长城证券 GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 07 月 10 日

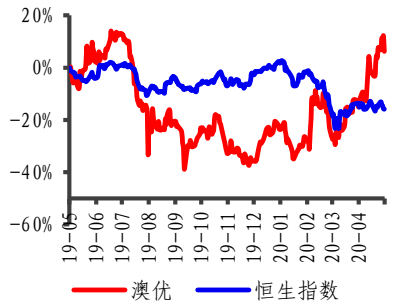
市场数据

目前股价（港元）	15.08
总市值（亿港元）	244
流通市值（亿港元）	244
总股本（百万股）	1615
流通股本（百万股）	1615
12 个月最高/最低	16.68 /8.69

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002
☎ 021-31829686
✉ liupeng@cgws.com
分析师：黄瑞云 S1070518070002
☎ 010-88366060-8862
✉ huangruiyun@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

《业绩超预期验证，多种产品组合优势尽显，益生菌值得期待》2020-02-27

《回购股权，加强激励，奶粉业务有望维持高增长》2020-04-15

《Q1 核心业务延续高增长，期待战略兑现下的超预期》2020-05-17

品牌形象持续升级，稳步推进营养品

——澳优（1717.HK ）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5390	6736	8434	10432	12759
(+/-%)	37.3%	25.0%	25.2%	23.7%	22.3%
净利润	635	878	1257	1636	2086
(+/-%)	106.1%	38.3%	43.1%	30.2%	27.6%
摊薄 EPS	0.47	0.54	0.78	1.01	1.29
PE	29	25	17	13	11

资料来源：长城证券研究所 *注：币值为人民币*

核心观点

- **线上线下拓展有效，Q2 有望维持高增长。**近年来，消费者更广泛认识到羊奶粉更易吸收、更接近母乳的特点，羊奶粉市场规模迅速扩张，成为乳制品的“蓝海”市场。根据中国母婴研究院数据显示，1H19 婴幼儿奶粉线上销售额下降 7.7%，但羊奶粉却同增 24.8%。根据不完全统计，国内已有近 20 家乳企取得羊奶婴幼儿配方奶粉生产资格，品牌数量突破 200 个，而澳优的佳贝艾特（19 年为 28.6 亿元）稳居行业第一，今年一季度澳优的羊奶粉业务依然保持强劲增长。疫情期间公司大力拓展线上渠道，随着线下门店逐步恢复经营，预计 Q2 收入奶粉业务有望继续维持远高于行业的增速。

- **打造高端奶粉品牌，产品结构升级，助力盈利能力持续提升。**根据艾瑞咨询报告，中国年轻育儿家庭用户在选购婴幼儿奶粉时，更加注重成分/配方的同时，也很关注品牌，因此头部奶粉企业不断提升品牌影响力。佳贝艾特和海普诺凯 1897 是公司重点打造的高端品牌，不断提升品牌力，同时赋能渠道，助力业绩提升。**1）佳贝艾特：**今年植入《安家》、《我是余欢水》、《清平乐》、《乘风破浪的姐姐》等热剧综艺，5 月携手粉象生活，树立线上+线下更牢固的“羊奶粉好吸收，成长乐无忧”品牌形象；**2）海普诺凯 1897：**该品牌的消费主力在三四线城市，公司通过梳理线下门店、增加广告曝光率，目前一二线城市收入占比逐步提升至 20%+；今年 3 月份签约郎朗作为全球代言人，品牌知名度持续提升。此外，公司充分利用社交媒体影响力，为旗下佳贝艾特、海普诺凯 1897、能立多、Nutrilon Care、美纳多、悠蓝、纽莱可等品牌建立微信官方平台，推广产品及营销活动的同时，并有专业的营养师参与，为顾客提供问题反馈等服务。随着公司品牌效应显现，产品结构升级带动毛利率提升，从而盈利能力不断改善，有望持续享受估值溢价。

- **稳步拓展营养保健品业务，布局大健康产业。**公司在充分抓好奶粉主业，保证核心业务高速增长的基础上，稳步推荐营养保健品业务。一方面，公司推出关爱肠胃计划，其中明星产品——养胃粉及苏芙拉收入在 18 年突

破亿元；公司旗下的 NC 养胃粉是澳洲唯一经临床认证的肠胃营养品，19 年 10 月于澳洲举行 NC 养胃粉及 NC 新品发布会，不断扩大产品影响力。另一方面，进入优秀的益生菌赛道，有望弯道超车。根据 Euromonitor，2017 年我国益生菌行业规模为 460 亿元，预计 2022 年增长至 896 亿元，CAGR 为 18%，成长潜力较大，且国内竞争格局较好。19 年 6 月澳优投资亚洲功能性益生菌研究、生产与应用的领先企业——台湾丰华，打通益生菌上游产业链；7 月益生菌产品——爱益森正式发布，有“小粉盒”、“小黄盒”、“小蓝盒”3 款，该产品由佳贝艾特团队运营，在线上、线下母婴渠道均有铺货。益生菌产品有望实现放量。益生菌毛利率较高（其中合生元益生菌的毛利率在 70%左右），有助于提升澳优的盈利能力。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 20-22 年营业收入分别为 84、104、128 亿元人民币，同比增长 25%、24%、22%，考虑到公司对上游奶源把控能力提升、供应链不断经营，叠加产品结构优化与规模效应，毛利率有望提升，费用率大概率稳中下降，预计 20-22 年净利润分别为 12.6、16.4、20.9 亿元人民币，同比增长 43%、30%、28%，对应的 EPS 分别为 0.78、1.01、1.29 元人民币。考虑到公司基本面持续改善得到验证，市场对公司优秀的管理机制更加认可，有望享受估值溢价，维持“推荐”评级。

- **风险提示:**铺货率提升缓慢，原料价格上涨，新品销售不及预期，国际贸易摩擦增加，食品安全问题。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5389.57	6736.15	8433.66	10432.44	12758.87
营业成本	2728.93	3202.84	3989.12	4882.38	5869.08
销售费用	1444.24	1771.83	2167.45	2608.11	3279.03
管理费用	361.76	558.29	573.49	678.11	803.81
研发费用	100.09	0.00	118.07	93.89	114.83
财务费用	29.75	33.33	15.71	14.97	-7.80
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.71	6.80	8.09	9.05	9.16
营业利润	737.51	1176.66	1577.91	2164.03	2709.08
营业外收支	54.49	-69.48	-0.20	-21.74	-32.56
利润总额	791.99	1107.18	1577.71	2142.29	2676.52
所得税	147.44	228.29	320.27	505.58	588.83
少数股东损益	9.45	0.51	0.73	0.95	1.21
净利润	635.10	878.39	1256.70	1635.76	2086.47
资产负债表					（百万）
流动资产	4138.55	4974.21	5849.52	7057.53	8666.22
货币资金	1449.86	1674.54	2183.60	3291.81	4471.47
应收票据及应收账款合计	352.62	419.92	419.92	419.92	419.92
其他应收款	363.96	432.27	564.61	668.53	839.60
存货	427.79	396.15	630.06	625.94	883.89
非流动资产	2690.45	3463.55	3222.83	3662.96	4126.40
固定资产	1580.52	1377.60	1676.15	2017.93	2393.31
资产总计	6829.01	8343.19	9072.35	10720.49	12792.62
流动负债	2653.16	3012.95	3020.34	3040.41	3040.07
短期借款	659.04	419.79	419.79	419.79	419.79
应付款项	283.58	337.94	310.76	324.35	317.56
非流动负债	659.04	2638.26	2633.00	2624.36	2609.14
长期借款	137.49	215.72	210.46	201.82	186.60
负债合计	3434.46	4279.29	5653.34	5664.77	5649.21
股东权益	3394.55	4063.91	5321.33	6958.04	9045.73
股本	3394.55	4063.91	3394.55	3394.55	3394.55
留存收益	0.00	0.00	1257.43	2894.14	4981.83
少数股东权益	140.81	48.25	48.98	49.93	51.14
负债和权益总计	6829.01	8343.19	9072.35	10720.49	12792.62
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	-6.34	888.04	1104.57	1847.70	1993.54
其中营运资本减少	282.66	-11.09	-393.43	-86.21	-435.82
投资活动现金流	0.00	-70.95	-609.11	-722.37	-812.90
其中资本支出	0.00	-154.16	367.89	422.81	446.01
融资活动现金流	0.00	1641.71	13.60	-17.13	-0.97
净现金总变化	-66.50	2458.80	509.06	1108.21	1179.67

主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长	37.3%	25.0%	25.2%	23.7%	22.3%
营业成本增长	22.0%	17.4%	24.5%	22.4%	20.2%
营业利润增长	80.1%	59.5%	34.1%	37.1%	25.2%
利润总额增长	80.6%	39.8%	42.5%	35.8%	24.9%
净利润增长	106.1%	38.3%	43.1%	30.2%	27.6%
盈利能力					
毛利率	49.4%	52.5%	52.7%	53.2%	54.0%
销售净利率	12.0%	13.0%	14.9%	15.7%	16.4%
ROE	19.0%	21.6%	23.6%	23.5%	23.1%
ROIC	24.7%	18.6%	23.2%	27.6%	30.4%
营运效率					
销售费用/营业收入	26.8%	26.3%	25.7%	25.0%	25.7%
管理费用/营业收入	6.7%	8.3%	6.8%	6.5%	6.3%
研发费用/营业收入	1.9%	0.0%	1.4%	0.9%	0.9%
财务费用/营业收入	0.6%	0.5%	0.2%	0.1%	-0.1%
投资收益/营业利润	1.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
所得税/利润总额	18.6%	20.6%	20.3%	23.6%	22.0%
应收账款周转率	18.65	17.44	17.44	17.44	17.44
存货周转率	3.91	7.77	7.77	7.77	7.77
流动资产周转率	1.47	1.48	1.56	1.62	1.62
总资产周转率	0.87	0.89	0.97	1.05	1.09
偿债能力					
资产负债率	50.3%	51.3%	62.3%	52.8%	44.2%
流动比率	1.56	1.65	1.94	2.32	2.85
速动比率	0.82	0.84	1.05	1.44	1.89
每股指标（元）					
EPS	0.47	0.54	0.78	1.01	1.29
每股净资产	2.42	2.49	3.27	4.28	5.57
每股经营现金流	0.97	0.55	0.68	1.15	1.24
每股经营现金/EPS	2.06	1.01	0.88	1.13	0.96

估值	2018A	2019	2020E	2021E	2022E
PE	29	25	17	13	11
PEG	0.06	0.45	0.32	0.37	0.31
PB	5.63	5.47	4.17	3.18	2.44
EV/EBITDA	50.81	43.16	25.78	18.77	14.78
EV/SALES	8.53	7.03	5.56	4.38	3.49
EV/IC	10.60	6.99	5.81	4.72	3.78
ROIC/WACC	2.95	2.22	2.67	3.05	3.26
REP	3.60	3.14	2.18	1.55	1.16

注：币值为人民币

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033　传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044　传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126　传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES