同时也要提供更优质的客户服务，包括订单确认、货品交付、支付和产品提供（合生元建立了激励/惩罚机制）。

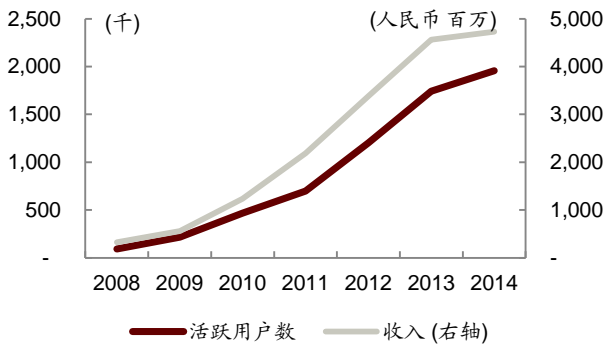
2014 年试运行后（2014 年 4 季度日均活跃用户 85,000，2014 年 110 万订单以及 8.1 亿元总商品价值），合生元在 2015 年开放“妈妈 100”O2O 电商平台，允许部分第三方婴儿用品品牌引入优质战略投资者。

<sup>1</sup>活跃会员是指在近三个月内至少买过一次合生元产品或兑换积分的会员。



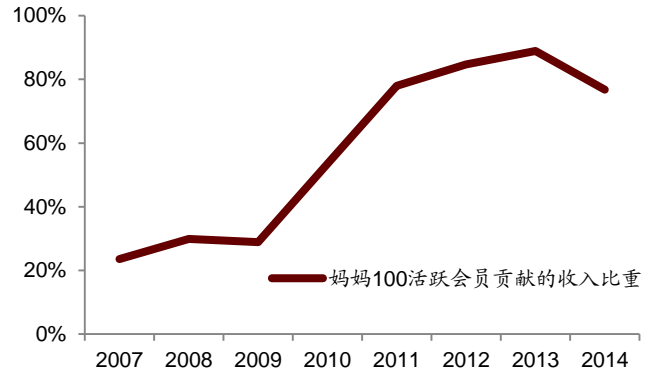


图表7：合生元销售收入 vs “妈妈100” 活跃会员数量



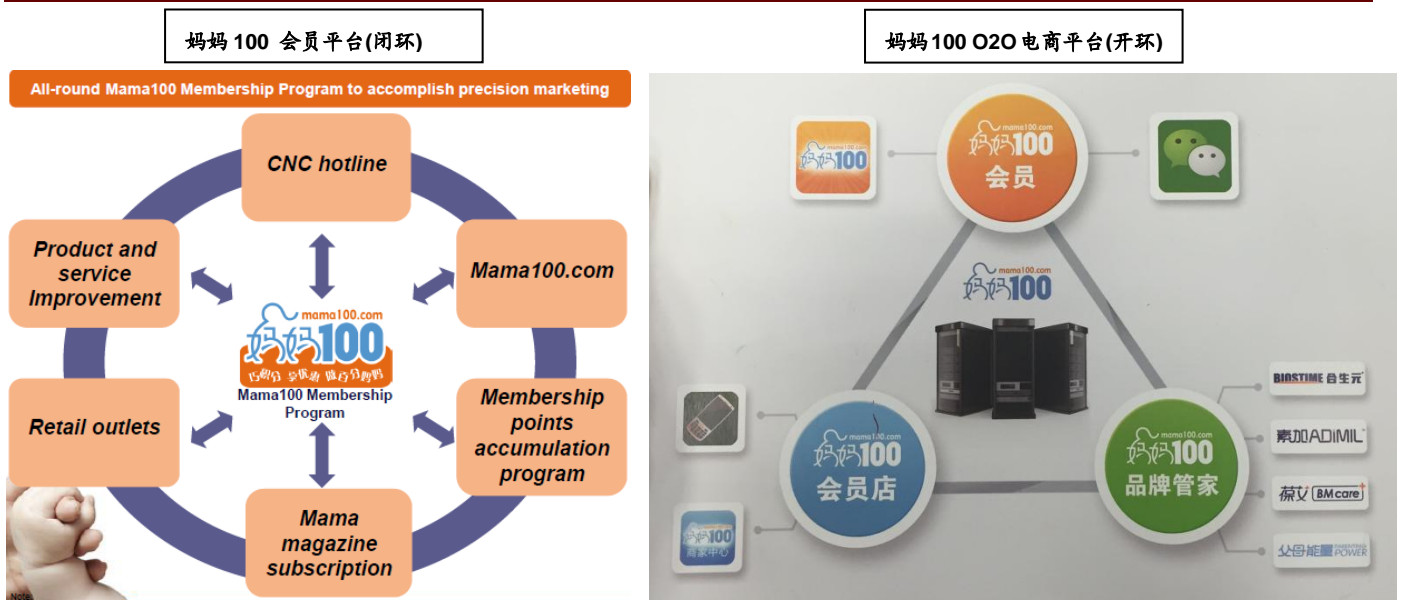
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表8：“妈妈100” 活跃会员销售占比



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表9：“妈妈100” 平台：从会员制平台到O2O 电商平台



资料来源：公司数据、中金公司研究部

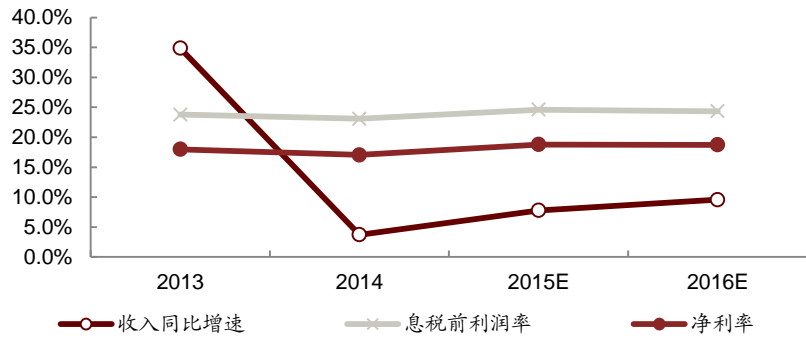
### 合生元股价从过分乐观到过分悲观

我们认为合生元股价的显著波动提供了再次介入的机会，因为我们认为虽然在过去一年市场动荡和短期盈利下滑，但公司核心竞争优势保持不变（创新根植于公司“基因”，并具有勤勉的管理团队和独特的“妈妈100”平台）。其股价大跌主要是由于：

- ▶ 2013年中国乳制品行业泡沫破裂-合生元1年预测P/E倍数甚至超过40倍，不具备合理性。
- ▶ 行业波动和公司内部重组所导致的短期盈利压力使市场担忧其长期可持续性（1年预测P/E倍数在2014年初下降到10倍）。合生元2014年下半年和本年迄今表现都证明市场仍过分谨慎（虽然1年预测P/E倍数重估至17倍），我们预计主营业务从2015年开始恢复，价值重估还将继续。

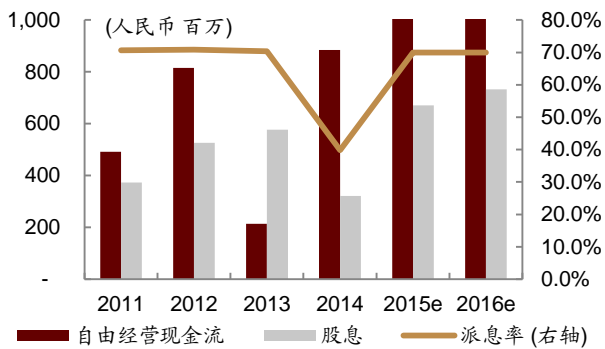


图表 10：合生元销售增速和利润率从 2015 年开始复苏



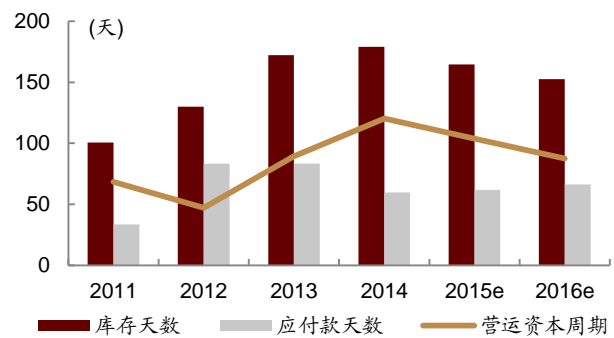
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 11：合生元从 2015 年起将恢复强劲的营运自由现金流和红利支付



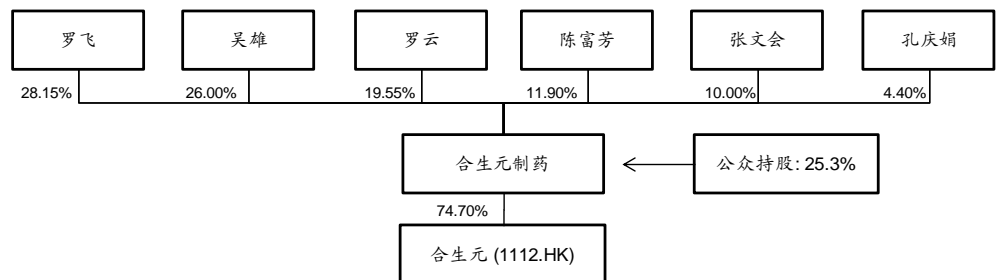
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 12：合生元营运资金将从 2015 年起改善



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 13：合生元股权结构



注：大股东和高管在锁定期后仍未出售股票。

资料来源：公司数据、中金公司研究部



## 估值和盈利预测

### 折现现金流是公正和保守的估值工具

根据公司强大的现金生成能力，我们采用折现现金流法（公正而保守的估值工具）来衡量合生元的长期价值，我们还对比了中国必需消费品和全球同类公司的市盈率倍数。

### 基于折现现金流的 2015 年底目标价为 42.0 港元，假设：

- ▶ 加权平均资本成本为 10.2%（根据彭博资讯，3.0%的无风险利率和 6.5%的风险溢价；保守性对应 1.1x beta，以及 0%目标负债率-基于良好现金头寸）；
- ▶ 中间阶段增速 8%（考虑到潜在并购和向平台运营商的战略转型可在此阶段维持稳定而良好的增速）。
- ▶ 终端增速 2%，与同类公司一致。

图表 14：合生元折现现金流模型

人民币 百万	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
息税前利润	1,092	1,255	1,361	1,533	1,656	1,788	1,931	2,086	2,253	2,433	2,628
同比	0.6%	14.9%	8.4%	12.7%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
自由现金流	741	894	1,027	1,085	1,205	1,301	1,406	1,518	1,639	1,771	1,912
同比	0%	20.7%	14.8%	5.7%	11.1%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
预测期自由现金流现值	8,675										
永续自由现金流现值	10,026										
企业价值	18,701										
- 净负债	(937)										
- 少数股东权益	0										
<b>权益价值</b>	<b>19,638</b>										
每股权益价值（元）	32.4										
每股权益价值（港币）	42.0										
								永续增长率			2.0%
								债务资本成本			5.5%
								权益资本成本			10.2%
								无风险收益率			3.0%
								贝塔系数			1.1
								风险溢价			6.5%
								税率			28.0%
								目标权益资本比			0.0%
								WACC			10.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 15：合生元折现现金流敏感性分析：加权平均资本成本和终端增速

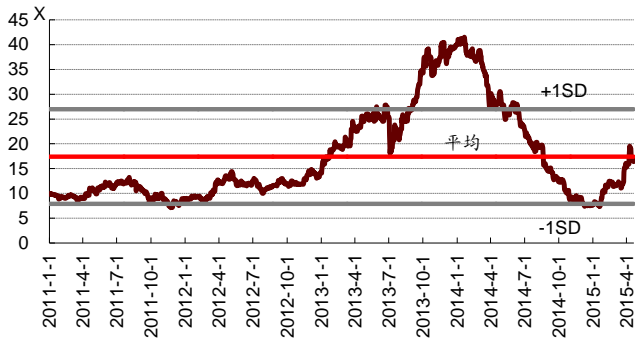
		永续增长率						
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%
WACC	8.7%	44.1	47.3	51.4	57.0	65.0	77.4	99.2
	9.2%	41.6	44.3	47.8	52.4	58.8	68.3	83.8
	9.7%	39.4	41.7	44.7	48.5	53.7	61.2	72.7
	10.2%	37.4	39.4	42.0	45.2	49.5	55.4	64.3
	10.7%	35.6	37.4	39.6	42.3	45.9	50.7	57.6
	11.2%	34.0	35.5	37.4	39.8	42.8	46.8	52.3
	11.7%	32.5	33.9	35.5	37.5	40.1	43.4	47.9

资料来源：公司数据，中金公司研究部

- ▶ 我们的目标价对应 21x 2015e EPS，比中国必需消费品平均 24x 的水平低 13%，并全球同行的 25x 低 15%。公司目前股价对应 17x 2015e EPS，处在我们覆盖的可比公司的低端，但公司的 ROE 和股息率处于领先地位。

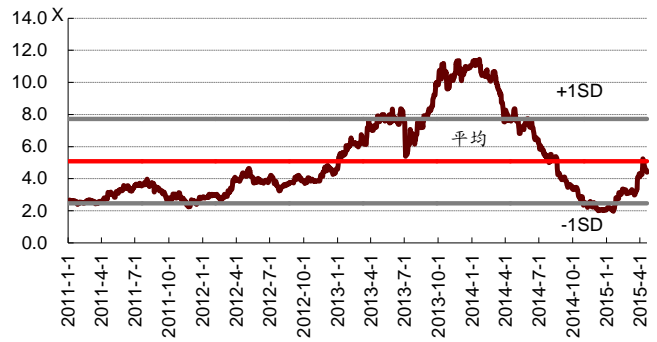


图表 16: 合生元 P/E 区间



资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

图表 17: 合生元 P/B 区间



资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

图表 18: 中国必需消费品和全球婴儿配方奶粉公司估值对比

公司	代码	市值 (美元百万)	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA			每股收益 年均增长率 (%)	PEG
			2014A/E	2015E	2016E	2014A/E	2015E	2016E	2014A/E	2015E	2016E	2014A/E	2015E	2016E	2014A/E	2015E	2016E		
<b>国际公司</b>																			
美赞臣	MJN US Equity	20,286	28.2	25.1	22.7	35.3	21.7	15.2	125.1	86.6	66.8	1.5	1.6	1.8	19.0	16.8	15.5	11.4	2.0
达能	BN FP Equity	45,936	35.1	22.4	20.3	3.4	3.1	2.9	9.6	14.0	14.3	2.3	2.4	2.6	16.3	13.4	12.5	31.5	0.6
雀巢	NESN VX Equity	257,084	16.7	22.4	20.9	3.4	3.4	3.2	20.5	15.1	15.2	2.9	3.0	3.1	17.9	14.7	13.9	-10.5	-2.0
明治	2269 JP Equity	9,060	54.5	34.8	25.3	2.9	3.0	2.7	5.4	8.6	10.7	0.6	0.6	0.8	16.4	14.1	12.7	46.9	0.5
森永乳业	2264 JP Equity	953	23.2	30.0	22.7	0.9	0.9	0.9	4.0	3.1	3.9	1.5	1.5	1.5	6.9	8.3	7.5	1.2	19.7
雅培	ABT US Equity	69,790	30.8	21.5	19.3	3.2	2.6	2.5	10.5	12.2	12.9	1.9	2.1	2.3	17.7	13.8	12.7	26.5	0.7
辉瑞	PFE US Equity	215,157	24.3	16.8	15.7	3.2	3.2	3.2	13.0	19.0	20.4	3.0	3.2	3.4	11.5	10.9	10.9	24.4	0.6
<b>平均</b>			<b>30.4</b>	<b>24.7</b>	<b>21.0</b>	<b>7.5</b>	<b>5.4</b>	<b>4.4</b>	<b>26.9</b>	<b>22.6</b>	<b>20.6</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>15.1</b>	<b>13.2</b>	<b>12.2</b>	<b>18.8</b>	<b>3.2</b>
<b>中值</b>			<b>28.2</b>	<b>22.4</b>	<b>20.9</b>	<b>3.2</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>	<b>10.5</b>	<b>14.0</b>	<b>14.3</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>16.4</b>	<b>13.8</b>	<b>12.7</b>	<b>24.4</b>	<b>0.6</b>
<b>中金覆盖公司</b>																			
合生元	1112.HK	2,694	20.0	16.8	15.4	6.1	4.9	4.4	30.5	29.2	28.6	2.0	4.2	4.6	13.3	11.0	9.8	13.9	1.1
雅士利	1230.HK	1,720	41.3	32.7	23.4	3.2	1.5	1.4	7.8	4.6	6.1	0.7	0.9	1.3	25.2	11.7	9.2	32.8	0.7
蒙牛	2319.HK	10,471	26.6	21.8	17.3	2.9	2.6	2.3	10.9	12.1	13.5	0.9	1.1	1.4	17.6	10.5	11.5	23.9	0.7
现代牧业	1117.HK	1,949	15.8	14.4	10.4	1.8	1.6	1.4	11.2	11.0	13.3	-	-	-	8.7	8.8	7.2	23.7	0.4
中国圣牧	1432.HK	1,640	13.8	9.0	6.2	2.6	2.0	1.3	19.1	22.6	20.7	-	-	-	14.2	9.8	7.4	48.9	0.1
青岛啤酒	0168.HK	8,828	26.5	24.4	22.2	3.4	3.1	2.8	12.9	12.8	12.8	1.3	1.3	1.3	18.3	16.5	14.3	9.1	2.4
张裕B	200869.SZ	2,516	19.0	17.2	16.4	2.8	2.5	2.3	14.6	14.5	13.8	1.8	1.8	1.8	13.9	12.3	11.4	7.8	2.1
万洲国际	0288.HK	9,828	12.8	12.9	11.5	1.8	1.6	1.4	14.1	12.3	12.5	-	2.3	2.6	6.7	7.9	7.0	5.7	2.0
康师傅控股	0322.HK	11,959	29.7	22.6	18.1	3.9	3.5	3.2	13.2	15.7	17.5	1.7	2.2	2.8	12.5	9.1	7.6	28.2	0.6
中国旺旺	0151.HK	14,125	22.7	19.6	18.4	6.9	5.8	4.9	30.3	29.4	26.4	2.3	2.7	2.8	15.4	12.9	11.6	11.3	1.6
统一企业中国	0220.HK	3,160	66.1	29.3	26.4	1.7	1.7	1.6	2.6	5.6	6.0	0.3	0.7	0.8	12.7	9.5	8.7	58.3	0.5
光明乳业	600597.SH	3,986	45.8	34.4	25.6	5.3	4.8	4.2	11.6	14.0	16.5	1.0	1.0	1.0	20.0	16.0	12.3	33.7	0.8
贝因美	002570.SZ	3,232	287.4	55.5	35.6	3.5	3.2	2.8	1.2	5.7	7.9	-	0.5	0.5	84.0	30.3	20.4	184.2	0.2
维达	3331.HK	1,896	24.8	24.0	19.5	2.9	2.6	2.4	11.7	11.0	12.1	0.8	0.8	1.0	15.9	14.6	12.3	12.6	1.6
恒安	1044.HK	15,229	30.3	25.4	21.5	6.7	6.0	5.3	22.2	23.5	24.6	2.1	2.5	2.9	19.4	15.2	13.1	18.7	1.1
<b>平均</b>			<b>45.5</b>	<b>24.0</b>	<b>19.2</b>	<b>3.7</b>	<b>3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>14.3</b>	<b>14.9</b>	<b>15.5</b>	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>19.9</b>	<b>13.1</b>	<b>10.9</b>	<b>34.2</b>	<b>1.1</b>
<b>中值</b>			<b>26.5</b>	<b>22.6</b>	<b>18.4</b>	<b>3.2</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>12.9</b>	<b>12.8</b>	<b>13.5</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>15.4</b>	<b>11.7</b>	<b>11.4</b>	<b>23.7</b>	<b>0.8</b>

注：对于国际公司，我们采用市场一致预测。

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

### 盈利预测

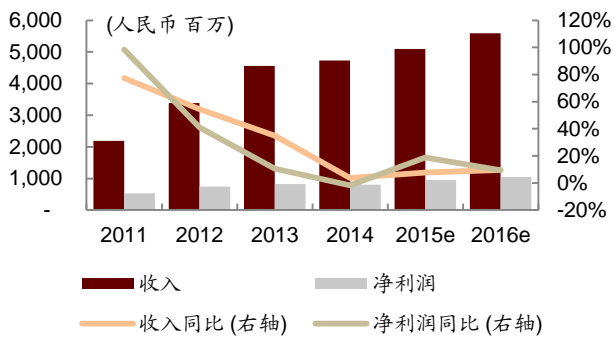
我们预计 2015/16 年盈利增长 19%/9%，主要由于销售增长 8%/10%（不考虑潜在并购）。

**2015/16 年主营业务恢复。**我们保守估计合生元销售增速在 2015/16 年恢复至 8%/10%，主要由于公司采取以下措施抵消婴儿配方奶粉主品牌（“合生元”）可能的额疲弱增长以及渠道互斥（线上 vs 线下）：

- ▶ 较低端婴儿配方奶粉品牌“素加”以及婴儿纸尿裤品牌“葆艾”的销量迅速爬坡。
- ▶ 婴儿用品店持续扩张（从 2014 年底的 24,615 家扩张到 2015 年底的 30,000 家），尤其在低线城市（婴儿用品店零售增速仍在双位数），发展“妈妈 100” O2O 旗舰店（从 2014 年底的 4,000 家增加到 2015 年底的 14,000 家），以及吸引更多活跃“妈妈 100”会员。
- ▶ 渗透到 B2C 渠道（第三方平台），享受婴儿配方奶粉行业的最快增速（该渠道 2014 年零售增速 77%）。

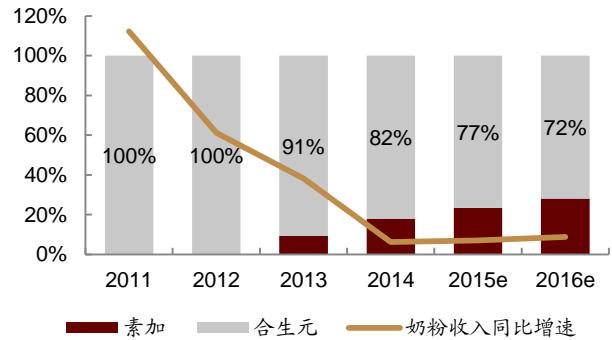


图表 19：合生元销售/盈利预测



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 20：合生元婴儿配方奶粉品牌组合



资料来源：公司数据、中金公司研究部

产品组合下降对合生元毛利率的负面影响有望从 2015 年起减弱。因欧洲央行量化宽松所导致的疲弱欧元将抵消对利润率的负面影响。我们预计“素加”销售收入份额将在 2015/16 年提升 5.5/4.6 个百分点至 23.4%/28.0%，体现产品组合下降对毛利率的影响减弱。

根据我们的估算，欧元对人民币每贬值 1 个百分点，合生元毛利率将提高 0.3 个百分点（假设 80% 的主营业务成本以欧元结算），在婴儿配方奶粉方面，“素加”销售份额每增加 0.1 个百分点，毛利率将下降 0.1 个百分点（谨慎假设“素加”毛利率 50%）。对比以前的峰值，欧元对人民币已经松动了 24%，本年迄今均值同比下降 23%。欧洲全脂奶粉价格（主营业务成本 10%，敏感性低）从 2014 的高点下降了 44%，本年迄今均值同比下降 41%。

我们保守假设 2015/16 年欧元对人民币贬值 12%/1%，可提升合生元毛利率 1.8/0.3 个百分点。根据我们对产品组合的假设，2015/16 年毛利率将稀释 0.6/0.5 个百分点，主要由于“素加”销售份额提升。因此，我们保守预计合生元 2015 年毛利率提高 3.1 个百分点，2016 年下滑 0.3 个百分点。

对于销售、管理和行政费用，我们谨慎预计 2015 年提升 1.4 个百分点，2016 年持平，因为考虑到更多广告促销费用将快速增长以支持婴儿用品店的加速扩张（尤其在低线城市）、线上渠道渗透以及“妈妈 100”O2O 电商平台的推广（虽然 2014 年与业务单元重组相关的成本是一次性成本）。

目前市场对 2015/16 年的盈利预测比我们的预测低 10%/12%，我们认为太保守（考虑到本年迄今盈利复苏，同比增长超过 15%）。

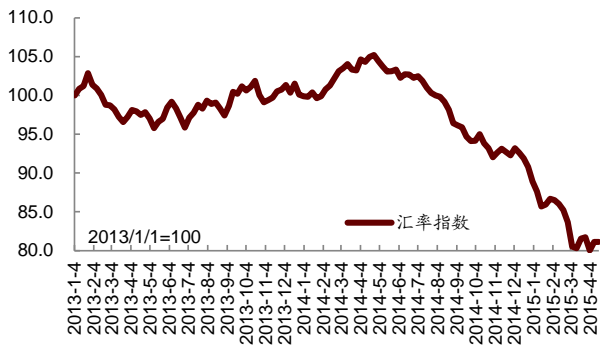
图表 21：我们的预测和市场预测对比

人民币百万	2015e			2016e		
	中金预测	市场一致预期	差别 %	中金预测	市场一致预期	差别 %
净利润	958	864	-9.8%	1,047	927	-11.5%

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

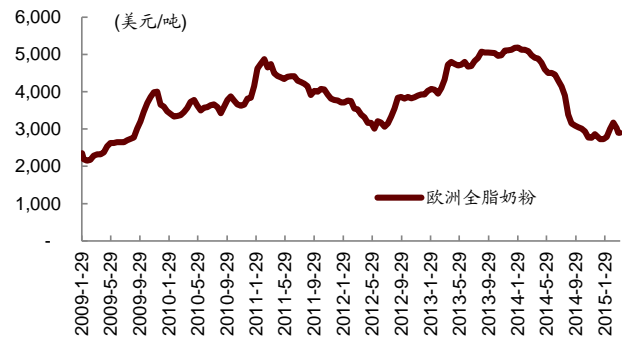


图表 22: 欧元对人民币走势



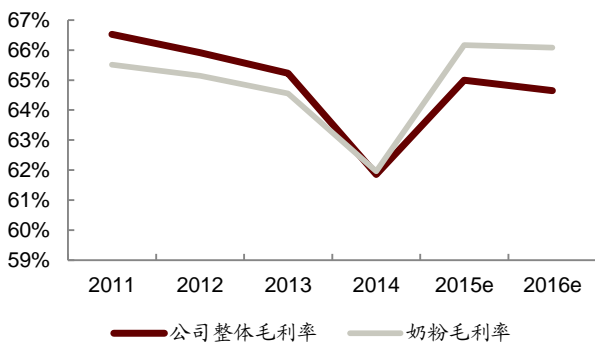
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 23: 欧洲全脂奶粉价格



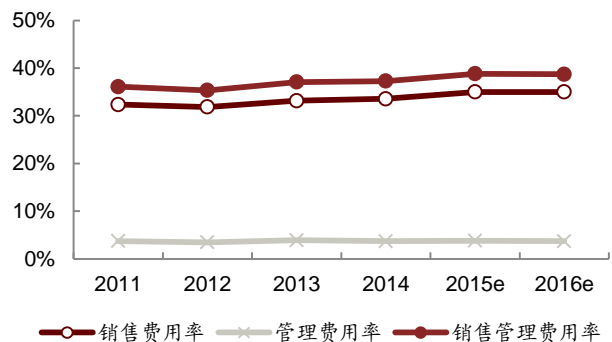
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 24: 合生元毛利率和婴儿配方奶粉毛利率



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

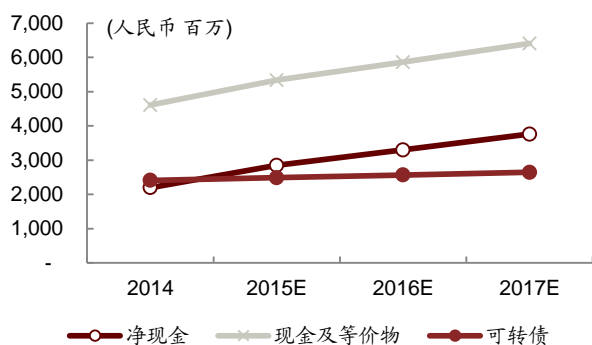
图表 25: 合生元销售、管理和行政费用率



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

**可转债值得关注** (考虑到合生元未来出现拐点的前景和强劲的现金生成能力)。由于可转债转换价格较高 (90.84 港元), 远远高于目前交易价格, 公司股价是否能够上涨到使可转债持有人愿意进行转换的水平存在不确定性。如果需要的话, 合生元将拥有充足的在手现金来偿付可转债 (31 亿港元/28 亿元人民币)。

图表 26: 合生元现金头寸 vs 可转债



资料来源: 公司数据、中金公司研究部



## 合生元：2014年良好防御性证明核心竞争优势

2014年，合生元在动荡的市场中保持了市场份额，表现超过了雅士利(01230.HK)和贝因美(002570.CH)，这两家公司净利润分别下滑40%和91%。我们认为贝因美2014年的经营表现（尤其是2014年下半年）证明其在“妈妈100”和卓越品牌能力的支持下，具备应对危机的强大管理和执行能力。此外，公司致力于升级其“妈妈100”平台，使其从2015年起成为一个垂直婴儿护理O2O电商平台。

### 2014业绩回顾：净利润超过市场预期20%

合生元2014年净利润8.07亿元(-2%)，比市场预期高20%，销售额47亿元(+4%)，净利润率（经常性）下降4.5个百分点，主要由于毛利率压缩和销售、管理和行政费用率增加。2014年下半年，销售有望环比恢复16%，主要由于婴儿配方奶粉“素加”的良好销量以及婴儿配方奶粉主品牌“合生元”的稳定表现、婴儿用品店持续扩张，以及销售、管理和行政费用率环比下降6.0个百分点（由于及时完成业务单元重组形成2014年上半年一次性费用，以及销售复苏带来的营运杠杆提高）。

图表 27：2014 年财务数据比较

人民币 百万	同比						历史数据							
	2014		2013		同比		年度			半年度				
	2014	2013	2H14	2H13	同比	2011	2012	2013	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14	
<b>收入</b>	<b>4,732</b>	<b>4,561</b>	<b>3.7%</b>	<b>2,543</b>	<b>2,500</b>	<b>1.7%</b>	<b>2,189</b>	<b>3,382</b>	<b>4,561</b>	<b>1,363</b>	<b>2,019</b>	<b>2,061</b>	<b>2,500</b>	<b>2,189</b>
益生茵	425	458	-7.2%	239	230	3.9%	332	379	458	164	215	228	230	186
婴幼儿配方奶粉	3,982	3,752	6.1%	2,123	2,070	2.5%	1,685	2,715	3,752	1,095	1,621	1,682	2,070	1,859
干制婴儿食品及营养补充剂	151	199	-23.8%	81	111	-27.3%	125	181	199	71	111	88	111	71
婴幼儿护理用品	173	152	13.9%	100	89	12.9%	48	106	152	33	73	63	89	73
<b>毛利</b>	<b>2,927</b>	<b>2,975</b>	<b>-1.6%</b>	<b>1,581</b>	<b>1,606</b>	<b>-1.5%</b>	<b>1,456</b>	<b>2,229</b>	<b>2,975</b>	<b>894</b>	<b>1,335</b>	<b>1,370</b>	<b>1,606</b>	<b>1,346</b>
益生茵	304	360	-15.7%	170	183	-6.7%	258	295	360	126	169	178	183	133
婴幼儿配方奶粉	2,467	2,422	1.9%	1,321	1,317	0.3%	1,104	1,769	2,422	711	1,057	1,105	1,317	1,146
干制婴儿食品及营养补充剂	74	111	-32.7%	42	59	-28.5%	75	107	111	42	66	52	59	32
婴幼儿护理用品	82	82	-0.6%	48	47	2.2%	19	58	82	15	43	35	47	34
销售费用	(1,588)	(1,513)	4.9%	(787)	(846)	-6.9%	(709)	(1,078)	(1,513)	(475)	(602)	(667)	(846)	(800)
管理费用	(175)	(177)	-1.2%	(89)	(99)	-9.5%	(82)	(117)	(177)	(50)	(67)	(79)	(99)	(86)
<b>息税前利润</b>	<b>1,092</b>	<b>1,085</b>	<b>0.6%</b>	<b>667</b>	<b>631</b>	<b>5.7%</b>	<b>697</b>	<b>1,008</b>	<b>1,085</b>	<b>352</b>	<b>656</b>	<b>454</b>	<b>631</b>	<b>425</b>
利息支出	(87)	(11)	m.n	(46)	(7)	m.n	0	(2)	(11)	(0)	(2)	(4)	(7)	(40)
<b>税前利润</b>	<b>1,118</b>	<b>1,162</b>	<b>-3.8%</b>	<b>685</b>	<b>668</b>	<b>2.5%</b>	<b>714</b>	<b>1,051</b>	<b>1,162</b>	<b>373</b>	<b>678</b>	<b>494</b>	<b>668</b>	<b>433</b>
所得税	(312)	(341)	-8.7%	(190)	(145)	31.4%	(187)	(307)	(341)	(99)	(209)	(196)	(145)	(121)
<b>净利润</b>	<b>807</b>	<b>821</b>	<b>-1.7%</b>	<b>495</b>	<b>523</b>	<b>-5.5%</b>	<b>527</b>	<b>743</b>	<b>821</b>	<b>274</b>	<b>469</b>	<b>298</b>	<b>523</b>	<b>312</b>
<b>毛利率</b>	<b>61.9%</b>	<b>65.2%</b>	<b>-3.4%</b>	<b>62.2%</b>	<b>64.2%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>66.5%</b>	<b>65.9%</b>	<b>65.2%</b>	<b>65.6%</b>	<b>66.1%</b>	<b>66.4%</b>	<b>64.2%</b>	<b>61.5%</b>
益生茵	71.4%	78.6%	-7.2%	71.3%	79.4%	-8.1%	77.8%	77.7%	78.6%	76.4%	78.8%	77.8%	79.4%	71.6%
婴幼儿配方奶粉	62.0%	64.5%	-2.6%	62.2%	63.6%	-1.4%	65.5%	65.1%	64.5%	65.0%	65.2%	65.7%	63.6%	61.7%
干制婴儿食品及营养补充剂	49.1%	55.8%	-6.5%	51.8%	52.6%	-0.8%	60.2%	59.1%	55.6%	58.9%	59.3%	59.4%	52.6%	46.0%
婴幼儿护理用品	47.2%	54.2%	-6.9%	48.2%	53.2%	-5.1%	40.2%	54.9%	54.2%	45.6%	59.0%	55.5%	53.2%	46.0%
销售费用率	33.6%	33.2%	0.4%	31.0%	33.8%	-2.9%	32.4%	31.9%	33.2%	34.9%	29.8%	32.4%	33.8%	36.6%
管理费用率	3.7%	3.9%	-0.2%	3.5%	3.9%	-0.4%	3.7%	3.5%	3.9%	3.7%	3.3%	3.8%	3.9%	3.9%
<b>息税前利润率</b>	<b>23.1%</b>	<b>23.8%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>26.2%</b>	<b>25.3%</b>	<b>1.0%</b>	<b>31.8%</b>	<b>29.8%</b>	<b>23.8%</b>	<b>25.8%</b>	<b>32.5%</b>	<b>22.0%</b>	<b>25.3%</b>	<b>19.4%</b>
<b>税前利润率</b>	<b>23.6%</b>	<b>25.5%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>26.9%</b>	<b>26.7%</b>	<b>0.2%</b>	<b>32.6%</b>	<b>31.1%</b>	<b>25.5%</b>	<b>27.4%</b>	<b>33.6%</b>	<b>24.0%</b>	<b>26.7%</b>	<b>19.8%</b>
有效税率	27.9%	29.4%	-1.5%	27.8%	21.7%	6.1%	26.1%	29.3%	29.4%	26.5%	30.8%	39.8%	21.7%	27.9%
<b>净利润率</b>	<b>17.1%</b>	<b>18.0%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>19.5%</b>	<b>20.9%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>24.1%</b>	<b>22.0%</b>	<b>18.0%</b>	<b>20.1%</b>	<b>23.2%</b>	<b>14.4%</b>	<b>20.9%</b>	<b>14.3%</b>

资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 自 2013 年中以来积极应对市场挑战

中国消费者对高价婴儿配方奶粉的“非理性”追捧（认为高价等于优质）以及婴儿配方奶粉厂商利用消费者心理以及凭借对渠道的控制持续提价的情况在政府2013年7月进行价格干预后开始扭转，从而给整个行业带来巨大的价格下降压力，尤其是合生元开展大量业务的高端市场。

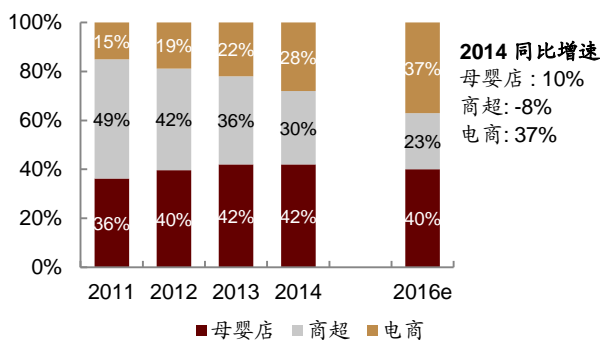


同时，中国电子商务的繁荣使消费者能够买到性价比更高的产品，而2013年8月恒天然污染乳粉乌龙事件影响了一些大品牌（例如多美滋）的地位。这打破了中国婴儿配方奶粉市场的竞争格局。此外，在经济“新常态”中，市场还经历了总消费量增速的自然下滑。因此，我们认为未来大部分公司都将面临巨大挑战，包括合生元：

- ▶ 销售价格短期面临下行压力，尤其对于高端品牌，包括合生元；
- ▶ 新进入者（主要通过线上渠道）加剧竞争，恒天然事件给一些公司带来清理库存的压力，从而侵蚀利润率。
- ▶ 渠道迅速向电商转移，尤其是现代交易。

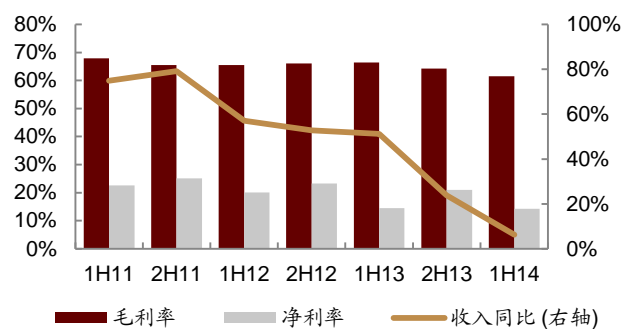
面对市场环境的不利改变和内部重组，合生元的财务表现不可避免地受到负面影响-从2013年下半年起销售增速放缓，利润率压缩。

图表 28：婴儿配方奶粉市场销售结构（按渠道）



资料来源：AC 尼尔森、中金公司研究部

图表 29：合生元从 2013 年下半年起开始放缓



资料来源：公司数据、中金公司研究部

但我们看到公司基本面自 2014 年下半年起有企稳迹象，主要由于在优秀管理团队的领导下公司及时进行战略调整：

- ▶ 推出了较低端的第二品牌“素加”-进口装于 2013 年 9 月推出，国产装于 2014 年 11 月底推出（零售价：200~250 元/900 克），以应对销售价格压力，该业务占比从 45% 提高到 85%。2014 年公司成功抵消“合生元”品牌销售放缓的影响并保持了在婴儿配方奶粉市场的总份额。同时，公司还降低了某些产品的出厂价。
- ▶ 独立业务单元销售“合生元”、“素加”和“葆艾”，以推动低利润率品牌的销售和保证总销量（虽然一些一次性重组费用大部分发生在 2014 年上半年）。
- ▶ 持续扩大婴儿用品店网络-尤其在低线城市（这些城市基于婴儿用品店的零售增速仍是双位数），从而缓冲电子商务的影响，特别是高线城市，并发起 O2O 业务，利用“妈妈 100”平台受益于移动端消费并改善服务。
- ▶ 2014 年 8 月开始 B2C 业务，通过高端护理系列而受益于电子商务的繁荣。根据 AC 尼尔森的数据，2014 年下半年合生元在 B2C 婴儿配方奶粉市场的份额提升至 1%（之前是 0.2%）。





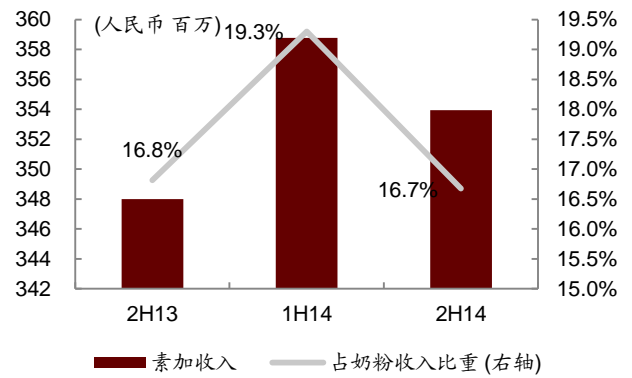
图表 30：“合生元”/“素加”零售价

	价格区间 (人民币/900克)
合生元呵护	115~238
合生元金装	248~290
合生元超级金装	358~366
合生元超级呵护	456~460
素加	248~368



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 31：“素加”销售收入和占婴儿配方奶粉的比例



资料来源：公司数据、中金公司研究部



## 中国婴儿配方奶粉市场：逐渐回到健康有序的格局

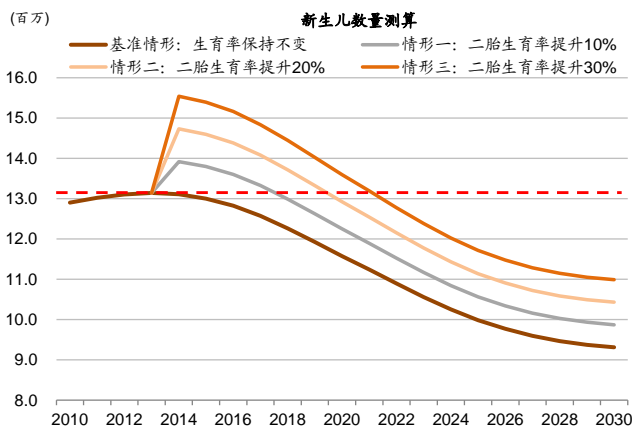
自2013年中以来，经历了一年多的动荡，我们认为中国婴儿配方奶粉市场逐渐回到健康有序的格局(虽然竞争仍然激烈)，这有助于合生元的复苏。我们用以下事实来具体说明。

### 婴儿配方奶粉行业增速保持健康：2014~2017年销售复合增速8%

**事实 1：**我们认为2014~2017年行业消费量增速可保持在5%或以上，而“新常态”增速将显著低于2003~2013年复合增速18% (根据欧睿)，主要由于：

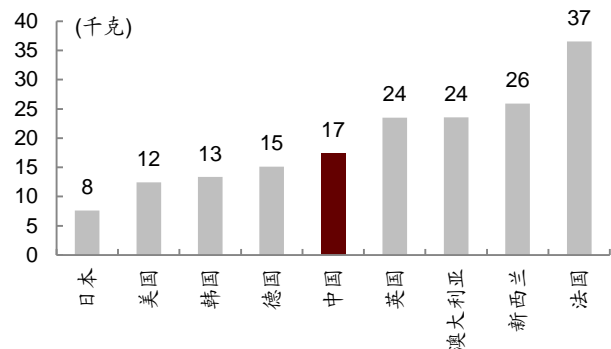
- ▶ 中国独生子女政策放松而带来新生儿数量增加。根据中金策略组的预期，中国生育高峰将再延续5~6年至2020年，新增婴儿数量将超过1000万，即每年150万(假设政策放松后出生率提高20%)，见图表32。
- ▶ 人均消费量随着城镇化进程而进一步改善，目前仍低于发达国家。
- ▶ 领先公司未来仍有充分空间进行整合(中国市场目前的集中度仍然较低)。

图表 32：政策带来的婴儿潮



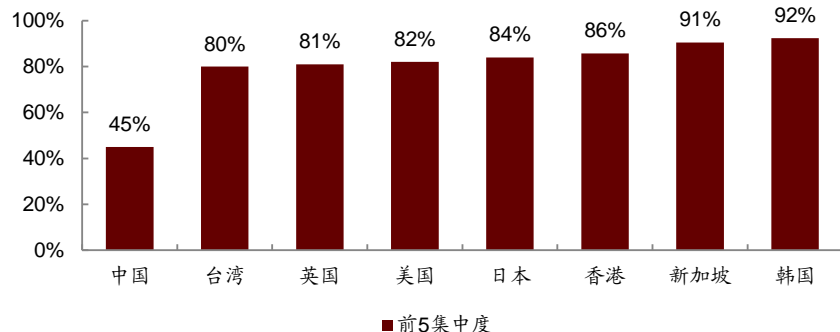
资料来源：万得，中金公司研究部

图表 33：中国婴儿配方奶粉人均消费量仍然较低 (2014)



资料来源：欧睿，中金公司研究部

图表 34：中国婴儿配方奶粉市场集中度仍然较低



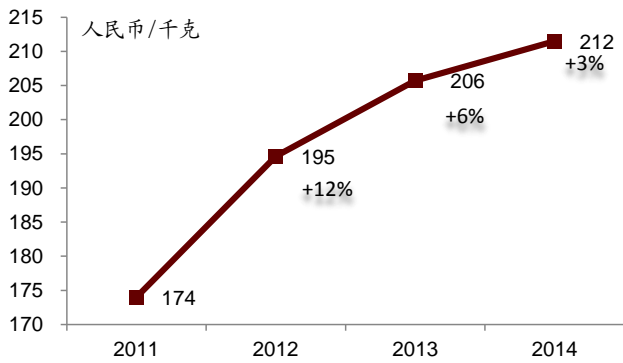
资料来源：欧睿，中金公司研究部

**事实 2：**零售均价恢复向上趋势，2014~2017年预计每年提高3%，主要受2014年以来产品组合升级的驱动。之前为应对政府2013年中打击高价奶粉的行动，整个行业降低售价。AC尼尔森的数据显示，2014年行业销售均价仍提高3% (销售均价从2014年上半年开始复苏)，婴儿配方奶粉市场走出“混乱期”，虽然竞争仍然激烈。



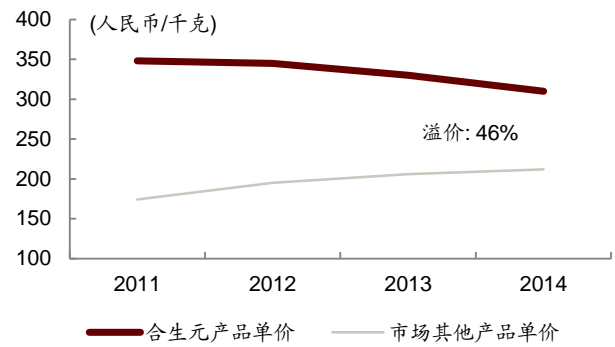
虽然 2015 年合生元销售均价可能仍面临压力（产品组合向“素加”转移），但我们预计其销售均价从 2016 年起逐渐企稳，并且零售价格溢价保守预测下降至 46%（2011 年是 100%）。我们认为合生元品牌影响力值得这一溢价，这对我们的假设形成支持，即从 2016 年起“合生元”品牌销售将企稳并逐渐进行向上期，2014 年下半年的显著反弹反映了这点。

图表 35：婴儿配方奶粉零售均价恢复上行期



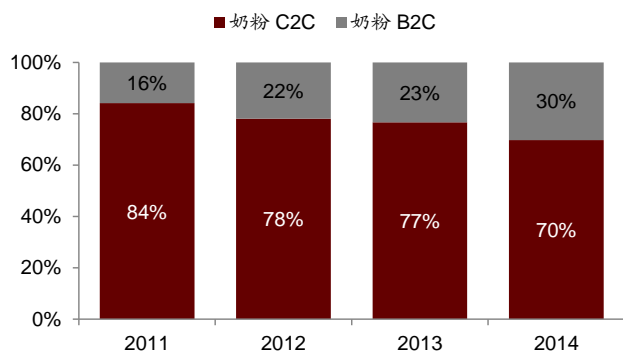
资料来源：AC 尼尔森、中金公司研究部

图表 36：合生元零售均价接近市场



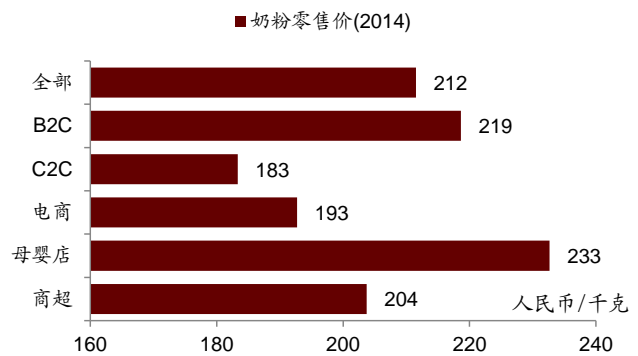
资料来源：AC 尼尔森、公司数据、中金公司研究部

图表 37：电子商务渠道销售结构



资料来源：AC 尼尔森、中金公司研究部

图表 38：所有渠道零售均价对比

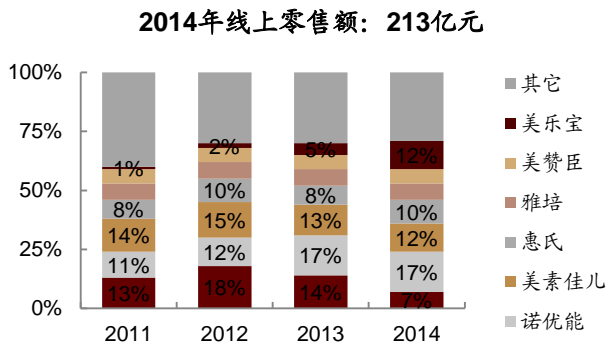


资料来源：AC 尼尔森、中金公司研究部



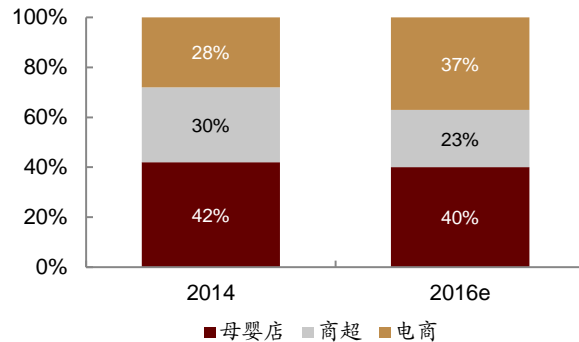
**事实 3：中国 44% 的线上销售不需要纳税，潜在监管规定有望缩小一些品牌的定价优势。**目前对 C2C 渠道的大部分销售缺乏监管，这一渠道是所有渠道中销售均价最低的，可能充斥假冒商品。电商渠道领先品牌，例如诺优能、美乐宝、美素佳儿和可瑞康可能也享受税务优惠。政策方面，中国政府不久有望出台新规定（税务、质量检查等），以监督这一灰色地带。根据我们的预测，如果政府征收关税（10%）、增值税（17%）和法人所得税（25%），这些品牌可能在很大程度上失去成本/定价优势，从而缓解高端品牌的价格压力。此外，由于国家监管规定可能趋严，B2C 渠道有望保持强劲增长势头并取代 C2C 渠道。

图表 39：中国电商渠道市场份额



资料来源：AC 尼尔森、中金公司研究部

图表 40：电商渠道在婴儿配方奶粉市场不断获得市场份额



资料来源：AC 尼尔森、中金公司研究部

### 2014~2016 年婴儿用品店仍是最大渠道

**事实 4：随着电子商务的繁荣，婴儿配方奶粉市场重心正迅速向线上 B2C 渠道转移。**根据 AC 尼尔森的调查，2014 年婴儿配方奶粉线上 B2C 渠道仅占 8.4% 的市场份额（销售额），销售收入增长 77%，预计 2016 年电商市场份额（按销售额）从 2014 年的 28% 提高到 37%。我们预计 2014~2016 年市场总销售复合增速为 8%，电商销售复合增速将为 24%。如果我们进一步假设婴儿配方奶粉 B2C 占电商渠道销售的比重每年扩大 10 个百分点，其销售复合增速可达 60%。

**事实 5：AC 尼尔森预计 2014~2016 年婴儿用品店渠道仍为最大渠道，其销售份额从 2014 年的 42% 小幅下滑 2 个百分点至 2016 年的 40%。**我们假设市场销售复合增长 8%，婴儿用品店渠道销售复合增速将为 5%。从结构上看，根据我们的渠道调查，低线城市通过婴儿用品店的销售仍保持双位数增长，而高线城市销售增速则面临压力。我们认为，基于合生元创新的 O2O 电商业务模式，数据提供商的预测或低估婴儿用品店的增长（但未来电商和线下婴儿用品店之间的界限可能会变得模糊）。



## 主业复苏提供安全边际，O2O 电商平台打开想象

### 合生元主业有望从 2015 年起复苏

合生元盈利下滑主要由于市场波动和内部重组。随着 2014 年上半年市场逐步回到健康增长模式以及公司完成四个业务单元的拆分（由更专业的销售团队分别负责“合生元”、“素加”、“葆艾”、“早教”），公司基本面在 2014 年下半年恢复。

此外，合生元本年迄今的表现延续了良好势头，我们认为主业将复苏：

- ▶ **多平台增长战略（B2C、C2C、O2O 以及线下婴儿用品店）以及新产品（国内“素加”和“葆艾”）推出将推动收入增长。**公司将加快在低线城市（婴儿用品店渠道零售额仍保持双位数增长）的婴儿用品店渠道扩张，并依靠护理系列加强 B2C 渠道（不损害定价机制），以抵消因电商影响（事实 5）而导致的高线城市婴儿用品店同店增速的下降。由于该渠道增速仍然很快（2014 年销售额增长 77%）以及竞争相对较小（事实 1、3、4），我们认为合生元进行线上发展为时还不算太晚。我们认为线下婴儿用品店和线上 B2C 之间的“渠道互斥”可以被妥善管理，因为各自客户的地理区域交叉有限。产品方面，公司将通过渠道进一步渗透和更多促销来稳定“合生元”的销售（2014 年下半年“合生元”销售恢复是一个积极信号）。
- ▶ **欧元大幅贬值为利润率提供缓冲，产品组合重心下移对毛利率的影响将在 2015 年后减小。**根据我们的预测（在盈利预测部分），产品组合的变化对毛利率的敏感性不高（“素加”在婴儿配方奶粉中销售占比每提高 1 个百分点，婴儿配方奶粉业务毛利率将下降 0.1 个百分点）。2013 年下半年和 2014 年上半年合生元毛利率显著压缩，主要由于销售均价直接/间接降价（应对价格压力），我们认为边际影响将降低（零售均价进入上升期，合生元目前溢价显著缩小，见“事实 2”）。从 2016 年起，“素加”在婴儿配方奶粉中销售占比增加速度将放缓，从而对毛利率的影响减小，尤其是考虑到“素加”产能利用率的爬坡。成本方面，公司存货天数较长（5~6 个月），成本方面的影响将从 2015 年下半年变得明显，并延续到 2016 年。

### “妈妈 100” O2O 电商平台具有巨大潜力

合生元“妈妈 100” O2O 电商业务在 2015 年初正式启动，在独立实体和团队下运营。潜在战略投资者的引入（2015 年下半年 B 轮融资）和员工激励机制正在讨论中（2015 年上半年 A 轮融资）。其设想的生态系统（合生元在其中作为“中介”）代表以下三方的共同利益：

- ▶ 线下婴儿用品店或其它零售商：收入/流量/增速/成本。
- ▶ 第三方婴儿用品品牌：市场进入/渠道管理/客户覆盖。
- ▶ 客户：服务/产品。

利用现有的强大平台“妈妈 100”（目前有超过 200 万活跃会员；截至 2014 年底，在 24615 家 VIP 婴儿用品店中，有 4000 家 O2O 婴儿用品旗舰店），我们认为合生元将更容易实现“妈妈 100” O2O 电商平台的爬坡。公司计划在 2015 年底把 VIP 婴儿用品店数量增加到 3 万，旗舰店数量增加到 1.4 万，同时采用 CRM 系统，以有效监督渠道和提供服务。我们认为竞争对手难以复制该平台。

这一平台如何变现？合生元将收取以下费用：

- ▶ 按总商品价值的一定比例收取交易费；
- ▶ 按品牌向线下零售商销售价值的一定比例收取中介费。

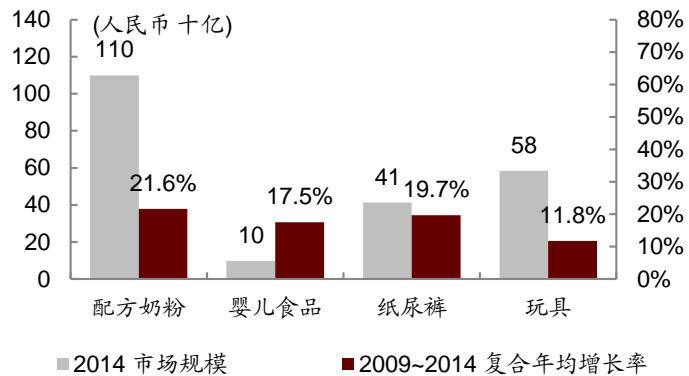


品牌商要支付上述两种费用。因此，这一模式下的“商品成本”是与吸引流量相关的费用。第一个达成伙伴关系的第三方品牌预计将在2015年上半年签署合同。

**平台是否需要初始投资？**不需要太多资本支出，因为这一模式充分利用线下零售商，不投资于物流。

**“妈妈100”O2O电商平台的前景怎样？**我们认为其上升空间很大。正如前文所述，比起主流第三方品牌，这一模式向顾客、线下零售商和品牌商提供更好的服务，并且不可复制（已建立准入壁垒）。这一模式有可能从线上B2C平台吸引更多流量。考虑到中国婴儿用品行业的巨大市场规模（婴儿配方奶粉、婴儿食品、纸尿裤以及玩具的总市场份额在2014年达到2200亿元）以及超过8万家婴儿用品店，我们认为这一独特模式具有无限潜力。

图表 41：中国婴儿护理市场子行业



资料来源：欧睿，中金公司研究部

**潜在股权融资募集资金如何使用？**我们认为将主要用于吸引新品牌，向线下零售商提供激励，并增加对顾客的促销。但其估值仍在讨论中。

**该平台的潜在估值怎样？**我们认为与品牌商或制造商相比，平台运营商值得更高的估值，因为其具有广阔的增长预期。中国B2C公司平均P/E为63倍。因此，如果合生元成功扩大其“妈妈100”O2O电商平台，其估值将有进一步向上重估空间。

图表 42：中国电商公司估值

公司	股票代码	股票币种	股价 (2015-04-20)	市值 (百万美元)	评级	非通用会计准则 P/E				通用会计准则 P/E				P/S			
						CY13A	CY14A/E	CY15E	CY16E	CY13A	CY14A/E	CY15E	CY16E	CY13A	CY14A/E	CY15E	CY16E
电子商务																	
携程网	CTRP US	USD	63.2	8,552	推荐	40.6	74.3	90.0	28.9	221.2	N.A.	59.5	33.0	9.6	7.2	4.9	3.6
当当网	DANG US	USD	9.0	728	中性	N.A.	47.2	25.0	13.9	N.A.	52.8	27.0	14.6	0.7	0.6	0.5	0.4
阿里巴巴	BABA US	USD	81.9	201,884	推荐	50.5	38.9	30.4	20.5	58.4	48.5	44.9	27.4	24.9	17.7	13.5	9.9
京东	JD US	USD	33.2	45,865	推荐	1223.8	775.7	198.5	50.1	N.A.	N.A.	N.A.	87.8	4.0	2.5	1.6	1.1
唯品会	VIPS US	USD	28.9	18,521	推荐	267.3	86.4	49.2	30.3	330.9	126.1	62.8	35.7	10.9	4.9	2.9	2.0
去哪儿	QUNR US	USD	46.0	5,502	中性	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	39.2	19.4	11.6	7.8
途牛	TOUR US	USD	14.9	798	推荐	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2.9	1.6	0.8	0.4
Priceline	PCLN US	USD	1187.5	61,679		28.9	22.6	20.8	17.5	33.1	26.1	24.5	20.4	9.1	7.3	6.6	5.7
Expedia	EXPE US	USD	96.1	12,177		30.4	23.3	24.6	20.4	57.8	29.0	31.3	25.3	2.6	2.1	1.9	1.6

资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部



## 风险

### 竞争仍然严峻，战略执行不易

在“新常态”增速和渠道结构迅速变化的情况下，中国婴儿配方奶粉市场竞争仍然很激烈。虽然政府想要整合该行业，但事实上更多品牌进入了市场并带来波动。婴儿配方奶粉行业电子商务的快速扩展让市场竞争格局在短期内更具不确定性。合生元在转型过程中需认真考虑线下渠道、第三方 B2C 平台以及“妈妈 100” O2O 电商平台之间的增长平衡。

### 汇率和乳粉价格波动给毛利率带来不确定性

合生元 80~90% 的主营业务成本以欧元结算，10% 是乳粉成本。欧洲央行量化宽松或使欧元对人民币贬值，而全球乳粉价格仍在历史低端附近，有望抵消 2015 年毛利率的收缩（因产品结构重心下移）。但在 2015 年以后对毛利率影响的确定性目前来看较低，因为欧元区经济前景不明，以及全球乳品价格有望反弹，而公司产品组合可能仍面临压力。

### 与“妈妈 100” O2O 电商平台有关的管理问题和融资风险

该平台在引入战略投资者方面仍不确定，可能稀释归属股东盈利。此外，“妈妈 100” 电商平台的潜在剥离或导致合生元现有股东的利益冲突。

### 主要管理层减持

公司主要管理团队持有 75% 的股权，因此给未来造成潜在风险。但少量减持或有利于公司的流动性。

### 食品安全问题是所有竞争对手的永恒课题

食品安全问题对品牌形象和销售业绩的损害是灾难性的。在恒天然事件中，多美滋的例子就是教训（虽然后来被证明是乌龙事件），说明在食品安全事件中，品牌形象和市场份额很难保持。



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323

翻译：王耘

编辑：张莹





## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road,  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



CICC  
中金公司

