

澳优 (01717.HK)

牛奶粉快速增长, 羊奶粉调整基本结束

Q1 业绩在高基数情况下取得双位数增长, 超预期。公司 Q1 实现营收 21.8 亿元, 同增 12.9%, 其中核心业务自有品牌奶粉营收 19.3 亿元, 同增 12.6%。在 2020 Q1 收入基数较高, 2021 婴配粉市场整体竞争加剧的情况下, 公司取得双位数增长, 表现超市场预期。Q1 公司实现归母净利润 3.3 亿元, 同比增长 22.9%, 撇去 20 年同期股权激励公允价值变动损益影响, 调整后净利润同比增长 11.0%。

海普诺凯逆势高增, 整体牛奶粉预计保持快速增长。公司牛奶粉 Q1 营收为 10.5 亿元, 同增 36.5%, 核心单品海普诺凯在婴配粉市场整体竞争加剧的情况下仍取得逆势高速增长, 销售额达 7.2 亿元, 同增 58.7%。同时能力多经过去年经营架构调整, 销售额亦恢复快速增长。预计海普诺凯今年将继续打造“1+3”产品组合, 加大品牌建设投入, 增加活动频次, 稳健开拓终端, 同时考虑到能力多、美纳多品牌协同发力, 我们预测公司牛奶粉 2021 年营收将维持高双位数增长。

羊奶粉调整基本结束, 全年有望恢复双位数增长。公司羊奶粉 Q1 营收为 8.7 亿元, 同降 7.1%, 降幅较 2020 Q4 (-12.8%) 收窄, 同时较 Q4 环比增长 15.3%, 呈改善趋势。国内/海外羊奶粉营收分别为 8.3/0.4 亿元, 同降 5.9%/27.2%。海外市场降幅较大主要受疫情影响, 但占比较低对总营收影响有限。国内营收环比 Q4 大幅增长 29.7%, 同比仍降主要由于去年经销商及消费者疫情期间囤货导致营收高基数。但可观察到公司在 Q3/Q4 对奶粉的渠道调整已见成效, 销售节奏已基本恢复, 渠道库存及销售情况已调整回正常水平。预计公司将继续夯实渠道, 通过召开经销商大会、调整销售模式及增强线上线下品牌营销的方式提振经销商信心, 同时预计公司明年两年或将推出更多高端新品, 丰富羊奶粉产品线。我们预期羊奶粉 2021 年营收将逐步恢复到双位数增长。公司私人品牌及其他奶粉业务/营养品分别实现营收 2.3/0.3 亿元, 同增 19.8%/-11.3%, 营养品业务下降较多主要由于公司逐步将部分 NC 产品生产转移至国内, 预计 Q2 能够进行生产, 同时公司已于 4 月 25 日获批一款自研婴幼儿益生菌菌株, 未来将加快 NC、爱益森益生菌的新品研发及国内销售渠道布局。

随销售转增和其他业务亏损收窄, 盈利能力逐步恢复。公司 Q1 毛利率为 51.1%, 若扣除其他奶粉业务亏损 0.21 亿元, 毛利率达 52.0%, 核心业务毛利率已同比恢复。其他奶粉业务亏损主要原因为海外市场受疫情影响, 羊乳清蛋白加工副产品羊奶粉及羊奶油售价下跌幅度较大, 但亏损幅度已较 Q4 持续收窄。公司销售/管理/财务费用率为 25.5%/8.0%/0.3%, 同比基本持平。公司调整后净利率环比恢复 2.1pct 至 15.2%。预计未来随核心业务占比提升, 非核心业务亏损收窄, 盈利能力有望持续提升。

投资建议: 由于公司羊奶粉业务尚在恢复, 我们下调公司 2021-2023 年营收预测为 91.5/104.9/119.5 亿元, 同比增长 14.6%/14.6%/13.9%, 归母净利润为 12.2/14.4/16.9 亿元, 同比增长 21.0%/18.2%/17.9%, 给予目标价 15.4 港元, 对应 18 倍 2021 年 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 羊奶粉市场竞争加剧风险、牛奶粉推广效果不及预期风险、食品安全风险、新生人口持续下降风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,736	7,986	9,150	10,489	11,948
增长率 yoy (%)	25.0	18.6	14.6	14.6	13.9
归母净利润 (百万元)	878	1,004	1,215	1,437	1,693
增长率 yoy (%)	38.3	14.3	21.0	18.2	17.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.51	0.59	0.71	0.84	0.99
净资产收益率 (%)	26.6	25.0	25.0	24.4	23.9
P/E (倍)	17.6	15.4	12.7	10.8	9.1
P/B (倍)	4.75	3.85	3.17	2.63	2.19

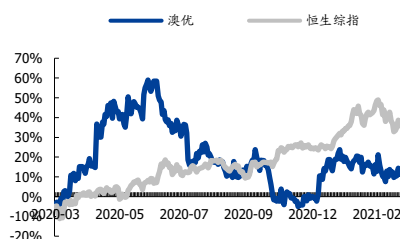
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 11 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
5月11日收盘价(港元)	10.86
总市值(百万港元)	18,636.25
总股本(百万股)	1,716.05
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	2.29

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

分析师 郑泽滨

执业证书编号: S0680519050004

邮箱: zhengzebin@gszq.com

研究助理 刘澜

邮箱: liulan@gszq.com

相关研究

- 《澳优 (01717.HK): 短期调整不改长期成长趋势, 牛奶粉明星品牌高速增长》2020-08-14
- 《澳优 (01717.HK): 迎难而上快速增长, Q1 盈利预增超预期》2020-04-28
- 《澳优 (01717.HK): 海普诺凯激励绑定, 消除业绩干扰项》2020-04-14



免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com