

增持 (维持)

目标价: 1.86

现价: 1.69

预期升幅: 10%

市场数据

报告日期 2016.07.04

收盘价(元)	1.69
总股本(百万股)	4,746
总市值(百万元)	8,020
净资产(百万元)	5,981
总资产(百万元)	7,664
每股净资产(元)	1.26

数据来源: Wind

相关报告

雅士利国际(1230.HK)-深度报告-20160512
雅士利国际(1230.HK)-2015年业绩点评-20160324
消费行业 2015 年业绩总结-行业深度报告-20160413

海外消费研究

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

01230.HK 雅士利国际

年内业绩恢复或低于预期

2016年07月04日

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,762	2,854	3,113	3,637
同比增长(%)	-22.30%	3.33%	9.09%	16.84%
净利润(百万元)	118	45	192	340
同比增长(%)	-64.40%	-61.53%	323.02%	76.59%
毛利率(%)	50.78%	51.15%	51.26%	51.58%
净利润率(%)	4.28%	1.59%	6.18%	9.34%
净资产收益率(%)	1.98%	0.72%	2.59%	3.88%
每股收益(元)	0.03	0.01	0.04	0.07
股息率(%)	0.52	0.19	0.81	1.42

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **下调公司目标价格至 1.86 港元, 维持增持评级:** 公司发布 2016 年上半年盈利预警, 中期业绩低于我们预期及市场一致预期, 主要受雅士利品牌销售恢复不及预期, 及较低新西兰工厂利用率影响。我们下调公司 2016/17 年收入分别至 28.54 亿元和 31.13 亿元, 实现净利润达 0.45 亿元和 1.9 亿元。我们给予公司目标价 1.86 港元, 是以现金流量折现法和 PE 估值法共同推估取得, 对应 2017/18 年业绩 PE 为 35x/20x。中长期看, 公司业绩恢复的基础依然存在, 且在婴幼儿乳粉行业大洗牌的背景下, 公司未来有望获取更高的市场份额, 因此给予公司相对行业平均估值和公司历史平均估值一定溢价。目前股价对应目标价格具备 10% 上升空间, 维持增持评级。
- **雅士利品牌销量年内不及预期或影响业绩恢复:** 雅士利品牌奶粉业绩低于预期, 一方面该品牌产品向母婴渠道转型的优势尚未体现。其次, 公司新西兰原装原罐进口产品进入市场晚于预期。另外, 公司新产品的上架却遭遇了 2016 年中国婴幼儿奶粉行业二季度以来跨境电商及线下渠道去库存带来的异常激烈市场竞争。
- **新西兰工厂产能利用率低于预期影响盈利性:** 公司新西兰工厂暂时产能利用率仍较低, 而固定成本较高。上半年新西兰工厂代工生产项目的进程有所推迟, 我们预计新西兰工厂全年费用支出和摊销折旧对公司盈利性形成较大负面影响, 该成本负担或在 2017 年有所改善。
- **风险提示:** 市场竞争进一步激烈, 雅士利品牌销量持续低迷, 原材料价格显著波动, 费用支出超预期, 多美滋中国并表业绩不达预期

报告正文

1. 公司上半年业绩不及预期

公司发布 2016 年上半年盈利预警，中期溢利或按年下降 85%，但较 2015 年下半年环比有所改善。公司中期业绩低于我们预期及市场一致预期，雅士利主品牌销售恢复不及预期，新西兰工厂利用率较低是公司业绩低于预期的主要原因。

● 雅士利品牌新品上市遭遇行业激烈竞争环境

公司指出雅士利主品牌升级、渠道转型落地还需更多时间和成本费用。我们判断公司收入端的下滑主要受到雅士利主品牌销售下滑影响。根据我们草根渠道调研，雅士利品牌产品销量在今年一季度是基本可以实现同比持平，而公司上半年主品牌销售的不及预期，判断主要是二季度销量出现同比明显下滑。

雅士利品牌奶粉业绩低于预期，一方面出于公司自身原因。首先，公司的雅士利品牌产品向母婴渠道转型的优势尚未体现出来。其次，公司新西兰原装原罐进口产品进入市场晚于预期，五月份才开始在中国终端市场销售。

另一方面，公司新产品的上架却遭遇了我国婴幼儿奶粉行业二季度以来异常激烈市场竞争。行业 2016 年 4 月 13 日，中国政府 11 个部门联合发布《跨境电子商务零售进口商品清单》中，按照食品安全法应当注册而未注册的进口婴幼儿乳粉被排除在外。虽然 18 日财政部相关部门回应市场，将监管节点拉至 2018 年 1 月 1 日，即 2018 年后跨境电商可售的进口婴幼儿乳粉必须有配方注册证书，但跨境电商去库存的行动却已经开启。加之市场对婴幼儿配方乳粉注册管理制度出台的预期下，线下中小品牌的去库存也较为激烈。公司在激烈的市场竞争中，仅在个别产品和个别渠道进行了加大促销，雅士利主品牌反而降低了促销力度，也形成了雅士利主品牌二季度销售量大幅下滑的原因。

公司目前五个在售品牌中，其余四个品牌的销售情况预计相对好于雅士利品牌。预计多美滋品牌产品今年有望出现恢复性增长，全年的并表有望给公司业绩带来增厚。欧世蒙牛品牌也有望在其深耕渠道优势下实现同比增长。施恩品牌年内预计有望扭转去年的亏损局面。Arla 品牌持续专注中高端市场，今年加入了线上销售平台，预计年内有望实现增长。

● 电商增长的同时注重维系价格体系

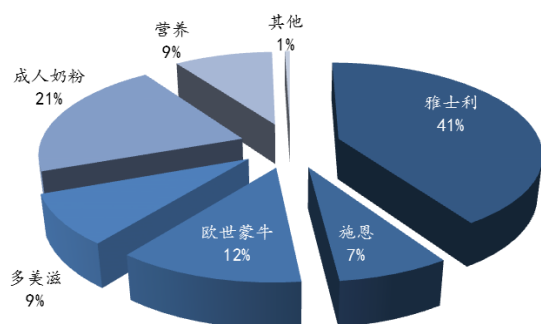
公司电商业务在注重规模增长的同时，加入了维系价格体系的平衡因素，防止在线上销售规模持续放大的同时，影响线下产品的价格体系，给公司中长期的品牌力形成带来影响。今年公司将在线上增加多美滋和 Arla 两个品牌产品的销售，丰富线上的产品结构。

● 新西兰工厂产能利用率未如约提升

公司 2015 年 11 月投入使用的新西兰工厂暂时产能利用率仍较低，而固定成本较高，上半年的费用支出和摊销折旧对公司盈利性形成较大负面影响。公司当前的新西兰工厂产能利用率较低，未来将逐步应用于公司国内产品的原料奶。公司原

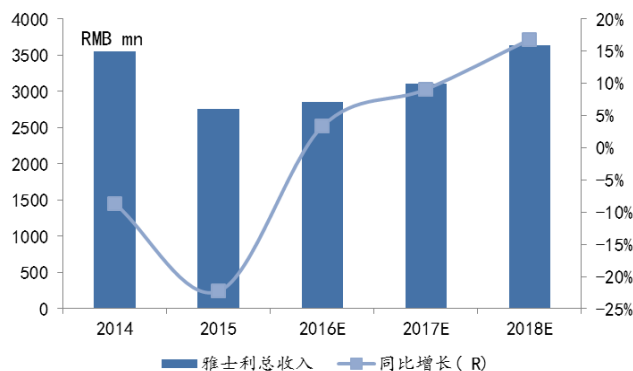
计划短期内，将部分新西兰部分原料奶供应给达能，同时计划做部分代工生产项目以提升产能利用率，降低固定资产的折旧摊销。今年5月27日公司发布公告，公司与达能集团成员公司订立过对服务协议生产及供应协议集研发支援及服务的公告，但代工业务尚未达成，造成了上半年新西兰工厂的费用和折旧的较大规模支出。

图 1、2016 年收入结构



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 2、预计全年公司收入同比实现小幅增长



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

2. 期待多美滋中国并表给公司下半年业绩带来增厚

● 多美滋中国下半年有望贡献公司业绩

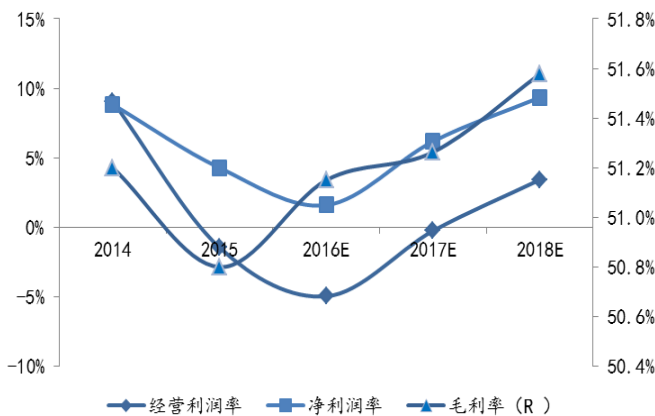
多美滋中国 2015 年从不活跃经销商回收存货，进行摒除不活跃经销商渠道的梳理，该部分回收的存货直接冲减 2015 年的收入，导致收入大幅下跌及产生非经常性开支，全年公司发生的非经常一次性开支合计 5.8 亿元人民币，其中包括固定资产及无形资产减值亏损 2.4 亿元，与优化经销商网络有关的核算成本 2.8 亿元，以及重组成本 5400 万元。从收入端经营状况看，多美滋中国的收入于 2015 年的最后几个月有改善迹象。2015 年前七个月，多美滋中国录得收入人民币 2.04 亿元，约每月人民币 2900 万元。2015 年 7-12 月五个月期间，多美滋中国录得收入人民币 213 万元，约每月人民币 4300 万元，环比有所改善。

2016 年 1-3 月多美滋中国月收入分别为 4200 万元、1800 万元及 5700 万元。我们预计今年上半年对多美滋中国业务的投入，将在下半年带来终端销量的释放。加之 2016 年非经常一次性支出将大幅下降，不活跃通路存货回冲也基本完成，预计下半年并表后多美滋中国或贡献雅士利正面利润。

● 下调公司业绩预期

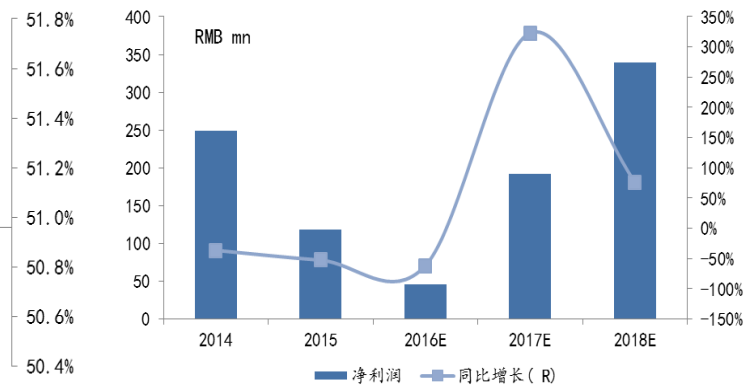
鉴于雅士利品牌的销售恢复进程低于我们预期，我们下调公司 2016 年及 2017 年雅士利品牌产品的销售规模。盈利性方面，公司以长远眼光积极维护产品价格体系，并未参与市场去库存的激烈促销，反而在雅士利主品牌上降低了促销幅度，我们预计公司的毛利率有望维持。但鉴于年内新西兰工厂或持续维持较低的产能利用率，公司全年的净利润率水平或将受到负面影响。我们预计新西兰产能利用率的因素或在 2017 年有所改善，而雅士利品牌的渠道转型或在明年年初有所起色。综上，我们下调公司 2016/17 年收入分别至 28.54 亿元和 31.13 亿元，同比增长 3% 和 9%，实现净利润分别达到 0.45 亿元和 1.9 亿元。

图 3、年内公司整体盈利性尚难提升



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 4、公司业绩恢复或延期



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

3. 中长期仍有望受益婴幼儿乳粉配方注册管理制度

2016 年 6 月 9 日，中国史上最严的奶粉政策落地，国家食品药品监督管理总局发布《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》，政策将于 10 月 1 日起实施，市场预期，按照每个企业原则上不超过三个配方系列九种产品配方的要求，根据国家食药总局新闻稿显示的数据，目前中国 103 家婴幼儿配方乳粉企业有近 2000 个配方，估算市场上三分之二的奶粉配方将被淘汰，四分之一的奶粉企业或将出局。我们预计公司作为中粮旗下蒙牛乳业的唯一奶粉业务平台，以及国产品牌中拥有海外原奶资源的企业，未来将中长期受益于政策获得更高的市场份额。

4. 估值

我们给予公司目标价 1.86 港元，是以现金流量折现法和 PE 相对估值方法共同推估取得，对应 2017/18 年业绩 PE 为 35x/20x。公司年内业绩不达预期，主要受到

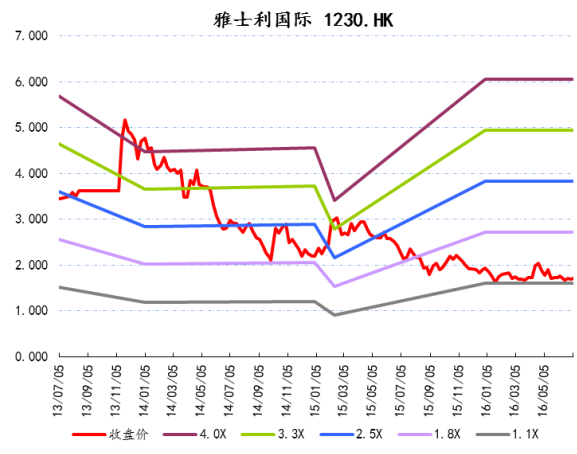
行业短期调整和短期新西兰产能利用率较低的影响，中长期看，公司业绩恢复的基础依然存在，且在婴幼儿乳粉行业大洗牌的背景下，公司未来有望获取更高的市场份额。我们预计公司 2017 年业绩或有恢复，公司业绩持续下滑后的业绩反转预期下，给予公司相对行业平均估值和公司历史平均估值一定溢价。目前股价对应目标价格具备 10% 上升空间，维持增持评级。

图 5、P/E Band



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 6、P/B Band



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

5. 风险提示

- 市场竞争进一步激烈
- 雅士利品牌市场销量恢复低于预期
- 原料奶及进口大包粉价格显著增长超出预期
- 费用超预期支出
- 多美滋中国并表业绩不达预期

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	5,042	4,861	5,818	7,015
货币资金	1,308	1,103	2,012	3,092
交易性金融资产	-	-	-	-
应收账款	164	147	134	131
其他应收款	92	111	116	122
存货	641	683	743	862
非流动资产	2,622	3,051	3,217	3,383
可供出售金融资产	-	-	-	-
长期股权投资	383	402	423	444
投资性房地产	-	-	-	-
固定资产净值	1,711	1,796	1,886	1,980
商誉及无形资产	285	273	273	273
土地使用权	89	410	450	482
其他非流动资产	154	169	186	205
资产总计	7,664	7,912	9,036	10,398
流动负债	1,675	1,581	1,586	1,622
短期借款及长期借款当期到期	664	598	538	484
应付票据及账款	272	267	290	337
应缴税金	58	2	7	13
其他流动资产	681	715	750	788
非流动负债	8	9	9	10
长期借款	-	-	-	-
其他	8	9	9	10
负债合计	1,683	1,590	1,595	1,632
股本	399	399	399	399
资本公积	3,881	1,552	621	248
未分配利润	1,065	1,118	1,174	1,233
少数股东权益	-	-	-	-
股东权益合计	5,981	6,322	7,440	8,766
负债及权益合计	7,664	7,912	9,036	10,398

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	118	45	192	340
折旧和摊销	157	331	347	365
营运资金的变动	107	17	12	3
出售固定资产收到现金	34	34	34	34
资本性支出	345	276	290	304
投资损失	559	448	224	112
债务增加	704	740	777	815
债务减少	1,003	602	361	217
支付股利合计	75	13	56	98
经营活动产生现金流量	80	338	558	714
投资活动产生现金流量	-1,727	-670	-12	-137
融资活动产生现金流量	2,712	125	360	501
现金净变动	1,068	-205	909	1,080
现金的期初余额	240	1,308	1,103	2,012
现金的期末余额	1,308	1,103	2,012	3,092

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,762	2,854	3,113	3,637
营业成本	1,359	1,394	1,517	1,761
毛利	1,402	1,460	1,596	1,876
销售费用	1,320	1,388	1,457	1,603
管理费用	208	312	254	274
其他经营费用	93	86	93	109
营业利润	-40	-141	-8	124
利息支出	24	27	29	32
利息收入	187	215	237	261
权益性投资损益	-	-	-	-
非经营性损益	90	-	-	-
非经常项目损益	53	-	-	-
利润总额	123	47	200	353
所得税	5	2	7	13
净利润	118	45	192	340
少数股东损益	-	-	-	-
归属母公司净利润	118	45	192	340
EPS (元)	0.03	0.01	0.04	0.07

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性 (%)				
营业收入增长率	-22.30%	3.33%	9.09%	16.84%
营业利润增长率	-	-	-	-
净利润增长率	-64.40%	-61.53%	323.02%	76.59%
盈利能力 (%)				
毛利率	50.78%	51.15%	51.26%	51.58%
净利率	4.28%	1.59%	6.18%	9.34%
ROE	1.98%	0.72%	2.59%	3.88%
偿债能力 (%)				
资产负债率	21.96%	20.09%	17.66%	15.69%
流动比率	3.01	3.07	3.67	4.32
速动比率	2.63	2.64	3.20	3.79
营运能力 (次)				
资产周转率	0.44	0.37	0.37	0.37
存货周转率	2.00	2.11	2.13	2.19
每股资料 (元)				
每股收益	0.03	0.01	0.04	0.07
每股经营现金	0.20	0.85	1.40	1.79
每股净资产	1.26	1.33	1.57	1.85
估值比率 (倍)				
PE	55.82	151.38	35.79	20.26
PB	1.15	1.09	0.93	0.79

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: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 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
朱元贱	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: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 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: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 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。