

## 持有

2014年8月22日

### 奶粉格局快速变化，竞争激烈与线上崛起致使公司收入增速大幅下降

- **2014年H1收入增6.2%至21.9亿元，核心净利润同比降32.2%至3.12亿元：**公司2014年H1收入增6.2%至21.9亿元人民币，其中占公司收入84.9%的婴幼儿奶粉增长10.5%。如果不计算13年H1的一次性费用—反垄断罚款，则公司14年H1的核心净利润同比降32.2%至3.12亿元，核心净利润率同比降8.1个百分点至14.3%，业绩低于市场预期。
- **婴幼儿奶粉快速从线下向线上转移，公司未来将加大线上投入：**根据尼尔森的数据，占行业销售收入34%和42%的超市和母婴渠道同比下降8%和增长8%，增速大幅下滑，而占行业销售收入24%的电商渠道，其销售收入同比增长38%。未来公司将加大线上投入。
- **活跃会员增至200万人，网点达2.45万个，但成熟母婴店单月平均积分出现下降：**2014年H1的活跃会员人数同比增加20.4%，网点数增加3791间，但在2011年或之前开设的5283家母婴店中，其平均单店月积分同比下降9.7%。
- **14年H1完成组织结构调整，14年Q4推出奶粉和纸尿裤新品：**由于「合生元」品牌旗下的婴幼儿配方奶粉及益生菌的销售额并未达到管理层预期的目标，公司已进行业务单元重组。14年Q4将推出新的200元以下的素加系列和「葆艾」品牌新系列的纸尿裤。
- **大幅调低14年和15年公司盈利预测至7.43亿和8.88亿元：**我们看到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H1的销售收入表现差强人意。预计公司14和15年收入同比只增长7.1%和14.8%，并大幅调低公司14和15年的盈利预测至7.43亿元和8.88亿元。
- **调整为持有评级，目标价33.0港元：**我们认为中国的婴幼儿奶粉行业正在发生巨大的变化，这些正在发生的变化令未来中国婴幼儿奶粉公司能否继续维持之前的高毛利率和净利率存在不确定性。我们给予公司2015年的18倍PE估值，得出公司目标价为33.0港元，较昨日收市价30.35港元还有8.8%的上升空间，给予持有评级。

王柏俊

85225321915

[patrick.wong@firstshanghai.com.hk](mailto:patrick.wong@firstshanghai.com.hk)

### 主要资料

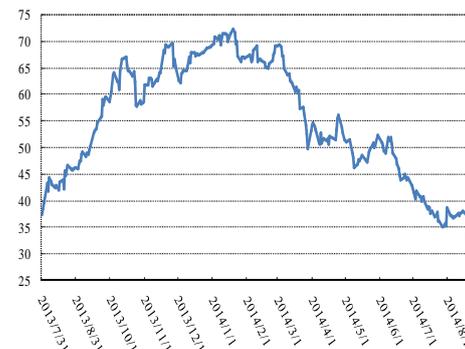
行业	婴幼儿产品
股价	30.35 港元
目标价	33.0 港元 (+8.8%)
股票代码	1112
已发行股本	6.05 亿股
总市值	183.5 亿港元
52周高/低	74.5/28.5 港元
每股净现值	5.74 港元
主要股东	合生元制药 (74.6%)

### 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2012历史	2013历史	2014预测	2015预测	2016预测
收入 (百万元)	3,382	4,561	4,887	5,609	6,244
变动 (%)	54%	35%	7%	15%	11%
经营利润 (百万元)	1053	1336	1112	1300	1423
变动 (%)	47%	27%	-17%	17%	10%
净利润 (百万元)	743	821	743	888	979
变动 (%)	41%	10%	-9%	19%	10%
每股收益 (元)	1.24	1.37	1.23	1.46	1.59
市盈率@30.35港元 (倍)	19.4	17.6	19.6	16.6	15.1
每股派息 (元)	1.08	1.21	0.61	0.73	0.80
息率 (%)	3.6%	4.0%	2.0%	2.4%	2.6%

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



来源：彭博

## 奶粉格局快速变化，竞争激烈与线上崛起致使公司收入增速大幅下降

### 2014年H1收入增6.2%至21.9亿元，核心净利润同比降32.2%至3.12亿元

公司2014年H1收入增6.2%至21.9亿元人民币，其中占公司收入84.9%的婴幼儿奶粉增长10.5%至18.6亿元，收入增速大幅下滑。其中13年9月推出的素加奶粉于14年H1的收入达3.6亿元，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H1的销售收入同比下降10.8%至15.0亿元。另外占公司销售收入8.5%的益生菌产品，也同样因为资源不足致使收入同比下降18.4%至1.9亿元。

由于公司对收入增速的大幅下降始料未及，且其原物料订货需要提前6-8个月，导致其无法及时调整海外订货额，致使其库存周转天数同比增加56天至223天。

由于调价、赠送额外积分、汇率和产品组合的综合影响，公司毛利率同比下降4.9个百分点至61.5%。由于素加品牌的推广，H1由于销售不佳而导致公司进行业务结构重组等影响，公司的销售和行政费率分别上升4.2和0.1个百分点。由于13年H1公司违反国家反垄断法被发改委罚款1.63亿元，公司14年H1的净利润同比升4.9%至3.12亿元，净利润率同比降0.1个百分点至14.3%。但是如果不计13年H1的一次性费用一反垄断罚款，则公司14年H1的核心净利润同比降32.2%至3.12亿元，核心净利润率同比降8.1个百分点至14.3%，业绩低于市场预期。

### 婴幼儿奶粉快速从线下向线上转移，公司未来将加大线上投入

根据尼尔森的报告，中国婴幼儿配方奶粉市场将于接下来的三年以年复合增长率14%增长，在二零一六年达到人民币1,000亿元的市场规模。同时，该市场充满希望的前景持续吸引新的参与者，故预期竞争仍然激烈。婴幼儿奶粉市场呈现快速从线下向线上转移的趋势，根据尼尔森的数据，占行业销售收入34%和42%的超市和母婴渠道同比下降8%和增长8%，增速大幅下滑，而占行业销售收入24%的电商渠道，其销售收入同比增长38%。

根据尼尔森的报告，二零一四年第二季度，公司在中国线下婴幼儿配方奶粉市场的市场份额排名第三，而在线上与线下的排名为第六。基于电商的迅猛发展，公司目前在四个订购平台营运O2O模式，包括妈妈100移动应用程序、妈妈100微信商城、妈妈100京东旗舰店及于二零一四年六月刚开设的妈妈100天猫旗舰店。除现有的O2O业务模式外，公司已决定与中国最知名的电商平台建立战略合作关系，开展企业对客户（「B2C」）业务模式。同时还会根据定量（根据门店销售指定进货量）、定点（指定门店区域供货）、定向（指定门店进货）原则开展C2C业务。二零一四年上半年，O2O业务订单积分占公司总积分9%，公司希望在未来2-3年将其线上比例达到行业平均水平（百分之二十多）。

### 活跃会员增至200万人，网点达2.45万个，但成熟母婴店单月平均积分出现下降

公司2014年H1的活跃会员人数同比增加20.4%至199.5万人，其中公司约84%的销售收入来自妈妈100活跃会员。14年H1网点数增加3791间至2.45万间，其中母婴店增加2989间至16941间，超市增加424间至5659间，药店增加378间至1900间。预计14年底公司总网点数可达2.9万个。由于市场中网点数的快速增加，导致公司网点数的增加也超过之前预期，但是从数据可以看到每月的单店平均积分数据并不乐观，如在2011年或之前开设的5283家母婴店中，其平均单店月积分同比下降9.7%。

### 14年H1完成组织结构调整，14年Q4推出奶粉和纸尿裤新品

二零一四年上半年，「合生元」品牌旗下的婴幼儿配方奶粉及益生菌的销售并未达到管理层预期的目标，主要是由于市场竞争激烈及公司销售团队专注不足造成的。因此，公司进行业务单元重组，按照公司的品牌将原有的销售营销团队分拆成不同业务单元，重组已于二零一四年六月三十日前完成。

14年Q4将推出新的素加系列，该系列的售价在200元以下，以使其产品多元化满足不同消费者需求。二零一四年五月，公司尝试向市场推出新系列的纸尿裤，该等产品在部分试点上架销售，迄今受到广大妈妈消费者的好评。公司计划推出「葆艾」品牌新系列的纸尿裤，新产品可能于14年年底全国上架销售。

### 大幅调低14年和15年公司盈利预测至7.43亿和8.88亿元

我们看到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H1的销售收入表现差强人意。虽然公司计划通过调整组织结构、扩大产品系列、扩展线下网点和加强电商渠道等改善收入水平，但是我们认为这些努力需要时间才能陆续展现出成效，而且目前从电商渠道来看，销售最旺的主要是拥有品牌历史和销售口碑的外资奶粉，而且我们看到由于中国婴幼儿奶粉巨大的市场空间，越来越多的品牌正在进入该领域，这将导致婴幼儿奶粉市场竞争愈发激烈。基于以上原因我们认为公司未来的收入增速相较之前会大幅放缓，预计公司14和15年收入同比增长7.1%和14.8%至48.9亿元和56.1亿元。

14年H2由于积分赠送取消等影响，我们预计全年毛利率将略有上升。但是未来由于产品结构等的影响（低毛利率的美素奶粉和纸尿裤占比增加），毛利率有下行的趋势。同时由于公司将继续在新产品、电商和建立消费者关系等方面投入，故预计公司仍将维持较高的费率水平，综上所述，我们大幅调低公司14和15年的盈利预测至7.43亿元和8.88亿元。

### 调整为持有评级，目标价33.0港元

我们认为中国的婴幼儿奶粉行业正在发生巨大的变化，由于竞争的激烈和电商的崛起，消费者可供选择的范围更加广泛，未来中国婴幼儿奶粉公司能否继续维持之前的高毛利率和净利率存在不确定性。

由于公司在原有模式下的收入增速大幅下降，我们给予公司2015年的18倍PE估值，得出公司目标价为33.0港元，较昨日收市价30.35港元还有8.8%的上升空间，给予持有评级。

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)	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年EPS CAGR	PEG(倍)
合生元	1112 HK Equity	30.35	183	1.55	1.83	2.00	19.6	16.6	15.1	16.5%	0.92
蒙牛	2319 HK Equity	37.75	738	1.33	1.66	2.00	28.3	22.7	18.9	22.3%	1.02
雅士利	1230 HK Equity	2.74	98	0.13	0.16	0.19	21.1	17.6	14.8	19.3%	0.91
现代牧业	1117 HK Equity	3.52	170	0.24	0.31	0.39	14.4	11.5	9.1	25.9%	0.44
旺旺	151 HK Equity	10.74	1,417	0.45	0.52	0.58	24.1	20.9	18.4	14.5%	1.44
康师傅	322 HK Equity	22.30	1,252	0.70	0.86	0.99	31.9	26.1	22.4	19.2%	1.36
青岛啤酒	168 HK Equity	59.25	387	1.96	2.28	2.50	30.2	26.0	23.7	12.9%	2.02
华润创业	291 HK Equity	21.95	530	0.66	0.81	0.98	33.5	27.2	22.5	22.0%	1.23
统一	220 HK Equity	7.10	307	0.21	0.24	0.27	34.6	29.3	26.1	15.2%	1.93
中国食品	506 HK Equity	3.02	84	0.09	0.12	0.12	34.7	34.7	24.4		
神冠	829 HK Equity	2.89	96	0.28	0.29	0.30	10.4	9.8	9.5	4.4%	2.23
味千(中国)	538 HK Equity	6.34	69	0.29	0.35	0.44	21.7	17.9	14.5	22.3%	0.80
平均							24.5	21.7	18.3	17.7%	1.3

内地上市乳品公司											
名称	代码	股价(元)	市值(亿港元)	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年EPS CAGR	PEG(倍)
伊利	600887 CH Equity	25.67	991	1.24	1.52	1.81	20.6	16.9	14.2	20.5%	0.82
光明	600597 CH Equity	15.49	239	0.52	0.74	0.91	29.6	20.8	17.0	32.1%	0.65
贝因美	002570.CH Equity	14.36		0.75	0.93	1.13	19.1	15.5	12.7	22.7%	0.68
平均							23.1	17.7	14.6	25.1%	0.72

海外上市公司											
名称	代码	股价	市值(亿港元)	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年EPS CAGR	PEG(倍)
雀巢	NSRGY US Equity	77.22	19,299	3.81	4.12	4.45	20.3	18.7	17.4	8.1%	2.32
达能	BN FP Equity	53.03	3,520	2.71	3.03	3.33	19.6	17.5	15.9	11.0%	1.59
美赞臣	MJN US Equity	94.42	1,479	3.72	4.17	4.59	25.4	22.7	20.6	11.1%	2.05
恒天然	FCG NZ Equity	6.15	641	0.12	0.38		51.3	16.2			
明治	2269 JT Equity	8,740.00	498	286.93	331.91	384.69	30.5	26.3	22.7	15.8%	1.67
平均							29.4	20.3	19.1	11.5%	1.91

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>					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
<b>收入</b>	3,381,901	4,561,299	4,886,994	5,608,978	6,244,158	<b>盈利能力</b>					
毛利	2,228,946	2,975,120	3,031,650	3,452,459	3,788,931	毛利率 (%)	65.9%	65.2%	62.0%	61.6%	60.7%
其他收益及利益	56,934	106,397	81,810	120,129	138,227	EBITDA 利率 (%)	33.0%	26.9%	19.6%	21.0%	21.0%
销售及分銷成本	(1,077,721)	(1,513,046)	(1,749,544)	(1,985,578)	(2,185,455)	净利率 (%)	22.0%	18.0%	15.2%	15.8%	15.7%
行政開支	(116,871)	(177,313)	(190,593)	(213,141)	(237,278)	<b>营运表现</b>					
其他開支	(38,609)	(55,573)	(61,300)	(74,129)	(81,116)	SG&A/收入 (%)	35.3%	37.1%	39.7%	39.2%	38.8%
<b>营运收入</b>	1,052,679	1,335,585	1,112,024	1,299,741	1,423,309	实际税率 (%)	29.3%	29.4%	26.6%	26.6%	26.6%
融资成本	(2,106)	10,589	99,377	89,925	89,925	股息支付率 (%)	70.8%	70.3%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>税前盈利</b>	1,050,573	1,162,096	1,012,647	1,209,816	1,333,384	库存周转天数	130.0	170.0	200.0	180.0	175.0
所得税	(307,467)	(341,381)	(269,364)	(321,811)	(354,680)	应付账款天数	52.0	71.0	67.0	60.0	57.0
少数股东应占利润	-	-	-	-	-	应收账款天数	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
<b>股东净利润</b>	743,106	820,715	743,283	888,005	978,704	<b>财务状况</b>					
折旧及摊销	(22,575)	(26,564)	(46,754)	(59,516)	(69,332)	负债/所有者权益	52%	84%	40%	40%	35%
<b>EBITDA</b>	1,114,970	1,227,109	960,024	1,179,407	1,312,792	收入/总资产	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
<b>增长</b>						<b>ROA</b>	21.0%	21.3%	11.9%	12.8%	13.1%
总收入 (%)	54%	35%	7%	15%	11%	<b>ROE</b>	32.1%	36.7%	27.0%	27.3%	26.0%
EBITDA (%)	50%	10%	-22%	23%	11%						
净利润 (%)	41%	10%	-9%	19%	10%						

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>					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	1,669,066	1,662,836	2,544,751	3,166,434	3,469,155	<b>税前盈利</b>	1,050,573	1,162,096	1,012,647	1,209,816	1,333,384
应收账款	372	15,182	14,274	16,460	14,333	折旧及摊销	22,575	26,564	46,754	59,516	69,332
存货	523,267	971,893	1,061,360	1,065,617	1,288,711	营运资金变化	114,706	(166,517)	(187,333)	164,854	(191,286)
其他流动资产	85,689	183,395	170,577	170,577	170,577	其他	(292,014)	(421,236)	(516,604)	(435,771)	(486,039)
<b>总流动资产</b>	2,278,394	2,833,306	3,790,963	4,419,088	4,942,776	<b>营运现金流</b>	895,840	600,907	355,463	998,415	725,391
固定资产	97,221	406,283	499,250	539,735	570,402	资本开支	1,225,873	(417,930)	(233,302)	(100,000)	(100,000)
无形资产	1,151	6,109	106,453	106,453	106,453	其他投资活动	(1,685,879)	349,209	47,058	24,035	41,434
其他	1,144,029	1,079,018	1,577,842	1,570,843	1,564,544	<b>投资活动现金流</b>	(460,006)	(68,721)	(186,244)	(75,965)	(58,566)
<b>总资产</b>	3,520,795	4,324,716	5,974,508	6,636,118	7,184,174	负债变化	270,526	480,087	(750,330)	0	0
短期负债	270,526	750,613	0	0	0	股本变化	0	0	2,379,615	0	0
应付帐款、应付票据	706,935	1,081,472	1,011,279	1,182,576	1,212,256	股息	(403,983)	(621,910)	(502,180)	(397,691)	(460,328)
其他	155,790	212,725	57,524	57,524	57,524	其他融资活动	(56,756)	(64,093)	0	0	0
<b>总短期负债</b>	1,133,251	2,044,810	1,068,803	1,240,100	1,269,780	<b>融资活动现金流</b>	(190,213)	(205,916)	1,127,105	(397,691)	(460,328)
长期银行贷款	0	0	0	0	0	<b>现金变化</b>	245,621	326,270	1,296,324	524,759	206,497
其他负债	77,489	59,671	44,066	44,066	44,066	期初持有现金	1,490,456	1,669,066	1,662,836	3,067,402	3,689,085
<b>总负债</b>	1,210,740	2,104,481	1,112,869	1,284,166	1,313,846	期末持有现金	1,669,066	1,662,836	2,544,751	3,166,434	3,469,155
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>股东权益</b>	2,315,132	2,515,593	2,756,696	3,247,009	3,765,385						

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。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。