

2020年12月20日

基本面低点即将过去

澳优(1717.HK)

评级:	买入	股票代码:	1717
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	17.78/9.32
目标价格:		总市值(亿)	204.15
最新收盘价:	11.9	自由流通市值(亿)	204.15
		自由流通股数(百万)	1,715.52

事件概述

我们结合公司三季度业绩和近期跟踪情况，对公司基本面进行更新。其中，前三季公司收入 57.6 亿元，同比+22.8%，调整后归母净利 7.92 亿元，同比+19.5%。Q3 收入 19 亿元，同比+23.3%，调整后归母净利 2.17 亿元，同比-4.5%。

分析判断:

► 羊奶粉调整至尾声

澳优佳贝艾特是羊奶粉头部品牌，自 2015 年起在进口羊奶粉中市占率保持 60%以上，2015-2019 年收入 CAGR+51.7%。进入 2020 年，疫情影响之下佳贝艾特遇到渠道窜货问题，收入增速放缓，2020 年前三季度同比+17.8%，其中 Q1/Q2/Q3 收入分别同比+37.3%/+12.9%/+2.7%。

渠道窜货的原因：短期因素是 Q1 疫情之下渠道囤货，由于二季度整体行业奶粉动销略放缓，羊奶粉也受此影响动销减弱，渠道出现窜货。羊奶粉是公司最核心品类，窜货问题将导致主力产品价格混乱，进而影响到未来铺货和动销，因此坚决不能容忍。为此公司采取治本而非治标方式，这一点与行业其他公司不同。

公司的应对包括：**第一，控制发货降低渠道库存。**Q2 末渠道库存水平最高，6 月以来公司控制发货消化渠道内存，Q3 收入低增，但我们判断四季度去库存效果显著，截止 11 月渠道库存恢复至正常水平。**第二，利用内码和系统加强货品流通监控能力。**公司 4 月开始生产的产品均带有内码，随着终端动销，预计年底在流通产品将大部分带内码，产品带内码可以实现工厂-经销商-门店完整路径追溯，有效防止窜货。此外，公司升级了内部管理系统，对门店进行星级分类，管理更加数据化、扁平化，资源投放也更加有效。技术工具和系统升级，使公司渠道管理能力更加夯实。**第三，经销商体系整理、推动经销商信心恢复。**公司对恶意窜货的经销商终止了合作、替换，这部分整体占比不大，同时公司对发展能力不匹配的经销商进行分拆，对原有经销商进行充分沟通、控制年底库存，**整个渠道调整工作将在 Q4 结束，面向明年，经销商轻装上阵，信心更足，预计明年羊奶粉业务将恢复正常增长。**

► 牛奶粉进入高速成长期

澳优牛奶粉包括多个品牌，以往是多事业部运作、内部赛马机制。通过多品牌、多层次市场渗透，公司自家牛奶粉业务整体保持快速成长，2015-2019 年收入 CAGR+47.7%。进入 2020 年，面对竞争激烈的牛奶粉市场，公司策略有所调整，重新梳理产品线，逐步集中做大单品、整合尾部品牌。4 月份开始调整重组能力多、美纳多事业部产品线，对牛奶粉整体板块有所拖累。牛奶粉业务前三季度收入同比+24.8%，其中 Q1/Q2/Q3 收入分别同比+36.2%/+16.5%/+25.5%。

事业部重组使 1H20 能力多事业部、美纳多收入同比下降。事业部重组主要发生在 Q2，Q3 重组结束，两个事业部收入实现双位数增长，其中能力多面临部分货品缺货。美纳多团队复活。重组完成后，能力多事业部定位于荷兰奶源、美纳多定位于澳新产品。

海普诺凯是牛奶粉的主力事业部，前三季度收入占牛奶粉板块 69%，收入同比+67%，是澳优集团过去两年增长最快的事业部。海普诺凯 1897 定位于荷兰进口超高端牛奶粉，我们判断目前渠道网点数仅约 1.5 万家，未来仍有较大拓展空间。受益于消费升级，以及事业部团队对超高端品牌运作更加成熟，预计海普诺凯将保持高速增长态势。

► **利润率下降主要是一次性因素影响**

前三季公司净利率 12.4%，同比-1pct，主要受 Q3 一次性费用确认影响。其中包括①Q3 事业部重组产生 3620 万元损失，主要是销售人员调整、清理库存产生，这部分费用在 Q4 将不再产生。②Q3 贸易产生 3900 万损失，主要是公司为了配合羊奶粉长期发展需求，在今年投资设备、加大原羊奶采购提取羊乳清，副产品羊奶油、酪蛋白 Q3 在现货市场上出售价格较低，产生贸易损失。公司计划通过提前签订合同等方式减少贸易损失，预计 Q4 仍会有小部分损失。整体而言，随着羊奶粉、牛奶粉调整完毕，预计公司将恢复至产品结构升级驱动的净利率平稳提升趋势中。

投资建议

澳优羊奶粉调整已经来到尾声阶段，牛奶粉的调整自 Q3 已基本到位。展望明年，渠道轻装上阵、信心充足，预计明年 Q1 将迎来开门红。中长期视角，整个集团经历贯穿 2020 全年的组织架构和渠道调整，各事业部形成更加清晰的 1+N 品牌矩阵，资源投入将更加聚焦高效；系统、渠道等基础能力更加夯实，保障公司行稳致远。我们判断当前是公司基本面和估值低点，维持盈利预测不变，目前股价对应明年 P/E 仅 10 倍，维持买入评级。

风险提示

新生儿人口数量持续下降的风险；食品安全风险；消费者需求转变风险；行业内竞争激烈带来的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5404	6744	8282	10131	12219
YoY (%)	37.18%	24.80%	22.80%	22.32%	20.61%
归母净利润(百万元)	635	878	1242	1652	2046
YoY (%)	106.11%	38.31%	41.34%	32.96%	23.90%
毛利率 (%)	49.37%	52.45%	54.22%	55.24%	55.78%
每股收益 (元)	0.47	0.55	0.72	0.96	1.19
ROE	19.52%	21.87%	23.76%	24.16%	23.18%
市盈率	-	-	13.87	10.44	8.42

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：寇星

联系人：刘来珍

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

邮箱：liulz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：010-59775343

联系电话：021-50380388

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,744	8,282	10,131	12,219	净利润	878	1,242	1,651	2,045
YoY (%)	24.80%	22.80%	22.32%	20.61%	折旧和摊销	178	210	236	264
营业成本	3,203	3,791	4,535	5,403	营运资金变动	-264	-239	-281	-367
营业税金及附加					经营活动现金流	971	1,219	1,613	1,949
销售费用	1,772	2,236	2,685	3,238	资本开支	-297	-11	-11	-11
管理费用	558	696	841	1,014	投资	-208	131	0	0
财务费用	6	6	6	6	投资活动现金流	-445	120	-11	-11
资产减值损失					股权募资	11	0	0	0
投资收益	7	0	0	0	债务募资	128	0	0	0
营业利润	1,073	1,559	2,071	2,564	筹资活动现金流	-254	-37	-46	-57
营业外收支	34	0	0	0	现金净流量	225	1,302	1,556	1,881
利润总额	1,107	1,553	2,065	2,558	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	228	311	413	512	成长能力				
净利润	879	1,242	1,652	2,046	营业收入增长率	24.80%	22.80%	22.32%	20.61%
归属于母公司净利润	878	1,242	1,651	2,045	净利润增长率	38.31%	41.34%	32.96%	23.90%
YoY (%)	38.31%	41.34%	32.96%	23.90%	盈利能力				
每股收益	0.47	0.72	0.96	1.19	毛利率	52.45%	54.22%	55.24%	55.78%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利润率	13.03%	15.00%	16.30%	16.75%
货币资金	1,675	2,977	4,533	6,413	总资产收益率 ROA	10.53%	12.95%	14.58%	15.34%
预付款项					净资产收益率 ROE	21.87%	23.75%	24.14%	23.16%
存货	2,051	2,179	2,374	2,573	偿债能力				
其他流动资产	396	394	391	386	流动比率	1.65	2.15	2.68	3.38
流动资产合计	4,974	6,550	8,511	10,775	速动比率	0.84	1.31	1.81	2.45
长期股权投资	137	6	6	6	现金比率	0.56	0.98	1.43	2.01
固定资产	1,378	1,109	814	492	资产负债率	51.29%	44.98%	39.19%	33.40%
无形资产	1,011	1,081	1,151	1,221	经营效率				
非流动资产合计	3,369	3,039	2,814	2,562	总资产周转率	0.81	0.86	0.89	0.92
资产合计	8,343	9,589	11,325	13,336	每股指标 (元)				
短期借款	420	420	420	420	每股收益	0.47	0.72	0.96	1.19
应付账款及票据	338	387	527	569	每股净资产	2.37	3.07	4.01	5.18
其他流动负债	1,996	1,984	1,969	1,948	每股经营现金流	0.57	0.71	0.94	1.14
流动负债合计	3,013	3,047	3,172	3,188	每股股利	0.22	0.22	0.29	0.36
长期借款	784	784	784	784	估值分析				
其他长期负债	482	482	482	482	PE	-	13.87	10.44	8.42
非流动负债合计	1,266	1,266	1,266	1,266	PB	-	3.27	2.50	1.94
负债合计	4,279	4,313	4,438	4,454					
股本	140	140	140	140					
少数股东权益	48	49	50	51					
股东权益合计	4,064	5,275	6,887	8,882					
负债和股东权益合计	8,343	9,589	11,325	13,336					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：华西证券食品饮料高级分析师，曾就职于产业营销咨询公司北京盛初，并服务于国内多家上市酒企；并曾就职于古井贡酒及负责相关业务工作，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

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。