

增持 (维持)

1230.HK 雅士利国际

目标价: 1.86 港元

艰辛的转型之路继续, 期待迟来的复苏

现价: 1.67 港元

2016年08月26日

预期升幅: 11%

### 主要财务指标

### 市场数据

报告日期 2016.08.26

收盘价(元)	1.67
总股本(百万股)	4,746
总市值(百万元)	7,925
净资产(百万元)	6,027
总资产(百万元)	7,978
每股净资产(元)	1.27

数据来源: Wind

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

### 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  
雅士利国际(1230.HK)-跟踪报告-20160704

### 海外消费研究

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

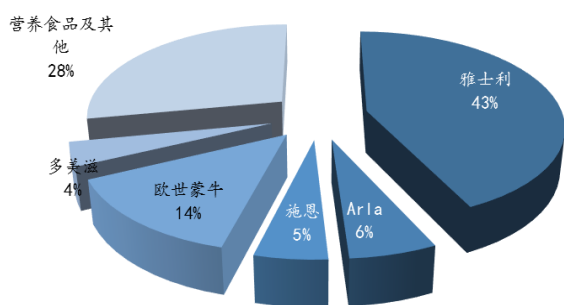
- **维持盈利预期及 1.86 港元目标价, 增持评级:** 公司下半年将集中发展母婴和电商渠道, 完善产品在渠道布局, 将雅士利国产品牌奶粉转移到线上渠道, 线下全渠道铺设雅士利进口产品, 另外针对母婴渠道公司未来将更多采用直销和合伙制的方式, 以增加母婴店的动销和卖力。新举措下, 预计下半年销售收入有望环比上半年提升, 加之多美滋的并表, 公司全年收入预计达到 28 亿元。毛利润率在公司原料采购议价能力增强的情况下有望维持。8 月公司的新西兰工厂已与达能签订采购协议, 为达能提供基粉产品, 预计将环比提升新西兰工厂的产能利用率, 预计公司全年净利润 4500 万。维持公司 1.86 港元的目标价格, 目前股价对应目标价格具备 11% 上升空间, 维持增持评级。
- **1H16 收入下行 21.7%, 但结构性改变已现:** 1H16 公司收入 11.5 亿元, 同比下滑 21.7%。雅士利品牌奶粉销售额上半年同比下降 37.2%, 环比去年下半年仍有 28.4% 的降幅, 一方面受到市场环境的影响, 同时公司渠道转型慢于预期。而公司布局的高端和超高端系列产品增长较快。其中 Arla 和欧式蒙牛品牌收入分别同比增长 219% 和 5%, Arla 对销售贡献从去年同期的 1.4% 提升到 6%。多美滋从六月起并表, 贡献公司总收入的 4%。
- **产品结构改善促进毛利率提升, 低开工率影响整体盈利性:** 上半年公司整体毛利率受产品结构改变影响, 同比提升 1.4ppts 至 50.6%。公司新西兰工厂上半年产能利用率仍较低, 一方面受到行业注册制新规落地较迟, 使公司无法确定产能分配, 另外, 为达能的代工计划也有所推迟, 该部分相关支出放在行政费用中, 导致行政费用和其他经营性支出合计 2 亿元, 同比去年增加约 1.2 亿元, 对公司盈利性形成较大负面影响。上半年公司毛利润同比下滑 19.6%, EBITDA 同比下滑 95%, 净利润同比下降 87%。
- **风险提示:** 雅士利品牌销量持续低迷, 多美滋中国并表业绩不达预期

## 报告正文

**1H16 收入下行 21.7%，但结构性改变已现**

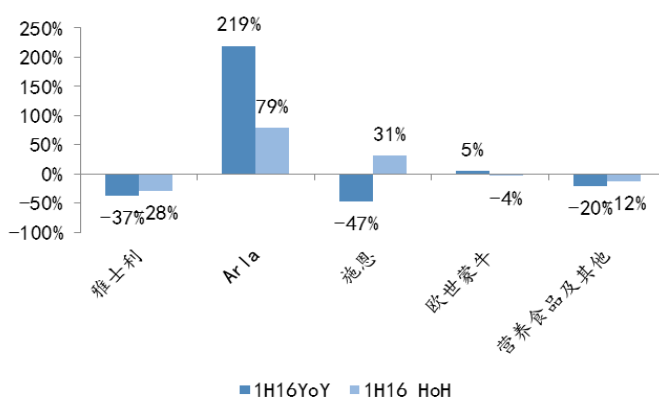
公司上半年实现收入 11.5 亿元，同比下滑 21.7%，主要受到行业去库存竞争激烈，及雅士利主品牌奶粉渠道转型慢于预期的影响。1H16 中国婴幼儿配方奶粉全行业的销售额同比下降 1%，是五年来首现下滑，一方面市场期待的二胎政策下的新增人口效果尚未显现，另一方面配方注册制新政带来的去库存促销竞争异常激烈。公司雅士利品牌奶粉销售额上半年同比下降 37.2%，环比去年下半年仍有 28.4% 的降幅，一方面受到市场环境的影响，同时公司渠道转型慢于预期。而公司布局的高端和超高端系列产品增长较快。其中 Arla 和欧式蒙牛品牌收入分别同比增长 219% 和 5%，Arla 对销售贡献从去年同期的 1.4% 提升到 6%。多美滋从六月起并表，贡献公司总收入的 4%。

图 1、2016 年上半年收入结构



数据来源:公司资料,兴业证券研究所

图 2、产品增长出现结构性差异

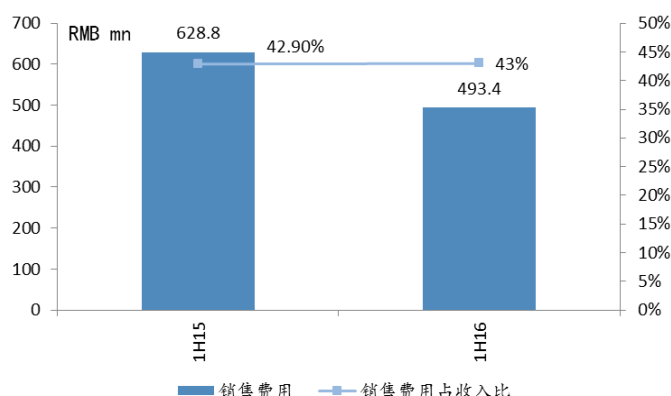


数据来源:公司资料,兴业证券研究所

**产品结构改善促进毛利率提升，低产能利用率影响整体盈利性**

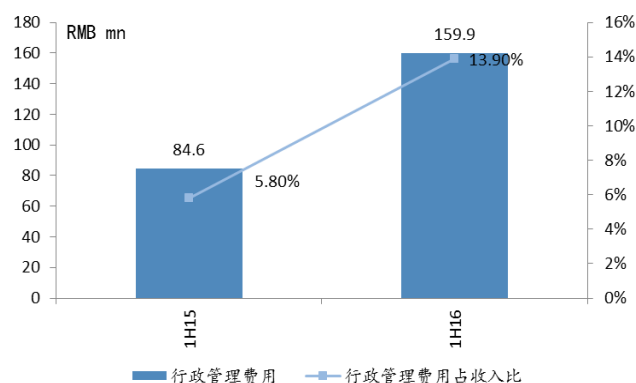
上半年公司整体毛利率受产品结构改变影响，同比提升 1.4 ppts 至 50.6%。销售费用随销售规模下降而下降，占收入比重基本持平在 43% 的较高水平。另外，公司 2015 年 11 月投入使用的新西兰工厂上半年产能利用率仍较低，一方面受到行业注册制新规落地较迟，使公司无法确定产能分配，另外，为达能的代工计划也有所推迟，因此新西兰工厂的固定成本较高，同时关闭的龙江和广州工厂尚未处置完毕，该部分相关支出放在行政费用中，导致行政费用和其他经营性支出合计 2 亿元，同比去年增加约 1.2 亿元，对公司盈利性形成较大负面影响。上半年公司毛利润同比下滑 19.6%，EBITDA 同比下滑 95%，净利润同比下降 87%。

图 3、销售费用占收入比重同比持平



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 4、管理费用大幅增加



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

### 集中发展母婴和电商渠道，完善产品在渠道布局

公司产品和品牌布局已完成的基础上，今年下半年将继续进行产品渠道布局的调整。由于过往雅士利品牌的商超渠道规模较大，因此雅士利品牌向母婴渠道转移相对难度较大。公司针对雅士利品牌的销售不利情况，将进一步采取以下举措。首先是产品在渠道的布局调整，目前公司将雅士利国产品牌奶粉转移到线上渠道，线下全渠道将全面布局雅士利进口产品，另外针对母婴渠道公司未来将更多采用直销和合伙制的方式进行，以增加母婴店的动销和卖力。同时，公司将持续渠道调整，加强电商和母婴渠道的建设。多美滋、施恩的产品也已经在线上布局，产品定位符合线上需求，公司将通过村淘等平台进一步做电商渠道的下沉和渗透，提升电商品台的贡献。公司于今年下半年新上任副总裁华力接管主抓营销，开展以上一系列新的举措，雅士利品牌销售额在进入三季度后，已经环比有所改善。

### 多美滋收入及利润端有望全年有望正贡献

多美滋业务在今年六月开始并表，上半年多美滋渠道布局和产品梳理投入费用较高，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。

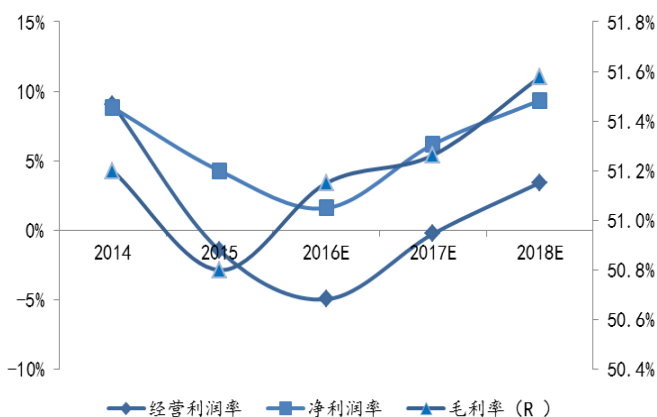
### 维持公司盈利预测，目标价 1.86 港元，增持评级

下半年在产品铺设和渠道调整的新举措下，销售收入有望环比上半年提升，加之

多美滋的并表，公司全年收入预计达到 28 亿元。毛利润率在公司原料采购议价能力增强的情况下有望维持。今年 8 月 17 日，公司的新西兰工厂已与达能签订采购协议，为达能提供基粉产品，预计将环比提升新西兰工厂的产能利用率，但受制于配方注册制尚未具体实施的影响，开工率仍将相对较低水平。预计公司全年净利润 4500 万。

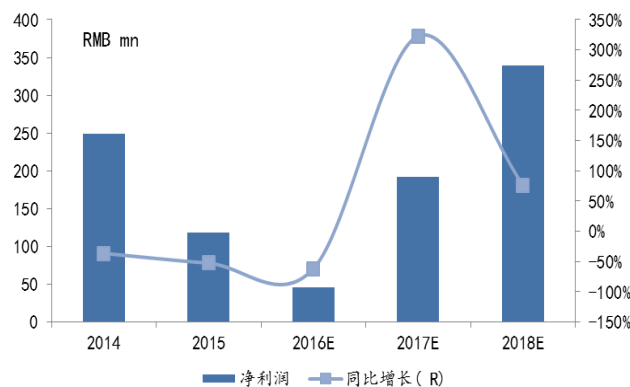
我们维持公司 1.86 港元的目标价格，对应 2017/18 年业绩 PE 为 35x/20x。公司业绩恢复的基础依然存在，同时我们看好公司在短期行业去库存高竞争的阵痛后，中长期在婴幼儿乳粉行业洗牌中获得更多市场份额的机会。我们预计公司 2017 年业绩出现上行拐点，目前股价对应目标价格具备 11% 上升空间，维持增持评级。

图 5、预计整体盈利性 2017 年触底回升



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 6、预计公司 2016 年实现净利润 4500 万元



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

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

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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	7,664	7,912	9,036	10,398
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	8	9	9	10
长期借款	-	-	-	-
其他	8	9	9	10
<b>负债合计</b>	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	-	-	-	-
<b>股东权益合计</b>	5,981	6,322	7,440	8,766
<b>负债及权益合计</b>	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
<b>经营活动产生现金流量</b>	80	338	558	714
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,727	-670	-12	-137
<b>融资活动产生现金流量</b>	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
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	-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	-	-	-
<b>利润总额</b>	123	47	200	353
所得税	5	2	7	13
净利润	118	45	192	340
少数股东损益	-	-	-	-
<b>归属母公司净利润</b>	118	45	192	340
<b>EPS (元)</b>	0.03	0.01	0.04	0.07

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长性 (%)</b>				
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%
<b>盈利能力 (%)</b>				
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%
<b>偿债能力 (%)</b>				
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
<b>营运能力 (次)</b>				
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
<b>每股资料 (元)</b>				
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
<b>估值比率 (倍)</b>				
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
朱元戩	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](http://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。