

羊奶粉增长，业绩拐点渐近

澳优 24 年上半年收入 36.8 亿/+4.8%，净利润 1.5 亿/-15.3%。目前库存出清后，我们认为最坏时期可能已经过去，出生人口也有望回升。我们预期 24/25/26 年净利润为 2.7/3.1/3.2 亿元，对应每 EPS 收益为 0.16/0.19/0.19 港元。上调至“买入”评级，维持目标价 2.7 港元，较当前股价有 44% 的涨幅。

报告摘要

羊奶粉上半年实现同比和环比的增长，表现稳健。24 年上半年羊奶粉收入 18.1 亿，同比增长 20.2%，环比 23H2 增长 2%。羊奶粉表现稳健，展现了优势品牌的竞争优势。其中国内羊奶粉收入 15.1 亿，同比增长 15.7%，经过渠道的整顿重组，国内价盘企稳回升。海外羊奶粉收入 2.9 亿，同比增长 50%，主要是因为 24 年 1 月佳贝艾特一段奶粉正式登陆美国和加拿大市场，此外沙特和独联体市场也都实现了增长。此外，今年 7 月公司完成对荷兰羊乳酪公司 Amalthea 集团剩下 50% 股份的收购协议签署，对价 1840 万欧元。收购将帮助佳贝艾特实现核心配方羊奶粉产品原料的内部自给自足，进一步强化羊奶产业链绝对竞争优势。

牛奶粉承压，内部整合巩固竞争力。牛奶粉 24 年上半年收入 11.3 亿，同比下降 10.4%。行业竞争加剧，上半年新老国标更替也影响业绩表现。公司继续加强对海普诺凯的渠道和品牌建设，于去年成立海普诺凯 1897 “荷天下母婴联盟”，与渠道伙伴在战略上达成深度共识，并提升权重客户的黏度。上半年终端价盘稳步回升。

折扣减少显著提升毛利率。24 年上半年毛利率为 43.4%，同比提升 1.4pct。羊奶粉的毛利率提 4pct，达到 54.8%，牛奶粉的毛利率下降 0.2pct，达到 53.1%。今年产品价值链企稳，销售折扣减少，并且高毛利产品占比提升，拉动整体毛利率水平。

重视营养品业务发展。24 年上半年营养品业务收入 1.45 亿，同比略降 2.4%。其中由爱益森和 Nutrition Care 合并重组的新事业部新爱益森上半年实现高速增长。而去年收购的锦旗集团面对行业竞争压力，积极调整策略，加大自有菌株研发投入。

我们预期 24/25/26 年净利润为 2.7/3.1/3.2 亿元，对应每 EPS 收益为 0.16/0.19/0.19 港元。上调至“买入”评级，维持目标价 2.7 港元，较当前股价有 44% 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	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,575	7,796	7,382	7,801	8,035	8,276
增长率(%)		-9.09%	-5.31%	5.68%	3.00%	3.00%
净利润	726	189	169	273	314	323
增长率(%)		-73.96%	-10.66%	61.48%	15.00%	3.00%
毛利率(%)	48.43%	43.52%	38.64%	43.39%	42.95%	42.95%
净利润率(%)	8.46%	2.42%	2.29%	3.50%	3.90%	3.90%
每股收益(港元)	0.47	0.13	0.11	0.16	0.19	0.19
每股净资产(港元)	3.04	3.44	3.55	3.67	3.79	3.90
市盈率	3.97	13.96	17.37	11.41	9.93	9.64
市净率	0.61	0.54	0.53	0.51	0.49	0.48
股息率	2.7%	1.5%	1.2%	1.8%	2.1%	2.2%
净资产收益率(%)	14.81%	3.60%	2.98%	4.66%	5.19%	5.19%

数据来源：iFind 资讯，安信国际研究预测

投资评级：**买入**
目标价格：**2.7 元**
现价(2024-8-30)：**1.87 港元**

总市值(百万港元)	3,328.81
流通市值(百万港元)	3,328.81
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)	1.8/2.8
平均成交(百万港元)	1.40

股东结构 (截至 2023-12-31)

伊利股份	60.1%
晟德大药厂	8.3%
Bartle van der Meer	5.2%
中信农业基金	5.2%
其他股东	21.2%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-7.06	-17.14	-39.43
绝对收益	-3.11	-17.64	-41.56

数据来源：iFind、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	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,575	7,796	7,382	7,801	8,035	8,276
羊奶粉	3,369	3,591	3,283	3,854	3,970	4,089
牛奶粉	4,095	2,924	2,562	2,392	2,464	2,537
营养品	177	133	285	284	292	301
私人品牌及其他	934	1,148	1,252	1,272	1,310	1,349
营业成本	-4,422	-4,403	-4,529	-4,416	-4,584	-4,722
毛利	4,153	3,393	2,853	3,385	3,451	3,555
毛利率	48.4%	43.5%	38.6%	43.4%	43.0%	43.0%
销售费用	-2,412	-2,167	-1,908	-2,370	-2,361	-2,432
占收入比例	-28.1%	-27.8%	-25.8%	-30.4%	-29.4%	-29.4%
管理费用	-713	-801	-667	-650	-669	-689
占收入比例	-8.3%	-10.3%	-9.0%	-8.3%	-8.3%	-8.3%
财务费用	-19	-15	-58	-66	-40	-41
占收入比例	-0.2%	-0.2%	-0.8%	-0.8%	-0.5%	-0.5%
其他收入/支出	-118	-158	-18	36	37	38
占收入比例	-1.4%	-2.0%	-0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
除税前溢利	891	252	202	336	418	431
所得税	-165	-63	-33	-63	-105	-108
所得税率	-18.5%	-25.0%	-16.3%	-18.8%	-25.0%	-25.0%
净利润(含少数股东权益)	726	189	169	273	314	323
净利率	8.5%	2.4%	2.3%	3.5%	3.9%	3.9%
少数股东损益	-38	-28	-6	7	8	9
净利润(不含少数股东权益)	764	217	174	265	305	314
EPS (港元)	0.47	0.13	0.11	0.16	0.19	0.19
市盈率 (倍)	4.0	14.0	17.4	11.4	9.9	9.6

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 2025 年预测市盈率平均值为 8.3x, 综合考虑澳优的市场地位、港股的流动性, 以及当前情绪低迷估值处于历史极低位置, 我们给予 11 倍 PE。结合 2025 年 EPS, 可比公司估值法的合理股价为 2.1 港元。DCF 方法下的合理市值为 59 亿港元, 对应股价为 3.3 港元。综合可比公司及 DCF 估值, 我们认为公司的目标价为 2.7 港元, 较当前价格有 44% 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				
				2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
中国飞鹤	6186.HK	380	HKD	55.3	37.4	40.1	42.6	44.6	6.9	10.2	9.5	8.9	8.5
yoy				-34%	-32%	7%	6%	5%					
H&H国际控	1112.HK	54	HKD	6.8	6.4	8.0	10.7	11.9	7.9	8.4	6.7	5.0	4.5
yoy				10%	-6%	25%	33%	12%					
蒙牛乳业	2319.HK	523	HKD	59.4	53.1	53.1	60.3	64.0	8.8	9.8	9.8	8.7	8.2
yoy				-3%	-11%	0%	14%	6%					
伊利股份	600887.SH	1,441	HKD	105.6	115.1	140.4	134.5	146.1	13.6	12.5	10.3	10.7	9.9
yoy				-1%	9%	22%	-4%	9%					
平均估值									9.3	10.2	9.1	8.3	7.8

注: 时间截止2024/8/30, 预测值为iFind一致预测

资料来源: iFind, 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

		2025年EPS					
		0.15	0.17	0.19	0.21	0.23	
PE	5x	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	
	7x	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6	
	9x	1.4	1.5	1.7	1.9	2.1	
	11x	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	
	13x	2.0	2.2	2.4	2.7	3.0	
	15x	2.3	2.5	2.8	3.1	3.4	
	17x	2.6	2.9	3.2	3.5	3.9	

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 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	7,796	7,382	7,801	8,035	8,276	8,525						
增长率%		-5.3%	5.7%	3.0%	3.0%	3.0%						
EBIT	267	260	401	458	472	486						
增长率%		-2.8%	54.6%	14.2%	3.0%	3.0%						
EBIT率%	3.4%	3.5%	5.1%	5.7%	5.7%	5.7%						
有效税率%	25.0%	16.3%	18.8%	25.0%	25.0%	25.0%						
EBIT x (1-有效税率)	200	217	326	344	354	365						
+ 折旧摊销	277	277	297	317	337	357						
+ 营运资金变动	-1,049	-	268	-62	-45	-46						
+ 金融资产公允价值损失	-	-	-	-	-	-						
- 资本支出	-705	-705	-280	-280	-280	-280						
自由现金流, FCF	-1,276	-210	611	319	366	395	403	411	419	428	436	445
增长率%		-83.5%	-390.6%	-47.8%	14.7%	8.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
折现年份			-	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00
折现因子			1.0000	0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209	0.5645	0.5132	0.4665	0.4241
FCF现值			611	290	302	297	275	255	237	220	204	189
FY2024-30 FCF现值总额					2,880							
永续期价值现值					2,407							
企业价值					5,286							
加: 净现金					143							
减: 少数股东权益					-63							
DCF估值(HKD 000)					5,897							
假设:												
WACC					10.0%							
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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,862	2,038	3,995	6,566	10,661
贸易应收款项	662	591	662	682	702
预付及其他应收款项	443	256	271	279	287
存货	2,227	2,089	1,815	1,884	1,940
受限制存款	125	6	6	6	6
其他流动资产	44	101	101	101	101
流动资产总额	5,362	5,081	6,849	9,518	13,697
物业、厂房及设备	2,522	3,140	3,123	3,086	3,029
土地使用权及权益	-	-	-	-	-
长期应收款项	113	86	86	86	86
无形资产	744	841	841	841	841
商誉	102	-	-	-	-
于联营及合营企业投资	364	-	-	-	-
递延税项资产	443	366	366	366	366
其他非流动资产	145	520	520	520	520
非流动资产总额	4,434	4,953	4,936	4,899	4,842
总资产	9,796	10,034	11,785	14,416	18,539
贸易应付款项	560	517	525	545	561
合同负债	1,036	451	477	491	506
其他应付款项	-214	265	311	312	321
短期有息债务	1,022	2,378	3,858	6,260	10,157
应付即期税项	90	11	11	11	11
其他流动负债	1,107	468	468	468	468
流动负债总额	3,601	4,090	5,650	8,087	12,024
长期有息债务	444	-	-	-	-
递延收入-非流动负债	82	81	81	81	81
递延税负债	75	81	81	81	81
其他非流动负债	29	32	32	32	32
非流动负债总额	630	194	194	194	194
总负债	4,231	4,285	5,844	8,281	12,218
股本	156	154	154	154	154
储备	5,491	5,539	5,724	5,910	6,087
少数股东权益	-82	56	63	71	80
总股东权益	5,565	5,749	5,941	6,135	6,321

现金流量表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
息税前利润	267	260	401	458	472
利息支出	26	-	-66	-40	-41
所得税	-177	-	-63	-105	-108
营运资本变动	-1,049	-	268	-62	-45
折旧及摊销	253	-	297	317	337
公允价值变动	-68	-35	-	-	-
经营性现金流净额	-358	225	838	569	615
资本开支	-600	-684	-280	-280	-280
其他	-124	-57	-	-	-
投资性现金流净额	-724	-741	-280	-280	-280
新发股份	741	-77	-	-	-
支付股息	-431	-104	-81	-119	-137
新增债务	318	826	1,480	2,402	3,897
其他	36	38	-	-	-
筹资性现金流净额	664	682	1,400	2,282	3,759
现金净变动	-401	176	1,957	2,571	4,094
现金期初余额	2,262	1,862	2,038	3,995	6,566
现金期末余额	1,862	2,038	3,995	6,566	10,661

数据来源：安信国际研究预测

利润表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	7,796	7,382	7,801	8,035	8,276
营业成本	1,148	1,252	1,272	1,310	1,349
毛利	3,393	2,853	3,385	3,451	3,555
销售费用	-2,167	-1,908	-2,370	-2,361	-2,432
管理费用	-801	-667	-650	-669	-689
其他收益及损失	-158	-18	36	37	38
营业利润	267	260	401	458	472
财务费用	-15	-58	-66	-40	-41
除税前利润	252	202	336	418	431
所得税	-63	-33	-63	-105	-108
净利润	189	169	273	314	323
归属母公司净利润	217	174	265	305	314
EPS (港元)	0.13	0.11	0.16	0.19	0.19
EBITDA	544	537	698	775	809

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		-5.3%	5.7%	3.0%	3.0%
除税前利润增长率 (%)		-2.8%	54.6%	14.2%	3.0%
净利润增长率 (%)		-10.7%	61.5%	15.0%	3.0%
盈利能力:					
毛利率 (%)	43.5%	38.6%	43.4%	43.0%	43.0%
净利率 (%)	2.4%	2.3%	3.5%	3.9%	3.9%
ROE (%)	3.6%	3.0%	4.7%	5.2%	5.2%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	43.2%	42.7%	49.6%	57.4%	65.9%
流动比率 (x)	1.49	1.24	1.21	1.18	1.14
利息覆盖倍数 (x)	36.27	9.29	10.63	19.29	19.55
股息支付率 (%)	45.4%	46.3%	45.0%	45.0%	45.0%
营运能力					
存货周转天数	-183	-174	-150	-150	-150
应收账款周转天数	26	31	31	31	31
应付账款周转天数	-40	-43	-43	-43	-43
每股资料					
EPS (港元)	0.13	0.11	0.16	0.19	0.19
BPS (港元)	3.44	3.55	3.67	3.79	3.90
每股经营现金 (港元)	-0.22	0.14	0.52	0.35	0.38
估值比率					
PE	13.96	17.37	11.41	9.93	9.64
PB	0.54	0.53	0.51	0.49	0.48

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