

25H1 营利双增长，羊奶粉海外持续走强

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)：	2.22	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

25H1 公司实现收入 38.87 亿元，同比+5.6%；归母净利润 1.81 亿元，同比+24.1%。公司业绩依然保持稳健发展态势，连续两年实现收入和利润双增长。

分析判断：

► 收入呈向好增长趋势，佳贝艾特及 Amalthea 表现提升

25H1 公司收入稳步增长，这一增长主要来源三方面：佳贝艾特在海外市场表现突出、营养品业务持续增长以及公司对 Amalthea 的战略收购所带来的协同效应释放。

分产品看，25H1 公司的牛奶粉/羊奶粉/营养品/奶酪、私人品牌及其他的收入分别为 9.61/18.65/1.56/9.05 亿元，同比-14.9%/+3.1%/+7.0%/+51.6%。细分来看：

1) **牛奶粉**：据尼尔森 IQ 数据显示，牛奶粉市占率止跌回稳，表明该事业部受过去几年因内部整合及渠道调整等问题的影响已经结束。25Q2 公司为增强渠道及品牌优势，实施内码系统并进行分销渠道短期调整。该策略虽导致自家牛奶粉销售暂时下滑，但长远有利于提升竞争力。

2) **羊奶粉**：25H1 中国/其他地区的收入分别为 13.81/4.83 亿元，同比-8.9%/+65.7%，其他地区大幅增长主因佳贝艾特海外表现显著提升，公司实施品牌策略，满足消费者多元需求，提高商业价值，并深耕中东、北美、独联体等市场，保持强劲增长态势；中国地区下降主因公司销售渠道调整，为降低经销商存货及流动资金压力，维持长远健康发展态势。截至 6 月底，尼尔森数据显示，公司羊奶粉市占率同比提升 2.8 个百分点，占今年中国进口羊奶粉份额超 60%，持续引领整个羊奶粉行业的发展和品类增长。

3) **营养品**：营养品收入稳中有升，锦旗和 NC 爱益森均表现亮眼，主因明星菌株的市场突破、精准的渠道策略以及强效的品牌营销协同；另外，公司持续通过线上渠道推广及消费者对营养类补剂的需求增加。

4) **奶酪、私人品牌及其他**：25H1 收入实现大幅增长，新增各类乳制品业务，主因公司 24 年 10 月收购 Amalthea 剩余股权，使得产品种类更加丰富，提高竞争力，满足市场需要。

分区域看，25H1 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 25.76/7.21/2.96/1.83/0.48/0.39/0.24 亿元，同比同比-10.7%/+69.1%/+49.4%/+67.4%/+2.0%/+186.5%/+966.3%，海外市场持续保持强劲增长。

► 毛利率承压，净利率同比提升

毛利端来看，25H1 公司毛利率为 41.9%，同比-1.5pct，主因毛利率较低的羊奶酪业务（6.8%）销售占比提升，因保质期问题而产生的存货拨备同比减少以及优化产品组合，减少供销商回扣。尽管面临利润压力，公司通过提升运营效率、优化产品组合及减少促销支出，部分缓解了毛利率下行趋势。我们预计随着上游供应链优化措施逐步落实，公司将进一步改善毛利率的水平。

费用端来看，25H1 公司整体费用率显著优化，同比-3.3pct。其中销售费用率为 26.1%，同比-3.8pct，主因中国市场推出内码产品并优化分销渠道，长远改善开销效益；管理费用率为 7.7%，同比+0.6pct，主因员工成本和专业费用增加，预计 25 年整体费用持续改善。

利润端来看，25H1 归母净利润率为 4.6%，同比+0.7pct，主要源于佳贝艾特海外表现强劲、分销费用减少及全球供应链改善，存货准备减少。未来供应链与渠道持续调整将进一步控本增效，同时海外业务规模效应也将开辟新利润点，预计 25 年公司整体利润将保持高双位数增长。

► “全球化+科研创新+精益管理”对冲外部挑战，开拓全球营养新蓝图

25 年上半年，面对复杂多变的全球经济形势及竞争加剧的中国婴配粉市场环境，公司通过“全球化+科研创新+精益管理”对冲外部挑战。**全球化**：自成立以来，澳优坚持全球化发展路线不动摇，25H1 澳优国际业务多点开花。据新浪财经显示，除佳贝艾特在三大核心市场的战略性突破外，营养品业务亦成功拓展至海外市场，其中锦旗生物成功进军美国、法国等高端海外市场，跨国订单显著增长。**科研创新**：据新浪财经显示，上半年科研成果显著，公司成功主办国际羊奶医学研讨会并发布四大创新羊乳原料，实现全球商业化应用，填补市场空白，显著提升竞争壁垒；同时参与国家级重点项目，为产品升级、成本优化奠定基础，支撑长期可持续增长。**精益管理**：据新浪财经显示，澳优在冲刺业绩的同时持续推进经营模式、组织与文化进化，夯实精细化管理基础，组织效率与效能同步提升。报告期内，公司销售费用率大幅优化，资产周转率持续提升。25 年初，澳优经营理念 2.0 版本落地，深度聚焦销售、供应链、职能三大板块，细化相应行为准则和指引，加速促进业务发展。

投资建议

展望下半年，面对出生率下滑、环境不确定性及系统过渡期等挑战，公司仍坚定信心，优化战略规划，保持战略定力。根据公司中报，我们预测 25-27 年收入由 77/81/84 亿元上调至 78.3/82.4/86.2 亿元；25-27 年归母净利润由 3.0/3.5/3.9 亿元调整至 3.0/3.6/4.3 亿元；25-27 年 EPS 由 0.17/0.20/0.22 元调整至 0.17/0.20/0.24 元。2025 年 10 月 20 日收盘价 2.22 HKD 对应 P/E 分别为 12/10/9 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	7832.78	8240.68	8616.52
YoY (%)	-5.30%	0.28%	5.81%	5.21%	4.56%
归母净利润(百万元)	174.39	235.98	296.49	357.70	426.20
YoY (%)	-19.46%	35.32%	25.65%	20.64%	19.15%
毛利率 (%)	38.64%	41.98%	41.68%	41.92%	42.32%
每股收益 (元)	0.10	0.13	0.17	0.20	0.24
ROE (%)	0.03	0.04	0.05	0.06	0.06
市盈率	24.84	13.02	12.29	10.19	8.55

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

SACNO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7402.44	7832.78	8240.68	8616.52	净利润	235.98	296.49	357.70	426.20
YoY (%)	0.22%	5.81%	5.21%	4.56%	折旧和摊销	281.10	204.09	214.39	229.67
营业成本	4294.53	4568.28	4786.52	4970.00	营运资金变动	-341.50	416.26	78.92	-21.19
营业税金及附加					经营活动现金流	299.37	898.16	620.38	643.37
销售费用	2077.25	2193.18	2274.43	2369.54	资本开支	-385.69	-350.00	-350.00	-250.00
管理费用	550.05	579.63	601.57	629.01	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	-300.60	-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	366.37	446.31	510.10	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	466.24	51.00	184.68
利润总额	312.52	385.05	476.94	501.42	主要财务指标				
所得税	65.32	88.56	119.23	75.21	成长能力				
净利润	247.19	296.49	357.70	426.20	营业收入增长率	0.28%	5.81%	5.21%	4.56%
归属于母公司净利润	235.98	296.49	357.70	426.20	净利润增长率	35.32%	25.65%	20.64%	19.15%
YoY (%)	35.32%	25.65%	20.64%	19.15%	盈利能力				
每股收益 (元)	0.13	0.17	0.20	0.24	毛利率	41.98%	41.68%	41.92%	42.32%
资产负债表 (百万元)					净利率率	3.19%	3.79%	4.34%	4.95%
货币资金	1214.70	1680.95	1731.95	1916.63	总资产收益率 ROA	2.44%	2.98%	3.54%	4.13%
预付款项					净资产收益率 ROE	4.12%	4.93%	5.61%	6.27%
存货	1930.25	1840.00	1794.95	1794.72	偿债能力				
其他流动资产	38.28	7.83	8.24	8.62	流动比率	1.21	1.25	1.32	1.47
流动资产合计	4397.94	4548.74	4518.73	4706.47	速动比率	0.67	0.74	0.79	0.91
长期股权投资	126.58	176.58	226.58	226.58	现金比率	0.33	0.46	0.51	0.60
固定资产	3265.69	3406.55	3540.38	3562.51	资产负债率	40.14%	38.96%	36.37%	33.52%
无形资产	959.04	964.08	965.88	964.08	经营效率				
非流动资产合计	5264.21	5412.56	5598.17	5618.51	总资产周转率	0.75	0.80	0.82	0.84
资产合计	9662.15	9961.30	10116.90	10324.97	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	0.24
应付账款及票据	533.95	571.04	598.32	621.25	每股净资产	3.22	3.38	3.59	3.83
其他流动负债	834.60	939.93	906.47	861.65	每股经营现金流	0.17	0.51	0.35	0.36
流动负债合计	3626.20	3627.01	3424.91	3206.78	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	254.31	254.31	254.31	PE	13.02	12.29	10.19	8.55
非流动负债合计	252.47	254.31	254.31	254.31	PB	0.54	0.61	0.57	0.54
负债合计	3878.67	3881.33	3679.23	3461.10					
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	6079.97	6437.67	6863.88					
负债和股东权益合计	9662.15	9961.30	10116.90	10324.97					

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。