

1112.HK 合生元

未评级

配合政策的调整仍在持续中

2016年8月25日

市场数据

报告日期	2016.8.25
收盘价(港元)	20.50
总股本(亿股)	6
总市值(亿港元)	129
净资产(亿元)	38
总资产(亿元)	136
每股净资产(元)	6.00

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万美元)	3,382	4,561	4,732	4,819
同比增长(%)	54.4%	34.9%	3.7%	1.8%
净利润(百万美元)	743	821	807	251
同比增长(%)	40.9%	10.4%	-1.7%	-68.8%
毛利率(%)	65.9%	65.2%	61.9%	61.9%
净利润率(%)	22.0%	18.0%	17.1%	5.2%
净资产收益率(%)	34.6%	33.9%	29.7%	8.1%
每股收益(美元)	1.24	1.37	1.34	0.41

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

投资要点

- **Swisse 并表推升收入增长 53.3%:** 1H16 公司实现收入 30 亿元, 同比增长 53.3%, 其中婴幼儿配方奶粉收入同比减少 14% 至 14.6 亿元, 主要受到行业在配方注册制新政下去库存竞争激烈, 而公司并未采取促销活动, 确保产品渠道库存的正常水平。Swisse 上半年收入同比增长 34.9% 达到 12.8 亿元, 已经占公司总收入的 43%。
- **毛利润率提升, 但费用投入增加:** 1H16 公司整体毛利润率有去年同期的 58.2% 提升至 64.1%, 婴幼儿奶粉业务毛利润率同比提升了 6.9ppts 达到 65.5%, 保健品毛利润率为 62.4%。毛利润率的提升主要基于产品结构的改善, 原料价格的回落和促销活动的减少。上半年销售费用同比增长 27.9%, 二季度公司在电影赞助、里约奥运会赞助等活动中有更多的费用投入。行政费用同比增长 106.2%, 主要是收购 Swisse 和授予购股权的摊销增加导致。上半年公司经营现金流净额 5.5 亿元, 同比大幅提升。同时上半年公司融资成本为 2.28 亿。
- **我们的观点:** 我们看好保健品行业在中国的增长空间, 公司目前配合跨境电商政策逐步调整产品结构, 同时也在调整线上渠道和布局线下渠道, 中长期对公司保健品业务的发展提供保障, 但短期或对保健品的增量有所影响。2Q16 增速已环比 1Q 下降, 在渠道库存压力下, 预计下半年增长相对趋缓。奶粉业务, 市场短期的竞争仍在持续, 公司仍将维持不激进, 保证渠道库存健康的做法哦, 同时持续布局高端和超高端婴幼儿配方奶粉, 有机新产品有望与今年十月上市。下半年公司将持续高营销费用投入, 同时预计全年或有 4 亿的融资成本。根据 Wind 市场一致预期, 公司全年收入/净利润同比增长 42%/187%, 当前公司股价对应 2016/17 PE 分别为 15x/11x, 建议投资者适当关注。
- **风险提示:** 食品安全; 跨境电商政策风险; 竞争恶化

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉
wangjiahui@xyzq.com.cn
SFC: BAD529
SAC: S0190516030002

报告正文

Swisse 并表推升收入增长 53.3%

1H16 公司实现收入 30 亿元，同比增长 53.3%，其中婴幼儿配方奶粉收入同比减少 14% 至 14.6 亿元，主要受到行业在配方注册制新政下去库存竞争激烈，而公司并未采取促销活动，确保产品渠道库存的正常水平。婴幼儿奶粉中合生元奶粉收入同比下降约 5%，素加收入则下降幅度较大超过 60%。一方面行业上半年竞争异常激烈，全婴幼儿奶粉行业收入同比下降 1%，而新政下去库存导致的促销活动是最主要原因。同期公司为确保渠道库仍维持在健康水平的 26 天左右，因此形成奶粉销量的下滑。

Swisse 上半年收入同比增长 34.9% 达到 12.8 亿元，已经占公司总收入的 43%。二季度保健品收入环比一季度仍有 10% 以上增长，但同比增速已较一季度下降，跨境电商新政落地实施前，市场去库存的行为将逐渐加剧至下半年，给 Swisse 的销售也将形成一定压力。

毛利润率提升，但费用投入增加

1H16 公司整体毛利率有去年同期的 58.2% 提升至 64.1%，婴幼儿奶粉业务毛利率同比提升了 6.9ppts 达到 65.5%，保健品毛利率达到 62.4%。奶粉毛利率的提升主要基于产品结构的改善，原料价格的回落和促销活动的减少。

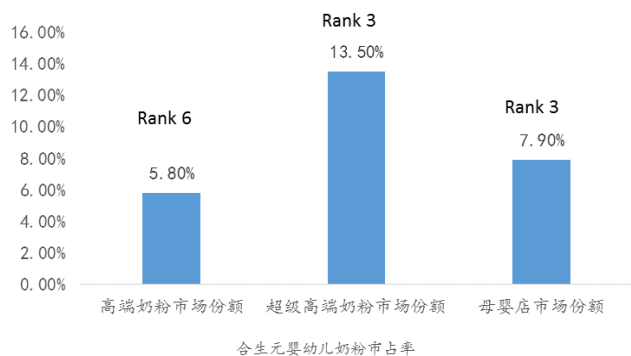
上半年销售费用同比增长 27.9%，二季度公司在电影赞助、里约奥运会赞助等活动中有更多的费用投入。行政费用同比增长 106.2%，主要是收购 Swisse 和授予购股权的摊销增加导致。上半年公司经营现金流净额 5.5 亿元，同比大幅提升。同时上半年公司融资成本为 2.28 亿。

表 1、公司财务摘要

RMB mn	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	1H16 HoH	1H16 YoY
收入	2,189	2,543	1,963	2,856	3,008	5.3%	53.2%
毛利润	1,346	1,581	1,143	1,842	1,928	4.7%	68.7%
毛利率	61.49%	62.17%	58.23%	64.50%	64.10%	down 0.4ppts	up 5.9ppts
销售费用	800	788	746	1,230	955	-22.4%	28.0%
占收入比重	36.55%	30.99%	38.00%	43.07%	31.75%	down 11ppts	down 6.3ppts
行政费用	86	89	80	200	165	-17.5%	106.3%
占收入比重	3.93%	3.50%	4.08%	7.00%	5.49%	up 8ppts	up 1.4ppts
归属母公司净利润	312	495	205	88	405	360.2%	97.6%
净利润率	14.25%	19.47%	10.44%	3.08%	13.46%	up 10ppts	up 3ppts

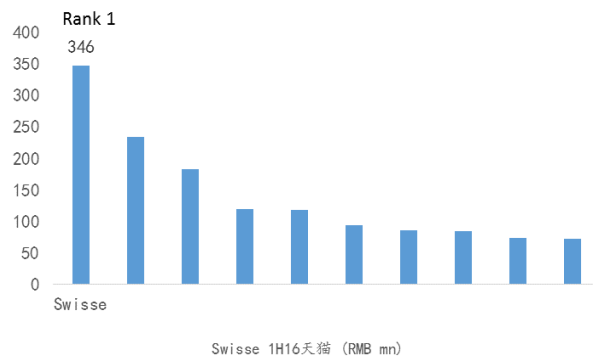
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 1、合生元奶粉市场占有率相对稳定



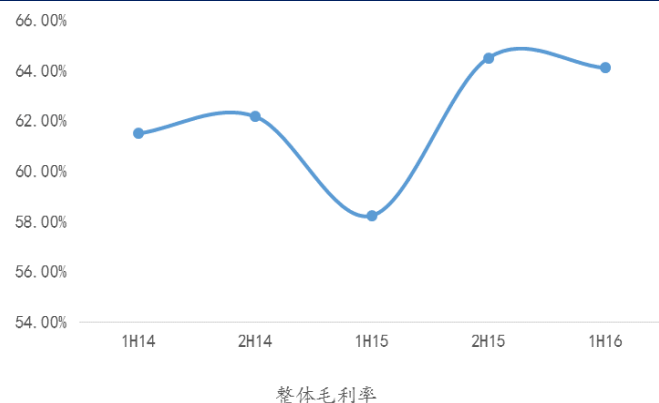
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 2、Swisse1H16 阿里巴巴平台销售额居保健品之首



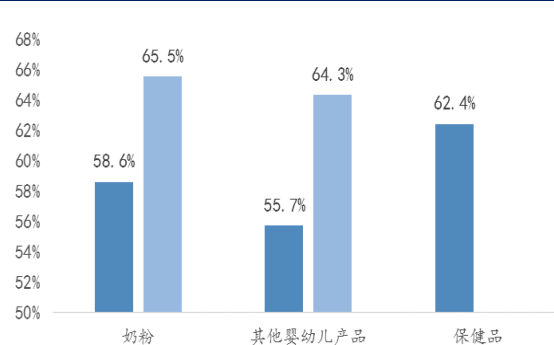
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 1、公司整体毛利率维持较高水平



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 2、公司各品类毛利率均有提升



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

我们的观点

我们看好保健品行业在中国的增长空间, 公司目前配合跨境电商政策逐步调整产品结构, 同时也在调整线上渠道和布局线下渠道, 中长期对公司保健品业务的发展提供保障, 但短期或对保健品的增量有所影响。2Q16 增速已环比 1Q 下降, 在渠道去库存的压力下, 预计下半年增长将进一步趋缓。

奶粉业务, 市场短期的竞争仍在持续, 公司仍将维持不激进, 保证渠道库存健康的做法哦, 同时持续布局高端和超高端婴幼儿配方奶粉, 有机新产品有望于今年十月上市。

下半年公司将持续高营销费用投入, 同时预计全年或有 4 亿的融资成本。根据 Wind 市场一致预期, 公司全年收入/净利润同比增长 42%/187%, 当前公司股价对应 2016/17 PE 分别为 15x/11x, 建议投资者适当关注。

风险提示

食品安全; 跨境电商政策风险; 竞争恶化

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恒生指数的涨跌幅为基准,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恒生指数的涨跌幅为基准,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
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@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: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元彧	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	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“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 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】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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。