

01112.HK 合生元

买入 (维持)

## 基本面确认反转，电商价值待发掘

2015年03月28日

### 相关报告

《连续事件刺激，股价或将迅速启动》2015-03-11

《“触电”、引战投，重回行业弄潮儿行列》2015-03-05

《内外调整带来“珍珠白菜价”》2015-01-30

分析师：

刘淑生

liushusheng@xyzq.com.cn

郑泽滨

zhengzb@xyzq.com.cn

(SFC: BEN914)

### 投资要点

#### 事件：

合生元14年实现收入47.3亿，增3.7%，净利8.07亿元，降1.7%，大超市场的一致预期（6.5亿）20%以上。其中下半年收入25.4亿，增2.8%，净利4.95亿，降5.5%。EPS1.34元，同时末期派息每股0.41港元（全年股息0.67港币，派息率40%）。我们将公司目标价大幅由港币32提升至50，维持“买入”。

#### 点评：

- **收入稳增长、费用控制带来利润超预期。** 在新品素加的强劲增长驱动下，公司婴幼儿奶粉销量增长显著领先行业，销量的强劲表现确保了公司在结构下移的同时仍在艰难的2H14实现了奶粉2.5%的收入增长。而费用率方面的控制程度大幅好于市场预期，使得净利仅小幅下滑。
- **基本面确认反转，2015增长动能十足。** 2014公司的数据全面（包括收入，利润，现金流，公司及经销商库存）稳健超预期，尤其是考虑到2H14为行业叠加公司调整的最艰难时期。而2015老品牌恢复增长，“新”素加入，并购添外援，再配合线下、线上渠道全面发力，而行业在二胎效应带动下销量增速加快，公司收入增长将动能十足。
- **母婴电商平台价值待发掘。** 合生元的行业经验及独特经营模式，加上互联网基因决定公司是国内最有可能成为未来母婴电商龙头的企业。结合其他母婴电商同行在一级市场的估值，我们认为公司这块估值高达数亿美金。
- **目标价由（港币）32元大幅提升至50元，对应25×2015 EPS。** 正如我们2月1号深度报告所言，2014年多重因素叠加带来公司低谷；而我们预计2015年公司增长动能十足，辅以欧元和奶价大跌显著提升毛利率，二胎效应释放提振行业销量，**基本面确认反转**。且2015公司发力母婴电商，我们认为公司最有成为母婴电商龙头潜质，**电商估值待发掘**。且目前“南水北调”工程加速进行，优质“港股通”标的将迎来一轮“估值修复”。我们标价由（港币）32元大幅提升至50元，对应25×2015 EPS（估值倍数与国际同行相当，但仍大幅低于A股同行）。
- **风险提示：** 食品安全风险，超高端市场竞争激烈程度超预期。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

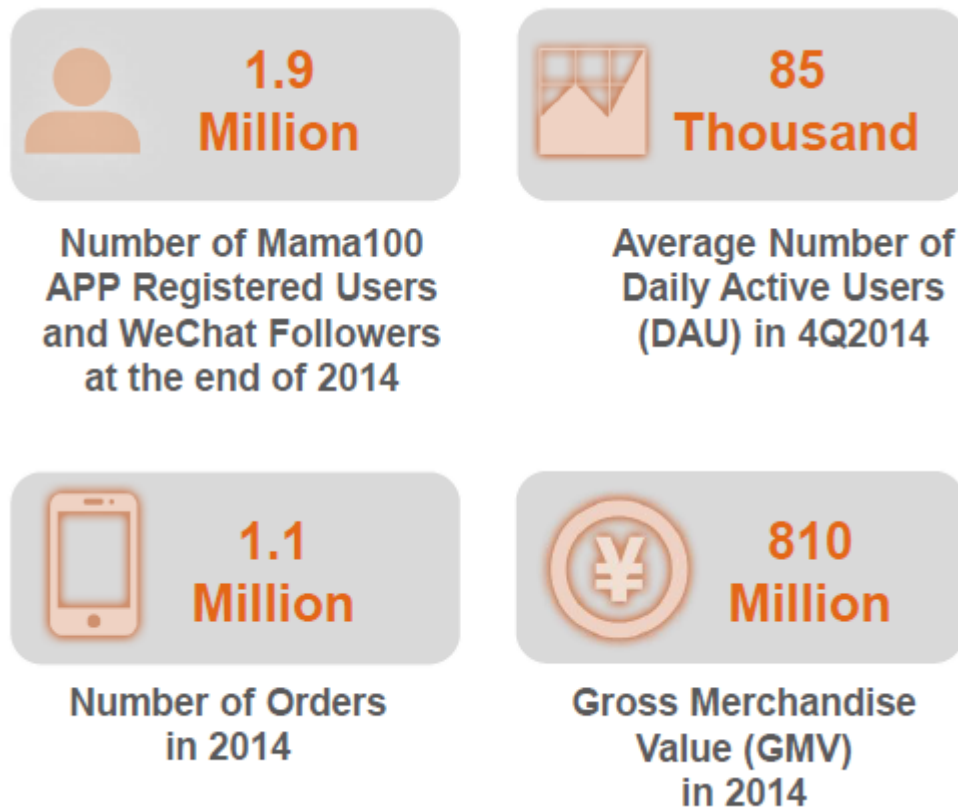
## 基本面确认反转

- **素加驱动下，婴幼儿奶粉销量增长显著领先行业。**婴幼儿奶粉全年收入增长 6% 至 39.8 亿（占公司总收入比重提升 1.8pct 至 84.1%），其中 2H14 仍维持了 2.5% 增长。从销量看全年增 11%，显著优于行业 1% 左右的增长，正如我们 2 月 1 日深度报告所言，公司准确把握行业走势，提前做出战略部署，结构下移驱动增长。从结构来看，高端奶粉占比同比提升 2.5pct 至 63%（超高端占比下滑）；2013 年 9 月新推出的素加奶粉收入占比达 17.9%，对增长至关重要。目前从市占率看，公司在国内婴幼儿奶粉排第三（据 AC 尼尔森，市场份额由 5.8% 增至 6%），2015 有望超越至第二。另外，益生菌业务在 2H14 明显好转，由于业务单元重组完成，收入由 1H14 的下滑 18% 到 2H14 的增长 4%。
- **渠道快速拓展，妈妈 100 会员数持续增加，线上线下齐飞。**终端会员零售店大增 65% 至 34000 家，加权平均铺货率为 60%，与竞争对手 80%-90% 相比还有增长空间。妈妈 100 活跃会员平均数增 12% 至 196 万，会员消费占公司零售额的 77%。作为一家拥有互联网基因的公司，合生元正积极布局 O2O 业务，将优质的线下物流资源与线上订购平台结合，目前 O2O 业务贡献了超过 10% 的会员积分，已有 20000 家会员店加入 O2O 平台。得益于密集的网点布局，14 年有 85% 的 O2O 订单实现半小时配送。同时，公司去年 8 月份上线的 B2C 业务正在爆款产品的推动下获得极大的增长，今年公司将继续在天猫、京东等平台上发力。
- **现金流，库存周转良好。**经营现金流同比大幅增长 47% 至 9.7 亿，借助即时分销管理系统，库存保持良好周转，公司及经销商库存周期为 176 及 31 天（公司存货大部分为原材料，制成品库存同比由 1.5 亿减少到 1 亿）。

## 母婴电商平台价值达数亿美金，待挖掘

- **母婴电商平台价值可达数亿美金。**我们 3 月 5 日的报告（《“触电”，引战投，重回行业弄潮儿行列》）已经指出，2014 年中国母婴网购市场规模达千亿，母婴垂直电商成一级市场香饽饽，公司母婴电商平台的价值有待挖掘。合生元的行业经验及独特经营模式，加上互联网基因决定公司是国内最有可能成为未来母婴电商龙头的企业。结合目前一级市场母婴电商估值，公司母婴电商平台价值可达数亿美金（目前公司的 O2O 平台月度 GMV 近亿元，日均活跃会员 8 万人次；而 1 月份刚获得新一轮融资的贝贝网，注册会员 1000 万（合生元的 200 万是活跃会员），月度 GMV 也刚 2 亿元，估值高达 10 亿美金，），2015 年公司将在母婴电商层面引入国际战投并推行员工持股，发展决心坚决，计划两年内将线上销售额做到总销售额的 30%。

图 1、合生元的妈妈 100 “O2O” 平台运行仅 1 年，目前每月 GMV 已达亿元级。



资料来源：兴业证券研究所

### 2015 增长动能十足

- **从产品看——老品恢复增长，新品发力，并购增援。**其一，2015 年由于渠道去库存，“合生元”品牌的销量有一定的下滑，而目前渠道库存已回复至正常水平（4Q14 销量重拾增长），为老品牌将 2015 重获增长扫清道路；其二，“新”素加公司自 2014 年 11 月开始推出，第一个月销售额即达 6400 万，有望复制“老”素加的成功；其三，并购，公司之前发的长期债使得其持有超 30 亿港币现金，公司有能力且有意愿在现有业务和发展新业务上做有益的并购。非奶粉产品上，杭州工厂将推出尿布湿新品，长期而言，“葆艾”系列产品占比有望从目前的 3.5% 左右提升至 5-10% 的水平。
- **从渠道看，线下线上齐飞。**传统的下限渠道 2015 年将进一步扩张，2015 年重点将拓展母婴和医药渠道，门店数计划分别增加 20% 及 100% 以上；线上渠道更是火力全开，除了成立电商公司大力发展自身 O2O 平台外，公司将投入资源在淘宝、京东、一号店，苏宁易购等大型第三方平台开设网店，预计第三方平台销售将从目前月均几百万销售暴增至千万以上规模（今年初公司大力利用第三方电商平台开展“吸会员，去库存”活动，从零一举冲上京东奶粉销售第一阵营）。

目标价由（港币）32元大幅提升至50元，对应25×2015 EPS

- 盈利预测结合2014业绩相应上调27%。2015收入增速由6%上调至10%；净利润增速由16%上调至22%。上调后2015年EPS为RMB1.62，较之前预估上调27%。
- 估值倍数由20×上调至25×2015 EPS，结合国际及国内同行估值的同时，看好公司基本面反转和布局电商带来的估值提升。
  - 美赞臣(MJN.N)估值为25×2015 EPS。虽然美赞臣拥有长远的全球扩张前景以及业务区域分布的多元化减少了其经营风险的优势，但合生元拥有更高的利润增长前景以及成长为中国母婴电商平台的潜质，我们认为合生元理应享有与国际同行相当的估值水准。
  - A股同行贝因美(002570.SH)的估值大幅高于25×2015 EPS，“南水北调”将带来优质港股通标的一轮“估值修复”。2014年11月沪港通正式开通，而深港通预计也在2015年内开通，但目前只有账户资产50万以上散户可参与；而中国证监会刚公布（2015年3月27日），公募基金不需QDII资格，都可以参与沪港通直接买港股，这将极大便利国内机构投资港股，“南水北调”效果将加速显现，尤其是考虑到目前A股（2015）估值过高（表1）：作为A股同行的贝因美，（2015）PE估值接近合生元4倍，即使是PS估值也高于合生元20%以上（而历史上看，合生元的平均净利润率水平为贝因美2倍，在相同PE水平下，合生元的PS估值应该为贝因美2倍）。另外，目前A股“互联网+”概念备受追崇，而是合生元是所有国内上市消费品企业里最为正宗的O2O概念股。
  - 港股同行雅士利(1230.HK)2015PE倍数为24.5倍。正如我们深度报告（《珍珠白菜价，只在一刹那》）中所述，合生元公司质地和发展前景显著优于国内外同业（表二）：与国内同行相比，公司的营销能力、理念、执行能力优势显著；与国外同行相比，合生元对市场的了解（尤其是三线以下城市的专注度）、反应速度、执行力明显胜出；最后，合生元是所有婴幼儿奶粉公司中真正具有互联网思维的公司，在网购以前所未有的速度颠覆整个婴幼儿奶粉行业的今天，合生元是最有希望利用互联网优势继续引领行业的佼佼者。所以，我们认为，合生元应较其港股同行雅士利享有溢价估值。
- 风险提示：食品安全风险，超高端市场竞争激烈程度超预期。

表 1. 无论是从 PE 还是 PS 角度，合生元估值都有 50% 以上提升空间

RMB	2007		2008		PE		PS		2010-2013	若以合生元为基数 1, 各公司 2010-13 平均利润率数值
	股价	市值 (亿)	2014	2015E	2014	2015E	平均净利润率			
贝因美 (沪)	20.43	209.0	318.2	57.1	4.1	3.7	10.3%		0.48	
合生元 (港)	25.7	156.0	19.0	15.5	3.3	3.0	21.4%		1	
雅士利 (港)	2.2	104.4	41.4	24.5	3.5	2.9	12.8%		0.60	
美赞臣 (美)	624.6	1255.3	27.0	25.0	4.6	4.4	14.8%		0.69	

数据来源: WIND, 彭博, 兴业证券研究所 (净利润率仅去 2010-2013 平均数, 是由于在行业调整下, 同行雅士利和贝因美在 2014 年净利润率大幅下滑)

表 2. 从公司质地和未来前景来看, 合生元理应较国内同业享有估值溢价

	公司治理	品牌力	市场定位	管理层能力 (市场、战略、执行)	抗风险能力 (产品或区域过于集中)	未来前景
贝因美 (沪)	★★★	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	★★★	★★★★☆
合生元 (港)	★★★★★	★★★★★	★★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	★★★★★☆
雅士利 (港)	★★★	★★★	★★★★☆	★★★	★★★	★★★
美赞臣 (美)	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★☆	★★★★★	★★★★★

资料来源: 兴业证券研究所



Appendix

Consolidated Balance Sheet					Consolidated Income Statement									
		RMB			Million					RMB			Million	
Fiscal Year	2013A	2014A	2015E	2016E	Fiscal Year	2013A	2014A	2015E	2016E	Fiscal Year	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>Current assets</b>	2718	4336	4537	4951	<b>Revenue</b>	4561	4732	5214	5739	<b>Revenue</b>	4561	4732	5214	5739
Cash & cash equivalents	1514	3439	3539	4162	Cost of sales	1586	1805	1885	2085	Cost of sales	1586	1805	1885	2085
Trading investments	6	6	6	6	<b>Gross profit</b>	2975	2927	3330	3654	<b>Gross profit</b>	2975	2927	3330	3654
Trade and bills receivables	17	2	17	5	SG&A	1853	1763	1995	2167	SG&A	1853	1763	1995	2167
Other receivables	138	23	185	48	R&D	0	0	0	0	R&D	0	0	0	0
Inventories	972	797	720	660	Other operating income	0	0	0	0	Other operating income	0	0	0	0
<b>Non-current assets</b>	1630	2052	2385	2592	<b>EBITDA</b>	1199	1140	1383	1612	<b>EBITDA</b>	1199	1140	1383	1612
Available-for-sale financial assets	0	0	0	0	D&A	0	39	68	94	D&A	0	39	68	94
Investments in Associates & JVs	0	0	0	0	<b>EBIT</b>	1199	1101	1314	1518	<b>EBIT</b>	1199	1101	1314	1518
Investment properties	0	0	0	0	Net financial income	0	87	46	58	Net financial income	0	87	46	58
Net fixed assets	322	302	712	1038	Income from Associates & JVs	0	0.00	0.00	0.00	Income from Associates & JVs	0	0.00	0.00	0.00
Construction in process	0	460	400	300	<b>Profit before tax</b>	1173	1118	1351	1565	<b>Profit before tax</b>	1173	1118	1351	1565
Leasehold& land use rights	0	1	2	2	Income tax	341	311.5	364.7	422.6	Income tax	341	311.5	364.7	422.6
Net intangible assets	149	130	112	93	<b>Profit after tax</b>	821	807	986	1143	<b>Profit after tax</b>	821	807	986	1143
<b>Total assets</b>	4348	6389	6921	7543	Minority interest	0	0	0	0	Minority interest	0	0	0	0
<b>Current liabilities</b>	1832	1069	1113	1148	Dividends	365	417	497	556	Dividends	365	417	497	556
Short term debt	751	0	0	0	<b>Net attributable profit</b>	831	807	986	1143	<b>Net attributable profit</b>	831	807	986	1143
Trade and bills payables	362	349	393	428	<b>EPS</b>	1.37	1.33	1.62	1.88	<b>EPS</b>	1.37	1.33	1.62	1.88
Prepayment	0	0	0	0	<b>Financial ratios</b>									
Other current liabilities	720	720	720	720	<b>Fiscal Year</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>					
<b>Non-current liabilities</b>	0	2414	2414	2414	<b>Growth</b>									
Long term bank loan	0	2414	2414	2414	Revenue growth(%)	34.9%	3.7%	10.2%	10.1%					
Other non-current liabilities	0	0	0	0	EBIT growth(%)	11.4%	-6.1%	19.4%	15.5%					
<b>Total liabilities</b>	1832	3483	3527	3562	Net profit growth(%)	0.0%	-1.7%	22.2%	15.9%					
Share capital	5	5	5	5	<b>Profitability</b>									
Reserves	2510	2510	2510	2510	EBIT/Revenue	25.7%	23.3%	25.2%	26.4%					
Retained earnings	0	390	878	1465	EBITDA/Revenue	26.3%	24.1%	26.5%	28.1%					
Minority interests	0	0	0	0	Gross margin(%)	65.2%	61.9%	63.9%	63.7%					
<b>Total equity</b>	2516	2905	3394	3981	Net profit margin(%)	18.0%	17.1%	18.9%	19.9%					
<b>Total liabilities&amp;total equity</b>	4348	6389	6921	7543	ROE(%)	33.0%	27.8%	29.1%	28.7%					
<b>Consolidated Cash Flow Statement</b>					<b>Liquidity</b>									
		RMB			Million									
Fiscal Year	2013A	2014A	2015E	2016E	Debt to assets(%)	42.1%	54.5%	51.0%	47.2%					
Profit after tax	815	807	986	1143	Current ratio	1.48	4.06	4.08	4.31					
Depreciation&Amortization	26	39	68	94	Quick ratio	0.91	3.25	3.37	3.68					
Net interest	0	-18	-36	-47	<b>Activity ratios</b>									
Net change in working capital	0	293	-56	243	Assets turnover	1.05	0.74	0.75	0.76					
<b>Net operating cash flow</b>	841	1122	962	1433	Receivables turnover	519.69	494.35	561.39	525.14					
Capital expenditure	-138	-461	-401	-301	Payables turnover	14.60	13.31	14.05	13.98					
Investments in Assoc&JVs	-280	0	0	0	Inventory turnover	2.12	2.04	2.48	3.02					
<b>Net investing cash flow</b>	-81	-461	-401	-301	<b>Per share data</b>									
Inc/(Dec) in borrowings	480	1664	0	0	EPS	1.37	1.33	1.62	1.88					
Capital issues	0	0	0	0	OCFPS	1.39	1.85	1.58	2.36					
Dividends&interest paid	-631	-400	-461	-509	BPS	4.15	4.79	5.59	6.56					
<b>Net financing cash flow</b>	-215	1264	-461	-509	<b>Valuation</b>									
<b>Inc/(Dec) in cash&amp;cash equivalent</b>	545	1925	100	623	P/E(X)	18.50	19.06	15.59	13.46					
Beginning cash	401	1514	3439	3539	P/B(X)	6.11	5.29	4.53	3.86					
<b>Ending cash</b>	945	3439	3539	4162	EV/EBITDA(X)	27.05	13.00	10.68	8.81					

**投资评级说明**

**行业评级** 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱

徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本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。

本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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。