

2024年1月22日

澳优 (1717.HK)

公司动态

证券研究报告

食品饮料

期待伊利入驻激发活力

2023年出生人口902万，同比下降5.6%，我们认为即便人口下降的趋势无法改变，出生人口的下跌从此前的双位数放缓至中单位数，也将缓和行业竞争压力，24年基本面有望好转。此外，伊利的入驻带来了公司全面的管理改革，我们期待澳优在未来重现活力。考虑到23年的竞争压力，我们下调23/24/25年净利润分别至1.8/2.8/3.1亿人民币，对应EPS为0.12/0.18/0.2港元。维持“增持”评级，下调目标价至2.8港元。

报告摘要

伊利入驻澳优，进行管理改革。公司原执行董事兼行政总裁颜卫彬、执行董事吴少虹辞任，由任志坚先生任公司执行董事兼行政总裁，张志先生任执行董事。任志坚先生在加入之前，在伊利任奶粉事业部副总经理，在奶粉行业有丰富的销售管理和经营管理经验。张志先生此前任伊利实业国际业务部供应链总监，在国际化业务、供应链管理、运营等方面具有丰富经验。伊利接管澳优之后，公司进行了一些列内部管理改革，包括奶粉生产、供应链、销售团队重组等。我们认为伊利在奶粉业务上的成功经验，以及其本身的竞争优势可以为澳优注入活力，至少在降本增效上有改善的空间，此外，供应链及销售渠道都有较大协同空间。

23年出生人口902万，同比下降5.6%，24年往后行业压力将缓和。此数据显著高于此前市场预期的780-820万，尽管育龄妇女数量在未来五年都将缓慢下降，但是去年的生育意愿较疫情三年有所恢复，印证了我们此前的判断，即有部分生育意愿是被推迟而非消失。我们认为随着经济的企稳修复，前期推迟的生育计划将重启，将极大缓解行业竞争压力，甚至带来增长。从长期看，我们认为出生人口仍将保持下降趋势，但下降幅度可能在低单位数。

预期澳优23年下半年业绩仍有压力，但24年将有好转。上半年澳优实现收入35亿，同比下降3.3%，净利润1.7亿，同比下降15.4%。下半年一方面行业竞争仍在加剧，牛奶粉及羊奶粉业务仍受到挑战。另一方面公司还将对存货进行减值，毛利率承压。积极的因素是行业的缓和，以及公司本身的管理改革所带来的降本增效。此外羊奶粉佳贝艾特获得美国FDA批准，可以进入美国市场。这几方面都有望提振公司业绩。

考虑23年行业竞争态势，我们下调23/24/25年净利润分别至1.8/2.8/3.1亿人民币，对应EPS为0.12/0.18/0.2港元。维持“增持”评级，下调目标价至2.8港元，较当前股价有11%的涨幅。

风险提示：出生人口下滑超出预期；行业竞争加剧；行业或公司发生严重食品安全问题。

人民币百万	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,986	8,575	7,796	7,452	8,020	8,261
增长率(%)		7.38%	-9.09%	-4.42%	7.63%	3.00%
净利润	1,000	726	189	184	285	308
增长率(%)		-27.43%	-73.96%	-2.53%	54.95%	7.78%
毛利率(%)	49.86%	48.43%	43.52%	39.49%	41.25%	41.25%
净利率(%)	12.52%	8.46%	2.42%	2.47%	3.56%	3.72%
每股收益(港元)	0.61	0.47	0.13	0.12	0.18	0.20
每股净资产(港元)	2.97	3.01	3.40	3.45	3.57	3.68
市盈率	4.13	5.43	19.10	21.52	13.89	12.88
市净率	0.85	0.84	0.74	0.73	0.71	0.69
股息率	1.9%	2.7%	1.5%	2.2%	3.4%	3.7%
净资产收益率(%)	22.40%	14.81%	3.60%	3.28%	4.96%	5.18%

数据来源：Wind 资讯，安信国际研究预测

投资评级：**增持**
目标价格：**2.8 元**
现价(2024-1-19)：**2.53 港元**

总市值(百万港元)	4,485.88
流通市值(百万港元)	4,485.88
总股本(百万股)	1,780.11
流通股本(百万股)	1,780.11
12个月低/高(港元)	2.5/2.8
平均成交(百万港元)	0.29

股东结构 (截至2023-6-30)

伊利股份	59.4%
晟德大药厂	8.2%
颜卫彬	4.2%
Bartle van der Meer	5.2%
中信农业基金	5.1%
其他股东	17.9%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.58	4.00	-9.50
绝对收益	-9.03	-7.01	-38.17

数据来源：wind、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

Gloriacao@eif.com.hk

1 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

人民币百万	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	7,986	8,575	7,796	7,452	8,020	8,261
羊奶粉	3,106	3,369	3,591	3,175	3,524	3,630
牛奶粉	3,820	4,095	2,924	2,869	2,926	3,014
营养品	142	177	133	208	250	258
私人品牌及其他	917	934	1,148	1,200	1,320	1,359
营业成本	-4,004	-4,422	-4,403	-4,509	-4,712	-4,854
毛利	3,982	4,153	3,393	2,943	3,308	3,407
毛利率	49.9%	48.4%	43.5%	39.5%	41.2%	41.2%
销售费用	-2,067	-2,412	-2,167	-2,028	-2,165	-2,230
占收入比例	-25.9%	-28.1%	-27.8%	-27.2%	-27.0%	-27.0%
管理费用	-693	-713	-801	-704	-746	-752
占收入比例	-8.7%	-8.3%	-10.3%	-9.5%	-9.3%	-9.1%
财务费用	-29	-19	-15	-40	-16	-15
占收入比例	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.2%	-0.2%
其他收入/支出	28	-118	-158	72	-	-
占收入比例	0.9%	-1.4%	-2.0%	1.0%	0.0%	0.0%
除税前溢利	1,221	891	252	242	381	410
所得税	-221	-165	-63	-58	-95	-103
所得税率	-18.1%	-18.5%	-25.0%	-23.9%	-25.0%	-25.0%
净利润(含少数股东权益)	1,000	726	189	184	285	308
净利率	12.5%	8.5%	2.4%	2.5%	3.6%	3.7%
少数股东损益	-4	-38	-28	-8	-13	-14
净利润(不含少数股东权益)	1,004	764	217	193	298	322
EPS (港元)	0.61	0.47	0.13	0.12	0.18	0.20
市盈率 (倍)	4.13	5.43	19.10	21.52	13.89	12.88

数据来源: 安信国际研究预测

2 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方式进行估值。港股和 A 股乳制品公司 2024 年预测市盈率平均值为 9x, 综合考虑澳优的市场地位、港股的流动性, 我们给予 15 倍 PE。结合 2024 年 EPS, 可比公司估值法的合理股价为 2.8 港元。DCF 方法下的合理市值为 52 亿港元, 对应股价为 2.9 港元。综合可比公司及 DCF 估值, 我们认为公司的目标价为 2.8 港元, 较当前价格有 11% 的增长空间。

图表 2: 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				
				2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
中国飞鹤	6186.HK	344	HKD	75.6	54.3	49.0	54.5	60.1	4.5	6.3	7.0	6.3	5.7
yoy				-8%	-28%	-10%	11%	10%					
H&H国际控	1112.HK	71	HKD	5.6	6.7	9.0	11.1	13.3	12.7	10.5	7.9	6.4	5.3
yoy				-55%	20%	33%	24%	20%					
蒙牛乳业	2319.HK	689	HKD	55.3	58.3	64.7	75.2	87.4	12.5	11.8	10.7	9.2	7.9
yoy				43%	6%	11%	16%	16%					
伊利股份	600887.SH	1,703	CNY	87.0	94.3	106.6	121.6	138.8	19.6	18.1	16.0	14.0	12.3
yoy				23%	8%	13%	14%	14%					
平均估值									12.3	11.7	10.4	9.0	7.8

注: 时间截止2024/1/19, 预测值为wind一致预测

资料来源: wind, 安信国际证券研究

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2024年EPS					
		0.15	0.17	0.18	0.20	0.22	
PE	9x	1.3	1.5	1.7	1.8	2.0	
	11x	1.6	1.8	2.0	2.2	2.5	
	13x	1.9	2.2	2.4	2.6	2.9	
	15x	2.2	2.5	2.8	3.0	3.3	
	17x	2.5	2.8	3.1	3.4	3.8	
	19x	2.8	3.2	3.5	3.9	4.2	
	21x	3.1	3.5	3.9	4.3	4.7	

资料来源: 安信国际证券研究

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

(年结31/12; RMB 000)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030
	实际	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	6,736	7,986	8,575	7,796	7,452	8,020	8,261	8,508	8,764			
增长率%		18.6%	7.4%	-9.1%	-4.4%	7.6%	3.0%	3.0%	3.0%			
EBIT	1,141	1,250	909	267	282	397	425	438	451			
增长率%		9.6%	-27.2%	-70.6%	5.8%	40.4%	7.2%	3.0%	3.0%			
EBIT率%	16.9%	15.6%	10.6%	3.4%	3.8%	4.9%	5.1%	5.1%	5.1%			
有效税率%	20.6%	18.1%	18.5%	25.0%	23.9%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%			
EBIT x (1-有效税率)	905	1,024	741	200	215	297	319	328	338			
+ 折旧摊销	142	279	278	277	319	362	404	446	489			
+ 营运资金变动	-264	-283	-579	-1,049	185	176	-46	-49	-51			
+ 金融资产公允价值损失	64	43	-	-	-	-	-	-	-			
- 资本支出	-508	-707	-706	-705	-500	-500	-500	-500	-500			
自由现金流, FCF	339	356	-265	-1,276	219	335	176	226	276	282	288	293
增长率%		5.0%	-174.6%	380.7%	-117.2%	52.9%	-47.4%	28.0%	22.5%	2.0%	2.0%	2.0%
折现年份						1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00
折现因子					1.0000	0.9217	0.8495	0.7829	0.7216	0.6650	0.6129	0.5649
FCF现值					219	309	150	177	200	188	176	166
FY2023-30 FCF现值总额				1,418								
永续期价值现值				2,601								
企业价值				4,019								
加: 净现金				612								
减: 少数股东权益				90								
DCF估值(HKD 000)				5,188								
假设:												
WACC				8.5%								
短期增长率				2.0%								
永续增长率				2.0%								

资料来源: 安信国际研究预测

3 风险提示

行业竞争加剧; 出生人口下滑超预期; 行业或者公司发生严重食品安全问题。

4 附录：财务报表预测

资产负债表

人民币百万	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2,262	1,862	1,952	2,188	2,219
贸易应收款项	445	662	529	569	587
预付及其他应收款项	372	443	423	455	469
存货	2,179	2,227	2,100	1,937	1,995
受限制存款	255	125	125	125	125
其他流动资产	85	44	44	44	44
流动资产总额	5,599	5,362	5,174	5,319	5,439
物业、厂房及设备	1,836	2,522	2,702	2,841	2,937
土地使用权及权益	-	-	-	-	-
长期应收款项	122	113	113	113	113
无形资产	705	744	744	744	744
商誉	259	102	102	102	102
于联营及合营企业投资	561	364	364	364	364
递延税项资产	415	443	443	443	443
其他非流动资产	136	145	145	145	145
非流动资产总额	4,034	4,434	4,614	4,752	4,848
总资产	9,633	9,796	9,788	10,071	10,287
贸易应付款项	406	560	495	517	532
合同负债	1,593	1,036	991	1,066	1,098
其他应付款项	-564	-214	-197	-210	-215
短期有息债务	687	1,022	1,022	1,022	1,022
应付即期税项	229	90	90	90	90
其他流动负债	1,646	1,107	1,107	1,107	1,107
流动负债总额	3,997	3,601	3,507	3,592	3,634
长期有息债务	490	444	444	444	444
递延收入-非流动负债	63	82	82	82	82
递延税项负债	73	75	75	75	75
其他非流动负债	78	29	29	29	29
非流动负债总额	704	630	630	630	630
总负债	4,701	4,231	4,137	4,222	4,264
股本	149	156	156	156	156
储备	4,829	5,491	5,585	5,796	5,984
少数股东权益	-47	-82	-90	-103	-117
总股东权益	4,931	5,565	5,651	5,850	6,023

现金流量表

人民币百万	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
息税前利润	909	267	282	397	425
利息支出	16	26	-40	-16	-15
所得税	-261	-177	-58	-95	-103
营运资本变动	-579	-1,049	185	176	-46
折旧及摊销	275	253	319	362	404
公允价值变动	327	-68	-	-	-
经营性现金流净额	1,071	-358	689	823	665
资本开支	-563	-600	-500	-500	-500
其他	-44	-124	-	-	-
投资性现金流净额	-607	-724	-500	-500	-500
新发股份	16	2	-	-	-
支付股息	-388	-431	-99	-87	-134
新增债务	406	318	-	-	-
其他	-68	775	-	-	-
筹资性现金流净额	-34	664	-99	-87	-134
现金净变动	404	-401	90	236	31
现金期初余额	1,858	2,262	1,862	1,952	2,188
现金期末余额	2,262	1,862	1,952	2,188	2,219

数据来源：安信国际研究预测

利润表

人民币百万	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	8,575	7,796	7,452	8,020	8,261
营业成本	934	1,148	1,200	1,320	1,359
毛利	4,153	3,393	2,943	3,308	3,407
销售费用	-2,412	-2,167	-2,028	-2,165	-2,230
管理费用	-713	-801	-704	-746	-752
其他收益及损失	-118	-158	72	-	-
营业利润	909	267	282	397	425
财务费用	-19	-15	-40	-16	-15
除税前利润	891	252	242	381	410
所得税	-165	-63	-58	-95	-103
净利润	726	189	184	285	308
归属母公司净利润	764	217	193	298	322
EPS (港元)	0.47	0.13	0.12	0.18	0.20
EBITDA	1,187	544	602	758	829

主要财务比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)	7.4%	-9.1%	-4.4%	7.6%	3.0%
除税前利润增长率 (%)	-27.2%	-70.6%	5.8%	40.4%	7.2%
净利润增长率 (%)	-27.4%	-74.0%	-2.5%	55.0%	7.8%
盈利能力:					
毛利率 (%)	48.4%	43.5%	39.5%	41.2%	41.2%
净利率 (%)	8.5%	2.4%	2.5%	3.6%	3.7%
ROE (%)	14.8%	3.6%	3.3%	5.0%	5.2%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	48.8%	43.2%	42.3%	41.9%	41.5%
流动比率 (x)	1.40	1.49	1.48	1.48	1.50
利息覆盖倍数 (x)	63.32	36.27	14.93	47.28	55.76
股息支付率 (%)	51.5%	45.4%	45.0%	45.0%	45.0%
营运能力					
存货周转天数	-189	-183	-170	-150	-150
应收账款周转天数	19	26	26	26	26
应付账款周转天数	-34	-40	-40	-40	-40
每股资料					
EPS (港元)	0.47	0.13	0.12	0.18	0.20
BPS (港元)	3.04	3.44	3.49	3.61	3.72
每股经营现金 (港元)	0.66	-0.22	0.43	0.51	0.41
估值比率					
PE	5.37	18.89	21.28	13.73	12.74
PB	0.83	0.74	0.73	0.70	0.68

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、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，而应根据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到日本、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