

2026年1月29日

澳优 (1717.HK)

**公司动态分析**

证券研究报告

奶粉

 投资评级: **增持**
**下调评级**

 6个月目标价 **2.3 港元**

 股价 2026-1-28 **2.08 港元**
**国内奶粉业务仍然承压**

事件: 2025年出生人口为792亿, 同比下降17%, 出生率为5.63%。考虑国内奶粉行业竞争仍然激烈, 并且明年还有竞争加剧的可能, 我们预期下半年公司的业务仍将承压, 我们下调25/26/27年净利润至2.5/2.6/2.9亿元, (2025/9/4预测为3.1/3.5/3.8亿元), 对应每EPS收益为0.16/0.16/0.18港元(2025/9/4预测为0.19/0.21/0.23港元)。下调至“增持”评级, 下调目标价至2.3港元(2025/9/4预测为3.0港元, 基于DCF及可比公司估值法), 较当前股价有9%的涨幅。

**报告摘要**

**2025年出生人口大幅下滑。**2025年出生人口为792亿, 同比下降17%, 出生率为5.63%。2024年为龙年, 因此出生人口出现了小幅攀升, 达到954万, 因此在25年上半年奶粉行业出现了一定程度的竞争缓和。到25年下半年, 随着出生人口的影响逐渐显现, 行业将继续面临较为激烈的竞争, 并且有望持续到明年。

**澳优上半年业绩实现增长,** 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%。其中海外羊奶粉支撑增长。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。**国内羊奶粉及牛奶粉业绩承压。**国内羊奶粉收入13.8亿, 同比下降8.9%。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。下半年面临行业的竞争态势, 我们预期国内业务的销售仍将承压。

**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。由于内码产品的推进在下半年仍将持续, 我们预期毛利率还有向下的压力, 因此将调低全年毛利率的预期。

我们预期下半年公司的业务仍将承压, 我们下调25/26/27年净利润至2.5/2.6/2.9亿元, 对应每EPS收益为0.16/0.16/0.18港元。下调至“增持”评级, 下调目标价至2.3港元(基于DCF及可比公司估值法), 较当前股价有9%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**

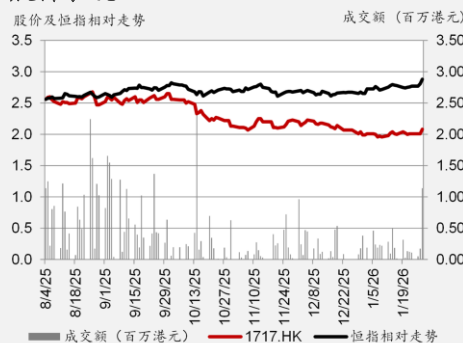
年结 31/12: 人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,796	7,382	7,402	7,635	8,024	8,401
增长率(%)		-5.31%	0.28%	3.14%	5.10%	4.70%
净利润	189	169	247	254	262	286
增长率(%)		-10.66%	46.40%	2.89%	2.86%	9.27%
毛利率(%)	43.52%	38.64%	41.98%	40.68%	40.58%	40.77%
净利润率(%)	2.42%	2.29%	3.34%	3.33%	3.26%	3.40%
每股收益(港元)	0.13	0.11	0.14	0.16	0.16	0.18
每股净资产(港元)	3.48	3.59	3.61	3.71	3.81	3.92
市盈率	37.85	28.81	16.23	13.11	12.72	11.64
市净率	0.60	0.58	0.58	0.56	0.55	0.53
股息率	1.2%	1.6%	2.6%	3.2%	3.3%	3.6%
净资产收益率(%)	3.60%	2.98%	4.29%	4.34%	4.35%	4.62%

数据来源: 公司资料, 国投证券国际预测

总市值(亿港元)	36.99
流通市值(亿港元)	36.99
总股本(亿股)	17.78
流通股本(亿股)	17.78
12个月低/高(港元)	1.9/2.1
平均成交(百万港元)	0.22

**股东结构 (截止 2025-06-30)**

伊利股份	60.2%
晟德大药厂	8.3%
Bartle van der Meer	5.4%
中信农业产业基金	5.2%
其他股东	21.9%
总计	100.0%

**股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-7.29	-11.93	-27.72
绝对收益	0.48	-6.31	10.05

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

年结31/12; 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>7,635</b>	<b>8,024</b>	<b>8,401</b>
羊奶粉	3,591	3,283	3,699	3,708	3,980	4,235
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	1,809	1,863	1,919
<b>营业成本</b>	<b>-4,403</b>	<b>-4,529</b>	<b>-4,295</b>	<b>-4,529</b>	<b>-4,768</b>	<b>-4,976</b>
<b>毛利</b>	<b>3,393</b>	<b>2,853</b>	<b>3,108</b>	<b>3,106</b>	<b>3,257</b>	<b>3,426</b>
毛利率	43.5%	38.6%	42.0%	40.7%	40.6%	40.8%
销售费用	-2,167	-1,908	-2,077	-2,006	-2,109	-2,208
占收入比例	-27.8%	-25.8%	-28.1%	-26.3%	-26.3%	-26.3%
管理费用	-801	-667	-676	-716	-752	-788
占收入比例	-10.3%	-9.0%	-9.1%	-9.4%	-9.4%	-9.4%
财务费用	-15	-58	-52	-33	-35	-36
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	-11	-12	-13
占收入比例	-2.0%	-0.2%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
<b>除税前溢利</b>	<b>252</b>	<b>202</b>	<b>313</b>	<b>339</b>	<b>349</b>	<b>381</b>
所得税	-63	-33	-65	-85	-87	-95
所得税率	-25.0%	-16.3%	-20.9%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
<b>净利润(含少数股东权益)</b>	<b>189</b>	<b>169</b>	<b>247</b>	<b>254</b>	<b>262</b>	<b>286</b>
净利率	2.4%	2.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.4%
少数股东损益	-28	-6	11	0	-	-
<b>净利润(不含少数股东权益)</b>	<b>217</b>	<b>174</b>	<b>236</b>	<b>254</b>	<b>262</b>	<b>286</b>
<b>EPS (港元)</b>	<b>0.13</b>	<b>0.11</b>	<b>0.14</b>	<b>0.16</b>	<b>0.16</b>	<b>0.18</b>
<b>市盈率 (倍)</b>	<b>15.6</b>	<b>18.7</b>	<b>14.4</b>	<b>13.1</b>	<b>12.7</b>	<b>11.6</b>

数据来源: 公司财报, 国投证券国际研究预测

## 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 11.7x。考虑澳优海外业务的发展, 以及行业普遍低估的事实, 我们给与 13x PE。2026 年预测 EPS 为 0.16 港元, 对应股价测算为 2.1 港元。

用 DCF 方式估算时, 我们给予 WACC 为 7.2%, 短期增速给与 4%, 同时, 长期给予 2% 的增速。合理市值为 44.8 亿港元, 对应价格为 2.4 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值, 我们认为公司目标价为 2.3 港元, 较最新的收盘价有 9% 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)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
中国飞鹤	6186.HK	348	港元	36.1	38.7	28.9	34.9	39.4	9.7	9.0	12.0	10.0	8.8
yoy				-35%	7%	-25%	21%	13%					
H&H国际控	1112.HK	95	港元	6.4	-0.6	5.8	7.8	9.4	14.9		16.4	12.2	10.1
yoy				-8%	N/A	N/A	34%	21%					
蒙牛乳业	2319.HK	632	港元	53.6	2.4	47.4	57.3	64.2	11.8	265.4	13.3	11.0	9.8
yoy				-8%	-96%	1891%	21%	12%					
伊利股份	600887.SH	1,653	人民币元	102.8	84.6	112.0	121.7	131.2	16.1	19.5	14.8	13.6	12.6
yoy				10%	-18%	32%	9%	8%					
平均估值									13.1	98.0	14.1	11.7	10.3

注: 时间截止20256/1/28, 预测值为iFind一致预测

资料来源: iFind, 国投证券国际研究

**图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析**

		2026年EPS				
		0.13	0.15	0.16	0.18	0.20
PE	7x	0.9	1.0	1.1	1.3	1.4
	9x	1.2	1.3	1.5	1.6	1.8
	11x	1.5	1.6	1.8	2.0	2.2
	13x	1.7	1.9	2.1	2.3	2.6
	15x	2.0	2.2	2.5	2.7	3.0
	17x	2.3	2.5	2.8	3.1	3.4
	19x	2.5	2.8	3.1	3.4	3.8

数据来源: 公司年报, 国投证券国际研究预测

**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	FY 2034
	实际	实际	实际	预测	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	7,635	8,024	8,401	8,810	9,254					
增长率%		-5.3%	0.3%	3.1%	5.1%	4.7%	4.9%	5.0%					
EBIT	267	260	364	372	383	417	456	499					
增长率%		-2.8%	40.3%	2.2%	3.1%	8.9%	9.2%	9.5%					
EBIT率%	3.4%	3.5%	4.9%	4.9%	4.8%	5.0%	5.2%	5.4%					
有效税率%	25.0%	16.3%	20.9%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%					
EBIT x (1-有效税率)	200	217	288	279	288	313	342	374					
+ 折旧摊销	275	253	246	256	260	263	266	268					
+ 营运资金变动	-1,049	-399	-267	-145	-96	-85	-92	-99					
+ 金融资产公允价值损失	-	-	-	-	-	-	-	-					
- 资本支出	-600	-684	-551	-300	-300	-300	-300	-300					
<b>自由现金流, FCF</b>	<b>-1,174</b>	<b>-613</b>	<b>-283</b>	<b>90</b>	<b>151</b>	<b>191</b>	<b>216</b>	<b>244</b>	<b>253</b>	<b>264</b>	<b>274</b>	<b>285</b>	<b>296</b>
增长率%		-47.8%	-53.7%	-131.7%	68.1%	26.3%	13.1%	12.9%	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	9.00
折现因子				1.0000	0.9328	0.8702	0.8117	0.7572	0.7064	0.6589	0.6147	0.5734	0.5349
<b>FCF现值</b>				<b>90</b>	<b>141</b>	<b>166</b>	<b>175</b>	<b>185</b>	<b>179</b>	<b>174</b>	<b>168</b>	<b>163</b>	<b>159</b>
FY2025-34 FCF现值总额				1,441									
永续期价值现值				3,206									
<b>企业价值</b>				<b>4,648</b>									
加: 净现金				-743									
减: 少数股东权益				-62									
<b>DCF估值 (HKD 000)</b>				<b>4,269</b>									
假设:													
WACC				7.2%									
短期增长率				4.0%									
永续增长率				2.0%									

资料来源: 国投证券国际研究预测

### 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**

币种31/12; 人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等值项目	2,038	1,421	1,170	995	874
贸易应收款项	591	690	661	694	727
预付及其他应收款项	256	263	271	285	298
存货	2,089	1,930	2,119	2,231	2,328
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>4,316</b>	<b>4,299</b>	<b>4,322</b>
物业、厂房及设备	3,140	3,266	3,310	3,350	3,387
土地使用权及权益	-	-	-	-	-
长期应收款项	86	69	69	69	69
无形资产	1,350	1,554	1,554	1,554	1,554
商誉	192	368	368	368	368
于联营及合营企业投资	319	127	127	127	127
递延税项资产	366	365	365	365	365
其他非流动资产	-499	-485	-485	-485	-485
<b>非流动资产总额</b>	<b>4,953</b>	<b>5,264</b>	<b>5,308</b>	<b>5,348</b>	<b>5,385</b>
<b>总资产</b>	<b>10,034</b>	<b>9,662</b>	<b>9,623</b>	<b>9,647</b>	<b>9,707</b>
贸易应付款项	517	534	554	583	609
合同负债	451	234	241	254	266
其他应付款项	265	427	422	444	465
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>3,433</b>	<b>3,302</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>3,685</b>	<b>3,554</b>	<b>3,438</b>
股本	154	154	154	154	154
储备	5,539	5,567	5,722	5,877	6,053
少数股东权益	56	62	62	62	62
<b>总股东权益</b>	<b>5,749</b>	<b>5,783</b>	<b>5,938</b>	<b>6,093</b>	<b>6,269</b>

**现金流量表**

币种31/12; 人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
息税前利润	260	364	372	383	417
利息支出	-44	-66	-33	-35	-36
所得税	-83	-48	-85	-87	-95
营运资本变动	-399	-267	-145	-96	-85
折旧及摊销	246	276	256	260	263
公允价值变动	-56	-64	-	-	-
<b>经营性现金流净额</b>	<b>225</b>	<b>299</b>	<b>365</b>	<b>425</b>	<b>464</b>
资本开支	-684	-551	-300	-300	-300
其他	-57	-348	-	-	-
<b>投资性现金流净额</b>	<b>-741</b>	<b>-899</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>
新发股份	-77	-15	-	-	-
支付股息	-104	-82	-99	-107	-110
新增债务	945	781	-216	-194	-174
其他	-82	-957	-	-	-
<b>筹资性现金流净额</b>	<b>682</b>	<b>-274</b>	<b>-315</b>	<b>-301</b>	<b>-284</b>
现金净变动	176	-823	-45	-176	-121
现金期初余额	1,862	2,038	1,215	1,170	995
<b>现金期末余额</b>	<b>2,038</b>	<b>1,215</b>	<b>1,170</b>	<b>995</b>	<b>874</b>

数据来源：国投证券国际研究预测

**利润表**

币种31/12; 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>7,635</b>	<b>8,024</b>	<b>8,401</b>
营业成本	1,252	1,292	1,809	1,863	1,919
<b>毛利</b>	<b>2,853</b>	<b>3,108</b>	<b>3,106</b>	<b>3,257</b>	<b>3,426</b>
销售费用	-1,908	-2,077	-2,006	-2,109	-2,208
管理费用	-667	-676	-716	-752	-788
其他收益及损失	-18	9	-11	-12	-13
<b>营业利润</b>	<b>260</b>	<b>364</b>	<b>372</b>	<b>383</b>	<b>417</b>
财务费用	-58	-52	-33	-35	-36
<b>除税前利润</b>	<b>202</b>	<b>313</b>	<b>339</b>	<b>349</b>	<b>381</b>
所得税	-33	-65	-85	-87	-95
<b>净利润</b>	<b>169</b>	<b>247</b>	<b>254</b>	<b>262</b>	<b>286</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>174</b>	<b>236</b>	<b>254</b>	<b>262</b>	<b>286</b>
EPS (港元)	0.11	0.14	0.16	0.16	0.18
EBITDA	513	611	628	643	680

**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%	3.1%	5.1%	4.7%
除税前利润增长率 (%)		40.3%	2.2%	3.1%	8.9%
净利润增长率 (%)		46.4%	2.9%	2.9%	9.3%
<b>盈利能力:</b>					
毛利率 (%)	38.6%	42.0%	40.7%	40.6%	40.8%
净利率 (%)	2.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.4%
ROE (%)	3.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.6%

**偿债能力:**

资产负债率 (%)	42.7%	40.1%	38.3%	36.8%	35.4%
流动比率 (x)	1.24	1.21	1.26	1.30	1.36
利息覆盖倍数 (x)	8.88	11.82	19.06	18.57	18.76
股息支付率 (%)	46.3%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%

**营运能力**

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

**每股资料**

EPS (港元)	0.11	0.14	0.16	0.16	0.18
BPS (港元)	3.59	3.61	3.71	3.81	3.92
每股经营现金 (港元)	0.14	0.19	0.23	0.27	0.29

**估值比率**

PE	28.81	16.23	13.11	12.72	11.64
PB	0.58	0.58	0.56	0.55	0.53

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

国投证券国际及其高级职员、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。国投证券国际，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)，国投证券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。

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

**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。
- 国投证券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。

**国投证券(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