



**持有**

**2%↑**

目标价格: 港币 30.40

原目标价格: 港币 21.20

1112.HK

价格: 港币 29.85

目标价格基础: 16倍 15年市盈率

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	87.3	22.1	93.8	(47.0)
相对恒生指数	83.4	23.1	88.8	(59.9)

发行股数(百万)	604
流通股(%)	25
流通股市值(港币百万)	18,042
3个月日均交易额(港币百万)	51
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
法国合生元制药有限公司	75

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2015年3月25日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品饮料

刘志成, CFA\*

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

\*冯丹丹为本报告重要贡献者

# 合生元

## 强劲的业绩背后缺少可持续增长动力

由于销售、管理一般性费用控制, 合生元 2014 年业绩大幅超预期, 但我们认为这样的成本削减只是一次性的。尽管同店销售下滑, 但联网门店扩张再次加快。14 年 4 季度活跃用户数量下滑速度快于 3 季度, 我们认为这是 3 年的消费周期过后销售持续增长的一个负面信号。由于欧元贬值使得采购成本下降, 我们预测 2015 年盈利反弹 14%, 但由于营收增长较慢, 此后盈利增长平平。维持持有评级。

### 支撑评级的主要因素

- 由于销售、管理及一般性费用控制, 2014 年业绩超预期。由于联网门店扩张加快, 营业收入(增长 4%)比我们的预测高出 3%, 联网门店同店销售增长为-7%。毛利率(下降 3.4 个百分点至 61.9%)比我们的预测高出 0.7 个百分点, 我们认为主要原因是欧元贬值 10%使得采购成本下降; 管理层表示欧元每贬值 3%将推动毛利率上升 1 个百分点。剔除发改委的罚款, 净利润从 2013 年的核心水平上下降 18%, 但比我们的预测和和市场预期高出 20%以上。主要原因在于销售、管理及一般性费用低于预期。管理层解释说薪酬成本主要与营收挂钩, 在销售疲软的背景下这有利于成本的控制。我们还从渠道调研中获知, 公司撤销了零售网点的促销员和广告, 这有助于削减成本。
- 活跃用户数下滑加快。活跃用户数量于 14 年 3 季度开始下滑(环比下降 0.5%), 下滑趋势于 14 年 4 季度加快(下滑 1.4%)。2014 年来自活跃用户的营收贡献也由 2013 年的 89%下降至 77%。我们认为这与撤销零售网点的促销员有关。鉴于婴儿用品顾客一般为 3 年的购买周期, 在缺少新客户的情况下我们对公司销售的可持续性感到担忧, 并认为公司需要实行更多的价格促销来拉动销售。假如销售推动力由用户忠诚度变为偶尔的价格促销, 那么就无法与同业形成区分, 我们也就看不到公司明确的竞争优势。近期而言, 我们预测同店销售增长将继续下滑, 销售增长将受到网点进一步扩张的推动, 因为管理层提到公司渗透率为 64%, 而同业在 80%以上。
- 由于欧元贬值, 盈利有所提升, 但不具备可持续性。我们对 2015-16 年营收预测进行了微调, 但将毛利率预测提高 3.3 个百分点至 64.2%和 63.9%, 以反映欧元贬值的利好。由于 2014 年基数较低, 我们也将销售、管理及一般性费用预测下调, 并因此将净利率预测分别提高 5.5 个百分点和 5.8 个百分点至 18.6%和 18.1%。因此, 我们将净利润预测分别上调 45%和 47%。我们目前预测 2015 年受欧元贬值的推动利润率有所提升, 净利润增长 14%, 但之后将维持平稳。

### 评级面临的主要风险

- 兑汇; O2O 业务发展快于预期; 潜在并购。

### 估值

- 由于盈利预测上调, 我们将目标价由 21.20 港币上调为 30.40 港币, 仍对应 16 倍 2015 年预期市盈率。

### 投资摘要

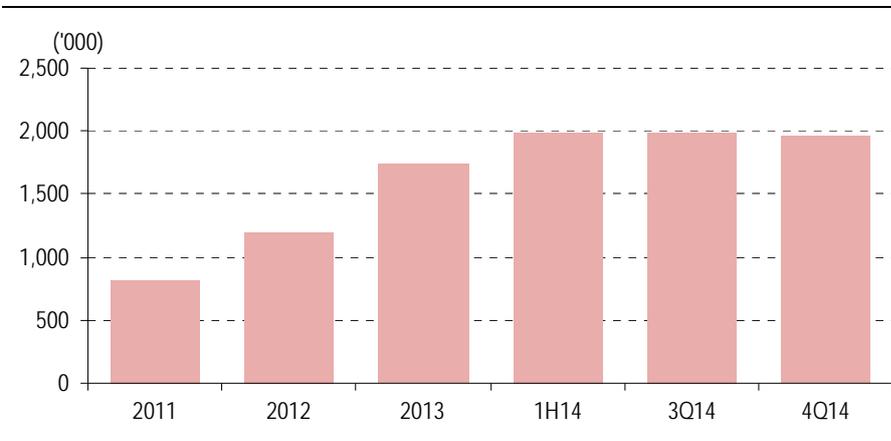
年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	4,561	4,732	4,919	5,108	5,292
变动(%)	35	4	4	4	4
净利润(人民币百万)	821	806	917	925	939
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.149	1.267	
核心每股收益(人民币)	1.633	1.335	1.518	1.532	1.555
变动(%)	32.4	(18.3)	13.7	0.9	1.5
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.048	1.044	
调整幅度(%)	-	-	44.8	46.7	N/A
核心市盈率(倍)	14.6	17.9	15.7	15.6	15.4
每股股息(人民币)	0.963	0.533	0.604	0.610	0.619
股息率(%)	4.0	2.2	2.5	2.6	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 业绩要点**

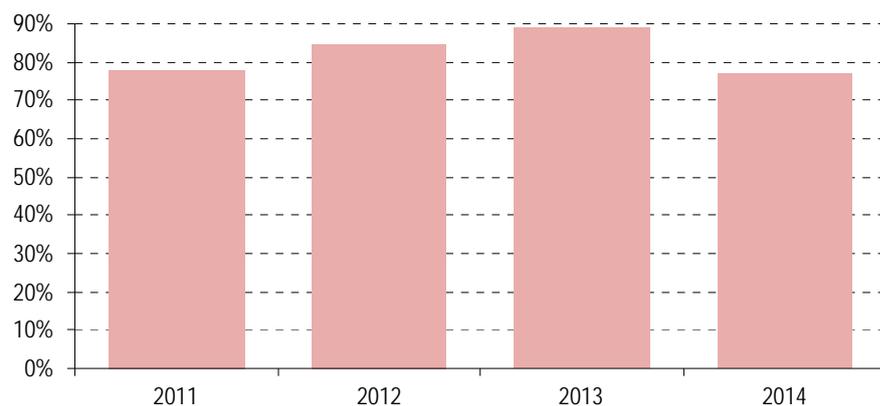
(人民币, 百万)	2014	2013	同比(% 百分点)	我们的 预测	差异(% 百分点)
营业收入	4,732	4,561	4	4,575	3
毛利润	2,927	2,975	(2)	2,800	5
息税前利润	1,205	1,336	(10)	948	27
净利润	807	821	(2)	644	25
经常性净利润	807	984	(18)	644	25
<b>(%)</b>					
毛利率	61.9	65.2	(3.4)	61.2	0.7
息税前利润率	25.5	29.3	(3.8)	20.7	4.7
核心净利率	17.1	21.6	(4.5)	14.1	3.0
<b>分部营收(人民币, 百万)</b>					
益生菌	425	458	(7)	412	3
婴儿配方奶	3,982	3,752	6	3,834	4
干燥婴儿食品及营养补充剂	151	199	(24)	169	(10)
婴儿护理产品	173	152	14	160	9
<b>分部毛利率(%)</b>					
益生菌	71.4	78.6	(7.2)	72.6	(1.2)
婴儿配方奶	62.0	64.5	(2.5)	61.1	0.9
干燥婴儿食品及营养补充剂	49.1	55.6	(6.5)	55.6	(6.5)
婴儿护理产品	47.2	54.2	(7.0)	45.0	2.2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**图表 2. 活跃用户下滑数量**


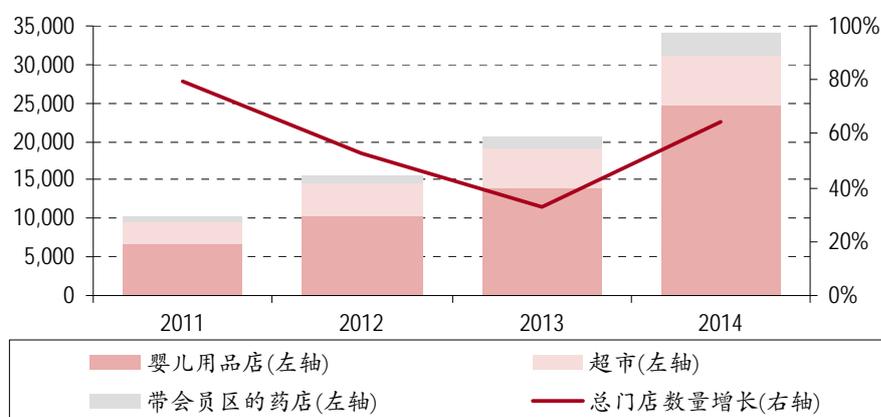
资料来源: 公司数据

图表 3. 活跃用户销售下滑率



资料来源: 公司数据

图表 4. 网点扩张加快



资料来源: 公司数据

图表 5. 盈利调整

(人民币, 百万)	原预测		新预测		调整幅度(% , 百分点)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
营业收入	4,812	5,084	4,919	5,108	2	0
毛利润	2,930	3,083	3,158	3,264	8	6
息税前利润	943	941	1,345	1,357	43	44
净利润	631	629	917	926	45	47
毛利率(%)	60.9	60.6	64.2	63.9	3.3	3.3
息税前利润率(%)	19.6	18.5	27.4	26.6	7.7	8.1
净利率(%)	13.1	12.4	18.6	18.1	5.5	5.8

资料来源: 中银国际研究预测

图表 6. 预期市盈率曲线



**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	4,561	4,732	4,919	5,108	5,292
销售成本	(1,586)	(1,805)	(1,760)	(1,844)	(1,926)
经营费用	(1,613)	(1,699)	(1,782)	(1,867)	(1,944)
息税折旧前利润	1,362	1,228	1,377	1,397	1,422
折旧及摊销	(27)	(24)	(31)	(39)	(48)
经营利润(息税前利润)	1,336	1,204	1,345	1,357	1,375
净利息收入/(费用)	(11)	(87)	(74)	(74)	(72)
其他收益/(损失)	(163)	0	0	0	0
税前利润	1,162	1,118	1,271	1,283	1,302
所得税	(341)	(312)	(354)	(358)	(363)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	821	806	917	925	939
核心净利润	984	807	917	926	940
每股收益(人民币)	1.362	1.334	1.517	1.531	1.554
核心每股收益(人民币)	1.633	1.335	1.518	1.532	1.555
每股股息(人民币)	0.963	0.533	0.604	0.610	0.619
收入增长(%)	35	4	4	4	4
息税前利润增长(%)	27	(10)	12	1	1
息税折旧前利润增长(%)	27	(10)	12	1	2
每股收益增长(%)	10	(2)	14	1	2
核心每股收益增长(%)	32	(18)	14	1	2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	1,162	1,118	1,271	1,283	1,302
折旧与摊销	27	24	31	39	48
净利息费用	(77)	(18)	(60)	(77)	(93)
运营资本变动	(167)	187	36	0	17
税金	(347)	(338)	(322)	(355)	(359)
其他经营现金流	63	0	0	0	0
经营活动产生的现金流	660	972	956	891	916
购买固定资产净值	(136)	(148)	(156)	(164)	(167)
投资减少/增加	(369)	(59)	26	26	2
其他投资现金流	424	(253)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(81)	(460)	(130)	(138)	(165)
净增权益	(64)	0	0	0	0
净增债务	480	1,660	0	0	0
支付股息	(622)	(506)	(365)	(369)	(374)
其他融资现金流	(9)	18	60	77	93
融资活动产生的现金流	(215)	1,172	(305)	(292)	(282)
现金变动	365	1,684	521	461	469
期初现金	401	765	3,347	3,900	4,360
公司自由现金流	580	617	960	904	915
权益自由现金流	1,051	2,190	886	830	843

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1,733	3,347	3,900	4,360	4,830
应收帐款	15	12	13	13	13
库存	972	797	777	815	834
其他流动资产	146	179	185	190	196
流动资产总计	2,866	4,336	4,875	5,378	5,872
固定资产	391	541	635	759	879
无形资产	186	180	180	180	180
其他长期资产	1,198	1,574	1,548	1,522	1,521
长期资产总计	1,775	2,295	2,363	2,461	2,579
总资产	4,641	6,631	7,238	7,840	8,452
应付帐款	362	295	287	301	314
短期债务	751	0	0	0	0
其他流动负债	933	973	1,035	1,067	1,099
流动负债总计	2,045	1,268	1,322	1,368	1,414
长期借款	0	2,411	2,411	2,411	2,411
其他长期负债	81	36	36	36	36
股本	5	5	5	5	5
储备	2,510	2,912	3,464	4,021	4,587
股东权益	2,516	2,917	3,469	4,026	4,592
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,641	6,631	7,237	7,840	8,452
每股帐面价值(人民币)	4.20	4.84	5.74	6.66	7.60
每股有形资产(人民币)	3.89	4.54	5.44	6.36	7.30
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.64)	(1.56)	(2.46)	(3.23)	(4.00)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	29.9	26.0	28.0	27.3	26.9
息税前利润率(%)	29.3	25.5	27.4	26.6	26.0
税前利润率(%)	25.5	23.6	25.8	25.1	24.6
净利率(%)	18.0	17.0	18.6	18.1	17.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	3.4	3.7	3.9	4.2
利息覆盖率(倍)	126.1	13.9	18.1	18.2	19.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	2.8	3.1	3.3	3.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	17.5	17.9	15.7	15.6	15.4
核心业务市盈率(倍)	14.6	17.9	15.7	15.6	15.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.9	18.2	16.0	15.9	15.6
市净率(倍)	5.7	4.9	4.2	3.6	3.1
价格/现金流(倍)	21.7	14.8	15.1	16.2	15.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.8	10.9	9.3	8.9	8.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	172.0	178.9	163.2	157.5	156.2
应收帐款周转天数	0.6	1.1	0.9	0.9	0.9
应付帐款周转天数	71.9	66.4	60.3	58.2	58.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	70.4	39.8	39.8	39.8	39.8
净资产收益率(%)	33.9	29.7	28.7	24.7	21.8
资产收益率(%)	23.1	15.4	14.0	13.0	12.2
已运用资本收益率(%)	45.6	28.0	24.0	22.0	20.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371