

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,渠道库存及销售机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、引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,同时预分公司今明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, 4 89	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

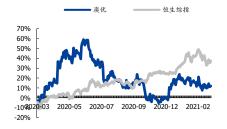
资料来源: 贝格数据,国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 11 日收盘价

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

- 1、《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
- 2、《澳优 (01717.HK): 迎疫而上快速增长, Q1 盈利预增超预期》 2020-04-28
- 3、《澳优 (01717.HK):海普诺凯激励绑定,消除业绩 干扰项》2020-04-14





财务报表和主要财务比率

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023
流动资产	4974	5363	6388	7391	8748	营业收入	6736	7986	9150	10489	1194
现金	2071	2070	2805	3216	4166	营业成本	3203	4004	4386	4917	5529
应收票据及应收账款	420	456	548	603	708	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	432	436	559	581	717	营业费用	1772	2067	2459	2864	3289
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	558	693	759	871	992
存货	2051	2401	2477	2991	3157	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	财务费用	33	29	13	6	-4
非流动资产	3369	3885	4110	4369	4612	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	272	581	670	765	838	其他收益	0	0	0	0	0
固定资产	1472	1840	2000	2188	2384	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	398	412	383	356	330	投资净收益	7	26	15	16	19
其他非流动资产	1228	1052	1058	1060	1060	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	8343	9248	10498	11760	13360	营业利润	1177	1219	1547	1847	2161
流动负债	3013	3393	3865	4175	4653	营业外收入	69	90	47	29	11
短期借款	420	559	588	602	538	营业外支出	139	89	111	122	105
应付票据及应付账款	338	409	444	498	557	利润总额	1107	1221	1483	1754	2067
其他流动负债	2255	2424	2833	3074	3559	所得税	228	221	268	317	374
非流动负债	1266	703	622	562	493	净利润	879	1000	1215	1437	1693
长期借款	784	527	463	397	321	少数股东损益	1	-4	0	0	0
其他非流动负债	482	176	159	165	173	归属母公司净利润	878	1004	1215	1437	1693
负债合计	4279	4096	4487	4737	5147	EBITDA	1128	1415	1620	1897	2215
少数股东权益	48	-19	-9	1	1	EPS (元)	0.51	0.59	0.71	0.84	0.99
股本	109	137	154	154	154	2.3 (74)	0.51	0.55	017 1	0.0 .	0.55
资本公积	1454	1454	1454	1454	1454	主要财务比率					
留存收益	1789	2576	3366	4300	5400	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023
归属母公司股东权益	4016	5171	6021	7022	8213	成长能力	2013A	2020A	2021L	2022L	2025
5. 债和股东权益	8343	9248	10498	11760	13360	营业收入(%)	25.0	18.6	14.6	14.6	13.9
贝顶和成示权量	0343	9246	10490	11700	13300	营业权八(76) 营业利润(%)	59.5	3.6	26.9	19.4	17.0
						归属于母公司净利润(%)	38.3	14.3	21.0	18.2	17.0
							30.3	14.5	21.0	10.2	17.9
						获利能力 5.51を10/2	F2 F	40.0	F2 1	F2 1	F2 7
加入山里古 /一一二						毛利率(%)	52.5	49.9	52.1	53.1	53.7
现金流量表(百万元		20205	20245	20225	20225	净利率(%)	13.0	12.6	13.3	13.7	14.2
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	26.6	25.0	25.0	24.4	23.9
经营活动现金流	971	1130	1389	1273	1966	ROIC(%)	18.5	19.5	19.9	20.1	20.5
净利润	879	1000	1215	1437	1693	偿债能力					
折旧摊销	122	135	138	154	173	资产负债率(%)	51.3	44.3	42.7	40.3	38.5
财务费用	33	29	13	6	-4	净负债比率(%)	-26.3	-24.6	-33.7	-35.5	-44.
投资损失	-7	-26	-15	-16	-19	流动比率	1.7	1.6	1.7	1.8	1.9
营运资金变动	-43	-148	37	-309	124	速动比率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
其他经营现金流	-14	140	-0	-0	-0	营运能力					
投资活动现金流	-445	-403	-348	-397	-396	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
资本支出	0	0	-153	-158	-162	应收账款周转率	17.4	18.2	18.2	18.2	18.2
长期投资	-10	-309	-88	-85	-73	应付账款周转率	10.3	10.7	10.3	10.4	10.5
其他投资现金流	-436	-93	-106	-154	-161	毎股指标 (元)					
筹资活动现金流	-254	-495	-347	-517	-525	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.59	0.71	0.84	0.99
短期借款	-239	139	-13	-38	29	每股经营现金流(最新摊薄)		0.50	0.81	0.74	1.15
长期借款	368	-257	-64	-66	-77	每股净资产(最新摊薄)	1.90	2.34	2.84	3.43	4.12
	3	9	5	0	0	估值比率					
普通股增加	3	,									

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

0

-275

693

0

-413

359

0

-478

1045

0

-387

183

877

-1263

225

P/E

P/B

EV/EBITDA

17.6

4.75

16.13

15.4

3.85

12.5

12.7

3.17

10.5

10.8

2.63

8.8

9.1

2.19

7.0

资本公积增加

现金净增加额

其他筹资现金流



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		买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市	股票评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
为基准;香港市场以摩根士丹利中国指数为基准,美股	行业评级	増持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。		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 上海

地址: 北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 地址: 上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编: 100032 邮编: 200120

传真: 010-57671718 电话: 021-38934111

邮箱: gsresearch@gszq.com 邮箱: gsresearch@gszq.com

南昌深圳

地址: 南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 地址: 深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编: 330038 邮编: 518033

传真: 0791-86281485 邮箱: gsresearch@gszq.com

邮箱: gsresearch@gszq.com