

设立昂立电商拓宽销售渠道，大健康转型战略有序开展

■ **出资设立昂立电商，践行公司业务转型。**公司公告，子公司昂立保健品拟与员工团队共同出资500万设立上海昂立电子商务有限公司，昂立电商主要从事食品、保健食品等产品销售。其中，昂立保健品出资325万（占65%），员工团队出资175万（占35%）。公司本次出资设立昂立电商，完善公司产品线上销售渠道，是公司在推行大健康业务转型中的重要实践，未来将持续推进大健康战略有序实施，助力公司腾飞。

■ **设立电商公司完善渠道搭建，推行员工持股实现利益绑定。**公司以保健品业务起家，拥有十多个“昂立”系列产品、近五十个“天然元”系列产品，并新增“益生菌粉”等新产品，目前产品销售渠道仍以线下为主。为促进产品销售，公司于15年2月在上海自贸区设立全资子公司昂立国际贸易（注册资本1000万元），从事保健品的进出口、转口贸易等业务。本次出资设立昂立电商，将对公司产品销售及长期发展产生积极影响，助力公司产品销售增长及大健康转型有序实施：一方面，电商公司设立完成后，线上平台搭建有望提速，有利于拓宽公司保健品线上销售渠道，带动公司产品销售增长；另一方面，昂立电商采用公司+员工出资的方式设立，员工个人利益和公司效益实现绑定，在增强员工忠诚度和责任感基础上，有力调动员工工作积极性，保证业务转型有序实施。

■ **战略转型大健康，校企改革概念持续发酵。**公司于6月25日聘请葛剑秋先生担任常务副总裁，主导公司大健康业务转型，未来将完善公司产品种类及销售渠道、拓宽公司业务范围：一方面，依托公司保健品品牌优势，持续推进产品研发及销售渠道拓展，产品种类未来或将拓展至食品添加剂以及功能性食品等领域，而本次设立昂立电商是对公司既有销售渠道的丰富。另一方面，通过直接对接上游药品制造商（药厂）和下游药品销售商（药店），实现药品销售去代理化、缩短供应链长度、博取药品溢价，在原有保健品业务的基础上，实现业务拓展，支撑公司长期发展。此外，国企改革顶层设计方案出台将引导市场开始关注地方国企改革，校企改革作为国企改革重要分支，高校资产规模持续扩大，未来几年内或突破万亿元，伴随国企改革提速，有望尽快纳入国资监管体系，市场化管理或将加速推进。公司作为交大旗下两大上市平台之一（另一家为新南洋），在校企改革中有望持续推进，未来或将对对接交大旗下医疗资源，展开业务和资本层面合作。

■ **维持盈利预测，维持买入-A评级。**公司以保健品业务起家，产品种类丰富，设立进出口贸易公司完善产品出口体系建设，抢占国外市场份额，设立电商公司推进线上平台搭建，丰富国内市场产品销售渠道。公司在夯实保健品业务的基础上，推进大健康战略实施，打通大健康产品供应链条，有望切入解决医药产业改革痛点，实现业务升级。我们预计公司15-17年EPS为0.30、0.33、0.35元，当前股价对应PE为72倍、65倍、61倍，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**公司设立进展不达预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	367.0	388.4	369.6	386.8	405.3
净利润	83.0	84.9	92.8	102.3	109.5
每股收益(元)	0.27	0.27	0.30	0.33	0.35
每股净资产(元)	4.24	6.68	1.26	1.75	2.57

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	80.4	78.6	71.8	65.2	60.9
市净率(倍)	5.0	3.2	16.9	12.2	8.3
净利润率	22.6%	21.8%	25.1%	26.5%	27.0%
净资产收益率	6.0%	4.3%	18.3%	15.7%	12.3%
股息收益率	0.7%	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%
ROIC	12.6%	14.8%	39.6%	40.5%	33.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

28.00元

股价(2015-09-23)

21.37元

交易数据

总市值(百万元)	6,714.24
流通市值(百万元)	6,714.24
总股本(百万股)	312.00
流通股本(百万股)	312.00
12个月价格区间	8.37/43.74元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-6.01	25.96	121.12
绝对收益	-15.11	-5.86	157.11

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

传统业务业绩下滑，战略转型 2015-08-17
型大健康扬帆起航

财务报表预测和估值数据汇总(2015年09月24日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	367.0	388.4	369.6	386.8	405.3	成长性					
减:营业成本	133.1	133.6	154.9	162.8	171.1	营业收入增长率	-2.2%	5.8%	-4.8%	4.7%	4.8%
营业税费	5.1	10.4	9.6	10.1	10.5	营业利润增长率	-9.4%	20.9%	4.0%	10.1%	9.2%
销售费用	159.3	138.5	147.9	154.7	162.1	净利润增长率	-0.2%	2.3%	9.3%	10.3%	7.0%
管理费用	65.2	66.6	70.2	73.5	77.0	EBITDA 增长率	-8.4%	24.1%	3.9%	9.0%	8.3%
财务费用	4.2	14.6	14.0	14.2	14.4	EBIT 增长率	-9.7%	31.0%	3.1%	9.2%	8.4%
资产减值损失	4.2	5.6	5.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	2.7%	20.0%	3.3%	9.2%	8.4%
加:公允价值变动收益	0.4	-	-	-	-	投资资本增长率	2.4%	-61.5%	6.9%	31.4%	-26.7%
投资和汇兑收益	94.3	90.4	146.0	159.0	172.0	净资产增长率	-4.4%	51.9%	-76.1%	29.5%	38.4%
营业利润	90.6	109.6	114.0	125.6	137.1	利润率					
加:营业外净收支	2.6	1.6	-1.0	-	-1.0	毛利率	63.7%	65.6%	58.1%	57.9%	57.8%
利润总额	93.3	111.2	113.0	125.6	136.1	营业利润率	24.7%	28.2%	30.8%	32.5%	33.8%
减:所得税	5.9	15.8	15.8	17.6	19.1	净利润率	22.6%	21.8%	25.1%	26.5%	27.0%
净利润	83.0	84.9	92.8	102.3	109.5	EBITDA/营业收入	30.7%	35.9%	39.2%	40.9%	42.3%
						EBIT/营业收入	25.8%	32.0%	34.6%	36.1%	37.4%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	228	207	216	209	201
货币资金	72.0	109.9	147.9	154.7	162.1	流动营业资本周转天数	105	122	93	107	108
交易性金融资产	1.1	0.2	143.0	140.0	94.4	流动资产周转天数	308	326	428	517	492
应收帐款	137.6	173.7	64.7	208.3	82.5	应收帐款周转天数	121	144	116	127	129
应收票据	0.1	-	0.1	-	0.1	存货周转天数	74	75	84	87	88
预付帐款	32.7	11.4	50.2	11.0	51.9	总资产周转天数	1,789	2,115	2,359	2,044	2,092
存货	84.1	78.1	95.2	92.6	106.3	投资资本周转天数	699	463	280	320	300
其他流动资产	-	3.3	1.1	1.5	2.0	投资回报率					
可供出售金融资产	454.1	1,610.5	913.4	992.7	1,172.2	ROE	6.0%	4.3%	18.3%	15.7%	12.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.9%	3.4%	4.7%	4.7%	4.9%
长期股权投资	406.2	111.0	111.0	111.0	111.0	ROIC	12.6%	14.8%	39.6%	40.5%	33.4%
投资性房地产	142.7	138.5	138.5	138.5	138.5	费用率					
固定资产	226.8	220.5	223.9	226.0	226.7	销售费用率	43.4%	35.7%	40.0%	40.0%	40.0%
在建工程	0.1	-	-	-	-	管理费用率	17.8%	17.1%	19.0%	19.0%	19.0%
无形资产	8.5	8.2	8.3	8.4	8.4	财务费用率	1.1%	3.8%	3.8%	3.7%	3.6%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	62.3%	56.6%	62.8%	62.7%	62.6%
资产总额	1,793.0	2,770.0	2,074.9	2,317.6	2,393.2	偿债能力					
短期债务	159.0	224.0	1,286.7	1,252.3	1,120.1	资产负债率	18.6%	19.9%	74.4%	70.3%	60.3%
应付帐款	102.2	112.4	123.4	127.0	139.2	负债权益比	22.9%	24.9%	291.0%	237.3%	151.7%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.19	1.03	0.35	0.43	0.39
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.89	0.82	0.28	0.37	0.31
长期借款	-	-	-	109.6	19.2	利息保障倍数	22.82	8.51	9.14	9.84	10.52
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	333.6	552.5	1,544.3	1,630.4	1,442.3	DPS(元)	0.15	0.15	0.09	0.10	0.11
少数股东权益	135.0	132.4	136.8	142.5	150.0	分红比率	56.4%	55.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	312.0	312.0	312.0	312.0	312.0	股息收益率	0.7%	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%
留存收益	1,012.4	713.9	81.8	232.7	488.8						
股东权益	1,459.4	2,217.5	530.6	687.2	950.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.27	0.27	0.30	0.33	0.35
净利润	87.4	95.4	92.8	102.3	109.5	BVPS(元)	4.24	6.68	1.26	1.75	2.57
加:折旧和摊销	21.2	18.8	17.0	18.4	19.7	PE(X)	80.4	78.6	71.8	65.2	60.9
资产减值准备	4.2	5.6	-	-	-	PB(X)	5.0	3.2	16.9	12.2	8.3
公允价值变动损失	-0.4	-	-	-	-	P/FCF	62.4	11.2	5.9	79.1	-761.0
财务费用	6.7	15.4	14.0	14.2	14.4	P/S	18.2	17.2	18.0	17.2	16.5
投资损失	-94.3	-90.4	-146.0	-159.0	-172.0	EV/EBITDA	16.5	13.8	45.3	41.2	35.9
少数股东损益	4.4	10.5	4.4	5.7	7.6	CAGR(%)	7.3%	7.1%	5.2%	7.3%	7.1%
营运资金的变动	-310.9	74.1	-18.6	-89.4	106.3	PEG	11.0	11.1	13.8	8.9	8.6
经营活动产生现金流量	-244.4	-28.7	-36.4	-107.9	85.5	ROIC/WACC	1.2	1.4	3.8	3.9	3.2
投资活动产生现金流量	227.7	76.8	809.7	5.2	12.3	REP	2.1	4.9	5.8	4.3	6.7
融资活动产生现金流量	-12.4	-10.2	-735.4	109.6	-90.4						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘章明声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

