

2025 年 01 月 16 日

牛奶粉延续调整趋势，全年确定性盈利改善

澳优 (1717. HK)

评级:	增持	股票代码:	1717
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价(港元):	2.71/1.80
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	33.81
最新收盘价(港元):	1.90	自由流通市值(亿港元)	33.81
		自由流通股数(百万)	1,780.11

事件概述

根据新闻报道，部分新国标产品在通过注册后对产品名称、产品标签等多方面进行了调整，企业对于品牌核心战略更加重视。

分析判断:

► 企业差异化和品牌化战略调整思路明显

根据婴童智库的数据，部分新国标产品在通过注册后对产品名称、产品标签等多方面进行了调整。我们认为产品名称变更在于突出品牌而非企业，如海普诺凯臻卓的商品名称由“珀淳”变更为“海普诺凯 臻卓”；标签展示版面变更在于突出品牌核心特点，如飞鹤臻臻卓蓓标签上增加了认证项目“有机”。以上调整说明企业对于突出品牌和品牌标签的“大单品战略”思路进一步明确。

那么基于以上战略思路，并结合公司中报表现，我们认为羊奶粉业务全年有望延续上半年的良好表现，全年维持双位数以上的较高增长；牛奶粉方面我们判断 24 年有望延续“牛羊并举”战略下的能立多和海普诺凯业务整合（根据澳优官方公众号），判断全年延续中报的双位数下滑的趋势，期待经过 24 年的调整，公司牛奶粉业务在 25 年会迎来更积极的变化。

► 羊奶粉增长贡献+存货拨备影响减弱，全年确定性盈利改善

基于以上我们对于公司各个业务的判断，羊奶粉仍然是引领公司收入和业绩增长的核心业务，同时叠加判断新旧国标产品切换行业普遍去库存调整在 24 年下半年基本结束，我们预计公司存货拨备对毛利的影响有望明显减弱，进一步推动全年确定性的盈利改善。

投资建议

我们判断公司有望延续上半年的收入业绩改善趋势，其中羊奶粉收入有望延续上半年的双位数增长趋势，牛奶粉可能延续上半年的调整态势。因此调整盈利预测，2024-2026 年收入预测由 79/84/89 亿元下调至 77/81/85 亿元；维持归母净利不变，归母净利为 2.8/3.7/4.6 亿元；维持 EPS 预测不变，EPS 为 0.16/0.21/0.26 元。2025 年 1 月 16 日收盘价 1.90 港元（港币兑人民币汇率 0.92）对应 P/E 分别为 11/8/7 倍，维持增持评级。

风险提示

新生儿人口数量持续下降风险；食品安全风险；原奶价格变动风险；行业内竞争激烈带来的风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7795.51	7382.01	7706.24	8124.06	8534.03
YoY (%)	-12.15%	-5.30%	4.39%	5.42%	5.05%
归母净利润(百万元)	216.53	174.39	281.07	371.17	463.43
YoY (%)	-79.19%	-19.46%	61.18%	32.06%	24.85%

毛利率 (%)	43.52%	38.64%	39.95%	40.62%	41.26%
每股收益 (元)	0.12	0.10	0.16	0.21	0.26
ROE (%)	0.04	0.03	0.05	0.06	0.07
市盈率	32.02	24.84	11.11	8.41	6.74

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7386.48	7706.24	8124.06	8534.03	净利润	174.39	281.07	371.17	463.43
YoY (%)	-5.29%	4.33%	5.42%	5.05%	折旧和摊销	0.00	199.04	204.09	214.39
营业成本	4529.46	4627.44	4824.20	5012.82	营运资金变动	0.00	106.24	88.66	93.35
营业税金及附加					经营活动现金流	224.71	575.38	632.55	738.59
销售费用	1907.98	2103.80	2193.50	2270.05	资本开支	-684.03	-350.00	-350.00	-350.00
管理费用	535.41	539.44	568.68	597.38	投资	-215.38	-50.00	-50.00	-50.00
财务费用	22.02	19.02	18.62	17.42	投资活动现金流	-740.92	-361.75	-350.00	-350.00
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-22.15	30.00	50.00	50.00	债务募资	743.89	0.00	-100.00	-200.00
营业利润	242.51	327.66	415.82	525.77	筹资活动现金流	682.45	-19.02	-118.62	-217.42
营业外收支					现金净流量	175.74	194.61	163.92	171.16
利润总额	201.80	338.64	447.20	558.34	主要财务指标				
所得税	32.95	57.57	76.02	94.92	成长能力				
净利润	168.86	281.07	371.17	463.43	营业收入增长率	-5.30%	4.39%	5.42%	5.05%
归属于母公司净利润	174.39	281.07	371.17	463.43	净利润增长率	-19.46%	61.18%	32.06%	24.85%
YoY (%)	-19.46%	61.18%	32.06%	24.85%	盈利能力				
每股收益 (元)	0.10	0.16	0.21	0.26	毛利率	38.64%	39.95%	40.62%	41.26%
资产负债表 (百万元)					净利率	2.36%	3.65%	4.57%	5.43%
货币资金	2037.60	2232.21	2396.13	2567.29	总资产收益率 ROA	1.74%	2.74%	3.52%	4.29%
预付款项					净资产收益率 ROE	3.06%	4.70%	5.85%	6.81%
存货	2089.41	1992.37	1943.08	1879.81	偿债能力				
其他流动资产	5.71	7.71	8.12	8.53	流动比率	1.24	1.27	1.32	1.41
流动资产合计	5080.86	5114.22	5191.34	5260.68	速动比率	0.73	0.77	0.82	0.90
长期股权投资	318.79	368.79	418.79	468.79	现金比率	0.50	0.55	0.61	0.69
固定资产	3139.68	3282.70	3423.56	3557.38	资产负债率	42.70%	41.26%	39.26%	36.41%
无形资产	841.15	750.52	755.56	757.36	经营效率				
非流动资产合计	4952.89	5152.67	5348.58	5534.19	总资产周转率	0.74	0.76	0.78	0.80
资产合计	10033.76	10266.89	10539.91	10794.87	每股指标 (元)				
短期借款	2377.95	2377.95	2277.95	2077.95	每股收益	0.10	0.16	0.21	0.26
应付账款及票据	516.96	578.43	603.02	626.60	每股净资产	3.20	3.36	3.56	3.83
其他流动负债	1184.17	1001.81	974.89	938.74	每股经营现金流	0.13	0.32	0.36	0.41
流动负债合计	4090.26	4035.26	3937.10	3728.64	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	194.30	201.37	201.37	201.37	PE	26.91	11.11	8.41	6.74
非流动负债合计	194.30	201.37	201.37	201.37	PB	0.82	0.52	0.49	0.46
负债合计	4284.56	4236.62	4138.47	3930.01					
股本	154.23	154.23	154.23	154.23					
少数股东权益	55.73	55.73	55.73	55.73					
股东权益合计	5749.20	6030.27	6401.44	6864.87					
负债和股东权益合计	10033.76	10266.89	10539.91	10794.87					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。