

未评级

雅士利国际 (1230.HK)

全力拓展新渠道 奶粉价格下跌对毛利率影响有限

市场数据

报告日期	2015.1.22
收盘价(港元)	2.36
总股本(亿股)	35.59
总市值(亿港元)	83.99
总资产(亿元)	46.92
每股净资产(港元)	1.13

数据来源: 彭博

事件:

我们于1月22日与雅士利副总裁肖开清举行电话会议,交流了公司最新的经营状况。

主要观点:

- **2015年重点发展新渠道:** 近年来,电商、母婴两个新型通路高速发展。2014年,电商渠道增长32%,占行业整体销售的22%,母婴渠道增长8%,占行业整体销售48%。电商渠道的发展改变了行业格局。雅士利的优势在于传统渠道,希望通过发展新渠道改善业绩,目前已经储备9款新品,即将在电商、母婴渠道推出,2015年是检验新品的重要年份。
- **奶粉下跌对毛利率的影响不会很大:** 原材料成本占雅士利销售成本的80%,而奶粉又占其中的30%,所以奶粉价格每下跌10%,实际对毛利率的影响只有1.2个百分点。
- **2015年收入会恢复,费用略有上升:** 新渠道对公司收入的冲击已经暂告一段落,随着新品推出收入会见底回升。已有产品促销的力度不会有太大的变化,但是新品推广的费用会增加。2015年利润端增长很有可能慢于收入端。
- **估值:** 根据彭博一致预期,目前股价对应2015财年市盈率18倍。

兴证香港研究部
分析师: 郑泽滨
(SFC: BEN914)

86-755-23836008
852-35095999
zhengzb@xyzq.com.hk

会议要点:

1. 达能卢总任职之后公司的策略有什么调整?

销售方面、市场方面和品牌方面我们可能会有调整。大体可以分三个方面：首先是去年产品推新品速度不快，今年会陆续推出新品，逐渐加强这一块，第二个就是团队，以后陆续还会有略微的调整，第三个就是市场，今年聚焦点还是线上和母婴渠道，母婴渠道是重中之重，因为公司在母婴渠道去年是比较弱的，今年侧重点会放在这方面。公司的产品上作积累，团队是稳定的，在执行力上也是没有问题的。

2. 雅士利平台会引进达能的品牌一起做吗?

卢总虽然来自达能，但公司与达能在品牌没有合作计划，还是用雅士利和施恩平台发展。国家审批也比较严格，新认证一个新品也需要时间，目前产品储备已经足够应付近期线上线下的发展了。现在获得批准的已经有 6 款新产品，去年有 3 款，所以加在一起有 9 款。

3. 明年新品对收入的贡献会有多少?

新品正式进入市场需要到 2 月份之后，现在虽然有产品，但是在生产、包装、推广上还需要进一步完善。初次投放策略上会比较谨慎，具体表现还得看市场认受度。

4. 怎么看明年的婴儿奶粉行业?

行业方面公司认为今年销售额有一个接近双位数的增长，但 15 年的增长可能不是很大，可能还是单位数的增长。

5. 电商渠道产品的价格定位?

在价格上，我们出的 6 种产品，零售价格在 200-300 元之间。具体的实现价格要看电商的销售策略、营销计划和活动安排。

6. 整个行业的产品结构是往下走的?

以往线下销售定义的中高端是 200-300 元的产品，线上定义的中高端产品是 150-250 元的产品，从这个角度，平均单价是往下走的。但因为价格下跌，中低端产品的市场空间是越来越收缩的，线下 100 元的产品获得的利润微薄，将会被挤出市场，中高端的产品会增加，产品结构其实是往上的。

同时线上产品也挤压我们传统渠道所占份额，线上 30%的增长，线下传统渠道 8%-10%的负增长，母婴渠道销售量是持平的。

7. 三大渠道的行业增长大约是多少？

电商渠道占比 22%，销售额增速 32%；母婴渠道占比 48%，销售额 8%的正增长，销量没有增长；传统渠道占 30%，按销售额下跌 10%，按销售量下跌 8%。

8. 关于奶粉价格下跌，澳洲那边下跌 50%，公司采购原奶粉价格会便宜，这个对公司毛利的影响大不大？

不会有太大影响，主要有两个原因：一个是销售平均单价是往下走的，另一个就是新建的工厂。新西兰工厂 5 月份要建设投产，后期还会投入，也要做折旧，这些费用的影响还是很大的。

9. 2014 年奶粉价格的下跌，公司有因此受惠吗？

我们认为奶粉下降 10%，对毛利率提升贡献了 1.2%，奶粉占原材料成本 30%，乳清粉占 20%左右，营养元素 DHA 等也占 20%多。原材料成本又占整个成本将近 80%。

10. 快消品的毛利率没有很大的波动，是什么原因？

毛利率一般在整个行业大规模促销的时候才会受比较大的影响，但是目前来说 50%-60%是比较正常合理的区间。

11. 公司下半年的促销会比上半年多吗？

上半年有促销，但是效果不是非常好，下半年的费用比上半年应该是差不多。下半年同比的话是减少的，因为 2013 年下半年有恒天然的肉毒杆菌问题，还有国家婴儿配方的要求对国产品牌都是有影响的。

12. 奶粉为什么没有用国内原奶来做？因为倒奶现象，成本应该比新西兰更低？

公司原则是不收国内的奶粉的。公司坚持婴幼儿配方奶粉是 100%的新西兰进口原奶。短期倒奶的利益不会影响长期策略。2006 年之后公司的婴幼儿配方奶粉就一直是进口原奶。

13. 公司采购了今年的奶粉么？会不会囤一些？

市场好的话，库存消化的很快，预计一季度会消化完高价位的库存消化。低

价位的消化仍需一些时间。

14. 为什么新的总裁不是来自蒙牛而是达能？

蒙牛在业态上面具有优势，而真正在快消品方面做的不错的是达能在中国的团队。达能的线上乐优能，一直在国内排第一位的，而多美滋也一直是排在第一第二位。

15. 达能找公司合作会不会是因为多美滋最近做得不够好？

主要还是特别看好中国的市场，毕竟是外资品牌需要有国内一个很好的合作伙伴。

16. 多美滋的市场份额在国内排第几？

原来是第一，现在应该是第十位左右。

17. 二胎的影响大不大？

目前看今年的影响不会很大，量上不会有太大增长，仍需观察。

18. 雅士利对传统渠道的依赖程度？

目前雅士利 80%通过传统渠道销售，5%通过电商，传统渠道中线下三四线城市又占比 80%销售中的 70%（即占总体销售的 56%左右）。

19. 电商渠道会不会区分多少卖到一二线城市，多少三四线？

不会。但是会具体到省份，但是不会具体到城市。

20. 2015 年促销费用会不会更多？

可能会有些投入，毕竟有新品。会比今年多。

21. 达能的线上销售占多少？

40%-50%。

22. 有没有股权激励预期？

还没有做这方面研究，至少上半年不可能。眼下的公司是把今年上半年要推的新品做好。

23. 新西兰明年新工厂投产会贡献多少的产能？

5.2 万吨，中短期不会达产。因为国内已经一共有 5 吨产能了，下游需求也不是特别好。会考虑帮达能做代工提高产能利用率。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

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兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港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）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。