2021 年 01 月 20 日
公司研究●证券研究报告

澳优（01717.HK）

公司快报

羊奶粉库存调整接近尾声 基本面最低点即将过去

事件：结合近期动态跟踪情况及此前公布的三季报业绩，对公司基本面进行跟踪点评。2020 年前三季度公司实现营业收入 57.58 亿元，同比增长 22.8%，经调整归母净利润 7.92 亿元，同比增长 19.5%。其中，第三季度实现营业收入 18.98 亿元，同比增长 23.3%，经调整实现归母净利润 2.17 亿元，同比减少 4.5%。

投资要点

◆ **牛奶粉 1897 保持高速增长，羊奶粉增速放缓。**公司 2020 年前三季度收入实现稳定增长,利润端单三季度受一次性费用计提等因素影响，增速放缓。具体分产品看，Q1-3 自家牛奶粉/自家羊奶粉/私人品牌及其他/营养品分别实现营业收入 26.40/23.50/6.62/1.06 亿元，同比增长 24.8%/17.8%/33.7%/29.4%。三季度自家牛奶粉业务保持高增速，主要贡献来自于海普诺凯生物（含海普诺凯 1897、悠蓝等），其 Q1-3 实现收入 18.27 亿元，同比增长 67.1%。自家羊奶粉业务增速放缓，基本与去年同期持平，主要原因系受上半年窜货影响，Q2 经销商库存较大，公司为良性长远发展，采取主动控货手段持续去库存，导致前三季度收入增速放缓。

根据调研反馈，牛奶粉方面，预计四季度依旧保持较高增速。展望 21 年,有望保持高双位数增长： 21 年将主要聚焦建立高效敏捷的管理体系，从销售渠道推动逐步向品牌附能转化，继续进行超高端产品推广，扩大线上市场推广，新品聚焦四五线市场的开拓。羊奶粉方面，截止 12 月底终端内码产品占比稳步提升，终端动销环比恢复，渠道库存已恢复到 2 个月以内合理水平，同时公司对经销商进行合理更迭。预计四季度羊奶粉能够实现环比正增长，由于 19 年四季度基数较高，同比力争持平。

◆ **受羊奶粉去库存促销及羊奶油亏损影响，毛利率略有下滑。**公司 2020Q1-3 毛利率 51.03%，同比-1.43pcts。Q3 毛利率 48.18%，同比-4.88 pcts。毛利率下降主要受两方面影响：1）羊奶粉去库存促销及业务单元重组等一次性计提费用 3620 万元；2）生产羊乳清蛋白其伴生产品羊乳油和酪蛋白等产品亏损。产品端预计 Q3 羊奶粉毛利率下滑 1%，牛奶粉毛利率上升 0.6%，撇除短期因素扰动，公司整体毛利率保持稳定，伴随自家高端品牌收入占比的持续提升和羊奶粉收入增速恢复，公司未来综合毛利率有望提升。

◆ **羊奶粉库存调整接近尾声，基本面最低点即将过去。**2020 年上半年公司为实现长期良性发展，主动调整羊奶粉库存，伴随库存基本调整到位，公司竞争力会持续释放，预计 20 年全年营业收入 20%以上增速能够实现。展望 21 年，在国产奶粉市场占比持续提升背景下，公司作为国内羊奶粉第一品牌，坚持在细分和差异化中找到自己的发展道路，海普诺凯 1897 的加速成长带来结构升级，以及羊奶粉佳贝艾特恢复增长有望进一步兑现公司业绩，公司长期双轮驱动增长趋势不变。

◆ **投资建议：**根据羊奶粉收入增速情况，我们略调整盈利预测，预计公司 2020-2022

| III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2021-01-19)	12.80 元

交易数据

总市值（百万元）	21,965.38
流通市值（百万元）	21,965.38
总股本（百万股）	1,716.05
流通股本（百万股）	1,716.05
12 个月价格区间	9.34/17.78 元

一年股价表现

资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.3	-17.55	13.47
绝对收益	7.56	3.23	15.49

分析师 周蓉
SAC 执业证书编号：S0910520030001
zhourong@huajinsc.cn
分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

相关报告

澳优：Q3 羊奶粉库存调整基本完成 双轮驱动增长趋势不变 2020-11-13

澳优：短期渠道库存调整 长期增长趋势不变 2020-08-14

澳优：“牛羊”双驾车护航 开启高成长时代 2020-07-07

年分别实现收入 81.8/100.6/118.7 亿元，同比增长 21.3%/23.0%/18.0%。归母净利润 11.23/14.63/17.41 亿元，同比增长 27.8%/30.3%/19.0%。对应 EPS 分别为 0.65/0.85/1.01 元。2020-2022 年市盈率 16.4/12.6/10.6 倍，给予公司 21 年 PE20X 估值，维持公司“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**食品安全问题；下游需求下滑；行业竞争加剧；新业务推广不及预期；贸易摩擦和汇率问题、政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,404	6,744	8,180	10,059	11,871
YoY(%)	37.2	24.8	21.3	23.0	18.0
净利润(百万元)	635	878	1,123	1,463	1,741
YoY(%)	106.1	38.3	27.8	30.3	19.0
毛利率(%)	49.5	52.5	52.2	52.5	51.9
EPS(摊薄/元)	0.37	0.51	0.65	0.85	1.01
ROE(%)	19.0	21.6	21.7	22.0	20.8
P/E(倍)	29.0	20.9	16.4	12.6	10.6
P/B(倍)	5.7	4.6	3.6	2.8	2.2
净利率(%)	11.8	13.0	13.7	14.5	14.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4139	4974	7672	9026	10696
现金	1450	1675	3887	4320	5433
应收票据及应收账款	353	420	517	635	725
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1544	2051	2338	3020	3395
其他流动资产	792	828	930	1050	1144
非流动资产	2690	3369	3720	4554	5128
长期投资	262	479	704	930	1156
固定资产	1581	1472	1799	2227	2601
无形资产	381	398	430	468	496
其他非流动资产	467	1020	787	928	874
资产总计	6829	8343	11392	13580	15824
流动负债	2653	3013	3635	4374	4938
短期借款	659	420	420	420	420
应付票据及应付账款	284	338	444	511	632
其他流动负债	1711	2255	2771	3444	3886
非流动负债	**781**	**1266**	**2570**	**2554**	**2492**
长期借款	416	784	744	677	562
其他非流动负债	365	482	1825	1877	1931
负债合计	3434	4279	6204	6928	7430
少数股东权益	141	48	49	50	51
股本	137	140	140	140	140
资本公积	3116	3900	3900	3900	3900
留存收益	0	0	1124	2588	4329
归属母公司股东权益	3254	4016	5139	6602	8343
负债和股东权益	6829	8343	11392	13580	15824

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	532	971	1172	1342	1824
净利润	645	879	1124	1464	1742
折旧摊销	152	142	129	162	197
财务费用	30	33	-24	-63	-89
投资损失	-13	-7	-8	-9	-9
营运资金变动	-261	-270	-49	-211	-18
其他经营现金流	-21	193	0	0	0
投资活动现金流	228	-445	-472	-987	-762
筹资活动现金流	105	-254	1513	77	52

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	0.37	0.51	0.65	0.85	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.57	0.68	0.78	1.06
每股净资产(最新摊薄)	1.90	2.34	2.99	3.85	4.86

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5404	6744	8180	10059	11871
营业成本	2729	3203	3910	4773	5714
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	1444	1772	2127	2595	3063
管理费用	362	558	613	654	772
研发费用	100	132	151	171	154
财务费用	30	33	-24	-63	-89
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	7	8	9	9
营业利润	738	1177	1410	1938	2266
营业外收入	114	69	60	50	50
营业外支出	60	139	60	72	83
利润总额	792	1107	1410	1916	2233
所得税	147	228	286	452	491
税后利润	645	879	1124	1464	1742
少数股东损益	9	1	1	1	1
归属母公司净利润	635	878	1123	1463	1741
EBITDA	968	1173	1506	2004	2330

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	37.2	24.8	21.3	23.0	18.0
营业利润(%)	80.1	59.5	19.8	37.4	16.9
归属于母公司净利润(%)	106.1	38.3	27.8	30.3	19.0
获利能力					
毛利率(%)	49.5	52.5	52.2	52.5	51.9
净利率(%)	11.8	13.0	13.7	14.5	14.7
ROE(%)	19.0	21.6	21.7	22.0	20.8
ROIC(%)	14.4	16.1	13.4	14.5	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	50.3	51.3	54.5	51.0	47.0
流动比率	1.6	1.7	2.1	2.1	2.2
速动比率	0.8	0.8	1.4	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	18.7	17.5	17.5	17.5	17.5
应付账款周转率	9.8	10.3	10.0	10.0	10.0
估值比率					
P/E	29.0	20.9	16.4	12.6	10.6
P/B	5.7	4.6	3.6	2.8	2.2
EV/EBITDA	19.0	15.6	11.7	8.6	6.9

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn