招商证券（香港）有限公司
证券研究部

合生元 (1112 HK)

未来将提高B2C平台销售

- Swisse未来将提高B2C销售比重，但费用投入提升
- 因促销规模减少，2016年奶粉业务利润率将比2015年好转
- 上调16-17E公司盈利预测8.8%和7.7%，现价相当于17.4x 2016E P/E，估值合理，我们维持中性评级

Swisse在2015年四季度销售旺盛，2016年高速增长可期

Swisse在2015年第四季度受益于双十二、双十一电商促销活动，销售额达到8.5亿元，超出我们预期9%。我们认为2016年Swisse将仍然受益于消费升级和保健品行业双位数的增长趋势，且调高Swisse 2016年收入预测8.6%。

2016年奶粉折扣力度减小，但是仍然面临行业挑战

公司2015年下半年的奶粉对经销商提价3%并减少折扣力度，使奶粉的毛利率下半年上升到68.1% vs. 1H2015的63.8%。2016年至今奶粉促销力度比2015年减少，不过因为配方奶粉注册制将在上半年推出以及行业去库存，因此我们预计2016年奶粉收入仍会下降2%。公司指引2016年奶粉销售费用率为40%，比2015年的44.8%低，我们预计2016年奶粉的毛利率略为改进，而奶粉净利润率会从3.4%改进到7%。

Swisse未来将核心打造B2C销售模式，将提升费用投入

Swisse在2015年4Q的净利润率达到28.5%。由于公司2016年3月6日已经在天猫商城开了旗舰店，而且Swisse在未来B2C模式销售占比将会由目前的20%继续提升（公司80%销售为C2C商家），也将带来市场费用投入增长。公司预计2016年将投入60-70%的市场费用到网络平台。我们预计Swisse的净利润率将在2016年下降到23%。公司目前天猫旗舰店的粉丝数目已达万人级别。

上调收入和盈利预测，维持中性评级

基于Swisse高速发展，我们上调公司2016-2017年收入预测4.6%和5.1%，上调净利润预测8.8%和7.1%。我们预计2016年Swisse对公司的收入和利润贡献分别达到44%和68%。公司从奶粉企业转型为奶粉和保健品生产企业。公司从2010年至今历史平均动态PE为21倍，必需消费品行业估值为20x 2016 P/E。我们用分部估值法得到新的目标价28.5港元，相当于17.4x 2016E P/E，我们认为估值合理。我们预测风险在于保健品市场竞争加大致使收入增长不稳定。

盈利预测及估值

人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业额	4,732	4,819	6,956	7,662	8,514
同比增长 (%)	4%	2%	44%	10%	11%
净利润	807	251	859	1,071	1,299
同比增长 (%)	-1.6%	-68.8%	241.7%	24.7%	21.3%
每股盈利（元）	1.34	0.41	1.37	1.70	2.07
每股股息（元）	0.53	0.12	0.00	0.00	0.00
市盈率 (x)	**17.8**	**57.0**	**16.7**	**13.4**	**11.0**
市净率 (x)	4.9	4.0	3.2	2.5	2.0
ROE (%)	27.7%	7.0%	19.1%	18.7%	18.1%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

王晓涤
+86-755-25317307
wangxd6@cmschina.com.cn

最新变动

目标价/盈利上调

中性

前次评级	买入
股价	HK$28.8
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK$29.1 （1%）
前次目标价：	23.3

股价表现

资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
1112 HK	16.3	79.7	(13.9)
HSI	6.6	(0.9)	(16.8)

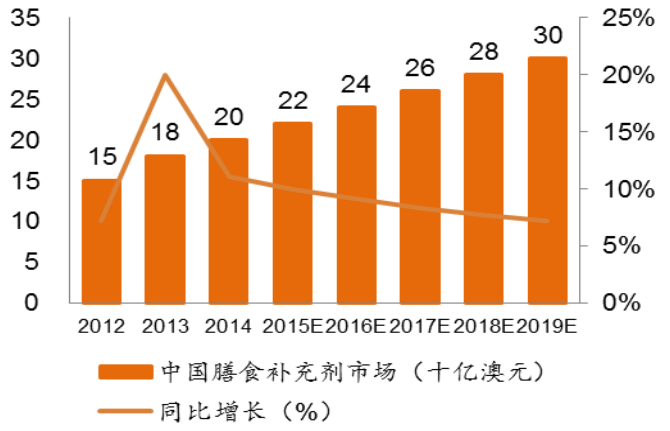
行业： 消费(必需品)	
恒生指数	20803
国企指数	8979
重要数据	
52周股价区间（港元）	11.72-42.0
港股市值（百万港元）	18151
日均成交量（百万股）	2.93
每股净资产（港元）	4.69
主要股东	
合生元制药(中国)有限公司	73.85%
总股数 （百万股）	630
自由流通量	28.5%

相关报告

1. 估值已反映 Swisse 高速成长，上调至中性评级 2016.2.26

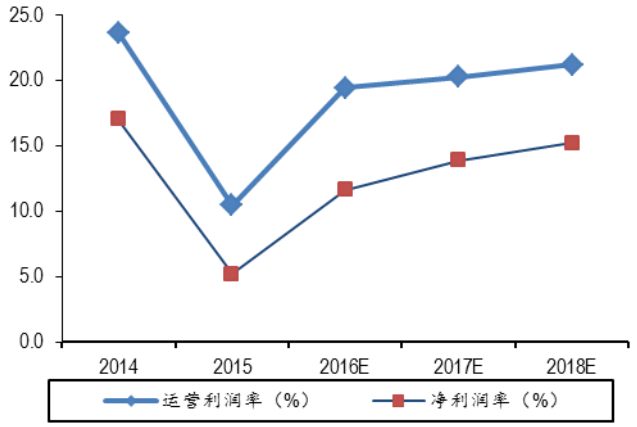
重点图表

图1：2015-2019年中国膳食补充剂市场的年度复合增长预计达到13%



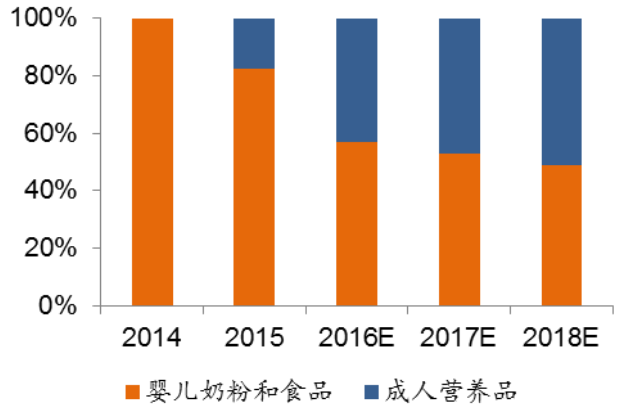
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图2：凭借Swisse的业务，2016年公司运营利润率和净利润率将会好转



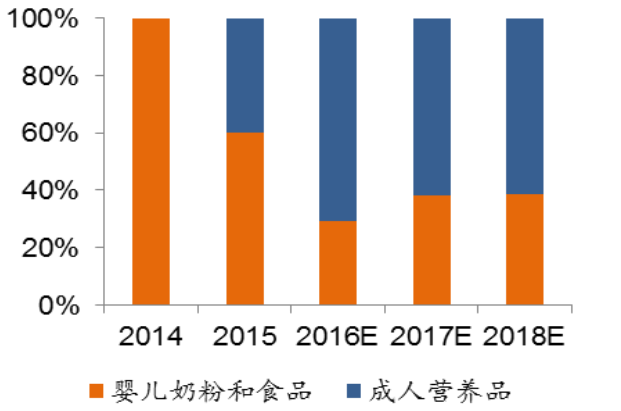
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图3：2016年成人营养品贡献近半收入



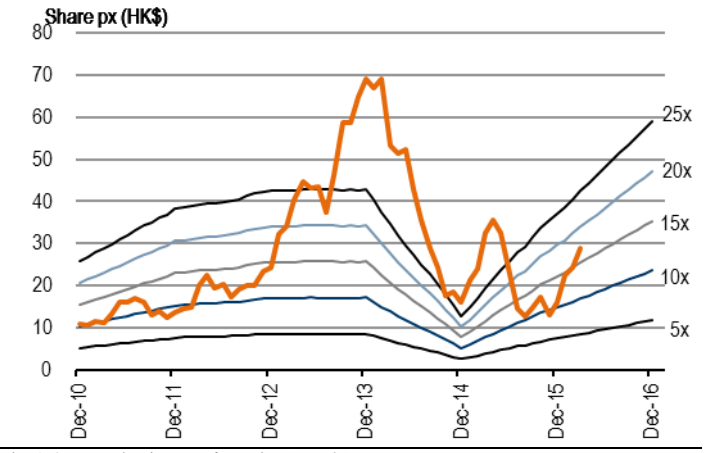
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图4：2016年成人营养品贡献大部分利润



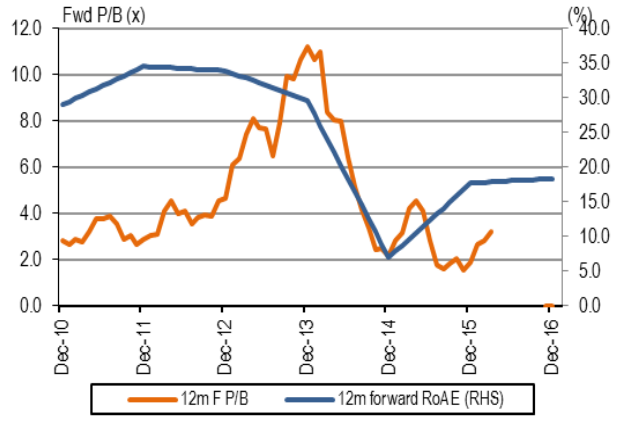
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图5：PE图



资料来源：彭博、招商证券（香港）

图6：PB图



资料来源：彭博、招商证券（香港）

盈利调整

我们调高公司2016-2017年收入预测4.6%和5.1%，调高公司净利润预测8.8%和7.1%，主要是考虑到Swisse的强劲增长将延续到2016年。我们加入2018年收入和利润预测，预测公司收入和利润从2016-2018年保持10.6%和23%的年度复合增长，其中保健品和婴儿奶粉和食品保持20%和2.5%的收入复合增长。

图7：公司收入和盈利调整

	实际	调整后			调整前			差异化		
人民币百万	2015	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
婴儿奶粉和婴儿	3,969	3,876	3,966	4,079	3,815	3,888	N.A	1.6%	2.0%	N.A
保健品	850	3,080	3,696	4,435	2,835	3,402	N.A	8.6%	8.6%	N.A
整体收入	4,819	6,956	7,662	8,514	6,650	7,290	N.A	4.6%	5.1%	N.A
整体运营费用	-2,256	-2,609	-2,873	-3,193	-2,461	-2,595	N.A	6.0%	10.7%	N.A
运营利润	729	1,703	1,871	2,070	1,602	1,882	N.A	6.3%	-0.6%	N.A
运营利润率	15.1%	24.5%	24.4%	24.3%	24.1%	25.8%	N.A	1.6%	-5.4%	N.A
财务成本	-154	-219	-209	-194	-284	-284	N.A	-22.8%	-26.4%	N.A
应缴所得税	-211	-385	-356	-357	-353	-437	N.A	9.0%	-18.4%	N.A
少数股东权益	42	120	138	166	154	191	N.A	-21.8%	-27.6%	N.A
净利润	251	859	1,071	1,299	790	1,000	N.A	8.8%	7.1%	N.A

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图8：公司分部收入和利润预测

收入	2014	2015	2016E	2017E	2018E
婴儿奶粉以及食品	4,732	3,969	3,876	3,966	4,079
Swisse	-	850	3,080	3,696	4,435
收入	4,732	4,819	6,956	7,662	8,514
毛利					
婴儿奶粉以及食品	2,927	2,464	2,433	2,489	2,557
Swisse		521	1879	2255	2705
整体毛利	2,927	2,985	4,312	4,744	5,263
毛利率					
婴儿奶粉以及食品	62%	62%	63%	63%	63%
Swisse		61.3%	63.1%	63.5%	63.5%
净利润					
婴儿奶粉以及食品	807	163	271	397	489
Swisse		242	588	675	810
并购费用		-154			
整体利润	807	251	859	1071	1299
净利润率					
婴儿奶粉以及食品	17.1%	3.4%	7%	10%	12%
Swisse		28%	23%	22%	22%
整体净利润率	17.1%	5.2%	12.4%	14.0%	15.3%

资料来源：公司资料、 招商证券（香港）预测

估值

我们按照分部估值法给公司估值，得到新的目标价为28.5港元，相当于公司估值17.4x 2016E P/E，我们认为估值合理。公司从2010年至今平均动态估值为21x PE，而必需消费品行业平均估值为20x 2016E P/E。我们维持公司中性评级。

图9：公司分部估值法

	估值倍数	分部净利润	市值	解释
奶粉以及婴儿食品	x14 P/E	271	3,799	婴儿奶粉因为受到中高端外资品牌冲击较大，我们给予较低的 PE 倍数
Swisse	X19 P/E	588	11,171	Swisse 将受益于海淘保健品快速增长，参考保健品行业平均估值
总体估值			14,970	
股价（港元）			28.5	

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图10：乳制品估值比较

公司	股票代码	市值	股价	P/E (x)			P/B (x)		EV/EBITDA (x)	ROE	股息率
		(US$ m)	(当地货币)	14	15E	16E	14	15E	15E	15E	15E
				(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
香港市场上游乳制品											
现代牧业	1117 HK	1,095	1.6	19.3	9.1	8.5	0.8	0.7	9.5	8.3	0.3
辉山乳业	6863 HK	5,075	2.9	48.2	40.0	33.9	2.5	2.4	22.4	6.9	0.5
中国圣牧	1432 HK	1,328	1.6	10.7	8.5	6.8	1.2	0.9	8.4	18.4	1.9
原生态牧业	1431 HK	207	0.4	7.4	4.3	4.6	0.3	0.3	0.7	8.1	-
平均				**21.4**	**15.5**	**13.4**	**1.2**	**1.1**			
香港市场下游乳制品											
蒙牛乳业	2319 HK	6,129	12.1	16.6	15.9	14.1	1.5	1.4	9.6	10.3	1.4
合生元	1112 HK	2,341	28.8	57.3	23.7	20.6	4.2	3.7	16.3	19.4	1.3
雅士利国际	1230 HK	1077	1.8	56.6	24.9	21.3	1.0	1.0	37.0	2.8	0.0
平均				**43.5**	**21.5**	**18.7**	**2.3**	**2.0**	**21.0**		
大陆市场											
光明乳业	600597 CH	2,231	11.7	33.0	33.9	25.2	3.2	2.6	13.6	8.6	1.8
伊利股份	600887 CH	13,394	14.3	20.7	19.8	17.2	4.1	3.5	12.2	21.4	2.7
贝因美	002570 CH	1,893	12.0	119.9	69.3	45.4	3.3	3.1	67.8	3.1	0.3
平均				57.9	44.0	29.3	**4.5**	**4.1**	**31.2**		
欧美市场											
美赞臣	MJN US	15,630	83.8	24.4	23.9	22.1	(22.2)	(25.3)	66.0	(36.0)	2.2
达能	BN FP	46,949	63.3	30.0	20.6	18.9	2.9	2.7	13.6	14.7	2.7
雀巢	NESN VX	239,616	72.5	25.0	21.3	19.8	3.4	3.2	14.4	16.0	3.2
恒天然	FSF NZ	6,578	5.9	13.5	12.1	11.6	1.4	1.3	9.0	11.9	6.3
平均				**24.9**	**20.4**	**19.0**	**13.6**	**23.4**	**25.7**		

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图11：食品饮料行业估值比较

公司	代码	评级	市值	股价	P/E (x)			P/B (x)		EV/EBITDA (x)	ROE	ROA	股息率
			(US$ m)	（当地货币）	15	16E	17E	16E	17E	16E	16E	16E	16E
					(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)
中国旺旺	151 HK	买入	9,544	5.8	18.0	16.7	16.3	27.5	23.5	8.2	26.5	13.9	0.4%
康师傅控股	322 HK	中性	6,229	8.6	24.3	21.8	19.2	12.1	11.5	7.2	8.0	3.5	0.3%
万州国际	288 HK	未评级	10,617	5.6	12.6	12.3	10.8	10.2	9.3	7.4	13.7	5.3	0.3%
蒙牛乳业	2319 HK	中性	6,129	12.1	16.6	15.9	14.1	1.5	1.4	8.7	10.8	5.2	1.4%
青岛啤酒	168 HK	未评级	5,556	29.2	19.2	19.9	19.2	1.8	1.7	10.4	10.4	6.1	1.3%
统一企业中国	220 HK	买入	3,432	6.2	27.2	22.7	19.9	1.7	1.6	8.2	7.8	4.1	0.8%
维他奶国际	345 HK	未评级	1,926	14.3	32.3	30.0	25.9	5.5	4.9	17.2	20.7	10.9	2.3%
中国食品	506 HK	未评级	1,187	3.3	51.8	19.4	19.8	1.2	1.1	8.9	3.0	1.3	1.8%
雅士利国际	1230 HK	未评级	1,077	1.8	56.6	24.9	21.3	1.0	1.0	37.0	2.8	0.7	0.9%
合生元	1112 HK	中性	2,341	29	57	24	21	4.2	3.8	16	19	7	0
嘉士利集团	1285 HK	买入	182	3.4	11.9	10.9	9.2	2.3	1.9	-	22.0	13.0	2.8%
平均					**29.8**	**19.8**	**17.8**						

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图12：保健品行业估值比较

公司	股票代码	市值	股价	P/E (x)			P/B (x)		EV/EBITDA (x)	ROE	ROA	股息率	
		(US$ m)		15	16E	17E	16E	17E	16E	16E	16E	15	16E
				(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
Blackmores	BKL AU	2,334	176.9	40.0	31.0	24.6	17.8	14.1	38.9	63.0	30.2	1%	2%
Vitco Holdings	VIT AU	179	1.7	-	16.8	13.9	1.7	1.6	13.5	9.9	6.9	-	3%
Herbalife	HLF US	5,688	61.4	13.3	13.6	12.2	-	-	9.4	-	-	0%	0%
GNC	GNC US	2,345	31.6	10.8	9.8	9.0	5.2	4.6	8.3	52.0	11.9	2%	2%
USANA	USNA US	1,429	119.6	16.7	14.9	12.8	3.9	3.0	8.5	32.2	-	0%	0%
汤臣倍健	300146 CH	3,701	32.9	36.9	30.4	23.5	4.9	4.3	32.2	16.1	14.3	2%	2%
东阿阿胶	000423 CH	4,900	48.4	19.5	16.1	13.9	3.7	3.0	16.4	22.7	18.6	2%	2%
平均				**22.9**	**18.9**	**15.7**	**6.2**	**5.1**					

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4,336	4,638	5,392	6,416	7,732
现金	3,347	1,198	1,460	2,260	3,303
限制性现金	-	-	-	-	-
应收票据	12	623	696	766	851
其它应收款	137	219	278	306	341
存货	797	856	1,216	1,342	1,496
其他	42	25	25	25	25
非流动资产	2,295	9,194	9,051	8,912	8,775
固定资产	478	547	669	781	884
无形资产	104	2,865	2,676	2,499	2,334
其他	1,713	5,532	5,457	5,382	5,307
资产总计	**6,631**	**13,832**	**14,444**	**15,328**	**16,507**
流动负债	1,268	6,679	6,387	6,062	5,776
短期借款	-	4,740	4,500	4,000	3,500
应付账款	295	619	582	642	715
其他	973	1,301	1,286	1,401	1,541
长期负债	2,446	3,552	3,552	3,552	3,552
长期银行贷款	-	-	-	-	-
可转债	2,411	2,659	2,659	2,659	2,659
递延税收	36	864	864	864	864
其他	-	-	-	-	1
负债合计	**1,268**	**6,679**	**6,387**	**6,062**	**5,776**
股本	5	5	5	5	5
储备	2,648	3,219	4,003	5,074	6,374
少数股东权益	-	309	430	568	734
母公司所有者权益	2,917	3,601	4,505	5,715	7,180
负债及权益合计	**6,631**	**13,832**	**14,444**	**15,328**	**16,507**

现金流量表

人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	972	366	917	1,605	1,792
税前利润	1,118	504	1,365	1,566	1,822
折旧摊销	52	222	322	319	317
财务费用	(18)	46	160	125	69
营运资金变动	151	(39)	(544)	(50)	(59)
其它	(330)	(367)	(385)	(356)	(357)
投资活动现金流	(460)	(4,164)	(120)	(96)	(55)
资本支出	(148)	(2,650)	(180)	(180)	(180)
其他投资	(312)	(1,514)	60	84	125
筹资活动现金流	1,172	2,571	(535)	(709)	(694)
借款变动	(751)	4,740	(240)	(500)	(500)
发行可转债	2,414	249	0	0	0
股利分配	(493)	(321)	(75)	0	0
其他	1	(2,097)	(219)	(209)	(194)
现金净增加额	1,684	(1,228)	262	800	1,043

利润表

人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,73	4,819	6,956	7,662	8,514
销售成本	(1,80	(1,834)	(2,644)	(2,918)	(3,251)
其他收益	128	144	95	119	161
销售费用	(1,58	(1,976)	(2,296)	(2,528)	(2,810)
管理费用	(175)	(280)	(313)	(345)	(383)
财务费用	(87)	(154)	(219)	(209)	(194)
其他开支	(88)	(214)	(214)	(214)	(214)
联营公司盈利	1	(0)	(0)	(0)	(0)
违反垄断法罚款	0	0	0	0	0
税前盈利	1,11	504	1,365	1,566	1,822
所得税开支	(312)	(211)	(385)	(356)	(357)
利润总额	807	293	980	1,210	1,465
股东应占盈利	807	251	859	1,071	1,299
少数股东损益	0	42	120	138	166
母公司所有者净利润	807	251	859	1,071	1,299
EPS（元）	1.34	0.41	1.37	1.70	2.07

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	3.7%	1.8%	44.4%	10.1%	11.1%
营业利润	-3.8%	-54.9%	170.8%	14.8%	16.3%
净利润	-1.6%	-68.8%	241.7%	24.7%	21.3%
获利能力					
毛利率	61.9%	61.9%	62.0%	61.9%	61.8%
净利率	17.1%	5.2%	12.4%	14.0%	15.3%
ROE	27.7%	7.0%	19.1%	18.7%	18.1%
ROIC	16.6%	4.9%	19.1%	18.7%	18.1%
偿债能力					
资产负债率	83%	206%	159%	117%	86%
净负债比率	52%	271%	205%	139%	89%
流动比率	3.4	0.7	0.8	1.1	1.3
速动比率	2.8	0.6	0.7	0.8	1.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.3	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.3	2.2	2.6	2.3	2.3
应收帐款周转率	393	15	11	10	11
应付帐款周转率	6.1	4.0	4.4	4.8	4.8
每股资料(元)					
每股收益	1.34	0.41	1.37	1.70	2.07
每股经营现金	1.61	0.60	1.46	2.55	2.85
每股净资产	4.84	5.93	7.16	9.09	11.41
每股股利	0.53	0.12	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	17.8	57.0	16.7	13.4	11.0
PB	4.9	4.0	3.2	2.5	2.0
EV/EBITDA	12.2	30.0	13.0	11.2	9.5

资料来源：公司报表、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6 类（就机构融资提供意见）和第9 类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6 类（就机构融资提供意见）和第9 类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1 类（证券交易）、第2 类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司

香港中环交易广场一期 48 楼

电话：+852 3189 6888

传真：+852 3101 0828