

买入

2015年3月30日

公司加快改革步伐以应对市场格局的快速变化

- **2014年核心净利润同比降 18.0%至 8.06 亿元，H2 仅跌 5.5%，优于预期：**公司 2014 年收入增 1.7%至 47.3 亿元人民币，其中占公司收入 84.1%的婴幼儿奶粉增长 6.1%至 39.8 亿元，收入增速大幅下滑。股东应占利润同比轻微下跌 1.7%至 8.06 亿元。如果不计算 13 年 H1 的一次性费用—反垄断罚款，则公司 14 年的核心净利润同比降 18.0%，好于我们之前预期(下跌 33%)，其中上半年同比下跌 32.2%而下半年仅下跌 5.5%，反映公司已经控制费用效果明显。
- **公司将聚焦线上布局以应对市场变化：**截止 14 年底，已有约 20000 间会员店加入了公司 O2O 平台，妈妈 100APP 日均活跃人数达到 85000 人，其 O2O 业务已贡献了公司 10.1%的会员总积分，未来公司将逐步向第三方品牌开放其妈妈 100 O2O 线上平台，并积极寻求投资者注资以打造国内领先的垂直母婴平台，预计这将为公司未来的长期增长带来动力。
- **库存已恢复正常水平，新素加有望成为增长新引擎：**由于库存的有效控制，14 年公司渠道分销商的库存水平已恢复正常水平(176 及 31 天)。公司已于 14 年 Q4 推出 200 元以下的素加新产品，借助于持续拓展的分销网点(14 年：60%)、中端市场的庞大需求以及已有的素加团队、品牌，预计 15 年将贡献 10%左右的奶粉销售，未来有望成为公司增长的新引擎。
- **奶粉成本以及欧元汇率下降将利好公司 15 年毛利率：**鉴于 6-8 个月的采购期，我们认为公司 15 年下半年毛利率将会获得较大改善，以反映欧元汇率下跌及奶粉成本的大幅下降，预计 15 年整体毛利率将同比提升 2.6 个百分点至 63.5%。
- **调整至买入评级，目标价 36.9 港元：**尽管由于竞争激烈以及消费者购买力渠道转移等原因，公司 14 年的销售表现差强人意。但我们看到公司已开始采取多项措施以进行变革，并取得了一定效果，我们看好公司的未来恢复，预计公司 15 和 16 年收入同比增长 10.2%和 9.6%，并调高公司 15 和 16 年的盈利预测至 9.43 亿元和 10.38 亿元。我们调高公司目标价至 36.9 港元，相当于 15 年盈利预测的 19 倍市盈率，较昨日收市价 32.0 港元还有 15.3%的上升空间，调升至买入评级。

王柏俊

85225321915

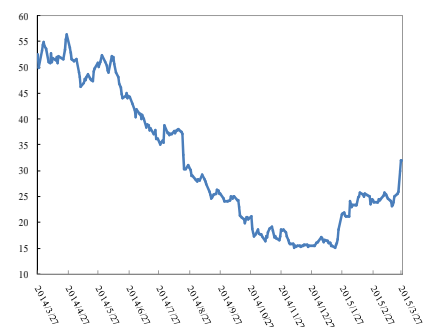
patrick.wong@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	婴幼儿产品
股价	32.0 港元
目标价	36.9 港元 (+15.3%)
股票代码	1112
已发行股本	6.06 亿股
总市值	194 亿港元
52 周高/低	57.58/14.62 港元
每股净现值	7.25 港元
主要股东	合生元制药 (74.6%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2013历史	2014历史	2015预测	2016预测	2017预测
收入(百万元)	4,561	4,732	5,214	5,718	6,334
变动(%)	34.9%	3.7%	10.2%	9.6%	10.8%
经营利润(百万元)	1336	1204	1398	1529	1662
变动(%)	26.9%	-9.8%	16.1%	9.3%	8.7%
净利润(百万元)	821	807	943	1,038	1,134
变动(%)	10.4%	-1.7%	16.9%	10.0%	9.3%
每股收益(元)	1.37	1.34	1.55	1.70	1.84
市盈率@32.0港元(倍)	18.7	19.1	16.5	15.1	13.9
每股派息(元)	1.21	0.67	0.78	0.85	0.92
息率(%)	3.8%	2.1%	2.4%	2.6%	2.9%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

公司加快改革步伐以应对市场格局的快速变化

2014年核心净利润同比降18.0%至8.06亿元，H2仅跌5.5%，优于预期

公司2014年收入增1.7%至25.4亿元人民币，其中占公司收入84.1%的婴幼儿奶粉增长6.1%至39.8亿元，收入增速大幅下滑。其中13年9月推出的素加奶粉于年内的收入达7.1亿元，但也因为公司在素加上市初期将资源倾斜于素加，致使合生元品牌婴幼儿奶粉2014年的销售收入同比下降12.9%至32.7亿元。另外占公司销售收入9.0%的益生菌产品，也同样因为资源不足致使收入同比下降7.2%至4.3亿元。

由于调价、赠送额外积分和产品组合的综合影响，公司毛利率同比下降3.3个百分点至61.9%。尽管期内大力推广素加品牌，但公司销售费率仅微幅上升0.4个百分点至33.6%（14H1：36.6%），而行政费率更是下跌至3.7%（14H1：3.9%），相比上半年有大幅度的好转，可以看出公司营运效率提升明显。综上所述，14年股东应占利润同比轻微下跌1.7%至8.06亿元。如果不计算13年H1的一次性费用——反垄断罚款，则公司14年的核心净利润同比降18.0%，业绩好于我们之前预期（下跌33%），其中上半年同比下跌32.2%而下半年仅下跌5.5%，反映公司控制费用效果明显。

公司将聚焦线上布局以应对市场变化

公司顺应在线销售的大趋势，通过将网上订购平台结合VIP婴童专卖店的线下物流资源，创立了在线到线下（「O2O」）业务模式。于14年，O2O业务为公司总会员积分贡献了10.1%，而截至14年底，妈妈100流动应用程序注册用户及妈妈100微信用户累计约1.9百万人，日均活跃用户达约85,000人。总共约20,000间已会员店加入公司O2O平台。

除现有的O2O业务模式外，公司在14年8月月推出了企业对客户（「B2C」）业务模式。截至14年底，公司已与国内主要电子商务平台展开合作，包括京东、天猫、一号店、亚马逊、苏宁及当当网等。

库存已恢复正常水平，新素加有望成为增长新引擎

公司于年内积极控制存货水平，使得14年上半年的库存积压问题出现好转，全年库存天数仅轻微增加6天至176天，而渠道库存也已经恢复正常水平（31天）。

截至2014年底，公司VIP婴童专卖店数量增加至24,615间，VIP药房数量增加至2,824间，而商场超市数量则增加至6,659间，分别较13年增加76.4%、85.5%及27.2%。与此同时，公司已于14年Q4推出200元以下的素加新产品，借助于持续拓展的分销网点（14年：60%）、中端市场的庞大需求以及已有的素加团队、品牌，我们预计15年该产品将贡献10%的奶粉销售，未来有望成为公司增长的新引擎。

奶粉成本以及欧元汇率下降将利好公司15年毛利率

鉴于6-8个月的采购期，我们认为公司15年下半年毛利率将会获得较大改善，以反映欧元汇率下跌（9.5%以上）及奶粉成本的大幅下降（40%左右），预计15年整体毛利率将同比提升2.6个百分点至63.5%。

调整至买入评级，目标价36.9港元

尽管由于竞争激烈以及消费者购买力渠道转移等原因，公司14年的销售表现差强人意。但我们看到公司已开始采取多项措施以进行变革，并取得了一定效果，我们看好公司的未来恢复，预计公司15和16年收入同比增长10.2%和9.6%，并调高公司15和16年的盈利预测至9.43亿元和10.38亿元。我们调高公司目标价至36.9港元，相当于15年盈利预测的19倍市盈率，较昨日收市价32.0港元还有15.3%的上升空间，调升至买入评级。

重要风险

我们认为以下是一些比较重要的风险：1) 行业竞争加剧、2) 销售恢复不如预期，以及3) 线上渠道的投入超出预期。

图表 1：同行估值对比

香港上市食品公司											
名称	代码	股价(港元)	市值(亿港元)	15EPS	16EPS	17EPS	15PE	16PE	17PE	15-17年EPS CAGR	PEG(倍)
合生元	1112 HK Equity	32.00	194	1.94	2.12	2.30	16.5	15.1	13.9	17.3%	1.03
蒙牛	2319 HK Equity	38.50	754	1.71	2.00	2.53	22.6	19.3	15.2	21.7%	0.89
雅士利	1230 HK Equity	2.75	131	0.11	0.14	0.16	24.3	19.8	17.0	19.7%	1.00
现代牧业	1117 HK Equity	2.59	125	0.25	0.30	0.38	10.2	8.8	6.9	21.8%	0.40
旺旺	151 HK Equity	8.08	1,066	0.43	0.46	0.49	18.9	17.4	16.4	7.5%	2.34
康师傅	322 HK Equity	16.88	946	0.70	0.81	0.91	24.0	20.8	18.7	13.5%	1.55
青岛啤酒	168 HK Equity	51.70	710	2.07	2.30		25.0	22.5			
华润创业	291 HK Equity	15.04	364	0.20	0.45	0.74	76.0	33.8	20.3	93.5%	0.36
统一	220 HK Equity	5.03	217	0.19	0.22	0.28	27.0	22.7	18.2	22.0%	1.03
中国食品	506 HK Equity	3.21	90	0.04	0.09	0.15	73.0	34.5	22.1	81.5%	0.42
神冠	829 HK Equity	2.39	79	0.22	0.23	0.29	11.0	10.4	8.3	15.2%	0.69
味千(中国)	538 HK Equity	4.27	47	0.28	0.33	0.35	15.0	13.0	12.3	10.4%	1.25
平均							28.6	19.8	15.4	29.5%	1.0
内地上市乳品公司											
名称	代码	股价(元)	市值(亿港元)	15EPS	16EPS	17EPS	15PE	16PE	17PE	15-17年EPS CAGR	PEG(倍)
伊利	600887 CH Equity	31.10	1,189	1.79	2.12		17.4	14.7			
光明	600597 CH Equity	19.84	305	0.67	0.87		29.7	22.9			
贝因美	002570.CH Equity	20.43	260	0.53	0.66		38.3	31.0			
平均							28.5	22.9			
海外上市公司											
名称	代码	股价	市值(亿港元)	15EPS	16EPS	17EPS	15PE	16PE	17PE	14-16年EPS CAGR	PEG(倍)
雀巢	NSRGY US Equity	75.88	18,974	3.39	3.66	3.96	22.4	20.7	19.2	8.1%	2.57
达能	BN FP Equity	62.33	3,373	2.90	3.19	3.46	21.5	19.6	18.0	9.2%	2.12
美赞臣	MJN US Equity	99.31	1,560	4.00	4.42	4.88	24.8	22.5	20.4	10.4%	2.16
恒天然	FCG NZ Equity	5.56	520	0.33	0.39	0.49	16.8	14.3	11.3	21.9%	0.65
明治	2269 JT Equity	14,620.00	725	393.36	468.45	513.39	37.2	31.2	28.5	14.2%	2.19
平均							23.7	20.9	19.5	12.8%	1.94

资料来源：公司资料、第一上海

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测		2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
收入	4,561,299	4,731,563	5,214,435	5,717,569	6,333,834	盈利能力					
毛利	2,975,120	2,926,931	3,309,223	3,580,801	3,917,821	毛利率 (%)	65.2%	61.9%	63.5%	62.6%	61.9%
其他收益及利益	106,397	128,065	146,291	160,202	178,009	EBITDA 利率 (%)	26.9%	22.8%	24.5%	24.8%	24.6%
销售及分销成本	(1,513,046)	(1,587,764)	(1,788,551)	(1,926,821)	(2,125,001)	净利率 (%)	18.0%	17.1%	18.1%	18.1%	17.9%
行政开支	(177,313)	(175,268)	(203,363)	(214,409)	(231,185)	营运表现					
其他开支	(55,573)	(87,548)	(65,559)	(71,093)	(77,872)	SG&A/收入 (%)	37.1%	37.3%	38.2%	37.5%	37.2%
营运收入	1,335,585	1,204,416	1,398,042	1,528,680	1,661,771	实际税率 (%)	29.4%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
融资成本	- 10,589	- 86,673	- 91,093	- 91,093	- 91,093	股息支付率 (%)	70.3%	40.0%	50.0%	50.0%	50.0%
税前盈利	1,162,096	1,118,335	1,307,659	1,438,440	1,571,702	库存周转天数	170.0	176.0	170.0	168.0	168.0
所得税	(341,381)	(311,549)	(364,292)	(400,725)	(437,849)	应付账款天数	71.0	65.0	60.0	58.0	57.0
少数股东应占利润	-	-	-	-	-	应收账款天数	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9
股东净利润	820,715	806,786	943,368	1,037,715	1,133,852	财务状况					
折旧及摊销	(26,564)	(46,754)	(59,516)	(69,332)	(79,149)	负债/所有者权益	84%	45%	35%	32%	29%
EBITDA	1,227,109	1,078,416	1,276,082	1,416,680	1,559,758	收入/总资产	1.0	0.7	0.7	0.7	0.8
增长						ROA	21.2%	12.2%	13.3%	13.5%	13.6%
总收入 (%)	35%	4%	10%	10%	11%	ROE	36.7%	27.7%	27.0%	25.7%	24.4%
EBITDA (%)	10%	-12%	18%	11%	10%						
净利润 (%)	10%	-2%	17%	10%	9%						

资产负债表						现金流量表					
<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测		2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
现金	1,662,836	3,347,157	3,787,817	4,352,929	4,739,954	税前盈利	1,162,096	1,118,335	1,307,659	1,438,440	1,571,702
应收账款	15,182	12,043	16,529	11,667	19,568	折旧及摊销	26,564	46,754	59,516	69,332	79,149
存货	971,893	797,027	977,691	989,307	1,234,749	营运资金变化	(166,517)	104,989	(113,418)	41,913	(194,150)
其他流动资产	183,395	137,467	0	0	0	其他	(421,236)	(430,556)	(494,112)	(542,867)	(595,851)
总流动资产	2,833,306	4,293,694	4,782,037	5,353,902	5,994,271	营运现金流	600,907	839,522	759,645	1,006,819	860,850
固定资产	390,908	541,275	538,996	569,663	590,514	资本开支	(417,930)	(194,813)	(100,000)	(100,000)	(100,000)
无形资产	109,889	104,110	104,110	104,110	104,110	其他投资活动	349,209	96,446	38,727	51,049	66,909
其他	1,079,018	1,344,351	1,338,998	1,334,180	1,329,844	投资活动现金流	(68,721)	(98,367)	(61,273)	(48,951)	(33,091)
总资产	4,413,121	6,283,430	6,764,140	7,361,856	8,018,740	负债变化	480,087	(782,823)	0	0	0
短期负债	750,613	0	0	0	0	股本变化	0	2,410,526	0	0	0
应付账款、应付票据	1,081,472	1,032,036	966,301	1,014,967	1,074,161	股息	(621,910)	(492,704)	(366,750)	(488,666)	(536,162)
其他	212,725	235,588	235,588	235,588	235,588	其他融资活动	(64,093)	0	0	0	0
总短期负债	2,044,810	1,267,624	1,201,889	1,250,555	1,309,749	融资活动现金流	(205,916)	1,134,999	(366,750)	(488,666)	(536,162)
长期银行贷款	0	0	0	0	0	现金变化	326,270	1,876,154	331,622	469,202	291,596
其他负债	59,671	35,924	35,924	35,924	35,924	期初持有现金	1,669,066	1,662,836	3,651,058	4,079,126	4,644,238
总负债	2,104,481	1,303,548	1,237,813	1,286,479	1,345,673	期末持有现金	1,662,836	3,359,749	3,787,817	4,352,929	4,739,954
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益	2,515,593	2,917,087	3,493,705	4,042,753	4,640,444						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、数据、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视作出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。