

公司研究

因内码调整进度偏慢拖累，预计 25H2 业绩承压

——澳优（1717.HK）2025 年业绩前瞻

要点

2025 年业绩前瞻：1) 我们预计公司 25 年收入同比增长 1.1%，收入增速较 25H1 放缓主要受国内奶粉业务拖累。2) 我们预计公司 25 年归母净利润同比基本持平；25H2 利润同比下滑主要系内码调整进度低于预期，以及行业竞争加剧，导致高毛利率的国内奶粉业务收入占比下降。

内部调整滞后、外部行业环境恶化等因素影响，25 年业绩预计不及预期。

1) 内码切换进度滞后：25 年 4 月公司启动内码切换工作并同步涨价，消费者提前囤货，使得内码切换完成时间从三季度延迟至四季度，打乱了下半年核心业务的增长节奏。2) 行业竞争加剧：25 年行业内多家企业推出补贴或降价策略，而公司此时处于涨价阶段，在价格竞争中处于被动地位。3) 行业收入增速下滑：25H2 相较于 25H1 行业收入增速下滑，间接放缓了公司内码切换进度。受以上因素影响，预计公司 25 年收入增长中个位数的目标较难实现。

26 年公司收入增速有望温和改善，海外业务将成为业绩支撑点。

1) 低基数+内码切换完成：25 年 12 月内码切换完成、渠道库存理顺后出现改善迹象（12 月公司羊奶粉及牛奶粉市场份额均实现同比增长；一段产品会员数环比增长），以及 25 年业绩低基数，26 年公司国内业务收入有望温和改善。2) 海外业务顺利推进：海外业务是公司重要增长引擎，中东（贡献海外近半业绩）、沙特（潜在空间最大市场）等市场稳定；25 年下半年拓展的东南亚市场，由专人统筹且聚焦高端客群，其中印度市场 25 年启动前期工作，预计 27 年正式推出产品；北美市场更换团队后逐步起量。渠道方面，佳贝艾特已成功进入海外医药渠道，覆盖传统商超、电商等多元场景；研发端同步开展当地医药研发，进一步强化海外业务竞争力。26 年公司海外业务收入有望维持快速增长。

盈利预测、估值与评级：考虑到国内出生人数承压，行业竞争加剧，我们下调公司 25-27 年归母净利润预测分别至 2.36/2.62/2.80 亿元（前次预测分别为 2.99/3.57/4.10 亿元），对应 25-27 年 EPS 分别为 0.13/0.15/0.16 元，当前股价对应 PE 分别为 13x/12x/11x。公司是羊奶粉品牌中的龙头企业，海外市场拓展顺利，中长期看公司仍有增长空间，维持“增持”评级。

风险提示：经济增速放缓压力加大、行业竞争加剧、出生人数下滑、食品安全问题。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,382	7,402	7,487	7,909	8,134
营业收入增长率	-99.9%	0.3%	1.1%	5.6%	2.9%
归母净利润（百万元）	174	236	236	262	280
归母净利润增长率	-99.9%	35.3%	-0.1%	11.1%	7.0%
EPS（元）	0.10	0.13	0.13	0.15	0.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.1%	4.1%	4.0%	4.4%	4.5%
P/E	18	13	13	12	11
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-01-30（注：汇率为 1 港币=0.8926 元人民币，23-27 年股本数分别为 17.80/17.80/17.78/17.78/17.78 亿股）

增持（维持）

当前价：2.00 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

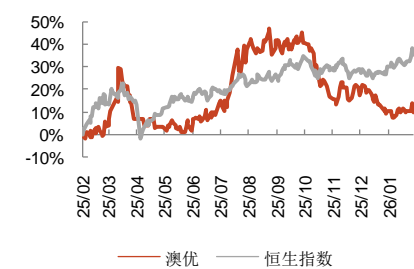
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	17.78
总市值(亿港元)	35.56
一年最低/最高(元)	1.73/2.82
近 3 月换手率(%)	0.35

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.78	-12.60	-25.65
绝对	-2.20	-7.14	9.81

资料来源：Wind

相关研报

收入利润持续改善，海外羊奶粉表现亮眼——澳优（1717.HK）2025 年中报业绩点评（2025-08-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,382	7,402	7,487	7,909	8,134
营业成本	-4,529	-4,295	-4,447	-4,680	-4,817
营业毛利	2,853	3,108	3,039	3,229	3,317
销售费用	-1,908	-2,077	-1,954	-2,064	-2,123
行政费用	-535	-550	-561	-593	-602
其他收益净额	13	53	10	8	8
应占联营公司溢利	-22	-18	-18	-18	-18
EBITDA	532	637	672	724	754
折旧及摊销	-251	-256	-270	-281	-294
EBIT	282	382	403	442	460
财务开支净额	-58	-52	-55	-60	-63
EBT	202	313	330	365	380
所得税	-33	-65	-82	-91	-87
净利润 (含少数股东损益)	169	247	247	274	293
净利润 (不含少数股东损益)	174	236	236	262	280
股本 (百万股)	1,780	1,780	1,778	1,778	1,778
EPS (元)	0.10	0.13	0.13	0.15	0.16

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	225	299	594	405	787
除税前溢利	202	313	330	365	380
折旧及摊销	251	256	270	281	294
营运资本变化	-454	15	56	-171	180
其他非现金调整	226	-284	-62	-70	-67
投资活动现金流	-741	-899	-406	-422	-440
资本性支出	-684	-386	-552	-574	-598
其他投资活动产生的现金	-57	-513	146	152	158
融资活动现金流	682	-274	-59	-58	-66
支付的股利和利息	-98	-81	-99	-99	-109
借款变动	-82	-26	-12	-12	-12
其他融资活动产生的现金	863	-167	52	53	55
净现金流	166	-873	129	-75	281

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产:	5,081	4,398	4,525	4,760	4,907
现金及现金等价物	2,038	1,215	1,344	1,269	1,550
存货	2,089	1,930	1,969	2,134	2,089
应收款项及票据	591	690	664	766	705
预付款项、按金及其它应收	256	263	249	292	265
已质押存款	6	9	8	8	7
其他流动资产	101	291	291	291	291
非流动资产:	4,953	5,264	5,450	5,644	5,846
固定资产/PP&E	3,140	3,266	3,416	3,574	3,739
无形资产	701	869	858	844	826
权益性投资	319	127	139	153	168
土地使用权	273	317	313	310	306
递延税项资产	366	365	401	442	486
其他非流动资产	155	321	321	321	321
总资产	10,034	9,662	9,975	10,403	10,753
流动负债:	4,090	3,626	3,790	4,043	4,209
应付款项及票据	517	534	523	589	556
短期借贷	2,378	2,138	2,245	2,357	2,475
其他应付款项及应计费用	716	661	727	800	880
应付税项	11	35	37	38	40
非流动负债:	194	252	252	252	252
其他非流动负债	194	252	252	252	252
经营性负债合计	4,285	3,879	4,043	4,296	4,462
股本	154	154	154	154	154
储备	5,539	5,567	5,705	5,868	6,039
股东权益合计(不含少数股	5,693	5,722	5,859	6,022	6,193
少数股东权益	56	62	73	85	98
股东权益合计(含少数股	5,749	5,783	5,932	6,108	6,291
负债及股东权益总计	10,034	9,662	9,975	10,403	10,753

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼