

增持 (维持)

目标价: 1.86 港元

现价: 1.55 港元

预期升幅: 20%

### 市场数据

报告日期 2016.11.04

收盘价(港元)	1.55
总股本(百万股)	4,746
总市值(百万港元)	7,356
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

### 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

雅士利国际(1230.HK)-跟踪报告-20160826

雅士利国际(1230.HK)-跟踪报告-20160917

### 海外消费研究

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

## 1230.HK 雅士利国际

加深与达能的供应链协同性, 维持增持评级

2016年11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	3,463	4,005
同比增长(%)	-22.30%	3.33%	21.36%	15.64%
净利润(百万元)	118	45	211	357
同比增长(%)	-64.40%	-61.53%	362.74%	69.51%
毛利率(%)	50.78%	51.15%	50.63%	50.97%
净利润率(%)	4.28%	1.59%	6.08%	8.91%
净资产收益率(%)	1.98%	0.72%	2.80%	4.03%
每股收益(元)	0.03	0.01	0.04	0.08
股息率(%)	0.55	0.20	0.94	1.59

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

### 投资要点

- **上调 2017/18 年净利润 9%/5%，维持增持评级:** 公司于 11 月 4 日发布公告，新西兰工厂与达能订立战略合作供应协议，协议涉及交易金额 2017/2018 年每年为 3.5 亿元，雅士利国际会相应的获得这部分稳定收入及盈利，由此我们分别上调公司 2017/18 年收入 11%/10%，对应两年净利润分别上调 9%/5% 至 2.1 亿元和 3.6 亿元。该供应协议有助于公司 2017 年业绩的恢复，我们维持公司 1.86 元目标价，对应 2017/18 年 P/E 为 36x/21x，重申增持评级。
- **新西兰工厂产能利用率明年有望提升:** 雅士利子公司新西兰乳业与达能 SA 附属子公司及达能集团成员公司订立战略合作供应协议，向达能方销售奶粉基粉及乳品原料。到 2016 年底，计划交易金额达 7000 万元，2017/18 年度交易金额分别为 3.5 亿元，公司将会获得该部分稳定收益。另外，粗略估算协议基粉供应量或占到新西兰工厂总产能的 25% 左右，届时新西兰工厂产能利用率有望显著提升，预计明年新西兰乳业亏损将显著收窄，进而提升公司整体盈利能力。
- **调整产品渠道布局，增加母婴店直营及合伙制:** 针对雅士利主品牌销售规模持续的下滑，首先，公司调整产品的渠道布局，将雅士利国产品牌奶粉转移到线上渠道，线下全渠道将全面布局雅士利进口产品。其次，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。另外，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，提升电商渠道贡献。
- **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****达能向雅士利采购基粉，年规模 3.5 亿元**

公司于 2016 年 11 月 4 日发布公告，雅士利旗下子公司新西兰乳业与达能 SA 附属子公司及达能集团的成员公司，订立战略合作供应协议。根据协议，新西兰乳业同意向达能附属公司及达能集团成员公司销售奶粉基粉产品及乳品原料。

根据协议，从供应生效之日起到 2016 年 12 月 31 日，达能计划采购基粉等乳品原料金额为 7000 万元，2017/18 年达能旗下子公司将会向雅士利旗下新西兰乳业分别采购金额为 3.5 亿元的基粉及原料。

每三个月，奶粉基粉产品及乳品原料价格可经过新西兰乳业及购买方共同协定修订一次。战略合作协议将于生效日期至 2018 年 12 月 31 日期间生效，除非期届满前至少六个月发出通知拒绝延长战略合作共赢协议年期，否则战略合作供应协议的期限将在届满后延长一年。

**获得稳定收益的同时，有利于新西兰工厂提升产能利用率**

我们判断协议的签订，有助于公司获得稳定的收益，同时有助于新西兰工厂产能利用率的提升。

首先，2017-18 年每年 3.5 亿的交易金额，作为公司稳定的收入来源，有望提升公司 2017/18 年 11%/10% 的收入规模，我们预计公司 2017/18 年收入同比增长 21%/16% 分别达到 34.6/40.1 亿元。

其次，有利于提升新西兰工厂产能利用率。新西兰工厂于去年底竣工投产，但至今为止产能利用率较低，到今年 5 月份才有产品进口到国内。新西兰工厂计划年总产能为 5.2 万吨，公司此次与达能签订的供应协议每年供应量预估在 1.3 万吨左右，可以占到新西兰工厂总产能的 25%。2016 年预计新西兰工厂全年或亏损在 1.4 亿元左右，伴随公司明年将最大化的释放产能，预计 2017 年新西兰工厂亏损将明显收窄。

另外，此次合作深化了雅士利与达能供应链的协同合作，在满足公司雅士利品牌自用的情况下，未来雅士利的新西兰工厂为达能旗下的爱他美和可瑞康代工的可能性增加。

### 加速雅士利品牌渠道转型及注重终端动销

从公司上半年业绩看，公司布局的高端和超高端系列产品实现较快增长，欧世蒙牛、施恩及多美滋均呈现同比增长趋势。雅士利品牌的渠道转型仍是未来收入端恢复增长的重要方面。公司针对雅士利品牌的销售规模持续下滑，从今年下半年开始采取了几方面策略。

首先，公司调整产品的渠道布局，将雅士利国产品牌奶粉转移到线上渠道，线下全渠道将全面布局雅士利进口产品。其次，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。另外，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，提升电商平台的贡献。

### 公司整体盈利能力有望改善，期待业绩改善

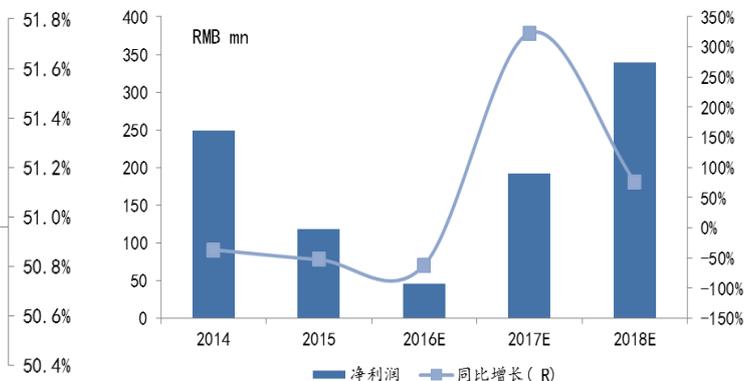
公司毛利率在公司原料采购议价能力增强的情况下有望维持，但预计新西兰工厂出售基粉及乳品原料业务毛利率低于生产婴幼儿乳粉产品，预估 2017 年公司整体毛利率同比下降 0.5ppts 至 50.63%。预计新西兰工厂 2017 年亏损将大幅收窄，销售及行政费用有望在销售规模回升后占比回落，预计公司 2016/17 年全年净利润 4500 万元和 2.1 亿元。2017 年公司净利润率有望从 2016 年的 1.6% 回升至 6.1%。

图 1、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 2、期待 2017 年业绩反转

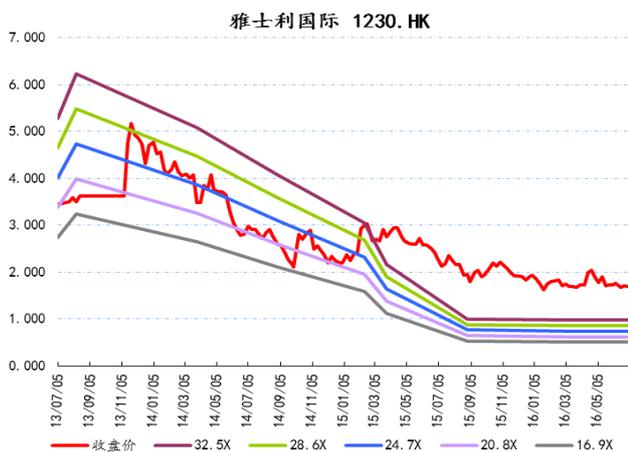


数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

### 维持目标价 1.86 港元，增持评级

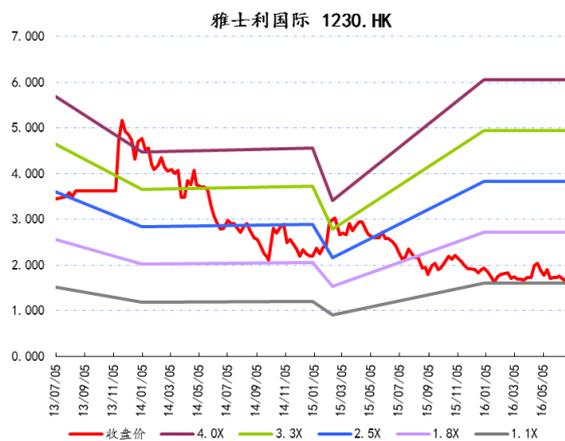
我们维持公司 1.86 港元的目标价格，对应 2017/18 年业绩 PE 为 36x/21x。公司业绩恢复的基础依然存在，公司下半年针对雅士利品牌销售规模持续下滑已开始积极采取措施，同时加深与达能的供应链协同合作，为公司明年业绩反转提供进一步保障。公司作为蒙牛旗下唯一的奶粉平台，发展受到蒙牛甚至中粮的重视。借助大股东的资源优势，我们看好公司在短期行业去库存高竞争的阵痛后，中长期在婴幼儿乳粉行业洗牌中获得更多市场份额的机会。预计公司 2017 年业绩出现上行拐点，目前股价对应目标价格具备 20% 上升空间，重申增持评级。

图 3、P/E Band



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 4、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	5,955	7,189
货币资金	1,308	1,103	2,055	3,167
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	837	961
<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	9,173	10,572
<b>流动负债</b>	1,675	1,581	1,653	1,711
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	327	376
应缴税金	58	2	37	63
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	1,662	1,721
<b>股本</b>	399	399	399	399
<b>资本公积</b>	3,881	1,552	621	248
<b>未分配利润</b>	1,065	1,118	1,174	1,233
<b>少数股东权益</b>	-	-	-	-
<b>股东权益合计</b>	5,981	6,322	7,511	8,851
<b>负债及权益合计</b>	7,664	7,912	9,173	10,572

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	118	45	211	357
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	61	103
<b>经营活动产生现金流量</b>	80	338	606	751
<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	355	496
现金净变动	1,068	-205	952	1,112
现金的期初余额	240	1,308	1,103	2,055
现金的期末余额	1,308	1,103	2,055	3,167

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,762	2,854	3,463	4,005
营业成本	1,359	1,394	1,710	1,963
毛利	1,402	1,460	1,753	2,041
销售费用	1,320	1,388	1,521	1,667
管理费用	208	312	312	321
其他经营费用	93	86	104	120
营业利润	-40	-141	40	192
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	248	420
所得税	5	2	37	63
净利润	118	45	211	357
少数股东损益	-	-	-	-
<b>归属母公司净利润</b>	118	45	211	357
<b>EPS(元)</b>	0.03	0.01	0.04	0.08

## 主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	-22.30%	3.33%	21.36%	15.64%
营业利润增长率	-	-	-	-
净利润增长率	-64.40%	-61.53%	362.74%	69.51%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	50.78%	51.15%	50.63%	50.97%
净利率	4.28%	1.59%	6.08%	8.91%
ROE	1.98%	0.72%	2.80%	4.03%
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	21.96%	20.09%	18.12%	16.28%
流动比率	3.01	3.07	3.60	4.20
速动比率	2.63	2.64	3.10	3.64
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	0.44	0.37	0.41	0.41
存货周转率	2.00	2.11	2.25	2.18
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.03	0.01	0.04	0.08
每股经营现金	0.20	0.85	1.52	1.88
每股净资产	1.26	1.33	1.58	1.87
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	51.19	138.84	30.00	17.70
PB	1.06	1.00	0.84	0.71

## 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
朱元斌	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	陈振光	13818288830	chenzg@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。