

中國：食品

2021年03月18日

投資建議：
買進 (維持評等)

 目標價隱含漲/跌幅：**25.8%**

 日期 **2021/03/17**

收盤價	HK\$11.92
十二個月目標價	HK\$15.00
前次目標價	HK\$15.20
香港恆生指數	29,034.1

資訊更新：

- ▶ 澳優 2020 年業績不如預期，係由於對羊奶粉商品交易業務的影響，但這種影響 2021 年將有所收窄。
- ▶ 將澳優 2021/22 年核心每股收益預估值下調 11%/6%，基於下調的營收和毛利率假設。

本中心觀點：

- ▶ 雖然 2020 年第 4 季業績不令人滿意，但我們認為這是業務回溫的明顯徵兆，因為基本面正趨於好轉。重申買進評等，係由於中國政府政策支持以及增長前景改善。

公司簡介： 澳優乳業是全球領先的嬰幼兒奶粉製造商之一，中國是其最大的市場。澳優乳業專注於生產高端奶粉，其主要品牌包含佳貝艾特、海普諾凱以及美納多。

股價相對香港恆生指數表現


市值	RMB17,138.9 百萬元
六個月平均日成交值	RMB29.8 百萬元
流通在外股數(百萬股)	1,716.1
自由流通股數比例	77.9%
大股東：持股比例	中信農業基金, 22.1%
淨負債比率 (2021F)	(25.5%)
每股淨值 (2021F)	RMB3.21
股價淨值比 (2021F)	3.11 倍

簡明損益表(RMB 百萬元)

年初至 12 月	2020A	2021F	2022F	2023F
營業收入	7,986	9,263	11,430	13,716
營業利益	1,211	1,611	2,150	2,900
稅後純益*	1,004	1,280	1,728	2,329
每股盈餘(元)	0.61	0.75	1.01	1.36
每股盈餘年增率 (%)	11.1	23.2	35.0	34.8
本益比 (倍)	16.49	13.39	9.92	7.36
股東權益報酬率 (%)	23.5	24.1	29.2	33.1
殖利率 (%)	2.4	2.6	3.5	4.8
每股股利(元)	0.24	0.26	0.35	0.47

* 歸屬股東稅後純益

吳宜儒 CFA

amber.yj.wu@yuanta.com

Bloomberg code: YUTA

澳優乳業 (1717 HK)

市佔率增加是關鍵

重申買進評等：“十四五”規劃中所述，中國預計放寬計劃生育政策。由於嬰幼兒配方奶粉新國家標準即將更新，我們看好澳優前景。

2020 年第 4 季業績環比改善： 澳優乳業 2020 年第 4 季總營收分別同比/環比上漲 8.8%/17.4%，主要受益於海普諾凱，而佳貝艾特營收則同比下降 13.4%/環比上漲 0.7%。去除由會員系統升級使消費者享有禮品兌換產生的庫存減值，2020 年下半年毛利率同比下降 2.5 個百分點，達 51.7%，係由於商品交易損失。2020 年第 4 季核心營運利潤為人民幣 3.377 億元，同比下降 4.6%，環比高漲 44.2%。且 2020 年第 4 季核心淨利潤同比上漲 11.3%。2020 年每股股利為 0.27 港元，同比上漲 22.9%，派息率從 2019 年的 36.1%提高至 38.8%。

澳優目標 2023 年成為中國前三大嬰幼兒配方奶粉企業之一，而其目前排名第五，市場份額為 6.3%（2019 年排名第 9，市場份額為 5.0%）。澳優乳業預計 2021 年營收將至少同比上漲 15%（自有品牌銷售額將同比兩位數增長），其營收也將呈現環比加速增長勢頭。儘管近期出現動盪，管理層依然看好公司發展前景，係因澳優乳業是嬰幼兒配方羊奶粉企業領頭羊，海普諾凱是嬰幼兒配方牛奶粉的後起之秀（2021 年銷售點擴大 4-5 千個），且澳優乳業將受益於中國政府今年晚些時候發佈的嬰幼兒配方奶粉新國家標準。

削 2021/22 年核心每股收益預估值 11%/6%，係依據較低的營收和利潤率預測。管理層認為同行業嬰幼兒配方羊奶粉企業提高出廠價將有利於佳貝艾特銷量增長，主要係由於其品牌聲譽，以及澳優乳業今年將不會再次提高佳貝艾特平均售價。我們預計澳優乳業 2021/22 年核心獲利預估值將同比上漲 18.2%/35.0%。目標價調整為 15.00 港元，根據市盈率估值從 15.3 倍下修至 15.0 倍，依據 2019 年 10 月至今使用的歷史平均市盈率（之前使用的是 2019 年 10 月至 2020 年 12 月平均市盈率）乘上 2021 年下半年至 2022 年上半年預估經常性每股收益，及略高的加權平均資本成本 10.8% 推得。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
現金與短期投資	2,071	2,070	2,477	2,660	4,342
存貨	2,051	2,401	2,531	3,459	3,628
應收帳款及票據	420	456	508	682	746
其他流動資產	432	436	436	436	436
流動資產	4,974	5,363	5,951	7,237	9,151
長期投資	479	581	781	981	981
固定資產	1,979	2,337	2,792	3,113	3,390
什項資產	911	967	629	457	252
其他資產	3,369	3,885	4,202	4,552	4,623
資產總額	8,343	9,248	10,153	11,788	13,774
應付帳款及票據	338	409	451	593	624
短期借款	420	559	564	571	579
什項負債	2,255	2,424	2,979	3,584	4,153
流動負債	3,013	3,393	3,994	4,748	5,356
長期借款	795	535	517	526	531
其他負債及準備	471	169	160	160	160
長期負債	1,266	703	676	685	690
負債總額	4,279	4,096	4,670	5,433	6,046
股本	140	149	149	149	149
資本公積	1,359	1,793	1,644	1,644	1,644
保留盈餘	2,541	3,229	4,119	5,399	7,123
換算調整數	(25)	0	(406)	(811)	(1,157)
股東權益	4,016	5,171	5,507	6,382	7,759

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
本期純益	879	1,000	1,284	1,732	2,333
折舊及攤提	178	246	336	391	445
本期營運資金變動	(267)	(315)	(139)	(960)	(202)
其他營業資產	180	(61)	(15)	(27)	(25)
營運活動之現金流量	971	870	1,466	1,136	2,550
資本支出	(258)	(531)	(455)	(321)	(277)
本期長期投資變動	(4)	0	(200)	(200)	0
其他資產變動	(184)	44	0	0	0
投資活動之現金流量	(445)	(487)	(655)	(521)	(277)
股本變動	22	0	0	0	0
本期負債變動	140	(108)	(13)	16	13
其他調整數	(416)	(317)	(390)	(448)	(605)
融資活動之現金流量	(254)	(425)	(403)	(432)	(592)
本期產生現金流量	225	(44)	408	183	1,682
自由現金流量	569	392	996	773	2,228

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
營業收入	6,736	7,986	9,263	11,430	13,716
銷貨成本	(3,203)	(4,004)	(4,434)	(5,385)	(6,278)
營業毛利	3,533	3,982	4,829	6,045	7,437
營業費用	(2,380)	(2,770)	(3,219)	(3,895)	(4,537)
營業利益	1,153	1,211	1,611	2,150	2,900
利息收入	27	32	45	57	55
利息費用	(33)	(29)	(22)	(23)	(21)
利息收入淨額	(6)	3	23	34	34
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(40)	7	16	56	56
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	1,107	1,221	1,650	2,240	2,991
所得稅費用	(228)	(221)	(365)	(508)	(658)
稅後純益*	878	1,004	1,280	1,728	2,329
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,331	1,457	1,947	2,541	3,346
每股盈餘 (RMB)	0.55	0.61	0.75	1.01	1.36
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	0.55	0.61	0.75	1.01	1.36

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

*歸屬於股東淨利潤

主要財務報表分析

年初至 12 月	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
年成長率 (%)					
營業收入	25.0	18.6	16.0	23.4	20.0
營業利益	63.4	5.1	32.9	33.5	34.9
稅前息前折舊攤銷前淨	55.0	9.5	33.6	30.6	31.6
稅後純益	38.3	14.3	27.5	35.0	34.8
每股盈餘	16.87	11.14	23.17	34.97	34.76
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	52.5	49.9	52.1	52.9	54.2
營業利益率	17.1	15.2	17.4	18.8	21.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.8	18.2	21.0	22.2	24.4
稅後純益率	13.0	12.6	13.8	15.1	17.0
資產報酬率	12.4	12.3	13.2	15.8	18.2
股東權益報酬率	25.3	23.5	24.1	29.2	33.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	29.9	21.2	19.7	17.3	14.4
淨現金(負債)權益比 (%)	11.3	14.8	21.6	21.3	39.1
利息保障倍數 (倍)	34.2	43.3	76.0	98.4	143.4
利息及短期債	2.5	2.1	2.9	3.8	5.0
現金流量對利息保障倍數 (倍)	29.1	30.2	66.6	49.4	121.5
現金流量對利息及短期債保障倍數(倍)	2.1	1.5	2.5	1.9	4.3
流動比率 (倍)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.7
速動比率 (倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	1.0
淨負債 (RMB 百萬元)	(856)	(976)	(1,397)	(1,564)	(3,232)
每股淨值 (RMB)	2.49	3.12	3.21	3.72	4.52
評價指標 (倍)					
本益比	18.3	16.5	13.4	9.9	7.4
股價自由現金流量比	28.3	42.2	17.2	22.2	7.7
股價淨值比	4.0	3.2	3.1	2.7	2.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	12.1	11.4	8.8	6.7	5.1
股價營收比	2.4	2.1	1.9	1.5	1.2

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

澳優乳業 (1717 HK) - 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	2019/11/04	11.84	14.70	14.70	買進	吳宜儒
2	2019/11/05	11.84	14.70	14.70	買進	吳宜儒
3	2019/11/15	9.95	12.20	12.20	買進	吳宜儒
4	2019/12/16	9.39	11.80	11.80	買進	吳宜儒
5	2019/12/17	9.37	11.80	11.80	買進	吳宜儒
6	2020/03/18	10.78	13.10	13.10	買進	吳宜儒
7	2020/03/19	10.78	13.10	13.10	買進	吳宜儒
8	2020/04/28	15.18	16.80	16.80	持有-超越大盤	吳宜儒
9	2020/08/03	12.98	14.80	14.80	持有-超越大盤	吳宜儒
10	2020/11/13	11.00	12.15	12.15	持有-超越大盤	吳宜儒
11	2020/12/22	12.50	15.20	15.20	買進	吳宜儒
12	2021/03/17	11.92	15.00	15.00	買進	吳宜儒

資料來源：Bloomberg、元大證券(香港)

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2021 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀請。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來

源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓