

2025 年 9 月 4 日

澳优 (1717.HK)

海外羊奶粉拉动增长

事件：澳优 25 年上半年实现总营业收入 38.9 亿元，同比增长 5.6%；实现净利润 1.81 亿元，同比增长 21.4%。我们认为海外羊奶粉业务将为公司重要增长因素。考虑国内奶粉业务仍然承压，我们下调 25/26/27 年净利润为 3.1/3.5/3.8 亿元，(2025/4/22 预测为 3.3/3.7/4.0 亿元)，对应每 EPS 收益为 0.19/0.21/0.23 港元 (2025/4/22 预测为 0.18/0.21/0.22 港元)。维持“买入”评级，考虑同行估值上升，目标价自 2.7 港元上调至 3.0 港元 (基于 DCF 及可比公司估值法)，较当前股价有 17% 的涨幅。

报告摘要

羊奶粉海外销售支撑增长。25 年上半年羊奶粉收入 18.6 亿元，同比增长 3.1%。其中海外羊奶粉收入 4.8 亿，同比增长 65.7%，占羊奶粉收入比重达到 26%，重要性逐渐凸显。这一优异表现主要得益于中东、北美及独立国家联合体（独联体）三大核心区域的战略性突破，各市场在渠道拓展、产品创新及品牌建设方面均取得显著进展。国内羊奶粉收入 13.8 亿，同比下降 8.9%。根据尼尔森最新数据，佳贝艾特截至六月底品牌市占率稳步攀升至 30.4%，排名第一。第二季度启动内码系统升级及主动调节渠道库存导致短期出货量承压。

牛奶粉业绩承压。牛奶粉 25 年上半年收入 9.6 亿元，同比下降 14.9%。销售额下滑主因第二季度启动内码系统升级及主动调节渠道库存导致短期出货量减少所致。尼尔森 IQ 最新数据显示，公司的牛奶粉品牌市占率止跌回稳。

营养品业务稳健增长。25 年上半年营养品业务收入 1.55 亿元，同比增长 7%。NC 爱益森在药线渠道、私域电商渠道、国际展会等渠道积极布局，以产品创新为驱动，森实施多维度的品牌升级战略，有效提升品牌影响力与公信力。由于 Amaltha 并表，新增羊奶酪业务，上半年收入 4.8 亿元。

产品结构拉低毛利率。25 年上半年毛利率为 41.9%，同比下降 1.5pct。羊奶粉的毛利率同比下降 0.8pct 至 55.1%，牛奶粉的毛利率下降 0.8pct 至 52.3%。上半年由于推动内码产品，略微拉低了羊奶粉和牛奶粉的毛利率。此外由于新合并的羊奶酪业务毛利率仅为 6.8%，显著拉低了整体毛利率。**销售费用率下降。**上半年销售费用率为 26.1%，同比下降 3.8pct，得益于渠道策略优化，且营销费用短期减少。

我们认为海外羊奶粉业务将为公司重要增长因素。考虑国内奶粉业务仍然承压，我们下调 25/26/27 年净利润为 3.1/3.5/3.8 亿元，(2025/4/22 预测为 3.3/3.7/4.0 亿元)，对应每 EPS 收益为 0.19/0.21/0.23 港元 (2025/4/22 预测为 0.18/0.21/0.22 港元)。维持“买入”评级，考虑同行估值上升，目标价自 2.7 港元上调至 3.0 港元 (基于 DCF 及可比公司估值法)，较当前股价有 17% 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

年结 31/12; 人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,796	7,382	7,402	7,801	8,196	8,578
增长率(%)		-5.31%	0.28%	5.38%	5.06%	4.66%
净利润	189	169	247	307	346	376
增长率(%)		-10.66%	46.40%	24.23%	12.83%	8.62%
毛利率(%)	43.52%	38.64%	41.98%	41.14%	41.53%	41.74%
净利润率(%)	2.42%	2.29%	3.34%	3.94%	4.23%	4.39%
每股收益(港元)	0.13	0.11	0.14	0.19	0.21	0.23
每股净资产(港元)	3.44	3.55	3.57	3.70	3.84	3.98
市盈率	38.27	29.13	16.41	13.45	11.91	10.96
市净率	0.74	0.72	0.71	0.69	0.66	0.64
股息率	1.2%	1.6%	2.6%	3.1%	3.5%	3.8%
净资产收益率(%)	3.60%	2.98%	4.29%	5.22%	5.68%	5.95%

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

3.0 港元

股价 2025-9-4

2.55 港元

总市值(亿港元)	45.88
流通市值(亿港元)	45.88
总股本(亿股)	17.78
流通股本(亿股)	17.78
12 个月低/高(港元)	1.8/2.8
平均成交(百万港元)	0.01

股东结构 (截止 2024-12-31)

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	-0.62	25.17	-0.83
绝对收益	2.79	32.31	42.42

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 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
主营业务收入	7,796	7,382	7,402	7,801	8,196	8,578
羊奶粉	3,591	3,283	3,699	3,724	3,997	4,253
牛奶粉	2,924	2,562	2,107	1,792	1,846	1,901
营养品	133	285	305	326	336	346
奶酪私人品牌及其他	1,148	1,252	1,292	1,958	2,017	2,078
营业成本	-4,403	-4,529	-4,295	-4,592	-4,792	-4,997
毛利	3,393	2,853	3,108	3,209	3,404	3,580
毛利率	43.5%	38.6%	42.0%	41.1%	41.5%	41.7%
销售费用	-2,167	-1,908	-2,077	-2,022	-2,125	-2,224
占收入比例	-27.8%	-25.8%	-28.1%	-25.9%	-25.9%	-25.9%
管理费用	-801	-667	-676	-732	-769	-805
占收入比例	-10.3%	-9.0%	-9.1%	-9.4%	-9.4%	-9.4%
财务费用	-15	-58	-52	-34	-35	-37
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	-12	-12	-13
占收入比例	-2.0%	-0.2%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
除税前溢利	252	202	313	409	462	502
所得税	-63	-33	-65	-102	-116	-125
所得税率	-25.0%	-16.3%	-20.9%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
净利润(含少数股东权益)	189	169	247	307	346	376
净利率	2.4%	2.3%	3.3%	3.9%	4.2%	4.4%
少数股东损益	-28	-6	11	0	-	-
净利润(不含少数股东权益)	217	174	236	307	346	376
EPS (港元)	0.13	0.11	0.14	0.19	0.21	0.23
市盈率 (倍)	19.3	23.2	17.9	13.5	11.9	11.0

数据来源：公司财报，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。2026 年预测 PE 的平均值在 11.3x。考虑澳优海外业务的发展，我们给与 13x PE。2026 年预测 EPS 为 0.21 港元，对应股价测算为 2.8 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 7.8%，短期增速给与 4%，同时，长期给予 2% 的增速。合理市值为 57 亿港元，对应价格为 3.2 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 3.0 港元，较最新的收盘价有 17% 的上涨空间。

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