

2022 年 12 月 15 日

奶粉行业深度报告

行业深度

证券研究报告

食品饮料

新生儿降幅有望收窄，奶粉企业投资价值凸显

我们通过分析我国的人口结构及生育率，以及海外国家在疫情期间的表现，认为明年出生人口数量的降幅将明显收窄，甚至有望反弹。并且未来五年出生人口数量有望结束近几年的暴跌态势。在各年龄段生育率基本保持不变的前提下，未来五年出生人口有望维持 2-3% 的低速下降。在此背景下，我们认为奶粉板块已经触底，即将迎来价值重估。推荐标的：中国飞鹤 6186.HK、H&H 国际 1112.HK、澳优 1717.HK。

报告摘要

近五年我国出生人口出现持续性的快速下降，从 16 年的 1883 万人下降至 21 年的 1062 万人，年化降幅 10.8%，出生率从 16 年的 13.6% 下降至 21 年的 7.52%。

疫情对出生率的影响是短暂的。从国内 SARS 期间的表现，以及海外国家的表现，我们认为疫情对于出生率的影响是短暂的，但是经济的修复对于出生率有更长期的影响。未来随着管控的放松、经济的复苏，我国的出生率有望看到降幅收窄，甚至反弹。

育龄女性人口结构将使出生人口降幅收窄。从我国育龄女性的结构来看，过去五年育龄女性数量（15-39 岁）以每年 1-2% 速度下降，而主力生育人群（20-34 岁）在过去几年出现快速下滑，21 年降幅达到 5.2%。由于主力生育人群的生育率显著高于其他人群，这部分人群的快速减少加剧了过去几年出生人口的下滑。但是 22 年之后，主力生育人群快速下滑期已过，未来这部分人群预期将以 3.8% 的速度下降，这将缓解出生人口的下滑幅度。我们估算未来出生人口数量可能会以 3% 的速度下降。

在出生人口快速下滑的背景下，奶粉行业在过去两年面临了较大的竞争压力，龙头企业普遍进行渠道整顿，整治窜货，稳定价盘，对短期业绩造成了负面影响。因此板块回调幅度也较大。我们认为当前板块估值已经处于极低位置，出生人口降幅的收窄甚至反弹，将使板块迎来价值重估。

推荐标的：

中国飞鹤 6186：龙头地位稳固。公司在今年上半年实施“新鲜战略”降低渠道库存，使得上半年收入利润双双下滑。但是我们认为公司市占率领先，地推力度不减，其龙头地位依然稳固。新国标产品已经上线，星飞帆矩阵也逐步完善，弥补了原有经典星飞帆产品单一的问题。我们认为经过这一轮行业出清，飞鹤仍将是最大的受益者，其市占率会进一步提升。我们预期 22/23/24 年收入为 213/232/247 亿，净利润为 52.8/58.5/59.2 亿人民币，对应 EPS 为 0.65/0.72/0.73 港元。我们给予公司的目标价为 11.2 港元，维持“买入”评级，较当前股价有 56% 的上涨空间。

H&H 国际 1112：保健品及宠物业务拉动增长。公司的奶粉业务在今年表现较为平稳，益生菌业务实现了恢复性增长。保健品业务保持稳健增长，并且随着国内感染人数的激增，免疫类产品的需求大增，将拉动公司业绩增长。宠物用品保持了高速增长。我们预期 22/23/24 年收入为 126/140/155 亿，净利润为 7.2/7.6/8.9 亿人民币，对应 EPS 为 1.24/1.31/1.53 港元。我们给予公司的目标价为 18.3 港元，维持“买入”评级，较当前股价有 27% 的上涨空间。

澳优 1717：羊奶粉稳定，牛奶粉渠道整顿。由于行业竞争加剧，公司对牛奶粉的销售渠道进行主动调整，因而对业务造成拖累，目前牛奶粉的渠道库存已经回到合理水平，价盘也比较稳定。另一方面羊奶粉经历了窜货风波后，目前表现较为稳定。我们预期 22/23/24 年收入为 77/86/91 亿，净利润为 4.4/6.0/6.5 亿人民币，对应 EPS 为 0.28/0.38/0.41 港元。我们给予公司的目标价为 5.3 港元，维持“买入”评级，较当前股价有 18% 的上涨空间。

风险提示：出生人口下滑超出预期；行业竞争加剧；行业或者公司发生严重安全事故。

关注股份

中国飞鹤 (6186.HK)
H&H 国际 (1112.HK)
澳优 (1717.HK)

曹莹 消费行业分析师

Caoying2@essence.com.cn

目录

1	明年出生人口的观点.....	3
1.1	疫情的影响短暂，经济影响长远	3
1.2	人口结构改变将使未来出生人口降幅收窄.....	4
2	推荐标的	8
2.1	中国飞鹤：龙头地位稳固	8
2.2	H&H 国际：保健品及宠物业务拉动增长	11
2.3	澳优：羊奶粉企稳，牛奶粉渠道整顿	14
3	附录：财务报表预测.....	17

1 明年出生人口的观点

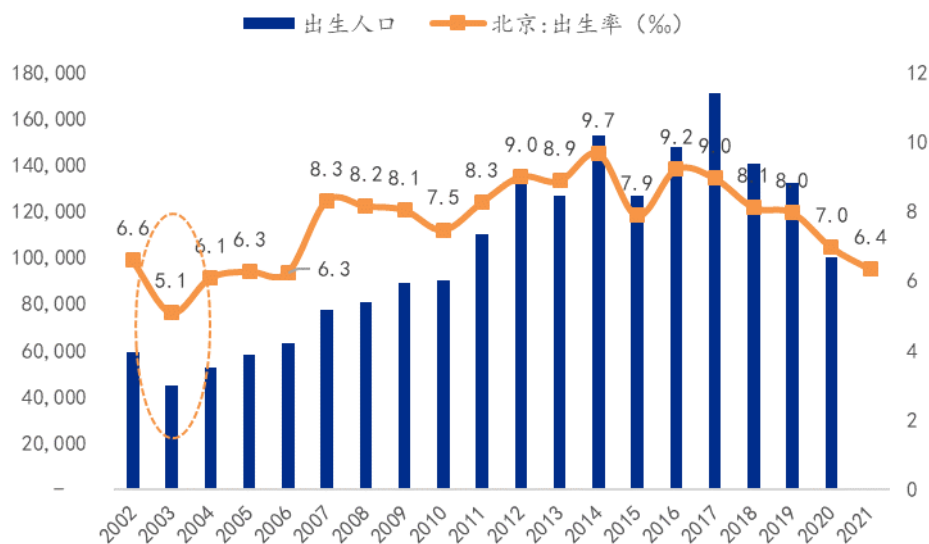
我们通过分析我国的人口结构及生育率，以及海外国家在疫情期间生育率的表现，认为明年出生人口数量的降幅将明显收窄，甚至有望反弹。并且未来五年出生人口数量有望结束近几年的暴跌态势。在各年龄段生育率基本保持不变的前提下，未来五年出生人口有望维持 2-3% 的低速下降。

1.1 疫情的影响短暂，经济影响长远

国内经验：

中国在过去两年经历了出生率的快速下跌，疫情确实会造成短期生育意愿的下降，但长期主要是经济和社会因素影响更大。回顾 2003 年 SARS 期间，北京的出生率及出生人口出现了小幅下跌，但 2004 年疫情基本结束后，出生率随即反弹。说明短期的疫情传播对低出生率的影响是短暂的。SARS 传播范围和时间跨度远远不及新冠，因此看新冠对出生率的影响还需要结合经济发展来分析。

图表 1: 北京出生率及出生人口数



资料来源: wind, 安信国际证券研究

海外经验：

我们挑选了比较有代表性的几个国家：美国、英国、法国、德国、日本、新加坡作为参考，考察了他们疫情的管控政策、经济恢复情况以及生育率表现。我们观察到 2020 年的疫情普遍对生育率有打击，但是在经济恢复较好，生育率会出现比较明显的反弹，而经济恢复较弱的国家，生育率则反弹不明显。

图表 2: 各国疫情管控开放时间、GDP 增速及出生率对比

	美国	英国	法国	德国	日本	新加坡	中国
管控开始开放时点	21Q2	20Q2	20Q2	20Q2	21Q3	21Q3	22Q4
19年GDP增速 (%) *	2.3	1.7	1.8	1.1	-0.2	1.1	6.0
20年GDP增速 (%) *	-2.8	-9.3	-7.8	-3.7	-4.5	-4.1	2.2
21年GDP增速 (%) *	5.9	7.4	6.8	2.6	1.7	7.6	8.1
19年出生率 (%)	11.26	10.64	10.89	9.30	6.66	6.89	10.41
20年出生率 (%)	10.94	10.14	10.58	9.14	6.61	7.02	8.52
21年出生率 (%)	11.06	10.08	10.50	9.17	6.57	7.12	7.52

资料来源: wind, 安信国际证券研究

*注: 按照不变价计算 GDP 增速

*注: 出生率为出生人口/总人口

我们选择的国家中，美国和新加坡是唯一在 21 年出生率有反弹的国家。美国在 2020 年针对疫情基本采取了较为严格的管控措施，至 2021 年二季度开始宣布开放，21 年 5 月之后，疫苗接种者无需佩戴口罩。同时美国推出了三轮大规模补贴使得居民收入不降反升，并刺激经济在 21 年实现 GDP 实际增速 5.9%，成功修复至疫情前的增长水平。在如此强力的政策支持下，美国 21 年出生率出现明显反弹。

欧洲国家，如英国、法国和德国都是开放较早的国家，20 年二季度开始陆续放松管控，此后面后对 Delta 毒株带来的感染人数高峰也再未有强制性的隔离措施。虽然政策开放的早，但财政刺激力度不大，英法德三国财政刺激占 GDP 比重低于美国、日本和新加坡。从经济恢复情况来看，英法德三国的 GDP 增速在 21 年有明显反弹，但按不变价计算的 GDP 都未回到疫情前水平，经济恢复较弱。出生率来看，英法德 21 年生育率仍维持下降趋势，只是降幅有明显收窄。

新加坡和日本均为低出生率的亚洲国家，两者在疫情期间都选择了较为谨慎的管控政策，直至 2021 年三季度才陆续选择逐步开放。两国均采取了财政措施刺激经济，GDP 增速截然不同。日本在 21 年的 GDP 反弹较为微弱，而新加坡出现了强劲的反弹。从出生率来看，实际上日本的出生率下滑已经维持了二十多年，疫情发生的这三年，下滑的幅度反而有所收窄，但仍然未改变向下的趋势。新加坡则连续两年出生率上升，一方面与新加坡的经济强劲复苏有关，另一方面，新加坡政府在疫情期间推出了额外的生育鼓励政策，符合条件的新加坡夫妻在现有福利的基础上，将获得一笔额外的补贴。

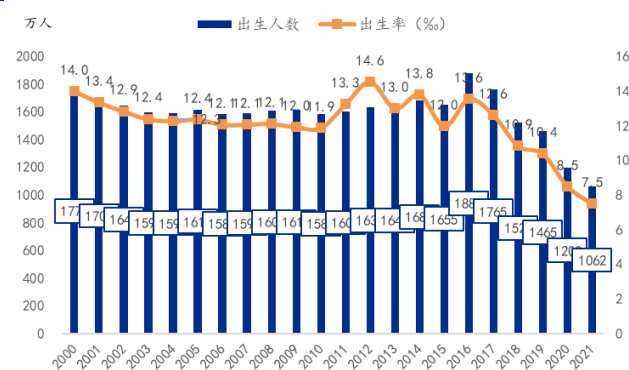
我们看到中国 GDP 在 21 年有较为强劲的反弹，但 21 年下半年感染人数再度上升带来的管控收紧，一直持续到了 22 年下半年，实际上经济从那时起已经开始承压。因此在 21 年并未看到中国的出生率有显著的改善，但我们预期，伴随着管控政策的开放和经济刺激政策的出台，一部分因为疫情和经济推迟生育计划的人会在 2023 年重新考虑生育。

1.2 人口结构改变将使未来出生人口降幅收窄

此外，我们发现出生率的下降也与人口结构有很大的关联。我们将从“育龄女性数量”和“女性生育率”两个维度进行讨论。

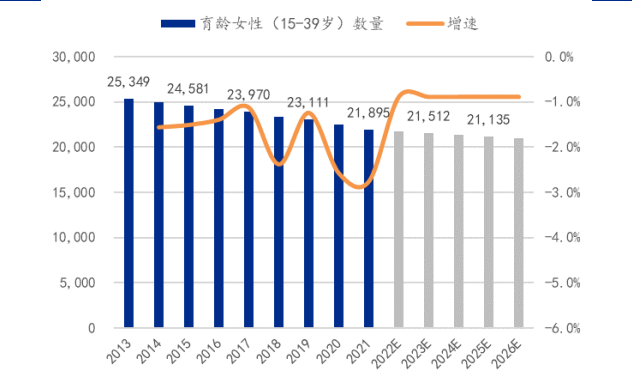
育龄女性数量将持续下降。近五年我国出生人口出现持续性的快速下降，从 16 年的 1883 万人下降至 21 年的 1062 万人，年化降幅 10.8%，出生率从 16 年的 13.6‰ 下降至 21 年的 7.52‰。与此同时，育龄女性（15-39 岁）数量也在以每年 1-2% 的速度逐年下滑。2021 年我国 15-39 岁女性数量为 2.19 亿，而 10-34 岁女性数量为 2.09 亿，意味着五年之后育龄女性数量还将继续下降，年化降幅约为 0.9%。

图表 3：中国出生人口及出生率



资料来源：wind，安信国际

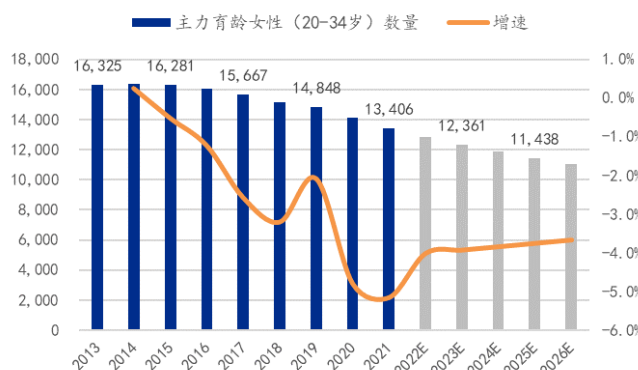
图表 4：中国育龄女性数量及预测



资料来源：wind，安信国际

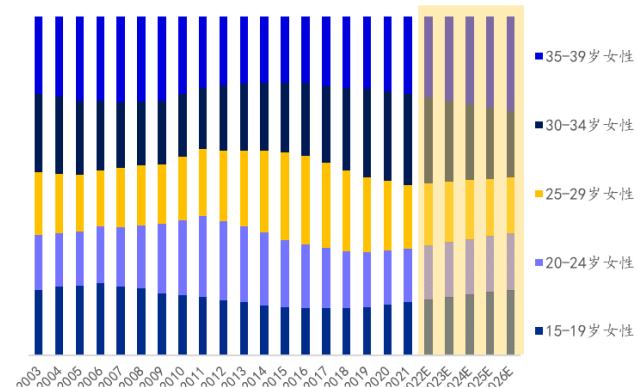
但是主力生育人群数量的快速下滑期已过，未来下滑速度将放缓。生育率最高的 25-29 岁女性数量占比在逐年下滑，从 16 年的 4.53% 下降至 21 年的 2.91%，人数从 6307 万人下滑至 4111 万人，年化下滑幅度 8.2%。同样的 20-24 岁女性人数及占比也出现显著下滑，从 16 年的 4539 万人下降至 21 年的 3433 万人，年化下降幅度 5.4%。30-34 岁女性数量及占比则在逐年上升，从 16 年的 5235 万人上升至 21 年的 5862 万人，年化增幅 2.3%，但是无法弥补 20-25 岁，25-29 岁人群的减少，因此主力生育人群（20-34 岁）在过去几年出现快速下滑，21 年降幅达到 5.2%。但是主力生育人群数量在未来下滑幅度将明显收窄，我们预期 22-26 年将维持在每年 3.8% 左右的降幅。

图表 5：中国主力育龄女性数量及预测



资料来源：wind，安信国际

图表 6：中国不同年龄段女性数量占比及预测



资料来源：wind，安信国际

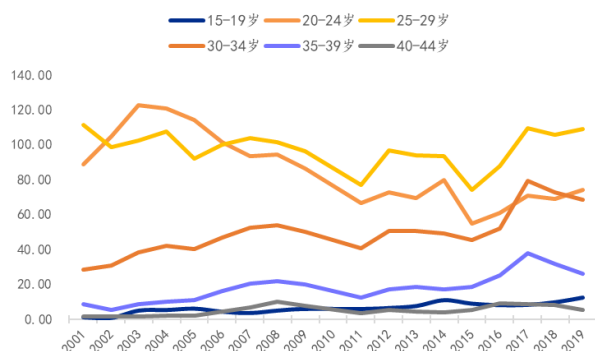
通过分析不同年龄段的女性在生育率表现，我们发现几个结论：1) 20-34 岁女性是生育主力，其中 25-29 岁女性生育率最高；2) 20-24 岁、25-29 岁女性生育率相对比较稳定，我们预期这部分年龄段的女生生育率会维持在当前水平；3) 生育政策开放对生育率有短期提升，但其效果在逐步减弱，在 30-34 岁、35-39 岁女性中比较明显，我们预期这部分年龄段的女性未来生育率还会逐步回落。

25-29 岁女性生育率最高，并且自 17 年以来生育率维持在 100% 以上的高位。一胎和二胎的生育率在最近几年都维持在较为稳定的水平上，并未随着时间回落，由此可以推断这个年龄段的女性未来的生育率也会比较稳定。

20-24 岁女性和 30-34 岁女性生育率次之，17-19 年生育率约在 68-75% 之间。从历史来看，25-29 岁女生生育率相对比较平稳，过去 20 年在 80-100% 之间波动，而 20-24 岁生育率在过去 2000-2010 年有明显下降，在最近 10 年大体在 60-70% 之间波动，结合 30-34 岁生育率缓慢上升的表现来看，女性的生育年龄推后是造成这一现象的主要原因。20-24 岁女性的一胎生育率比较平稳，且二胎生育率也未见明显回落，我们同样认为未来这个年龄段的女性生育率还将维持稳定。

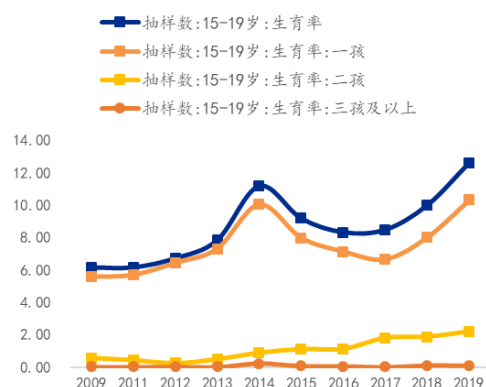
30-34 岁生育率在 17 年陡升，之后缓慢下滑，我们认为主要是由生育政策开放带来。此外 35-39 岁女性的生育率明显是受到生育政策影响，17 年达到高峰，之后逐步回落。15-19 岁、40-44 岁、45-49 岁女性的生育贡献较少。

图表 7：中国各年龄段女性生育率表现



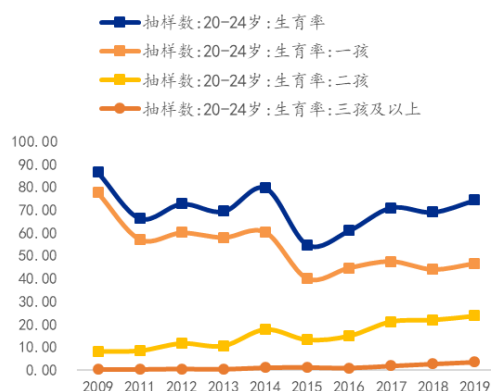
资料来源：wind，安信国际

图表 8：中国 15-19 岁女性生育率



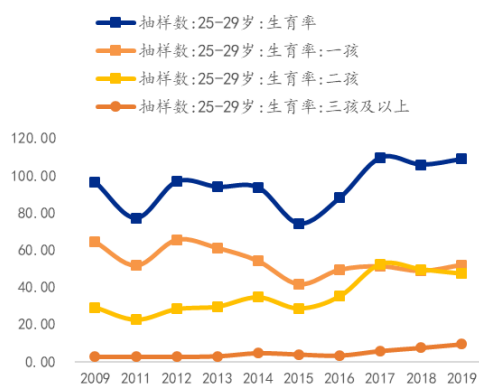
资料来源：wind，安信国际

图表 9：中国 20-24 岁女性生育率



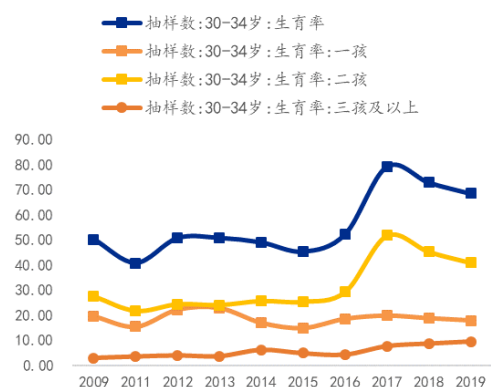
资料来源：wind，安信国际

图表 10：中国 25-29 岁女性生育率



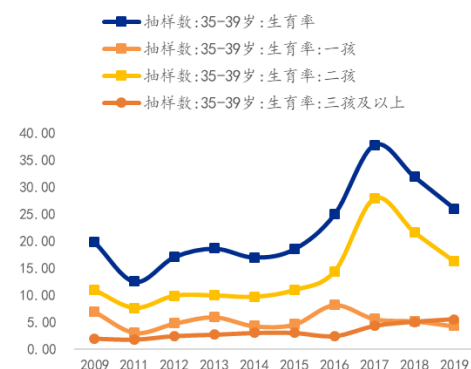
资料来源：wind，安信国际

图表 11：中国 30-34 岁女性生育率



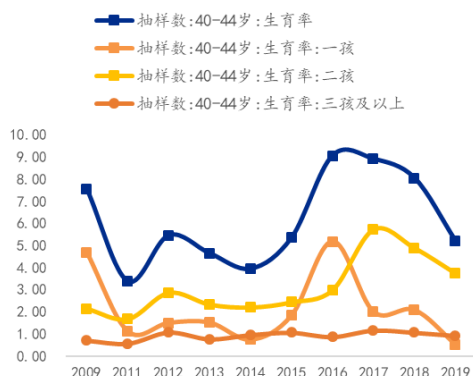
资料来源：wind，安信国际

图表 12：中国 35-39 岁女性生育率



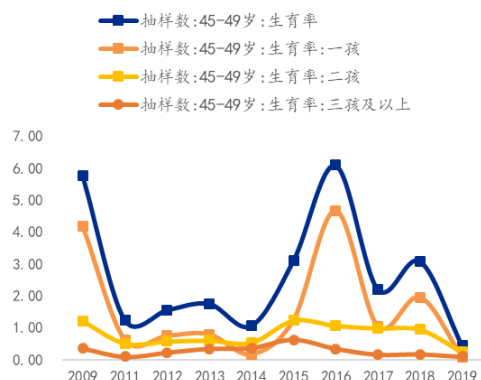
资料来源：wind，安信国际

图表 13: 中国 40-44 岁女性生育率



资料来源: wind, 安信国际

图表 14: 中国 45-49 岁女性生育率



资料来源: wind, 安信国际

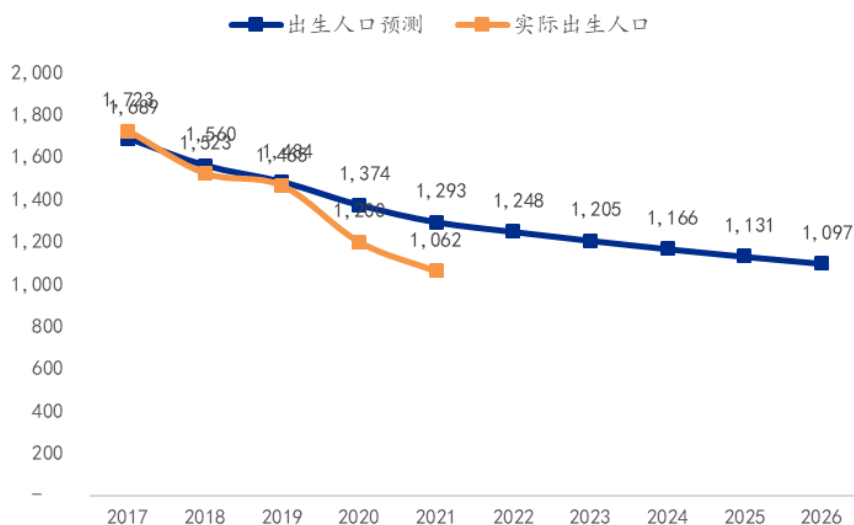
未来出生人口测算: 降幅有望收窄, 甚至可能反弹

按照以上分析, 我们对各个年龄段的女性在 20-26 年的生育率进行了假设, (国家统计局公布的按年龄段的生育率截止 19 年, 因此 20、21 年也需要假设)。结合各年龄段女性的数量, 我们计算出每年出生人口的估算数字。估算公式:

$$\text{出生人口数量} = \sum_{\text{各年龄段}} \text{育龄女性数量} \times \text{生育率}$$

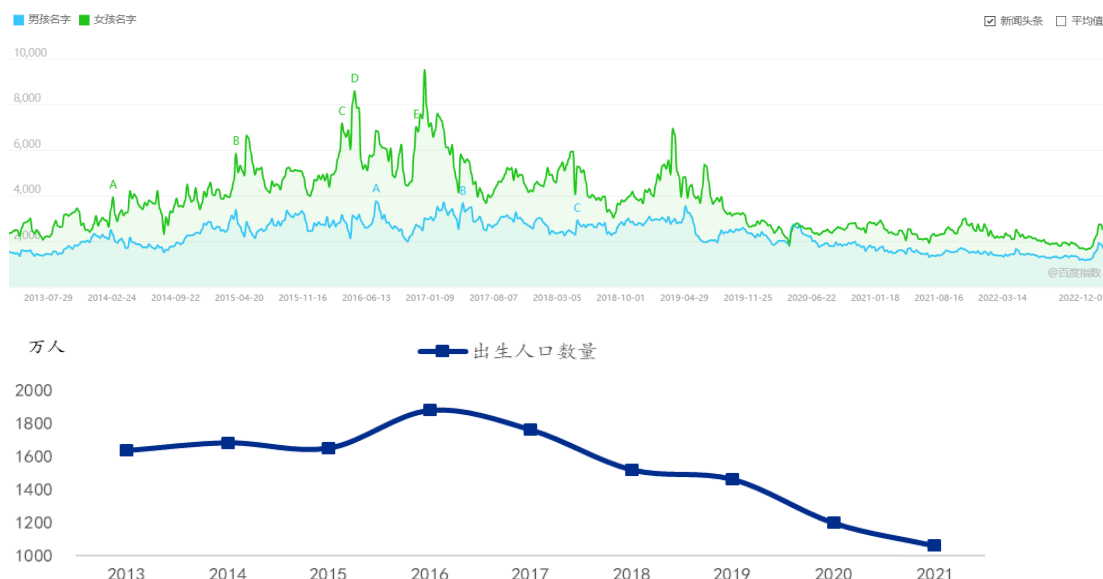
在 17-19 年, 由此方法估算的结果与实际出生人口比较吻合。20 年和 21 年出现了明显偏差, 我们认为是新冠疫情导致的出生率快速下跌。假设排除疫情的影响, 我们预期 22-26 年出生人口将保持每年 3% 左右的下降, 降幅比近 5 年将明显收窄。考虑到疫情后居民对病毒的恐慌情绪的消散, 以及经济的修复, 参考海外的状况, 我们认为未来三年出生人口甚至可能会有一定程度回升。作为参考依据, 自今年四季度开始, 百度搜索的“男孩名字”和“女孩名字”搜索指数均出现明显回升。历史上看, 这个搜索量与出生人数的变动趋势基本吻合。

图表 15: 出生人口估算及实际出生人口 (万人)



资料来源: wind, 安信国际研究预测

图表 16: 百度搜索“男孩名字”和“女孩名字”搜索指数



资料来源: wind, 百度指数, 安信国际

2 推荐标的

2.1 中国飞鹤：龙头地位稳固

中国飞鹤 (6186.HK) 为国内配方奶粉龙头企业, 根据尼尔森数据, 上半年公司的市占率已经达到 19.3%, 为全国第一, 市占率较 21 年底的 19.2% 略有上升。公司上半年收入 96.7 亿, 同比下降 16.2%, 净利润 22.7 亿, 同比下降 39.7%。超高端奶粉 56.2 亿, 同比下降 18%, 高端奶粉 30.5 亿, 同比下降 19%, 普通奶粉 4 亿, 同比下降 25%。收入下降的主要原因是行业竞争加剧, 使得业绩承压。公司主动实施“新鲜战略”, 将渠道库存降低至安全水平。新品下半年陆续上市, 以及儿童产品成立独立部门, 下半年有望收入恢复双位数增长。根据我们的了解, 目前公司的渠道库存已经降至 1.7-1.8 倍, 处于较为合理的水平。

下半年星飞帆系列陆续有几款新品上市。目前星飞帆系列已有 5 款产品。经典星飞帆新国标产品已经上市, 虽然较前几年的零售价格有所回落, 但是目前价盘平稳。星飞帆卓睿、星飞帆卓曜、星飞帆 A2、星飞帆卓舒 (羊奶粉) 均以上市, 定位超高端, 价格较经典星飞帆均有提升。公司希望通过星飞帆产品矩阵的打造, 通过大单品经典星飞帆引流, 为其他高毛利产品带动销售。这一产品矩阵也将增加渠道利润, 以平衡经典星飞帆零售价下滑带来的渠道利润压缩的问题。

上半年毛利率 67.6%, 同比下降 5.7pct, 净利率 23.5%, 同比下降 9.1pct, 产品结构变动导致毛利率下降, 费用率有所上升。由于星飞帆上半年收入下滑 18%, 高于整体收入下滑的幅度, 超高端收入占比下降, 带来毛利率的下降。同时收入的下滑带来固定成本占比的攀升。费用方面, 尽管销售费用较去年同期下降 5.8%, 但由于导购、陈列费用相对比较刚性, 盲目削减会导致份额下降, 因而下降幅度不大, 销售费用率同比提升了 3.6pct。管理费用较去年同期增加 8.6%, 主要是研发成本增加。综合以上几点因素导致上半年净利润出现较大幅度下滑。未来公司将通过精细化运营, 减少对效益比较差的终端的投入, 实现费用投入的效果最大化。

成人粉及儿童粉方面, 公司会对成人奶粉进行升级, 年底会有一款产品上市。此外, 公司宣布将把儿童和学生产品的销售单独成立部门运作, 希望在未来能够贡献更多收入。上半年四段奶粉销售收入约为 10 亿。

我们预期 22/23/24 年收入为 213/232/247 亿，净利润为 52.8/58.5/59.2 亿人民币，对应 EPS 为 0.65/0.72/0.73 港元。预期 23 年股息率为 5.3%。并且公司现金充足，未来资本开支较少，公司有望继续通过股票回购或者分红的形式提高股东回报。

图表 17：盈利预测

人民币百万	2019A	2020A	2021EA	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	13,722	18,593	22,776	21,295	23,201	24,723
超高端婴配粉	7,654	10,864	12,060	12,015	13,217	14,274
YoY		41.9%	11.0%	-0.4%	10.0%	8.0%
高端婴配粉	1,757	2,794	7,400	7,043	7,748	8,213
YoY		59.0%	164.9%	-4.8%	10.0%	6.0%
普通婴配粉	3,127	3,909	1,100	922	922	922
YoY		25.0%	-71.9%	-16.2%	0.0%	0.0%
其他乳制品及营养品	1,183	907	1,985	955	955	955
YoY		-23.3%	118.9%	-51.9%	0.0%	0.0%
原料奶	-4,112	-5,112	-6,769	-6,904	-7,522	-8,406
YoY		24.3%	32.4%	2.0%	8.9%	11.8%
营业成本	-4,112	-5,112	-6,769	-6,904	-7,522	-8,406
毛利	9,610	13,480	16,008	14,391	15,679	16,317
毛利率	70.0%	72.5%	70.3%	67.6%	67.6%	66.0%
销售费用	-3,848	-5,263	-6,729	-6,512	-6,960	-7,417
占收入比例	-28.0%	-28.3%	-29.5%	-30.6%	-30.0%	-30.0%
管理费用	-913	-1,161	-1,208	-1,354	-1,392	-1,483
占收入比例	-6.7%	-6.2%	-5.3%	0.0%	-6.0%	-6.0%
财务费用	-73	-50	-29	-26	-12	-12
占收入比例	-0.5%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他收入/支出	907	2,895	1,631	1,018	1,018	1,018
占收入比例	6.6%	15.6%	7.2%	4.8%	4.4%	4.1%
除税前溢利	5,683	9,901	9,672	7,516	8,333	8,423
所得税	-1,748	-2,464	-2,757	-2,237	-2,481	-2,507
所得税率	-30.8%	-24.9%	-28.5%	-29.8%	-29.8%	-29.8%
净利润(含少数股东权益)	3,935	7,437	6,915	5,279	5,853	5,915
净利率	28.7%	40.0%	30.4%	24.8%	25.2%	23.9%
少数股东损益	-	-0	44	-	-	-
净利润(不含少数股东权益)	3,935	7,437	6,871	5,279	5,853	5,915
EPS (港元)	0.49	0.92	0.85	0.65	0.72	0.73
市盈率 (倍)	15.35	8.12	8.79	11.44	10.32	10.21

数据来源：安信国际研究预测

*注：超高端婴配粉、高端婴配粉和普通婴配粉统计口径在2021年有调整

我们采用可比公司和 DCF 两种方式进行估值。我们参考了港股和 A 股乳制品公司，以及部分处于成熟期的包装食品公司，2023 年预测市盈率平均值为 15x。综合考虑飞鹤的市场地位、港股的流动性，我们给予 15 倍 PE。结合 2023 年 EPS，可比公司估值法的合理股价为 10.9 港元。DCF 方法下的合理市值为 1054 亿港元，对应股价为 11.6 港元。综合可比公司及 DCF 估值，我们给予公司的目标价为 11.2 港元，维持“买入”评级，较当前股价有 56% 的上涨空间。

图表 18: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
中国飞鹤	6186. HK	656	HKD	82.9	76.6	64.5	74.3	83.0	7.9	8.6	10.2	8.8	7.9
yoy				89%	-8%	-16%	15%	12%					
澳优	1717. HK	82	HKD	11.2	11.6	8.5	10.6	12.4	7.3	7.1	9.6	7.7	6.6
yoy				14%	4%	-27%	25%	17%					
H&H国际控	1112. HK	89	HKD	12.7	5.7	9.7	10.7	11.8	7.0	15.7	9.2	8.3	7.5
yoy				13%	-55%	70%	11%	10%					
蒙牛乳业	2319. HK	1,368	HKD	39.3	56.0	68.6	76.6	89.5	34.8	24.4	20.0	17.9	15.3
yoy				-14%	43%	22%	12%	17%					
伊利股份	600887. SH	2,032	CNY	70.8	87.0	95.5	112.5	131.0	28.7	23.3	21.3	18.1	15.5
yoy				2%	23%	10%	18%	16%					
康师傅控股	0322. HK	771	HKD	45.3	42.4	31.6	44.8	55.4	17.0	18.2	24.4	17.2	13.9
yoy				22%	-6%	-25%	41%	24%					
统一企业中国	0220. HK	309	HKD	18.1	16.7	13.6	18.6	21.6	17.0	18.5	22.7	16.6	14.3
yoy				19%	-8%	-19%	37%	16%					
中国旺旺	0151. HK	620	HKD	46.3	46.8	48.1	54.5	55.7	13.4	13.2	12.9	11.4	11.1
yoy				14%	1%	3%	13%	2%					
平均估值									15.8	16.6	20.0	15.1	13.1

注: 时间截止2022/12/13, 预测值为wind一致预测

资料来源: wind, 安信国际证券研究

图表 19: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2023年EPS				
PE		0.59	0.65	0.72	0.80	0.88
	9x	5.28	5.86	6.52	7.17	7.88
	11x	6.45	7.17	7.96	8.76	9.64
	13x	7.62	8.47	9.41	10.35	11.39
	15x	8.80	9.77	10.86	11.95	13.14
	17x	9.97	11.08	12.31	13.54	14.89
	19x	11.14	12.38	13.76	15.13	16.64
	21x	12.31	13.68	15.20	16.72	18.40

资料来源: 安信国际证券研究

图表 20: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028
(年结31/12; 人民币百万)	实际	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	10,392	13,722	18,593	22,776	21,295	23,201	24,723	25,847			
增长率%		32.0%	35.5%	22.5%	-6.5%	8.9%	6.6%	4.5%			
EBIT	3,247	5,755	9,951	9,701	7,543	8,345	8,435	8,772			
增长率%		77.2%	72.9%	-2.5%	-22.3%	10.6%	1.1%	4.0%			
EBIT率%	31.2%	41.9%	53.5%	42.6%	35.4%	36.0%	34.1%	33.9%			
有效税率%	29.7%	30.8%	24.9%	28.5%	29.8%	29.8%	29.8%	29.8%			
EBIT x (1-有效税率)	2,283	3,985	7,474	6,936	5,297	5,861	5,924	6,161			
+ 折旧摊销	60	76	182	411	446	480	493	506			
+ 营运资金变动	658	562	1,265	-532	256	151	189	151			
- 资本支出	-1,469	-1,442	-822	-821	-800	-800	-300	-300			
自由现金流, FCF	1,532	3,180	8,099	5,994	5,199	5,692	6,306	6,518	6,648	6,781	6,917
增长率%		107.6%	154.7%	-26.0%	-13.3%	9.5%	10.8%	3.4%	2.0%	2.0%	2.0%
折现年份					-	1	2	3	4	5	6
折现因子					1.0000	0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209	0.5645
FCF现值					5,199	5,174	5,211	4,897	4,541	4,211	3,904
FY2022-28 FCF现值总额			33,138								
永续期价值现值			49,782								
企业价值			82,921								
加: 净现金			10,907								
减: 少数股东权益			-								
DCF 估值(百万港元)			105,424								
假设:											
WACC			10%								
短期增长率			2%								
永续增长率			2%								

资料来源: 安信国际研究预测

2.2 H&H 国际：保健品及宠物业务拉动增长

H&H 国际 (1112. HK) 上半年收入 59.6 亿，同比增长 9.8%，净利润 4.75 亿，同比下降 5.3%。上半年毛利率 62%，同比下降 1.1pct，净利率 8%，同比下降 1.2pct。公司第三季度收入 32.3 亿，同比增长 20.8%，同类可比增速 13.9%（主要是调整了收购 Zesty Paws 影响及汇率影响）。

益生菌恢复性增长，奶粉表现稳定。BNC 业务前三季度收入 47.5 亿，同比下降 1.4%，第三季度收入 15.6 亿，同比增长 3.1%，重拾升轨。其中婴幼儿奶粉前三季度收入 36.3 亿，同比下降 2.2%，第三季度收入 11.7 亿，同比下降 0.3%。出生人口下降导致行业竞争加剧，令奶粉销售承压。公司继续加强在低线城市的渗透率，同时在上半年推出针对 3 岁以儿童饮用的配方奶粉，扩大消费客群，在保持稳健的渠道水平的同时，奶粉销售仅轻微下滑，市占率为 5.9%，同比轻微下降 0.3pct。益生菌业务前三季度收入 7.9 亿，同比增长 14%，第三季度收入 3 亿，同比增长 29%，主要是 20 年公司进行了一次提价，经销商抢在提价前进行囤货导致后续进货动力不足，22 年才重新回到增长轨道。益生菌业务未来将重点加强终端覆盖，相比奶粉的覆盖网点数，益生菌还有较大提升空间。此外近期新冠感染人数的攀升也增加消费者对益生菌产品的需求。其他婴幼儿用品前三季度收入 3.2 亿，同比下降 21%，主要是 Dodie 纸尿裤的销售重点由销量增长转为利润提升所致。因此，同期盈利能力接近盈亏平衡，后续销售有望稳定在目前水平。

ANC 板块中国业务保持稳健增长，疫情刺激需求爆发。ANC 板块前三季度收入 33.7 亿，同比增长 14.8%，同类比较增速 20.8%；第三季度收入 13.2 亿，同比增长 28.7%，同类比较增速 31.1%。中国地区前三季度收入 21.2 亿，同比增长 16.7%。随着新冠感染人数的增加，消费者对免疫类产品的需求快速上升，公司近期 VC 产品已经断货。我们预期未来半年需求仍将保持强劲增长。澳新及其他地区收入 12.5 亿，同比增长 11.8%，针对澳新本地市场的产品创新取得成效，前三季度来自本地渠道的收入同比增长 24.3%，并且代购业务开始有所回暖，前三季度来自企业代购渠道的收入同比增长 14.3%。

PNC 板块保持快速增长。PNC 板块前三季度收入 10.7 亿，同比增长 209%，同类比较增速 26.1%；第三季度收入 3.4 亿，同比增长 170%，同类比较增速 7.9%。北美地区前三季度收入（主要是 PNC 业务）8.6 亿，同类比较增速 20.2%，维持高速增长，主要得益于宠物营养品高端化持续。第三季度收入 2.9 亿，同类比较增速 14.7%，三季度增速北美地区放缓主要是在亚马逊的销售模式从 B2B 转为 B2C，需要清空原有网站库存，进入四季度销售将恢复到正常水平。国内在 Solid Gold 的带动下，前三季度同类比较增速达到 52.3%，线下渠道已覆盖 7300 家宠物店及宠物医院。第三季度 Solid Gold 受到北美供应链影响，国内销售增速放缓，预期明年一季度可以得到解决。

产品结构变动使毛利率略有下降，费用管控得当。上半年毛利率 62%，同比下降 1.1pct，主要是产品结构变动带来，拆分每个业务板块看毛利率均有提升。BNC 板块受益于产品结构的改善，高毛利产品占比提升，毛利率略有增加，从 21 年上半年的 64.4%，上升至今年上半年的 64.6%。ANC 板块由于存货拨备减少，毛利率增加 0.5pct 至 63.7%。PNC 板块，受益于毛利率更高的国内业务的销售带动，板块毛利率增加 4.1pct 至 45.8%。销售费用率上升 0.8pct，主要是中国市场对渠道扩张和品牌推广的需求提升。管理费用率下降 0.4pct，主要是更为高效的管理带来。下半年公司继续降本增效，预期全年 EBITDA margin 与去年基本持平。

我们认为虽然奶粉业务受到挑战，但保健品业务增长回升，并且疫情对于保健品的销售有正向刺激作用。宠物用品赛道正处于成长阶段，我们对这块业务也抱有乐观态度。我们预期 22/23/24 年收入为 126/140/155 亿，净利润为 7.2/7.6/8.9 亿人民币，对应 EPS 为 1.24/1.31/1.53 港元。

图表 21：盈利预测

人民币百万	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	10,925	11,195	11,548	12,611	14,048	15,541
BNC	6,934	7,301	6,612	6,550	6,851	7,136
YoY		5.3%	-9.4%	-0.9%	4.6%	4.2%
ANC	3,991	3,868	4,209	4,651	5,363	6,205
YoY		-3.1%	8.8%	10.5%	15.3%	15.7%
PNC	-	26	726	1,411	1,834	2,201
YoY				94.2%	30.0%	20.0%
营业成本	-3,696	-4,008	-4,300	-4,840	-5,507	-6,119
毛利	7,229	7,187	7,248	7,771	8,542	9,422
毛利率	66.2%	64.2%	62.8%	61.6%	60.8%	60.6%
销售费用	-4,493	-4,604	-4,972	-5,428	-6,046	-6,690
占收入比例	-41.1%	-41.1%	-43.1%	-43.0%	-43.0%	-43.0%
管理费用	-638	-679	-696	-733	-817	-904
占收入比例	-5.8%	-6.1%	-6.0%	-5.8%	-5.8%	-5.8%
财务费用	-421	-287	-285	-504	-484	-464
占收入比例	-3.9%	-2.6%	-2.5%	-4.0%	-3.4%	-3.0%
其他收入/支出	53	126	-385	-9	-	-
占收入比例	0.5%	1.1%	-3.3%	-0.1%	0.0%	0.0%
除税前溢利	1,566	1,605	850	1,097	1,195	1,365
所得税	-560	-468	-342	-379	-436	-475
所得税率	-35.8%	-29.2%	-40.2%	-34.6%	-36.5%	-34.8%
净利润(含少数股东权益)	1,006	1,137	509	718	758	889
净利率	9.2%	10.2%	4.4%	5.7%	5.4%	5.7%
少数股东损益	-	-	-	-	-	-
净利润(不含少数股东权益)	1,006	1,137	509	718	758	889
EPS (港元)	1.73	1.96	0.88	1.24	1.31	1.53
市盈率 (倍)	7.95	7.03	15.71	11.13	10.54	8.99

数据来源：Wind资讯，安信国际预测

我们采用可比公司和 DCF 两种方式进行估值。我们参考了港股和 A 股乳制品公司，以及部分处于成熟期的包装食品公司，2023 年预测市盈率平均值为 15x。综合考虑 H&H 的市场地位、港股的流动性，我们给予 14 倍 PE。结合 2023 年 EPS，可比公司估值法的合理股价为 18.3 港元。DCF 方法下的合理市值为 118 亿港元，对应股价为 18.3 港元。综合可比公司及 DCF 估值，我们给予公司的目标价为 18.3 港元，维持“买入”评级，较当前股价有 27% 的上涨空间。

图表 22: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿元)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
中国飞鹤	6186.HK	656	HKD	82.9	76.6	64.5	74.3	83.0	7.9	8.6	10.2	8.8	7.9
yoy				89%	-8%	-16%	15%	12%					
澳优	1717.HK	82	HKD	11.2	11.6	8.5	10.6	12.4	7.3	7.1	9.6	7.7	6.6
yoy				14%	4%	-27%	25%	17%					
H&H国际控	1112.HK	89	HKD	12.7	5.7	9.7	10.7	11.8	7.0	15.7	9.2	8.3	7.5
yoy				13%	-55%	70%	11%	10%					
蒙牛乳业	2319.HK	1,368	HKD	39.3	56.0	68.6	76.6	89.5	34.8	24.4	20.0	17.9	15.3
yoy				-14%	43%	22%	12%	17%					
伊利股份	600887.SH	2,032	CNY	70.8	87.0	95.5	112.5	131.0	28.7	23.3	21.3	18.1	15.5
yoy				2%	23%	10%	18%	16%					
康师傅控股	0322.HK	771	HKD	45.3	42.4	31.6	44.8	55.4	17.0	18.2	24.4	17.2	13.9
yoy				22%	-6%	-25%	41%	24%					
统一企业中国	0220.HK	309	HKD	18.1	16.7	13.6	18.6	21.6	17.0	18.5	22.7	16.6	14.3
yoy				19%	-8%	-19%	37%	16%					
中国旺旺	0151.HK	620	HKD	46.3	46.8	48.1	54.5	55.7	13.4	13.2	12.9	11.4	11.1
yoy				14%	1%	3%	13%	2%					
平均估值									15.8	16.6	20.0	15.1	13.1

注: 时间截止2022/12/13, 预测值为wind一致预测

资料来源: wind, 安信国际证券研究

图表 23: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2023年EPS				
		1.06	1.18	1.31	1.44	1.58
PE	8x	8.5	9.4	10.4	11.5	12.6
	10x	10.6	11.8	13.1	14.4	15.8
	12x	12.7	14.1	15.7	17.2	19.0
	14x	14.8	16.5	18.3	20.1	22.1
	16x	16.9	18.8	20.9	23.0	25.3
	18x	19.0	21.2	23.5	25.9	28.4
	20x	21.2	23.5	26.1	28.7	31.6

资料来源: 安信国际证券研究

图表 24: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

(年结31/12; RMB 000)	FY 2019 实际	FY 2020 实际	FY 2021 实际	FY 2022 预测	FY 2023 预测	FY 2024 预测	FY 2025 预测	FY 2026 预测	FY 2027 预测	FY 2028 预测
营业额	10,925	11,195	11,548	12,611	14,048	15,541				
增长率%		2.5%	3.2%	9.2%	11.4%	10.6%				
EBIT	1,987	1,891	1,135	1,601	1,679	1,829				
增长率%		-4.8%	-40.0%	41.0%	4.9%	8.9%				
EBIT率%	18.2%	16.9%	9.8%	12.7%	11.9%	11.8%				
有效税率%	35.8%	29.2%	40.2%	34.6%	36.5%	34.8%				
EBIT x (1-有效税率)	1,276	1,340	679	1,047	1,065	1,191				
+ 折旧	250	284	217	243	259	274				
+ 摊销										
+ 营运资金变动	-177	-82	257	-67	11	-6				
- 资本支出	-133	-107	-106	-106	-106	-106				
自由现金流, FCF	1,217	1,436	1,047	1,117	1,229	1,354	1,422	1,493	1,568	1,646
增长率%		18.0%	-27.1%	6.7%	10.0%	10.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
折现年份				-	1	2	3	4	5	6
折现因子				1.0000	0.9009	0.8116	0.7312	0.6587	0.5935	0.5346
FCF现值				1,117	1,107	1,099	1,040	984	930	880
FY2022-27 FCF现值总额				7,157						
永续期价值现值				9,974						
企业价值				17,131						
- 净负债				-6,502						
- 少数股东权益				-						
DCF 估值 (HKD 000)				11,810						
假设:										
WACC				11%						
短期增长率				5%						
永续增长率				2%						

数据来源: Wind资讯, 安信国际预测

2.3 澳优：羊奶粉企稳，牛奶粉渠道整顿

澳优（1717.HK）上半年收入 36.3 亿，同比下降 15%，净利润 2.1 亿，同比下降 63%。上半年毛利率 47.1%，同比减少 3pct，净利率 5.7%，同比减少 7.7pct。由于行业竞争加剧，公司对牛奶粉的销售渠道进行主动调整，因而对业务造成拖累，另一方面羊奶粉经历了窜货风波后，目前表现较为稳定。

羊奶粉略有下滑，预期下半年重拾增长。羊奶粉上半年收入 16.7 亿，同比下降 1.5%，主要是婴配粉及妈妈粉供应不足，导致销售未达预期。羊奶粉在经历了去年的窜货事件之后，通过积极的渠道整改，已经出现明显好转，基本恢复至窜货前的水平。澳优在上游羊奶奶源的布局奠定了其在羊奶粉的竞争优势，佳贝艾特掌握了全球主要的羊乳清蛋白的供应，且目前正在荷兰推进新的婴配粉生产设施（产能 3.5 万吨），将进一步增强其供应端的优势。

牛奶粉渠道整顿，终端价盘较为稳定。上半年牛奶粉收入 12.8 亿，同比下降 37.6%。受到行业竞争加剧的影响，终端销售面临压力，因此公司采取措施主动对海普诺凯 1897 进行渠道调整，降低渠道库存，保证产品新鲜度，对库存水平进行更严格的监控。目前渠道库存已经处于合理水平，终端价盘较为稳定，价格相比之前有所下降。我们认为后续随着出生人口降幅的收窄，行业的竞争压力将有所缓解，有助于牛奶粉业务恢复增长。

折扣增加使得毛利率下降。上半年毛利率为 47.1%，同比减少 3pct，主要是行业竞争激烈，公司给予分销商折扣增加。羊奶粉毛利率 57.4%，同比减少 4.9pct，除了折扣因素外，羊乳清等原材料价格上涨较快也是重要原因。牛奶粉毛利率 57%，同比减少 2.5pct。存货拨备 0.53 亿，较去年同期的 1.8 亿减少 70%，主要是公司对于产品的新鲜度有了更严格的管理，使得拨备相应减少。下半年竞争压力仍在，折扣促销对毛利率依旧有压力。

伊利成控股股东，协同效应可期。伊利股份（600887.SH）于上半年收购澳优 59% 的股份，成为其控股股东。伊利在乳制品有广泛的布局，且在中国拥有庞大的销售网络。此次收购，双方能够在产品组合、奶源供应、销售网络等方面进行合作，澳优有望从中受益。

我们认为当前奶粉行业确实受到挑战，公司的羊奶粉和牛奶粉陆续开始整顿渠道库存，尽管有短期阵痛，但为后续业务发展扫清了障碍，期待行业下滑压力缓解后恢复增长。我们预期 22/23/24 年收入为 77/86/91 亿，净利润为 4.4/6.0/6.5 亿人民币，对应 EPS 为 0.28/0.38/0.41 港元。

图表 25：盈利预测

人民币百万	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	6,736	7,986	8,873	7,759	8,612	9,121
羊奶粉	2,856	3,106	3,348	3,406	3,576	3,755
牛奶粉	3,167	3,820	4,414	2,934	3,465	3,638
营养品	119	142	177	204	235	258
私人品牌及其他	594	917	934	1,215	1,336	1,470
营业成本	-3,203	-4,004	-4,403	-4,096	-4,482	-4,775
毛利	3,533	3,982	4,471	3,663	4,130	4,346
毛利率	52.5%	49.9%	50.4%	47.2%	48.0%	47.6%
销售费用	-1,772	-2,067	-2,415	-2,351	-2,584	-2,736
占收入比例	-26.3%	-25.9%	-27.2%	-30.3%	-30.0%	-30.0%
管理费用	-558	-693	-707	-814	-839	-843
占收入比例	-8.3%	-8.7%	-8.0%	-10.5%	-9.7%	-9.2%
财务费用	-33	-29	-19	-24	-20	-18
占收入比例	-0.5%	-0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
其他收入/支出	-63	28	-96	43	47	50
占收入比例	0.0%	0.9%	-1.1%	0.6%	0.6%	0.6%
除税前溢利	1,107	1,221	1,234	517	735	798
所得税	-228	-221	-231	-78	-132	-144
所得税率	-20.6%	-18.1%	-18.8%	-15.2%	-18.0%	-18.0%
净利润(含少数股东权益)	879	1,000	1,002	438	602	654
净利率	13.0%	12.5%	11.3%	5.6%	7.0%	7.2%
少数股东损益	1	-4	-38	-14	-	-
净利润(不含少数股东权益)	878	1,004	1,040	452	602	654
EPS (港元)	0.55	0.63	0.65	0.28	0.38	0.41
市盈率 (倍)	8.12	7.10	6.85	15.76	11.84	10.90

数据来源：安信国际研究预测

我们采用可比公司和 DCF 两种方式进行估值。我们参考了港股和 A 股乳制品公司，以及部分处于成熟期的包装食品公司，2023 年预测市盈率平均值为 15x。综合考虑澳优的市场地位、港股的流动性，我们给予 14 倍 PE。结合 2023 年 EPS，可比公司估值法的合理股价为 5.3 港元。DCF 方法下的合理市值为 94.6 亿港元，对应股价为 5.3 港元。综合可比公司及 DCF 估值，我们给予公司的目标价为 5.3 港元，维持“买入”评级，较当前股价有 18% 的上涨空间。

图表 26：可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
中国飞鹤	6186. HK	656	HKD	82. 9	76. 6	64. 5	74. 3	83. 0	7. 9	8. 6	10. 2	8. 8	7. 9
yoy				89%	-8%	-16%	15%	12%					
澳优	1717. HK	82	HKD	11. 2	11. 6	8. 5	10. 6	12. 4	7. 3	7. 1	9. 6	7. 7	6. 6
yoy				14%	4%	-27%	25%	17%					
H&H国际控	1112. HK	89	HKD	12. 7	5. 7	9. 7	10. 7	11. 8	7. 0	15. 7	9. 2	8. 3	7. 5
yoy				13%	-55%	70%	11%	10%					
蒙牛乳业	2319. HK	1, 368	HKD	39. 3	56. 0	68. 6	76. 6	89. 5	34. 8	24. 4	20. 0	17. 9	15. 3
yoy				-14%	43%	22%	12%	17%					
伊利股份	600887. SH	2, 032	CNY	70. 8	87. 0	95. 5	112. 5	131. 0	28. 7	23. 3	21. 3	18. 1	15. 5
yoy				2%	23%	10%	18%	16%					
康师傅控股	0322. HK	771	HKD	45. 3	42. 4	31. 6	44. 8	55. 4	17. 0	18. 2	24. 4	17. 2	13. 9
yoy				22%	-6%	-25%	41%	24%					
统一企业中国	0220. HK	309	HKD	18. 1	16. 7	13. 6	18. 6	21. 6	17. 0	18. 5	22. 7	16. 6	14. 3
yoy				19%	-8%	-19%	37%	16%					
中国旺旺	0151. HK	620	HKD	46. 3	46. 8	48. 1	54. 5	55. 7	13. 4	13. 2	12. 9	11. 4	11. 1
yoy				14%	1%	3%	13%	2%					
平均估值									15. 8	16. 6	20. 0	15. 1	13. 1

注：时间截止2022/12/13，预测值为wind一致预测

资料来源：wind，安信国际证券研究

图表 27: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2023年EPS				
		0.30	0.34	0.38	0.41	0.46
PE	8x	2.44	2.71	3.01	3.31	3.64
	10x	3.05	3.39	3.76	4.14	4.55
	12x	3.66	4.06	4.51	4.96	5.46
	14x	4.27	4.74	5.27	5.79	6.37
	16x	4.87	5.42	6.02	6.62	7.28
	18x	5.48	6.09	6.77	7.45	8.19
	20x	6.09	6.77	7.52	8.27	9.10

资料来源: 安信国际证券研究

图表 28: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

(年结31/12; RMB 000)	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027
	实际	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	5,390	6,736	7,986	8,873	7,759	8,612	9,121	9,663		
增长率%		25.0%	18.6%	11.1%	-12.6%	11.0%	5.9%	5.9%		
EBIT	822	1,141	1,250	1,252	540	754	816	858		
增长率%		38.8%	9.6%	0.2%	-56.9%	39.7%	8.2%	5.1%		
EBIT率%	15.2%	16.9%	15.6%	14.1%	7.0%	8.8%	8.9%	8.9%		
有效税率%	18.6%	20.6%	18.1%	18.8%	15.2%	18.0%	18.0%	18.0%		
EBIT x (1-有效税率)	669	905	1,024	1,017	458	619	669	703		
+ 折旧摊销	153	142	181	209	236	264	291	318		
+ 营运资金变动	-261	-264	-283	-579	50	-77	-72	-70		
+ 金融资产公允价值损失	-22	64	43	-	-	-	-	-		
- 资本支出	-347	-508	-587	-563	-400	-400	-400	-400		
自由现金流, FCF	191	339	378	85	345	405	488	551	584	619
增长率%		77.4%	11.6%	-77.6%	306.7%	17.5%	20.5%	12.9%	6.0%	6.0%
折现年份					-	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00
折现因子					1.0000	0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209
FCF现值					345	368	403	414	399	384
FY2022-27 FCF现值总额					2,313					
永续期价值现值					4,902					
企业价值					7,215					
加: 净现金					1,145					
减: 少数股东权益					59					
DCF估值(HKD 000)					9,460					
假设:										
WACC					10.0%					
短期增长率					6.0%					
永续增长率					2.0%					

资料来源: 安信国际研究预测

3 附录：财务报表预测

中国飞鹤 6186.HK

资产负债表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等值项目	16,390	17,169	18,693	21,562	24,788
贸易应收款项	289	477	358	390	416
预付及其他应收款项	557	576	539	587	625
存货	1,285	1,722	1,533	1,671	1,867
受限制存款	24	26	26	26	26
其他流动资产	0	-	-	-	-
流动资产总额	18,545	19,970	21,148	24,236	27,722
物业、厂房及设备	7,197	8,437	8,791	9,111	8,918
土地使用权及权益	366	428	428	428	428
受限制存款-非流动	-	-	-	-	-
无形资产	0	21	21	21	21
商誉	48	112	112	112	112
于联营及合营企业投资	143	127	127	127	127
递延税项资产	376	474	474	474	474
其他非流动资产	1,648	1,912	1,912	1,912	1,912
非流动资产总额	9,779	11,511	11,865	12,185	11,992
总资产	28,323	31,481	33,014	36,421	39,714
贸易应付款项	1,133	1,284	1,233	1,343	1,501
合同负债	-	-	-	-	-
其他应付款项	4,518	4,221	4,184	4,442	4,733
短期有息债务	448	313	248	196	155
应付即期税项	910	1,063	1,063	1,063	1,063
其他流动负债	98	62	62	62	62
流动负债总额	7,107	6,943	6,789	7,106	7,514
长期有息债务	732	621	491	389	308
租赁负债	139	115	115	115	115
递延税负债	784	753	753	753	753
其他非流动负债	374	647	647	647	647
非流动负债总额	2,030	2,136	2,006	1,904	1,823
总负债	9,137	9,079	8,795	9,009	9,336
股本	-	-	-	-	-
储备	17,747	20,921	22,738	25,930	28,897
少数股东权益	1,438	1,482	1,482	1,482	1,482
总股东权益	19,186	22,403	24,220	27,412	30,379

现金流量表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
息税前利润	9,951	9,701	7,543	8,345	8,435
所得税	-2,108	-2,736	-2,237	-2,481	-2,507
营运资本变动	1,265	-532	256	151	189
折旧及摊销	266	440	446	480	493
公允价值变动	-5	-59	-	-	-
经营性现金流净额	7,748	6,815	5,981	6,484	6,597
资本开支	-1,625	-2,306	-800	-800	-300
理财投资净额	-2,291	-616	-	-	-
其他	129	478	-	-	-
投资性现金流净额	-3,786	-2,444	-800	-800	-300
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-2,685	-3,392	-3,462	-2,660	-2,949
新增债务	-3,521	-444	-195	-154	-122
其他	3,663	-409	-	-	-
筹资性现金流净额	-2,543	-4,245	-3,657	-2,814	-3,071
现金净变动	1,246	77	1,524	2,870	3,226
现金期初余额	4,667	5,912	17,169	18,693	21,562
现金期末余额	16,390	17,169	18,693	21,562	24,788

数据来源：公司资料，安信国际研究预测

利润表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	18,593	22,776	21,295	23,201	24,723
营业成本	-5,112	-6,769	-6,904	-7,522	-8,406
毛利	13,480	16,008	14,391	15,679	16,317
销售费用	-5,263	-6,729	-6,512	-6,960	-7,417
管理费用	-1,161	-1,208	-1,354	-1,392	-1,483
其他收益及损失	2,895	1,631	1,018	1,018	1,018
营业利润	9,951	9,701	7,543	8,345	8,435
财务费用	-50	-29	-26	-12	-12
除税前利润	9,901	9,672	7,516	8,333	8,423
所得税	-2,464	-2,757	-2,237	-2,481	-2,507
净利润	7,437	6,915	5,279	5,853	5,915
归属母公司净利润	7,437	6,871	5,279	5,853	5,915
EPS (港元)	0.92	0.85	0.65	0.72	0.73
EBITDA	10,132	10,113	7,988	8,825	8,928

主要财务比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)	35.5%	22.5%	-6.5%	8.9%	6.6%
除税前利润增长率 (%)	72.9%	-2.5%	-22.3%	10.6%	1.1%
净利润增长率 (%)	89.0%	-7.0%	-23.7%	10.9%	1.1%
盈利能力:					
毛利率 (%)	72.5%	70.3%	67.6%	67.6%	66.0%
净利率 (%)	40.0%	30.4%	24.8%	25.2%	23.9%
ROE (%)	46.2%	33.3%	22.6%	22.7%	20.5%

偿债能力:

资产负债率 (%)	32.3%	28.8%	26.6%	24.7%	23.5%
流动比率 (x)	2.61	2.88	3.12	3.41	3.69
利息覆盖倍数 (x)	201.84	346.90	302.38	760.74	722.23
股息支付率 (%)	30.8%	50.4%	50.4%	50.4%	50.4%

营运能力

存货周转天数	71	81	81	81	81
应收账款周转天数	6	6	6	6	6
应付账款周转天数	78	65	65	65	65

每股资料

EPS (港元)	1.00	0.85	1.03	1.18	1.29
BPS (港元)	2.58	3.13	3.82	4.58	5.40
每股经营现金 (港元)	0.96	0.84	0.74	0.80	0.82

估值比率

PE	21.77	25.56	21.12	18.47	16.90
PB	8.44	6.95	5.70	4.74	4.03

H&H 国际 1112. HK

资产负债表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等值项目	1,869	2,406	2,405	2,523	2,772
贸易应收款项	796	739	838	933	1,033
预付及其他应收款项	342	281	307	342	378
存货	1,958	2,088	2,277	2,591	2,879
受限制存款	4	-	-	-	-
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动资产总额	4,969	5,514	5,827	6,389	7,062
物业、厂房及设备	434	444	389	319	232
土地使用权及权益	170	145	145	145	145
长期应收款项	221	72	72	72	72
无形资产	3,580	5,572	5,490	5,408	5,326
商誉	6,649	7,472	7,472	7,472	7,472
于联营及合营企业投资	67	68	68	68	68
递延税项资产	588	603	603	603	603
其他非流动资产	543	392	392	392	392
非流动资产总额	12,250	14,768	14,632	14,479	14,311
总资产	17,219	20,282	20,459	20,868	21,373
贸易应付款项	638	881	855	973	1,081
其他应付款项	2,184	2,175	2,448	2,785	3,095
合同负债	168	264	264	264	264
短期有息债务	20	3,146	2,989	2,839	2,697
应付即期税项	224	332	332	332	332
租赁负债-流动	106	79	79	79	79
其他流动负债	-	-	-	-	-
流动负债总额	3,278	6,822	6,912	7,217	7,493
长期有息债务	6,004	6,230	5,919	5,623	5,341
递延收入-非流动负债	-	-	-	-	-
递延税项负债	938	826	826	826	826
其他非流动负债	690	440	440	440	440
非流动负债总额	7,738	7,575	7,264	6,968	6,686
总负债	11,016	14,397	14,175	14,185	14,180
股本	6	6	6	6	6
储备	209	88	88	88	88
其他储备	5,988	5,792	6,196	6,596	7,106
少数股东权益	-	-	-	-	-
其他资本	-	-	-	-	-
总股东权益	6,203	5,885	6,290	6,690	7,200

现金流量表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
息税前利润	1,891	1,135	1,601	1,679	1,829
所得税	-638	-334	-379	-436	-475
营运资本变动	-82	257	-67	11	-6
折旧及摊销	284	305	243	259	274
公允价值变动	-19	46	-	-	-
经营性现金流净额	1,533	1,890	1,398	1,512	1,622
资本开支	-1,186	-4,032	-106	-106	-106
其他	-55	21	-	-	-
投资性现金流净额	-1,240	-4,011	-106	-106	-106
新发股份	16	12	-	-	-
支付股息	-862	-408	-314	-359	-379
新增债务	483	3,514	-469	-445	-423
利息支出	-230	-258	-504	-484	-464
其他	-94	-92	-	-	-
筹资性现金流净额	-688	2,768	-1,286	-1,288	-1,266
现金净变动	-386	568	5	118	250
现金期初余额	2,217	1,831	2,400	2,405	2,523
现金期末余额	1,831	2,399	2,405	2,523	2,772

数据来源: Wind资讯, 安信国际预测

利润表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	11,195	11,548	12,611	14,048	15,541
营业成本	-4,008	-4,300	-4,840	-5,507	-6,119
毛利	7,187	7,248	7,771	8,542	9,422
销售费用	-4,604	-4,972	-5,428	-6,046	-6,690
管理费用	-679	-696	-733	-817	-904
研发费用	-139	-60	-	-	-
其他收益及损失	126	-385	-9	-	-
营业利润	1,891	1,135	1,601	1,679	1,829
财务费用	-287	-285	-504	-484	-464
除税前利润	1,605	850	1,097	1,195	1,365
所得税	-468	-342	-379	-436	-475
净利润	1,137	509	718	758	889
归属母公司净利润	1,137	509	718	758	889
EPS (港元)	1.96	0.88	1.24	1.31	1.53
EBITDA	2,175	1,352	1,844	1,937	2,103

主要财务比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)	2.5%	3.2%	9.2%	11.4%	10.6%
除税前利润增长率 (%)	-4.8%	-40.0%	41.0%	4.9%	8.9%
净利润增长率 (%)	13.0%	-55.3%	41.1%	5.7%	17.3%
盈利能力:					
毛利率 (%)	64.2%	62.8%	61.6%	60.8%	60.6%
净利率 (%)	10.2%	4.4%	5.7%	5.4%	5.7%
ROE (%)	19.3%	8.4%	11.8%	11.7%	12.8%

偿债能力:

资产负债率 (%)	64.0%	71.0%	69.3%	68.0%	66.3%
流动比率 (x)	1.52	0.81	0.84	0.89	0.94
利息覆盖倍数 (x)	7.59	4.74	3.66	4.00	4.53
股息支付率 (%)	52.1%	61.7%	50.0%	50.0%	50.0%

营运能力

存货周转天数	160	172	172	172	172
应收账款周转天数	31	24	24	24	24
应付账款周转天数	67	64	64	64	64

每股资料

EPS (港元)	1.96	0.88	1.24	1.31	1.53
BPS (港元)	10.68	10.13	10.83	11.52	12.40
每股经营现金 (港元)	2.64	3.25	2.41	2.60	2.79

估值比率

PE	7.03	15.71	11.13	10.54	8.99
PB	1.29	1.36	1.27	1.19	1.11

澳优 1717. HK

资产负债表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等值项目	1,858	2,262	2,063	2,163	2,303
贸易应收款项	456	459	400	444	470
预付及其他应收款项	436	457	400	444	470
存货	2,401	2,198	2,139	2,341	2,494
受限制存款	212	255	255	255	255
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动资产总额	5,363	5,631	5,257	5,647	5,992
物业、厂房及设备	1,840	1,836	2,000	2,136	2,246
土地使用权及权益	-	-	-	-	-
长期应收款项	-	-	-	-	-
无形资产	412	421	421	421	421
商誉	298	259	259	259	259
于联营及合营企业投资	-	-	-	-	-
递延税项资产	1,336	1,250	1,250	1,250	1,250
其他非流动资产	0	116	116	116	116
非流动资产总额	3,886	3,882	4,046	4,182	4,292
总资产	9,248	9,513	9,303	9,829	10,284
贸易应付款项	409	406	379	415	442
合同负债	1,383	900	787	873	925
其他应付款项	885	1,092	1,107	1,197	1,252
短期有息债务	559	740	666	599	539
应付即期税项	157	179	179	179	179
其他流动负债	0	-	-	-	-
流动负债总额	3,393	3,317	3,118	3,264	3,338
长期有息债务	527	563	507	456	410
递延收入-非流动负债	65	63	63	63	63
递延税负债	95	73	73	73	73
其他非流动负债	16	5	5	5	5
非流动负债总额	703	704	648	597	551
总负债	4,096	4,021	3,766	3,861	3,889
股本	149	149	149	149	149
储备	5,022	5,389	5,448	5,879	6,306
少数股东权益	-19	-45	-59	-59	-59
总股东权益	5,152	5,493	5,538	5,969	6,396

现金流量表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
息税前利润	1,250	1,252	540	754	816
利息支出	16	16	-24	-20	-18
所得税	-285	-261	-78	-132	-144
营运资本变动	-283	-579	50	-77	-72
折旧及摊销	245	275	236	264	291
公允价值变动	-11	-16	-	-	-
经营性现金流净额	1,130	1,071	725	789	873
资本开支	-587	-563	-400	-400	-400
其他	184	-44	-	-	-
投资性现金流净额	-403	-607	-400	-400	-400
新发股份	15	16	-	-	-
支付股息	-349	-388	-393	-171	-228
新增债务	-64	406	-130	-117	-106
其他	-96	-68	-	-	-
筹资性现金流净额	-495	-34	-524	-288	-333
现金净变动	183	404	-199	100	140
现金期初余额	1,675	1,858	2,262	2,063	2,163
现金期末余额	1,858	2,262	2,063	2,163	2,303

数据来源：安信国际研究预测

利润表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	7,986	8,873	7,759	8,612	9,121
营业成本	917	934	1,215	1,336	1,470
毛利	3,982	4,471	3,663	4,130	4,346
销售费用	-2,067	-2,415	-2,351	-2,584	-2,736
管理费用	-693	-707	-814	-839	-843
其他收益及损失	28	-96	43	47	50
营业利润	1,250	1,252	540	754	816
财务费用	-29	-19	-24	-20	-18
除税前利润	1,221	1,234	517	735	798
所得税	-221	-231	-78	-132	-144
净利润	1,000	1,002	438	602	654
归属母公司净利润	1,004	1,040	452	602	654
EPS (港元)	0.63	0.65	0.28	0.38	0.41
EBITDA	1,431	1,462	776	1,018	1,107

主要财务比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)	18.6%	11.1%	-12.6%	11.0%	5.9%
除税前利润增长率 (%)	9.6%	0.2%	-56.9%	39.7%	8.2%
净利润增长率 (%)	13.8%	0.2%	-56.3%	37.4%	8.6%

盈利能力:

毛利率 (%)	49.9%	50.4%	47.2%	48.0%	47.6%
净利率 (%)	12.5%	11.3%	5.6%	7.0%	7.2%
ROE (%)	21.7%	18.8%	7.9%	10.5%	10.6%

偿债能力:

资产负债率 (%)	44.3%	42.3%	40.5%	39.3%	37.8%
流动比率 (x)	1.58	1.70	1.69	1.73	1.80
利息覆盖倍数 (x)	49.52	77.94	33.03	51.39	60.68
股息支付率 (%)	38.8%	37.8%	37.8%	37.8%	37.8%

营运能力

存货周转天数	-203	-191	-191	-191	-191
应收账款周转天数	20	19	19	19	19
应付账款周转天数	-34	-34	-34	-34	-34

每股资料

EPS (港元)	0.63	0.65	0.28	0.38	0.41
BPS (港元)	3.22	3.43	3.46	3.73	3.99
每股经营现金 (港元)	0.71	0.67	0.45	0.49	0.54

估值比率

PE	7.10	6.85	15.76	11.84	10.90
PB	1.38	1.30	1.29	1.19	1.11

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010