

# 澳优 (01717)

证券研究报告

2019年11月19日

## 核心奶粉业务维持高增，营养品业务高管加盟有待发力

事件:

澳优发布 2019 年三季报。公司前三季度实现营业收入 46.88 亿元，同比增长 23.9%；归母净利润 6.25 亿元，同比增长 37.1%，调整后的归母净利润 6.63 亿元，同比增长 67.6%。单独 Q3 实现营收 15.40 亿元，同比增长 28.3%。

点评:

**1. 核心奶粉业务维持高增，羊奶粉持续发力，牛奶粉多品牌合力并进。**澳优 Q3 实现毛利率 52.0%，同比增长 4.6pct，主要在于高毛利率的核心业务占比日益改善。佳贝艾特目前已经成长为全球羊奶第一品牌，连续 5 年稳居中国婴幼儿配方羊奶粉进口量榜首。2019 年前三季度，佳贝艾特羊奶粉销售收入为人民币 19.96 亿元，同比增长 40.3%，Q3 环比有所回落。公司自有品牌配方牛奶粉销售收入为人民币 21.15 亿元，同比增长 30.6%，与中期 20.9% 的增速相比有较大提升，主要受配方审批通过和新产品推出带动影响，且荷兰的两座新工厂投产后产能改善，牛奶粉逐步于 Q3 恢复增长动力。

**2. 公司营运效率稳步提升，费用率下降保障公司利润端增长。**Q3 销售费用率为 26.55%，环比有所降低，我们认为主要是由于公司持续深化全球供应链布局，铁路占比逐渐提高，空运费用有节省初见成效。公司三季报净利润环比有较大变化，主要是因为公司计提金融衍生工具公允价值变动收益约 1.4 亿元，但会计调整对于公司的现金流量和经营状况无不利影响。若撇除这一影响，Q3 公司实现归母净利润 2.25 亿元，同比增长约 75%。

**3. 高管刘学聪加入，稳步推进特殊医学食品布局。**营养品类营收前三季度下滑 15.5% 不及预期，主要是受苏芙拉的厂商调整和产品供应等因素影响，但是我们仍然看好其前景。为促进公司特殊营养品事业的发展，前中国营养保健食品协会秘书长刘学聪近期正式加入澳优，任中国区副总裁、特殊营养品事业总经理，负责澳优特殊营养品、益生菌业务。公司按照黄金十年的战略在稳步推进特殊医学食品的布局，目的仍旧是从婴幼儿配方奶粉出发，成为全年龄、全生命周期的营养品以及营养服务公司，是公司扩张全球战略版图以及延伸产品线的重要部分，可进一步增强澳优在营养品领域的研发实力以及上游供应能力。

**盈利预测:** 预计公司 19-21 年营业收入分别为 70.0、93.0、121.0 亿元，同比增长 30%、33%、30%，19-21 年调整后净利润分别为 9.2、12.8、16.6 亿元，同比增长 58%、39%、30%，19-21 年调整后 EPS 分别为 0.58、0.80、1.04 元，考虑当前 1 港币兑 0.9 人民币的汇率和公司市值，公司对应 19-21 年 PE 分别为 17.4、12.5、9.7 倍，给予公司 20 年 23 倍估值，目标价 20.30 港币，给予买入评级。

**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以及政策风险

### 投资评级

行业	必需性消费/食品饮料
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.52 港元
目标价格	20.3 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	1,612.11
港股总市值(百万港元)	16,959.36
每股净资产(港元)	2.15
资产负债率(%)	53.98
一年内最高/最低(港元)	16.68/7.65

### 作者

刘鹏	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
郑蔚宇	联系人
zhengweiyu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

1 《澳优-公司深度研究: 优质团队掌舵, 嫁接全球资源, 成长加速》2019-10-30

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com