

持有

2014年9月4日

受市场竞争与公司内部调整影响，14年上半年收入仍在下滑，公司积极变革应对市场变化

- **H1 收入同比降 28.2%至 15.5 亿元，核心税前溢利同比降 57.7%至 1.74 亿元：**受渠道改革、竞争和恒天然事件影响，公司 14 年 H1 公司收入环比减少 11.0%至 15.5 亿元，股东应占溢利同比下降 28.7%至 2.09 亿元。但是如果我们不计算出售郑州工厂的一次性利得和税务调整影响，则公司的核心税前溢利为 1.74 亿元，同比下降 57.7%，环比上升 4.5%。
- **新西兰奶粉价格自 2014 年 4 月开始大幅下降，利好明年毛利率：**根据新西兰恒天然的数据，且由于公司实际的生产奶粉成本与恒天然竞标价有 6-7 个月的时间差，预计公司 14 年 Q3 奶粉价格仍在高位，由于新西兰脱脂奶粉价格自 14 年 4 月以后开始大幅下滑，利好公司 14 年 Q4 和 15 年的毛利率趋势。
- **行业竞争激烈，传统渠道萎缩，线下转线上趋势明显：**目前行业中有 170 多家企业供应婴幼儿配方乳粉，婴幼儿奶粉市场呈现快速从线下向线上转移的趋势，奶粉竞争愈发激烈。
- **为应对市场变化，公司积极变革：**基于目前市场变化，雅士利目前正在进行三方面的调整：1、渠道转型，面临传统渠道衰退，公司需要在母婴和电商渠道上有更大突破。2、品牌升级，创造更多新的沟通方式。3、组织变革，加快内部组织决策过程，15 年公司将会出台新的员工的激励措施。
- **上调 14-15 年盈利预测至 4.43 亿和 4.88 亿元：**由于行业增速趋缓、市场竞争激烈、公司改革效果尚不理想、主要收入来源现代传统渠道持续衰退，公司 14 年上半年收入不如预期，故我们下调 14-15 年收入预测 14.1%及 17.3%至 33.0 亿及 36.4 亿元。由于公司 14 年 H1 的毛利率下跌幅度好于预期，且新西兰奶粉价格的下跌快于预期，加上公司控制费用效果明显，故我们上调公司 14-15 年盈利预测 39.3%及 10.1%。
- **目标价 2.81 港元，维持持有评级：**市场竞争的激烈和渠道销售收入的变化，使我们认为在未来行业整合的过程中，行业增速将会趋缓，且行业利润将会变薄。我们以 2014 年 EPS 的 18 倍市盈率为集团估值，得出集团目标价为 2.81 港元，较昨日收市价 2.50 港元还有 12.6%的上升空间，维持持有评级。

王柏俊

85225321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk

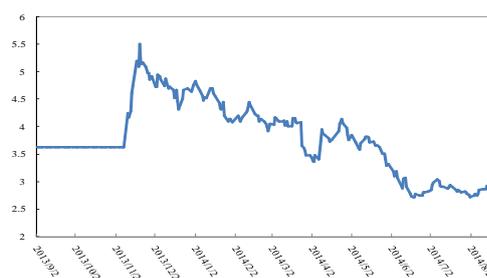
主要资料

行业	婴幼儿产品
股价	2.50 港元
目标价	2.81 港元 (+12.6%)
股票代码	1230
已发行股本	35.59 亿股
总市值	89 亿港元
52 周高/低	5.54/2.47 港元
每股净现值	1.2 港元
主要股东	蒙牛 (76.58%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入 (百万元)	3,655	3,890	3,302	3,635	3,940
变动 (%)	23.58%	6.43%	-15.12%	10.08%	8.40%
经营利润 (百万元)	559	482	495	613	669
变动 (%)	79%	-14%	3%	24%	9%
净利润 (百万元)	468	438	443	488	539
变动 (%)	53%	-7%	1%	10%	11%
每股收益 (元)	0.13	0.12	0.12	0.14	0.15
市盈率@2.50港元 (倍)	15.0	16.1	16.0	14.5	13.1
每股派息 (元)	0.11	0.04	0.04	0.04	0.05
息率 (%)	4.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.8%

股价表现



数据源：集团资料，第一上海预测

第一上海證券有限集团

www.mystockhk.com

数据源：彭博

受市场竞争与公司内部调整影响，14年上半年收入仍在下滑，公司积极变革应对市场变化

H1 收入同比降 28.2%至 15.5 亿元，核心税前溢利同比降 57.7%至 1.74 亿元

截至 2014 年 6 月 30 日，由于(i)集团自 2014 年上半年开始梳理销售渠道，变革营销模式，经销商及消费者需要一段时间的接受过程；(ii)应对 2014 年上半年激烈的市场竞争格局，集团加大产品折扣力度，雅士利及施恩品牌婴幼儿奶粉销售收入均因此较去年同期下降；及(iii) 2013 年恒天然的乌龙事件对雅士利品牌销售的影响仍然持续，导致公司录得收入为 15.5 亿元，同比下降 28.2%，环比下降 11.0%。其中，雅士利品牌婴幼儿奶粉产品同比下降 32.3%至 10.3 亿元，施恩品牌婴幼儿奶粉产品同比下降 25.8%至 2.7 亿元，营养食品同比下降 9.0%至 2.4 亿元。

集团于 2014 年上半年开始采用积分模式取代原直接计入销售及经销开支的赠品方式，积分的相关投入扣减毛利率，以及原材料奶粉平均成本较去年同期有所增加，毛利率同比下降减少 2.4 个百分点至 53.0%。也由于公司在 13 年年底至 14 年年初对部分产品进行加价，且 14 年 H1 相对 13 年 H2 的产品折扣力度减少，在公司 14 年 H1 面临高额原料粉成本时，其毛利率环比仍上升了 1.9 个百分点。

公司通过积分实施精确营销以及 14 年期权分摊费用为零，销售及经销开支及行政开支费用分别同比下降 19.7%和 11.0%至 5.7 亿元及 1.0 亿元，但是由于收入同比大幅下滑，故销售和行政费率仍同比上升 3.9 和 1.3 个百分点至 37.0%和 6.6%。

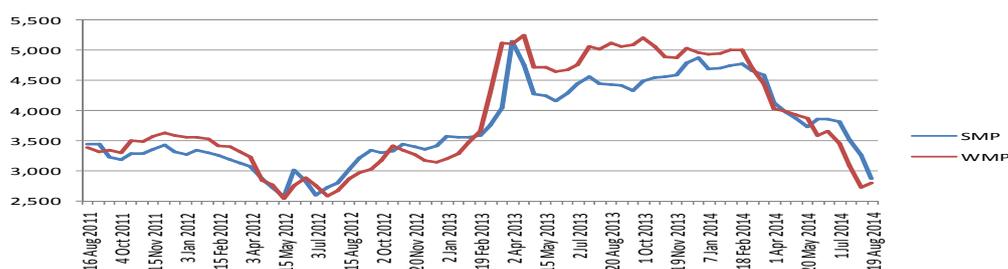
14 年 H1 公司出售郑州工厂的一次性利得为 0.65 亿元，且由于处置雅士利（郑州）的会计收益税务上主要按对价与当年实际投入之间的差额缴纳所得税，相应缴纳所得税额为 160 万元。此外，集团决定 2013 年及以前国内利润不用作以后境外派息所用。2013 年计提的从中国境内向境外派息所需的预提所得税约 1250 万元于本期转回，导致公司 2014 年 H1 的实际税率只有 12.3%。最终 2014 年上半年公司股东应占溢利为 2.09 亿元，同比下降 28.7%，环比上升 45.4%，股东应占溢利率同比下降 0.1 个百分点至 13.5%。

但是如果我们不计出售郑州工厂的一次性利得和税务调整影响，则公司的核心税前溢利为 1.74 亿元，同比下降 57.7%，环比上升 4.5%。

新西兰奶粉价格自 2014 年 4 月开始大幅下降，利好明年毛利率

根据新西兰恒天然的数据，且由于公司实际的生产奶粉成本与恒天然的竞标价有 6-7 个月的时间差，故我们可以看到公司 2014 年上半年的所使用的奶粉的价格在 4164-4583 美元/吨，预计 2014 年 H2 中前 4 个月的奶粉价格仍在高位（约 4584-4868 美元/吨），由于新西兰脱脂奶粉价格自 2014 年 4 月以后开始大幅下滑，利好公司 14 年 Q4 和 15 年的毛利率趋势。

图表 1：新西兰恒天然脱脂&全脂奶粉价格（单位：美元/吨）



资料来源：GlobalDairyTrade

行业竞争激烈，传统渠道萎缩，线下转线上趋势明显

2014年上半年国家食品药品监督管理总局开展婴幼儿配方乳粉生产许可审查和再审核工作，全国共有82家婴幼儿配方乳粉生产企业获得生产许可证，同期国家质检总局公布首批94个获准进口婴幼儿奶粉品牌。

2014年上半年，移动互联网逐渐影响消费者的消费行为和购买习惯，婴幼儿奶粉市场呈现快速从线下向线上转移的趋势，根据尼尔森的数据，占行业销售收入34%和42%的超市和母婴渠道同比下降8%和增长8%，增速大幅下滑，而占行业销售收入24%的电商渠道，其销售收入同比增长38%。在线渠道发展迅速、增长明显，而传统渠道则出现了萎缩，导致整个奶粉市场的增速有所放缓，且消费者比价渠道更为透明。另外，新一批奶粉企业的加入以及原有奶粉企业陆续推出新品抢占市场，并竞相开展促销和折让活动，也使整个奶粉市场的竞争愈发激烈，产品售价回归理性的趋势明显。

为应对市场变化，公司积极变革

根据尼尔森的报告，2014年上半年，以销售额计算，公司在国内品牌中市占率排名第三，全部品牌中则排名第七。若以销售量计算，公司在国内品牌中市占率第三，全部品牌中则排名第六。

基于目前市场变化，雅士利目前正在进行三方面的调整：1、渠道转型，雅士利在传统渠道上有优势，但是面临传统渠道衰退，公司需要在母婴和电商渠道上有更大突破，公司目前在母婴渠道方面累计开拓30000多家门店，未来将继续加大母婴店的开拓力度。另外连锁母婴店正逐步朝着售卖专供产品发展，公司已于上半年开发专供于母婴渠道连锁店的新产品，但由于国家对婴幼儿奶粉新品的审核过程变得复杂，预计该产品将于14年Q4推出市场。在电商渠道上，公司于上半年推出了雅士利新品α金装+婴幼儿配方奶粉，专供在线渠道，并成立雅惠公司致力于电商渠道的拓展，推出更多的线上专供产品。同时公司积极推行会员积分系统，借助数据平台的支持重新梳理产品价值链，截至6月30日，公司共建立29000多家会员店，吸纳会员约40万人，但是该系统H1的运行效果仍差强人意，需要逐渐改善。2、品牌升级，公司需要进行专业化运作品牌，改进过去主要依靠电视广告与消费者沟通的形式，未来创造更多新的沟通方式。3、组织变革，面对市场快速变化需加快反应速度，加快内部组织决策过程，未来公司可能会推出新的员工的激励措施来保留人才。

上调14-15年盈利预测至4.43亿元和4.88亿元

由于行业增速趋缓、市场竞争愈加激烈、公司改革效果尚不理想、主要收入来源现代传统渠道持续衰退，公司14年上半年收入不如预期，故我们下调14-15年收入预测14.1%及17.3%至33.0亿及36.4亿元。由于公司14年H1的毛利率下跌幅度好于我们之前预期，我们没有考虑公司的卖郑州工厂的一次性收入和税收影响，且新西兰奶粉价格的下跌快于我们之前预期，加上公司控制费用效果明显，故我们上调公司14-15年盈利预测39.3%及10.1%至4.43亿和4.88亿元。

图表2：新旧盈利预测比较

百万元	2014年新	2014年旧	变动(%)	2015年新	2015年旧	变动(%)	2016年新	2016年旧	变动(%)
收入	3,302	3,845	-14.1	3,635	4,394	-17.3	3,940	5,166	-23.7
毛利	1,750	1,923	-9.0	2,035	2,307	-11.8	2,167	2,738	-20.9
经营利润	495	378	31.1	613	569	7.7	669	726	-7.9
净利润	443	318	39.3	488	443	10.1	539	571	-5.6
%	2014年新	2014年旧	变动(ppt)	2014年新	2014年旧	变动(ppt)	2014年新	2014年旧	变动(ppt)
毛利率	53.0	50.0	3.0	56.0	52.5	3.5	55.0	53.0	2.0
经营利润率	15.0	9.8	5.2	16.9	13.0	3.9	17.0	14.1	2.9
净利润率	13.4	8.3	5.1	13.4	10.1	3.3	13.7	11.1	2.6

资料来源：第一上海预测

目标价 2.81 港元，维持持有评级

中国婴幼儿奶粉因其巨大的市场空间和丰厚的盈利水平，正在吸引越来越多的市场参与者，市场竞争的激烈和渠道销售收入的变化，使我们认为在未来行业整合的过程中，行业增速将会趋缓，且行业利润将会变薄。

我们以 2014 年 EPS 的 18 倍市盈率为集团估值，得出集团目标价为 2.81 港元，较昨日收市价 2.50 港元还有 12.6% 的上升空间，维持持有评级。

图表 3：同行估值表

香港上市食品公司											
名称	代码	股价 (港元)	市值 (亿港元)	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年 EPS CAGR	PEG(倍)
雅士利	1230 HK Equity	2.50	89	0.16	0.17	0.19	16.0	14.5	13.1	10.3%	1.40
合生元	1112 HK Equity	28.05	170	1.67	1.92	2.27	16.8	14.6	12.4	16.6%	0.88
蒙牛	2319 HK Equity	35.50	695	1.33	1.67	2.00	26.7	21.3	17.8	22.7%	0.94
现代牧业	1117 HK Equity	3.74	181	0.26	0.32	0.38	14.2	11.7	9.7	20.6%	0.57
旺旺	151 HK Equity	9.76	1,288	0.42	0.48	0.54	23.2	20.2	18.0	13.4%	1.51
康师傅	322 HK Equity	21.85	1,224	0.70	0.85	0.99	31.3	25.6	22.0	19.2%	1.34
青岛啤酒	168 HK Equity	59.25	739	1.94	2.25	2.52	30.5	26.4	23.6	13.7%	1.92
华润创业	291 HK Equity	21.30	514	0.61	0.76	0.94	34.7	28.1	22.6	24.1%	1.17
统一	220 HK Equity	7.05	305	0.20	0.24	0.27	34.6	29.6	25.9	15.5%	1.91
中国食品	506 HK Equity	3.23	90	-0.03	0.09	0.13		37.6	25.8		
雨润	1068 HK Equity	3.88	71	-0.14	0.08	0.19		51.7	20.5		
神冠	829 HK Equity	2.80	93	0.27	0.29	0.30	10.3	9.8	9.3	5.0%	1.96
味千(中国)	538 HK Equity	6.30	69	0.28	0.34	0.41	22.6	18.5	15.3	21.4%	0.87
平均							23.7	23.8	18.2	16.6%	1.3
内地上市乳品公司											
名称	代码	股价 (元)	市值 (亿港元)	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年 EPS CAGR	PEG(倍)
伊利	600887 CH Equity	26.56	1,026	1.27	1.57	1.85	20.9	17.0	14.3	20.6%	0.82
光明	600597 CH Equity	16.53	255	0.52	0.73	0.93	31.9	22.6	17.8	33.8%	0.67
贝因美	002570.CH Equity	14.36		0.57	0.69	0.94	25.1	20.8	15.2	28.4%	0.73
平均							26.0	20.1	15.8	27.6%	0.74
海外上市公司											
名称	代码	股价	市值 (亿港元)	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年 EPS CAGR	PEG(倍)
雀巢	NSRGY US Equity	77.57	19,387	3.74	4.05	4.38	20.7	19.2	17.7	8.2%	2.33
达能	BN FP Equity	53.91	3,530	2.70	3.02	3.33	20.0	17.9	16.2	11.1%	1.60
美赞臣	MJN US Equity	95.60	1,498	3.72	4.17	4.59	25.7	22.9	20.8	11.1%	2.07
恒天然	FCC NZ Equity	6.15	634	0.12	0.38		51.3	16.2			
明治	2269 JT Equity	8,400.00	474	286.93	332.55	383.98	29.3	25.3	21.9	15.7%	1.61
平均							29.39	20.28	19.15	11.5%	1.90

资料来源：第一上海预测

主要財務報表

損益表						財務分析					
<千元>, 財務年度截至<12月31日>						<千元>, 財務年度截至<12月31日>					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	3,655,143	3,889,999	3,301,688	3,634,559	3,940,030	盈利能力					
毛利	1,961,691	2,080,111	1,749,894	2,035,353	2,167,016	毛利率 (%)	53.7%	53.5%	53.0%	56.0%	55.0%
其他收益及利益	37,631	26,206	87,274	24,485	26,543	EBITDA 利率 (%)	21.0%	17.7%	22.4%	22.4%	23.2%
其他亏损净额	392	806	-	-	-						
销售及分銷成本	1,222,745	1,393,790	1,139,082	1,235,750	1,300,210	净利率 (%)	12.8%	11.2%	13.4%	13.4%	13.7%
行政開支	202,104	219,162	191,498	199,901	212,762						
其他開支	14,702	10,848	11,556	10,904	11,820	营运表现					
营运收入	559,379	481,711	495,032	613,284	668,768	SG&A/收入 (%)	39.0%	41.5%	40.3%	39.5%	38.4%
融资成本	-	-	-	-	-	实际税率 (%)	27.2%	23.8%	19.5%	25.0%	25.0%
税前盈利	646,324	576,717	549,778	650,252	718,718	股息支付率 (%)	85.4%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
所得税	175,856	137,393	107,043	162,563	179,680	库存周转天数	140.7	178.7	190.0	180.0	175.0
少数股东应占利润	1,986	1,710	-	-	-	应付账款天数	221.7	229.8	218.0	215.0	210.0
股东净利润	468,482	437,614	442,735	487,689	539,039	应收账款天数	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0
折旧及摊销	81,811	85,637	104,025	139,305	169,536	财务状况					
EBITDA	765,766	688,560	741,077	814,042	914,797	负债/所有者权益	36%	42%	44%	40%	38%
增长						收入/总资产	0.7	0.9	0.7	0.7	0.7
总收入 (%)	24%	6%	-15%	10%	8%	ROA	8.4%	9.7%	8.9%	9.1%	9.3%
EBITDA (%)	58%	-10%	8%	10%	12%	ROE	11.5%	13.7%	12.9%	12.9%	12.9%
净利润 (%)	53%	-7%	1%	10%	11%	现金流量表					
资产负债表											
<千元>, 財務年度截至<12月31日>						<千元>, 財務年度截至					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	2,073,161	611,384	635,364	855,554	1,082,290	税前盈利	646,324	576,717	549,778	650,252	718,718
应收账款	26,779	32,068	27,218	29,962	32,480	折旧及摊销	81,811	85,637	104,025	139,305	169,536
存货	652,922	886,229	807,783	788,649	850,075	营运资金变化	242,438	(256,531)	(125,349)	26,017	11,552
其他流动资产	200,000	444,508	444,508	444,508	444,508	其他	(198,605)	(264,946)	(174,289)	(199,531)	(229,630)
总流动资产	4,001,021	2,386,912	2,338,927	2,548,274	2,841,550	营运现金流	771,968	140,877	354,166	616,043	670,176
固定资产	1,556,626	2,116,490	2,646,640	2,807,704	2,938,538	资本开支	(303,314)	(395,414)	(1,007,033)	(300,000)	(300,000)
无形资产	3,937	6,137	3,817	3,447	3,078	其他投资活动	(841,553)	227,090	270,818	66,164	79,147
其他	8,285	7,117	0	0	0	投资活动现金流	(1,144,867)	(168,324)	(736,215)	(233,836)	(220,853)
总资产	5,569,869	4,516,656	4,989,384	5,359,425	5,783,165	负债变化	361,340	614,562	386,642	0	(47,084)
短期负债	330,912	154,464	541,106	541,106	541,106	股本变化	0	0	0	0	0
据	1,028,573	1,139,690	926,824	941,998	1,020,090	股息	(200,103)	(1,407,803)	(131,284)	(132,821)	(146,307)
其他	91,411	40,838	40,838	40,838	40,838	其他融资活动	(291,598)	(651,293)	150,671	(29,196)	(29,196)
总短期负债	1,450,896	1,334,992	1,508,768	1,523,942	1,602,034	融资活动现金流	(130,361)	(1,444,534)	406,028	(162,017)	(222,587)
长期银行贷款	0	0	0	0	0	现金变化	(503,260)	(1,471,981)	23,980	220,190	226,736
其他负债	36,627	71,700	59,200	59,200	12,116	期初持有现金	2,581,563	2,073,161	611,384	635,364	855,554
总负债	1,487,523	1,406,692	1,567,968	1,583,142	1,614,150	期末持有现金	2,073,161	611,384	635,364	855,554	1,082,290
少数股东权益	3,287	0	0	0	0						
股东权益	4,079,059	3,109,964	3,421,415	3,776,283	4,169,016						

数据源：集团资料，第一上海预测

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得復印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、數據、數據、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或數據而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資項目，或提供有關該證券或投資項目的證券服務。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2014 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。