

利润同比大幅提升，羊奶粉国际业务表现突出

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):	2.43/1.96
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	34.70
最新收盘价(港元):	1.92	自由流通市值(亿港元)	34.70
		自由流通股数(百万)	1,779.42

事件概述

24FY 公司营业总收入 74.02 亿元，同比+0.3%；归母净利润 2.36 亿元，同比+35.3%。24H2 公司营业总收入 37.19 亿元，同比-3.8%；归母净利润 0.91 亿元，同比+986.9%。24 年度录得现金 EBITDA 6.08 亿元，同比+28.1%。截至 2024 年 12 月 31 日止，公司年度派付末期股息每股 0.06 港元，同比+20.0%，分红率为 41.8%。

分析判断:

▶ 逆势收入增长，佳贝艾特仍保持较好势头

24 年婴配粉行业仍面临着挑战，公司逆势收入微增，主因是佳贝艾特于海外之表现显著提升以及佳贝艾特中国业务复苏。分产品看，24FY 公司的牛奶粉/羊奶粉/营养品/其他的收入分别为 21.07/36.99/3.05/12.92 亿元，同比-17.8%/+12.7%/+7.1%/+3.2%；24H2 公司的牛奶粉/羊奶粉/营养品的收入分别为 9.77/18.91/1.59 亿元，同比-24.9%/+6.3%/+16.7%。细分来看，1) 牛奶粉：24 年牛奶粉双位数下滑，主因出生率下滑和市场需求减少影响，婴配粉市场规模收缩；公司因新国标产品获批延迟及新旧标准切换问题，短期销售承压以及为维护价格稳定及长期发展，公司加强渠道管控，此举短期影响销量，但利于品牌价值与市场秩序。2) 羊奶粉：24FY 羊奶粉在中国/其他地区的收入同比分别+5.3%/+68.2%，羊奶粉依旧保持领头羊地位，尤其在海外的表现突出，主因美国市场接受度持续增长，深耕中东区域，提供强劲动力，在独联体地区实现双位数增长以及 24 年 10 月完成收购荷兰 Amalthea 集团剩余股权，实现核心原料自给自足，强化羊奶全产业链优势，为海外可持续发展奠定基础。3) 营养品：下半年营养品业绩实现回升，主因锦旗通过快速调整核心业务、深化客户合作实现业绩企稳。同时，NC 爱益森线上业务表现亮眼，直播电商与分销渠道的快速拓展成为新的增长引擎。

分区域看，24FY 公司在中国/欧洲/中东/南北美洲/东南亚/澳洲/其他地区的收入分别为 56.61/9.80/3.30/2.66/0.72/0.30/0.64 亿元，同比-3.8%/+17.7%/+13.3%/+48.2%/-40.8%/-7.9%/+70.2%；24H2 公司在中国/欧洲/中东/南北美洲/东南亚/澳洲的收入分别为 27.77/5.53/1.33/1.56/0.25/0.16 亿元，同比-9.8%/+24.5%/-5.2%/+61.4%/-63.7%/+31.8%。

▶ 存货拨备减少，毛利端和利润端受益增长

毛利端来看，24FY/24H2 公司的毛利率分别为 42.0%/40.6%，同比+3.3/+4.9pct。毛利率增长主因减少促销折扣、优化产品结构（转向高毛利产品）提升盈利能力；同时供应链改善降低存货拨备，推动利润增长。费用端来看，24FY/24H2 公司的销售费用率分别为 28.1%/26.3%，同比+2.3/+1.9pct，销售费用率增长主因年内公司为新国标产品进行广告推广；24FY/24H2 公司的管理费用率分别为 7.4%/7.8%，分别同比+0.2/+1.1pct，今年整体保持稳定。利润端来看，24FY/24H2 公司的归母净利润率为 3.2%/2.4%，分别同比+0.8/+2.7pct。利润率增长主因佳贝艾特海外业务强劲增长、中国市场回暖及全球供应链优化，存货拨备同比减少。

▶ 25 年中国市场有望改善，全球化成效有望继续保持

24 年中国婴配粉市场呈现出市场回暖迹象，据尼尔森数据显示，24 年中国婴配粉行业的销售额下降速度已缩减至中个位数（23 年同比下滑双位数）；同时据国家统计局显示，中国生育率同比+3.7%，人口反弹为婴配粉市场带来了增长机会，我们判断 25 年牛奶粉有望改善。

纵览 24 年年报，公司在海外市场的优异表现不可忽视。公司坚持国际化市场战略，在美国、加拿大、中东等核心市场实现销量突破，增长迅速；同时中东、印度、南美、非洲等地的婴配粉市场呈现出蓬勃发展的态势，增速远高于中国市场，为公司未来发展提供新的增长机会。据手机中国网显示，24 年，公司连续第七年参展中国国际进口博览会，再次坚定了走全球化发展路线的决心，国际业务已成为公司增长的新引擎，我们判断

公司海外业务有望继续高增长。

投资建议

根据公司年报，我们预测 25-26 年收入由 81/85 亿元下调至 77/81 亿元，新增 27 年收入 84 亿元；25-26 年归母净利润由 3.7/4.6 亿元下调至 3.0/3.5 亿元，新增 27 年归母净利润为 3.9 亿元；25-26 年 EPS 为 0.21/0.26 元下调至 0.17/0.20 元，新增 27 年 EPS 为 0.22 元。2025 年 05 月 06 日收盘价 HKD 1.92 元对应 P/E 分别为 11/9/8 倍，维持“增持”评级。

风险提示

新生儿人口数量持续下降风险、食品安全问题、原奶价格变动风险、行业竞争风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7382.01	7402.44	7728.59	8069.00	8439.68
YoY (%)	-5.30%	0.28%	4.41%	4.40%	4.59%
归母净利润(百万元)	174.39	235.98	296.29	347.57	392.88
YoY (%)	-19.46%	35.32%	25.56%	17.31%	13.03%
毛利率 (%)	38.64%	41.98%	42.37%	42.50%	42.78%
每股收益 (元)	0.10	0.13	0.17	0.20	0.22
ROE (%)	0.03	0.04	0.05	0.05	0.06
市盈率	24.84	13.02	10.64	9.07	8.03

资料来源: wind, 华西研究所 (收盘价使用港元计价, 1 港元=0.9311 元人民币)

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)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7402.44	7728.59	8069.00	8439.68	净利润	235.98	296.29	347.57	392.88
YoY (%)	0.22%	4.41%	4.40%	4.59%	折旧和摊销	0.00	204.09	214.39	229.67
营业成本	4294.53	4454.00	4639.28	4829.58	营运资金变动	0.00	445.39	82.36	-23.87
营业税金及附加					经营活动现金流	299.37	927.08	613.70	607.37
销售费用	2077.25	2202.65	2299.67	2413.75	资本开支	-385.69	-350.00	-350.00	-250.00
管理费用	550.05	564.19	589.04	616.10	投资	-381.11	-50.00	-50.00	0.00
财务费用	51.64	31.32	19.38	8.69	投资活动现金流	-899.17	-350.00	-350.00	-250.00
资产减值损失					股权募资	-0.98	0.00	0.00	0.00
投资收益	-17.55	50.00	50.00	0.00	债务募资	-172.07	-100.00	-200.00	-200.00
营业利润	355.16	376.37	403.85	445.22	筹资活动现金流	-273.59	-131.32	-219.38	-208.69
营业外收支					现金净流量	-822.90	496.25	94.80	199.16
利润总额	312.52	395.05	434.47	436.53	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	65.32	98.76	86.89	43.65	成长能力				
净利润	247.19	296.29	347.57	392.88	营业收入增长率	0.28%	4.41%	4.40%	4.59%
归属于母公司净利润	235.98	296.29	347.57	392.88	净利润增长率	35.32%	25.56%	17.31%	13.03%
YoY (%)	35.32%	25.56%	17.31%	13.03%	盈利能力				
每股收益(元)	0.13	0.17	0.20	0.22	毛利率	41.98%	42.37%	42.50%	42.78%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率率	3.19%	3.83%	4.31%	4.66%
货币资金	1214.70	1710.95	1805.76	2004.91	总资产收益率 ROA	2.44%	2.97%	3.42%	3.78%
预付款项					净资产收益率 ROE	4.12%	4.88%	5.38%	5.69%
存货	1930.25	1793.97	1739.73	1744.02	偿债能力				
其他流动资产	38.28	7.73	8.07	8.44	流动比率	1.21	1.26	1.34	1.49
流动资产合计	4397.94	4521.79	4520.95	4727.85	速动比率	0.67	0.76	0.82	0.94
长期股权投资	126.58	176.58	226.58	226.58	现金比率	0.33	0.48	0.53	0.63
固定资产	3265.69	3406.55	3540.38	3562.51	资产负债率	40.14%	38.59%	35.79%	32.93%
无形资产	1053.50	1058.54	1060.33	1058.54	经营效率				
非流动资产合计	5264.21	5460.12	5645.73	5666.06	总资产周转率	0.75	0.79	0.80	0.82
资产合计	9662.15	9981.90	10166.68	10393.91	每股指标 (元)				
短期借款	2137.72	2037.72	1837.72	1637.72	每股收益	0.13	0.17	0.20	0.22
应付账款及票据	533.95	556.75	579.91	603.70	每股净资产	3.22	3.41	3.63	3.88
其他流动负债	919.73	927.43	887.59	843.97	每股经营现金流	0.17	0.52	0.34	0.34
流动负债合计	3626.20	3599.18	3385.91	3169.78	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	252.47	252.47	252.47	252.47	PE	13.02	10.64	9.07	8.03
非流动负债合计	252.47	252.47	252.47	252.47	PB	0.54	0.52	0.49	0.46
负债合计	3878.67	3851.65	3638.38	3422.25					
股本	154.17	154.17	154.17	154.17					
少数股东权益	61.88	61.88	61.88	61.88					
股东权益合计	5783.48	6130.25	6528.30	6971.66					
负债和股东权益合计	9662.15	9981.90	10166.68	10393.91					

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跨部门、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。