

2025 年 4 月 22 日

澳优 (1717.HK)

## 羊奶粉向好，利润率提升

事件：澳优 24 年实现总营业收入 74 亿元，同比微增 0.3%；实现净利润 2.47 亿元，同比增长 46%。考虑公司的羊奶粉业务正在好转，我们上调 25/26/27 年净利润为 3.3/3.7/4.0 亿元，对应每 EPS 收益为 0.18/0.21/0.22 港元。维持“买入”评级，维持目标价 2.7 港元，较当前股价有 33% 的涨幅。

### 报告摘要

羊奶粉表现坚挺，海外渠道增长强劲。24 年羊奶粉收入 37 亿，同比增长 12.7%，其中下半年增长 6.3%。其中国内羊奶粉收入 30.5 亿，同比增长 5.3%，其中下半年下降 3.3%。佳贝艾特实现了重点省会及地级市市场的全面覆盖，并大幅提升直供型客户销售量的贡献。此外，佳贝艾特通过「千县万镇」计划推动渠道下沉，完成超过 200 个县城验收，动销同比增长双位数以上。海外羊奶粉收入 6.5 亿，同比增长 68%，其中下半年增长 86%。美国市场持续推进线下销售渠道的覆盖网点，并获得单月美国亚马逊销售排名第一的婴幼儿配方羊奶粉。沙特阿拉伯地区对配方羊奶粉的接受度及市场渗透率显著提升，消费者的认知与需求不断增强，为该区域的销售增长提供了强劲动力。

牛奶粉业绩承压。牛奶粉 24 年收入 21 亿，同比下降 17.8%，其中下半年下降 25%。部分产品新国标审批延迟，带来动销上的影响，因而公司对渠道库存进行了更严格的管控。在渠道建设方面，公司通过在线与线下营销的深度融合，实现了品牌声量与销售转化的双轮驱动。公司通过热门剧集植入、线下以数千场场景活动、营养教育和超级品牌日等线下活动，实现新客转化，并带动终端销售额提升。此外，通过控费提效、数字化升级及订单配额管理，稳步提升价盘稳定性。

营养品业务增长恢复。24 年营养品业务收入 3.1 亿，同比增长 7.1%，其中下半年增速 17%。主要得益于锦旗对核心业务的快速梳理及调整，通过与核心客户的深度合作突破，实现了业务的稳定向好。同时，NC 爱益森在线业务，尤其是直播与分销板块的快速增长，推动了整体业绩的提升。直播电商的迅猛发展以及分销管道的拓展，成为 NC 爱益森增长的重要的新驱动力。

折扣减少显著提升毛利率。24 年毛利率为 42%，同比提升 3.3pct。羊奶粉的毛利率提 5.2pct，达到 54.3%，牛奶粉的毛利率下降 1.7pct，达到 52%。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。同时供应链持续优化，产品新鲜度得到提升，存货拨备减少。

考虑公司的羊奶粉业务正在好转，我们上调 25/26/27 年净利润为 3.3/3.7/4.0 亿元，对应每 EPS 收益为 0.18/0.21/0.22 港元。维持“买入”评级，维持目标价 2.7 港元，较当前股价有 33% 的涨幅。

风险提示：出生人口下滑；行业竞争加剧；行业或公司发生严重食品安全问题。

### 财务及估值摘要

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,796	7,382	7,402	7,765	8,130	8,486
增长率(%)		-5.31%	0.28%	4.90%	4.70%	4.37%
净利润	189	169	247	331	374	400
增长率(%)		-10.66%	46.40%	33.73%	13.16%	7.01%
毛利率(%)	43.52%	38.64%	41.98%	42.12%	42.55%	42.69%
净利润率(%)	2.42%	2.29%	3.34%	4.26%	4.60%	4.72%
每股收益(港元)	0.13	0.10	0.14	0.18	0.21	0.22
每股净资产(港元)	3.33	3.44	3.46	3.60	3.74	3.89
市盈率	15.49	19.28	14.25	10.98	9.71	9.07
市净率	0.60	0.58	0.58	0.56	0.54	0.52
股息率	1.2%	1.5%	2.5%	3.8%	4.3%	4.6%
净资产收益率(%)	3.60%	2.98%	4.29%	5.60%	6.10%	6.27%

数据来源：公司资料，国证国际预测

## 公司动态分析

证券研究报告

奶粉

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

2.7 港元

股价 2025-4-17

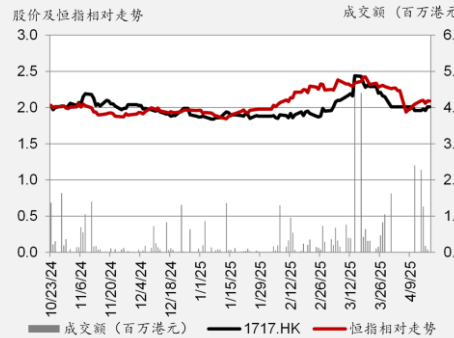
2.01 港元

总市值(亿港元)	35.77
流通市值(亿港元)	35.77
总股本(亿股)	17.79
流通股本(亿股)	17.79
12 个月低/高(港元)	1.8/2.7
平均成交(百万港元)	0.01

### 股东结构 (截止 2024-6-30)

伊利股份	60.1%
晟德大药厂	8.2%
Bartle van der Meer	5.2%
中信农业产业基金	5.2%
其他股东	21.3%
总计	100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.58	-3.46	-42.35
绝对收益	-14.10	5.79	-10.70

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

## 1. 财务报表预测

图表 1：盈利预测

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,796</b>	<b>7,382</b>	<b>7,402</b>	<b>7,765</b>	<b>8,130</b>	<b>8,486</b>
羊奶粉	3,591	3,283	3,699	3,951	4,201	4,439
牛奶粉	2,924	2,562	2,107	2,149	2,213	2,280
营养品	133	285	305	335	345	355
私人品牌及其他	1,148	1,252	1,292	1,331	1,371	1,412
<b>营业成本</b>	<b>-4,403</b>	<b>-4,529</b>	<b>-4,295</b>	<b>-4,494</b>	<b>-4,671</b>	<b>-4,863</b>
<b>毛利</b>	<b>3,393</b>	<b>2,853</b>	<b>3,108</b>	<b>3,271</b>	<b>3,459</b>	<b>3,623</b>
毛利率	43.5%	38.6%	42.0%	42.1%	42.6%	42.7%
销售费用	-2,167	-1,908	-2,077	-2,101	-2,200	-2,296
占收入比例	-27.8%	-25.8%	-28.1%	-27.1%	-27.1%	-27.1%
管理费用	-801	-667	-676	-709	-742	-775
占收入比例	-10.3%	-9.0%	-9.1%	-9.1%	-9.1%	-9.1%
财务费用	-15	-58	-52	-31	-33	-34
占收入比例	-0.2%	-0.8%	-0.7%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
其他收入/支出	-158	-18	9	-17	-17	-18
占收入比例	-2.0%	-0.2%	0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
<b>除税前溢利</b>	<b>252</b>	<b>202</b>	<b>313</b>	<b>413</b>	<b>468</b>	<b>500</b>
所得税	-63	-33	-65	-83	-94	-100
所得税率	-25.0%	-16.3%	-20.9%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
<b>净利润(含少数股东权益)</b>	<b>189</b>	<b>169</b>	<b>247</b>	<b>331</b>	<b>374</b>	<b>400</b>
净利率	2.4%	2.3%	3.3%	4.3%	4.6%	4.7%
少数股东损益	-28	-6	11	24	28	30
<b>净利润(不含少数股东权益)</b>	<b>217</b>	<b>174</b>	<b>236</b>	<b>306</b>	<b>346</b>	<b>371</b>
<b>EPS (港元)</b>	<b>0.13</b>	<b>0.10</b>	<b>0.14</b>	<b>0.18</b>	<b>0.21</b>	<b>0.22</b>
<b>市盈率 (倍)</b>	<b>15.5</b>	<b>19.3</b>	<b>14.2</b>	<b>11.0</b>	<b>9.7</b>	<b>9.1</b>

数据来源：国证国际研究预测

## 2. 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股和 A 股中乳制品相关公司作为可比公司。2025 年预测 PE 的平均值在 13.3x。考虑澳优的竞争优势，行业下行压力稍有缓和的现状，我们给与 14x PE。2025 年预测 EPS 为 0.18 港元，对应股价测算为 2.6 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 10%，短期增速给与 4%，同时，长期给予 2% 的增速。合理市值为 49.5 亿港元，对应价格为 2.8 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 2.7 港元，较最新的收盘价有 33% 的上涨空间。

图表 2:可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿元)	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	562	HKD	53.2	36.5	38.4	41.9	45.5	10.6	15.4	14.6	13.4	12.4
yoy				-28%	-31%	5%	9%	8%					
H&H国际控	1112.HK	58	HKD	6.6	6.3	-0.6	5.9	7.2	8.8	9.2		9.8	8.0
yoy				20%	-5%	N/A	N/A	23%					
蒙牛乳业	2319.HK	764	HKD	57.1	51.8	1.1	55.7	61.9	13.4	14.7	678.6	13.7	12.3
yoy				6%	-9%	-98%	4847%	11%					
伊利股份	600887.SH	1,851	CNY	94.3	104.3	120.0	114.0	123.6	19.6	17.8	15.4	16.2	15.0
yoy				8%	11%	15%	-5%	8%					
平均估值									13.1	14.3	236.2	13.3	11.9

注：时间截止2025/4/17，预测值为iFind一致预测  
资料来源：iFind，国证国际证券研究

图表 3:可比估值法下目标价的敏感性分析

		2025年EPS					
		0.15	0.16	0.18	0.20	0.22	
PE	8x	1.2	1.3	1.5	1.6	1.8	
	10x	1.5	1.6	1.8	2.0	2.2	
	12x	1.8	2.0	2.2	2.4	2.7	
	14x	2.1	2.3	2.6	2.8	3.1	
	16x	2.4	2.6	2.9	3.2	3.5	
	18x	2.7	3.0	3.3	3.6	4.0	
	20x	3.0	3.3	3.7	4.0	4.4	

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

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	实际	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	7,402	7,765	8,130	8,486						
增长率%		-5.3%	0.3%	4.9%	4.7%	4.4%						
EBIT	267	260	364	444	500	534						
增长率%		-2.8%	40.3%	22.0%	12.6%	6.8%						
EBIT率%	3.4%	3.5%	4.9%	5.7%	6.2%	6.3%						
有效税率%	25.0%	16.3%	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%						
EBIT x (1-有效税率)	200	217	288	355	400	427						
+ 折旧摊销	277	277	277	298	318	339						
+ 营运资金变动	-1,049	-399	-155	-132	-73	-79						
+ 金融资产公允价值损失	-	-	-	-	-	-						
- 资本支出	-600	-684	-684	-300	-300	-300						
自由现金流, FCF	-1,172	-589	-274	222	345	388	404	420	436	454	472	491
增长率%		-49.8%	-53.5%	-180.9%	55.8%	12.4%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
折现年份				-	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00
折现因子				1.0000	0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209	0.5645	0.5132	0.4665
FCF现值				222	314	321	303	287	271	256	242	229
FY2025-33 FCF现值总额				2,444								
永续期价值现值				2,920								
企业价值				5,364								
加：净现金				-629								
减：少数股东权益				-86								
DCF估值(HKD 000)				4,946								
假设：												
WACC				10.0%								
短期增长率				4.0%								
永续增长率				2.0%								

资料来源：国证国际研究预测

3. 风险提示

行业竞争加剧、出生人口下滑、发生严重的食品安全问题。

## 附表：财务报表预测

## 资产负债表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,038	1,421	1,284	1,281	1,322
贸易应收账款	591	690	672	703	734
预付及其他应收款项	256	263	276	289	301
存货	2,089	1,930	2,103	2,186	2,276
受限制存款	6	9	9	9	9
其他流动资产	101	85	85	85	85
<b>流动资产总额</b>	<b>5,081</b>	<b>4,398</b>	<b>4,429</b>	<b>4,553</b>	<b>4,727</b>
物业、厂房及设备	3,140	3,266	3,268	3,249	3,210
土地使用权及权益	-	-	-	-	-
长期应收款项	86	69	69	69	69
无形资产	841	1,053	1,053	1,053	1,053
商誉	-	-	-	-	-
于联营及合营企业投资	-	-	-	-	-
递延税项资产	366	365	365	365	365
其他非流动资产	520	511	511	511	511
<b>非流动资产总额</b>	<b>4,953</b>	<b>5,264</b>	<b>5,266</b>	<b>5,247</b>	<b>5,208</b>
<b>总资产</b>	<b>10,034</b>	<b>9,662</b>	<b>9,695</b>	<b>9,800</b>	<b>9,935</b>
贸易应付款项	517	534	550	572	595
合同负债	451	234	245	257	268
其他应付款项	265	427	436	456	476
短期有息债务	2,378	2,138	1,922	1,728	1,554
应付即期税项	11	35	35	35	35
其他流动负债	468	258	258	258	258
<b>流动负债总额</b>	<b>4,090</b>	<b>3,626</b>	<b>3,447</b>	<b>3,306</b>	<b>3,186</b>
长期有息债务	-	-	-	-	-
递延收入-非流动负债	81	79	79	79	79
递延税负债	81	72	72	72	72
其他非流动负债	32	101	101	101	101
<b>非流动负债总额</b>	<b>194</b>	<b>252</b>	<b>252</b>	<b>252</b>	<b>252</b>
<b>总负债</b>	<b>4,285</b>	<b>3,878</b>	<b>3,699</b>	<b>3,558</b>	<b>3,438</b>
股本	154	154	154	154	154
储备	5,539	5,567	5,774	5,992	6,217
少数股东权益	56	62	86	114	144
<b>总股东权益</b>	<b>5,749</b>	<b>5,783</b>	<b>6,014</b>	<b>6,260</b>	<b>6,515</b>

## 现金流量表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
息税前利润	260	364	444	500	534
利息支出	-44	-52	-31	-33	-34
所得税	-83	-65	-83	-94	-100
营运资本变动	-399	-155	-132	-73	-79
折旧及摊销	246	277	298	318	339
公允价值变动	-56	-	-	-	-
<b>经营性现金流净额</b>	<b>225</b>	<b>369</b>	<b>497</b>	<b>619</b>	<b>661</b>
资本开支	-684	-684	-300	-300	-300
其他	-57	-	-	-	-
<b>投资性现金流净额</b>	<b>-741</b>	<b>-684</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>
新发股份	-77	-	-	-	-
支付股息	-104	-81	-99	-129	-145
新增债务	945	-240	-216	-194	-174
其他	-82	-	-	-	-
<b>筹资性现金流净额</b>	<b>682</b>	<b>-321</b>	<b>-315</b>	<b>-323</b>	<b>-320</b>
现金净变动	176	-635	-118	-3	41
现金期初余额	1,862	2,038	1,402	1,284	1,281
<b>现金期末余额</b>	<b>2,038</b>	<b>1,402</b>	<b>1,284</b>	<b>1,281</b>	<b>1,322</b>

数据来源：国证国际研究预测

## 利润表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,382</b>	<b>7,402</b>	<b>7,765</b>	<b>8,130</b>	<b>8,486</b>
营业成本	1,252	1,292	1,331	1,371	1,412
<b>毛利</b>	<b>2,853</b>	<b>3,108</b>	<b>3,271</b>	<b>3,459</b>	<b>3,623</b>
销售费用	-1,908	-2,077	-2,101	-2,200	-2,296
管理费用	-667	-676	-709	-742	-775
其他收益及损失	-18	9	-17	-17	-18
<b>营业利润</b>	<b>260</b>	<b>364</b>	<b>444</b>	<b>500</b>	<b>534</b>
财务费用	-58	-52	-31	-33	-34
<b>除税前利润</b>	<b>202</b>	<b>313</b>	<b>413</b>	<b>468</b>	<b>500</b>
所得税	-33	-65	-83	-94	-100
<b>净利润</b>	<b>169</b>	<b>247</b>	<b>331</b>	<b>374</b>	<b>400</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>174</b>	<b>236</b>	<b>306</b>	<b>346</b>	<b>371</b>
EPS (港元)	0.10	0.14	0.18	0.21	0.22
EBITDA	537	641	742	819	873

## 主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>同比增长率</b>					
营业收入增长率 (%)		0.3%	4.9%	4.7%	4.4%
除税前利润增长率 (%)		40.3%	22.0%	12.6%	6.8%
净利润增长率 (%)		46.4%	33.7%	13.2%	7.0%
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	38.6%	42.0%	42.1%	42.6%	42.7%
净利率 (%)	2.3%	3.3%	4.3%	4.6%	4.7%
ROE (%)	3.0%	4.3%	5.6%	6.1%	6.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	42.7%	40.1%	38.1%	36.3%	34.6%
流动比率 (x)	1.24	1.21	1.29	1.38	1.48
利息覆盖倍数 (x)	9.29	12.42	23.89	25.17	25.73
股息支付率 (%)	46.3%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	-174	-171	-171	-171	-171
应收账款周转天数	31	32	32	32	32
应付账款周转天数	-43	-45	-45	-45	-45
<b>每股资料</b>					
EPS (港元)	0.10	0.14	0.18	0.21	0.22
BPS (港元)	3.44	3.46	3.60	3.74	3.89
每股经营现金 (港元)	0.13	0.22	0.30	0.37	0.40
<b>估值比率</b>					
PE	19.28	14.25	10.98	9.71	9.07
PB	0.58	0.58	0.56	0.54	0.52

**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国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际,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、意见及推测反映国证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。国证国际,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。

国证国际及其高级职员、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。国证国际,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),国证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。

收件人应注意国证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,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证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。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**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。
- 国证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。

**国证国际证券(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