

# 预计国内继续承压，海外扛增长大旗

## 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):	1.96	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

据国家统计局显示，25年出生人口为792万，同比-17%，出生率为5.63%。随着出生人口下降的影响逐渐显现，行业将继续面临较为激烈的竞争，据各公司财报奶粉显示，25年上半年，国产奶粉除了伊利（含澳优）、合生元、蒙牛实现增长以外，其余企业均有不同程度下滑。

### 分析判断:

#### 国内奶粉挑战仍在持续，海外奶粉引领增长

**国内:** 受24年新生儿红利滞后效应消退影响，25年上半年国内奶粉行业还在快速回暖，而下半年再现疲态，据尼尔森IQ显示，婴配粉全渠道销售额在25年1-8月同比增长的情况下，1-11月同比持平；同时，据公司公告显示，25Q2公司奶粉业务因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。我们预计，25年全年公司国内羊奶粉与牛奶粉业务均有倒退，营利不及预期，但是26年有望改善，国内渠道“轻装上阵”。

**海外:** 据中报显示，25年上半年，佳贝艾特在海外市场录得收入同比+65.7%，主要得益于中东、北美及独联体三大核心市场的战略性突破，各市场在渠道拓展、产品创新、品牌建设方面均取得显著进展。公司对市场及未来发展依旧充满信心，计划继续开拓中东市场，并持续拓展美国沃尔玛等线下渠道，来勾勒清晰的增长蓝图，构建多元增长引擎。

#### 婴配粉双线报捷，锦旗生物引领国产益生菌新高度

牛奶粉海普诺凯连续三年蝉联艾媒咨询“营养奶粉全国销量第一，并获得“开创者”与“销量第一”双认证。根据《2025全面营养奶粉白皮书》，其品牌在消费者和渠道中均占据“全面营养”的显著心智份额，并在行业周期调整的背景下，25年上半年在权重渠道业绩实现逆势高增；羊奶粉佳贝艾特凭借双IP创新传播与行业首份《喂养趋势报告》等举措，荣获小红书25年“年度IP创新品牌”，有效引领了羊奶品类破圈。2月5日，国家卫健委批准长双歧杆菌婴儿亚种YLGB-1496列入婴幼儿食品可用菌种名单，这是锦旗生物继21年MP108菌株后获批的第二株国家级婴幼儿专用益生菌，是拥有两株“国字号”菌株的“双冠王”。此次获批标志着企业核心技术实力获得权威背书，也是澳优与伊利协同推动“中国菌”产业化的重要里程碑。

在“牛羊并举”与“全家营养健康”战略引领下，公司已构建覆盖生命全阶段的营养产品体系。面对行业挑战，公司将持续以消费者为中心，稳固基本盘并拓展增长曲线，通过科研创新向“全球最受信赖的配方奶粉和营养健康公司”的愿景迈进。

### 投资建议

展望未来，面对国内出生率下滑、市场渠道调整及部分低毛利新业务扩张（如羊奶酪），对整体盈利带来阶段性压制等因素影响，我们下调盈利预测，25-27年收入由78.3/82.4/86.2亿元下调至74.9/79.0/82.6亿元；25-27年归母净利润由3.0/3.6/4.3亿元下调至2.4/2.7/3.2亿元；25-27年EPS由0.17/0.20/0.24元下调至0.13/0.15/0.18元。2026年2月9日收盘价HKD 1.96对应P/E分别为14/12/10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	7486.72	7899.28	8255.55
YoY (%)	-5.30%	0.28%	1.14%	5.51%	4.51%
归母净利润(百万元)	174.39	235.98	236.72	268.75	317.08
YoY (%)	-19.46%	35.32%	0.31%	13.53%	17.98%
毛利率 (%)	38.64%	41.98%	41.66%	42.12%	42.31%
每股收益 (元)	0.10	0.13	0.13	0.15	0.18
ROE (%)	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05
市盈率	24.84	13.02	13.59	11.97	10.15

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

分析师: 李嘉瑞

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

邮箱: lijr1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

SAC NO: S1120525120001

联系电话:

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	7486.72	7899.28	8255.55	净利润	235.98	236.72	268.75	317.08
YoY (%)	0.22%	1.14%	5.51%	4.51%	折旧和摊销	281.10	204.09	214.39	229.67
营业成本	4294.53	4368.00	4571.96	4762.76	营运资金变动	-341.50	463.20	77.19	-24.13
营业税金及附加					经营活动现金流	299.37	885.33	549.71	571.31
销售费用	2077.25	2118.74	2251.29	2311.56	资本开支	-385.69	-350.00	-350.00	-250.00
管理费用	550.05	583.96	592.45	619.17	投资	-381.11	-50.00	-50.00	0.00
财务费用	51.64	31.32	39.38	48.69	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	288.74	347.71	421.73	筹资活动现金流	-273.59	-131.32	-239.38	-248.69
营业外收支					现金净流量	-822.90	453.41	-39.67	72.62
利润总额	312.52	307.43	358.33	373.04	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	65.32	70.71	89.58	55.96	<b>成长能力</b>				
净利润	247.19	236.72	268.75	317.08	营业收入增长率	0.28%	1.14%	5.51%	4.51%
归属于母公司净利润	235.98	236.72	268.75	317.08	净利润增长率	35.32%	0.31%	13.53%	17.98%
YoY (%)	35.32%	0.31%	13.53%	17.98%	<b>盈利能力</b>				
每股收益(元)	0.13	0.13	0.15	0.18	毛利率	41.98%	41.66%	42.12%	42.31%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	净利率率	3.19%	3.16%	3.40%	3.84%
货币资金	1214.70	1668.12	1628.44	1701.06	总资产收益率 ROA	2.44%	2.41%	2.71%	3.17%
预付款项					净资产收益率 ROE	4.12%	3.97%	4.32%	4.85%
存货	1930.25	1759.33	1714.49	1719.89	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	38.28	7.49	7.90	8.26	流动比率	1.21	1.24	1.28	1.40
流动资产合计	4397.94	4418.94	4302.21	4383.01	速动比率	0.67	0.75	0.77	0.85
长期股权投资	126.58	176.58	226.58	226.58	现金比率	0.33	0.47	0.49	0.54
固定资产	3265.69	3406.55	3540.38	3562.51	资产负债率	40.14%	38.77%	36.48%	33.95%
无形资产	959.04	964.08	965.88	964.08	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	5264.21	5412.56	5598.17	5618.51	总资产周转率	0.75	0.77	0.80	0.83
资产合计	9662.15	9831.50	9900.39	10001.52	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	2137.72	2037.72	1837.72	1637.72	每股收益	0.13	0.13	0.15	0.18
应付账款及票据	533.95	546.00	571.50	595.35	每股净资产	3.22	3.35	3.50	3.68
其他流动负债	834.60	898.41	868.92	825.56	每股经营现金流	0.17	0.50	0.31	0.32
流动负债合计	3626.20	3556.99	3357.12	3141.17	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	252.47	254.31	254.31	254.31	PE	13.02	13.59	11.97	10.15
非流动负债合计	252.47	254.31	254.31	254.31	PB	0.54	0.54	0.52	0.49
负债合计	3878.67	3811.30	3611.44	3395.49					
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	6020.20	6288.95	6606.03					
负债和股东权益合计	9662.15	9831.50	9900.39	10001.52					

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。