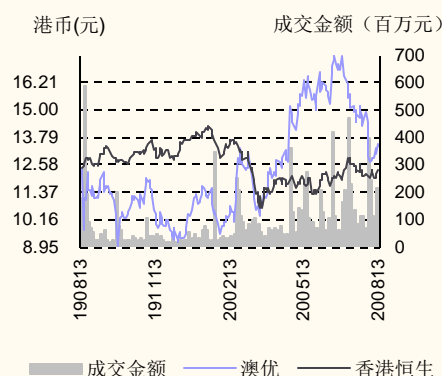


## 市场数据(港币)

收盘价(元)	13.380
流通港股(百万股)	1,615.42
总市值(百万元)	21,614.32
年内股价最高最低(元)	17.400/8.950
香港恒生指数	25230.67



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-17.10	24.58	7.90
相对香港恒生	-21.44	33.59	8.10

## 相关报告

- 《核心逻辑不改，放慢脚步是为了更长远的发展-澳优业绩点评》，2020.8.2
- 《牛羊奶粉继续高增，公司市占率有望持续提升-澳优一季报点评》，2020.5.13
- 《疫情下业绩超预期，核心牛羊奶粉持续发力-澳优一季报预告点评》，2020.4.28
- 《团队激励进一步落实，提前发放消除市场担忧-澳优事件点评》，2020.4.10
- 《19年完美收官，20年有望持续向上-澳优年报点评》，2020.3.18

汪玲 分析师 SAC执业编号：S1130520070001  
wang\_ling@gjzq.com.cn

贾淑靖 联系人：  
jiashujing@gjzq.com.cn

## 夯实根基，笃定前行，力争长远

## 公司基本情况(单位：人民币)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额(百万)	6736	8166	9943	11983
同比增长	25.0%	21.2%	21.8%	20.5%
母公司股东溢利(百万)	878	1203	1562	1978
同比增长	38.3%	37.0%	29.8%	26.6%
毛利率	52.5%	54.4%	55.3%	55.9%
净利润率	13.0%	14.7%	15.7%	16.5%
每股收益	0.55	0.70	0.91	1.16
市盈率(倍)	21	17	13	10

来源：公司年报、国金证券研究所注：货币单位是人民币

## 业绩简述

- 澳优于8月13日发布中期业绩，报告期内实现营业收入38.6亿元，同比+22.6%；实现归母净利润4.1亿元，同比+56.9%；实现调整后净利润5.7亿元，同比+32.1%。其中Q2实现营业收入19.3亿元(+18.3%)；实现归母净利润1.4亿元(+27.8%)；实现调整后净利润2.8亿元(+15.1%)。

## 业绩点评

- 自家品牌牛、羊奶粉Q2增速均有所放缓，主要受公司主动调整所致。1) 牛奶粉上半年营收17.55亿元，同比+24.5%，对应Q2增速为+16.5%。其中海普诺凯上半年仍实现了较高的增长，收入同比+66.4%，而能立多、美纳多事业部于2020年5月份进行了组织架构的整合和梳理，合计收入同比下降约16%，这对Q2牛奶粉增速造成了一定的拖累影响。2) 羊奶粉上半年实现营收16.56亿元，同比+25.5%，对应Q2增速为+12.9%，低于牛奶粉增速。渠道反馈佳贝艾特Q2库存略偏高(尤其是4、5月份)，公司针对这一现象进行了主动控货，因此Q2羊奶粉收入增速受到一定的影响。为了提升羊奶粉门店的客流量以及单店销售，公司团队通过线上线下多维度开展活动，我们预计佳贝艾特未来有望实现更为稳健的发展。
- 牛羊奶粉毛利率同比均有提升，叠加费用控制良好，利润端有较好体现。上半年澳优实现毛利率52.4%，同比+0.3pct，其中牛奶粉毛利率+0.4pct，主要在于高端的海普诺凯占比有所提升；羊奶粉毛利率+2.0pct，主要在于Q2出厂价有所提升；其他业务毛利率同比下降较多，主要在于奶油、大包粉等贸易价格同比有所下跌，对整体毛利率有些拖累。上半年销售费用率实现25.5%，同比-1.9pct，主要在于上半年线下活动数量大幅减少；管理费用率实现8.3%，同比+0.5pct，主要在于研发支出同比增长72.8%。上半年利润端仍有较好的表现，经调整后净利率同比+1.1pct至14.9%。
- 笃定前行，力争长远。公司Q2增速虽较Q1明显放缓，但主要在于公司进行了主动调整，夯实业务根基，以期实现更为长远的良性发展。我们预计此次控货可能将会持续一段时间，渠道调研反馈目前7、8月份仍存在一定的控货，预计后续将会逐渐恢复(预计9月份实现完全恢复)，我们认为三、四季度业绩将呈现出环比改善的趋势。长期来看，公司核心逻辑不受影响，我们坚定看好公司长期基本面向上，当前重点推荐。

## 盈利预测

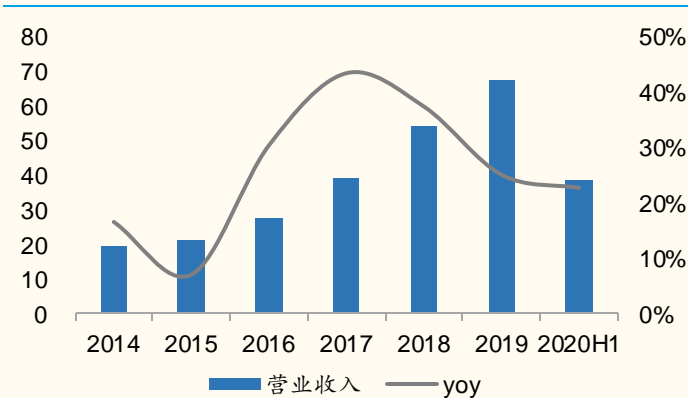
- 我们维持此前盈利预测，预计公司20-22年归母净利润分别实现12.0/15.6/19.8亿元，分别同比+37.0%/29.8%/26.6%；EPS分别为0.70/0.91/1.16元，对应PE分别为17X/13X/10X，维持“买入”评级。

## 风险提示

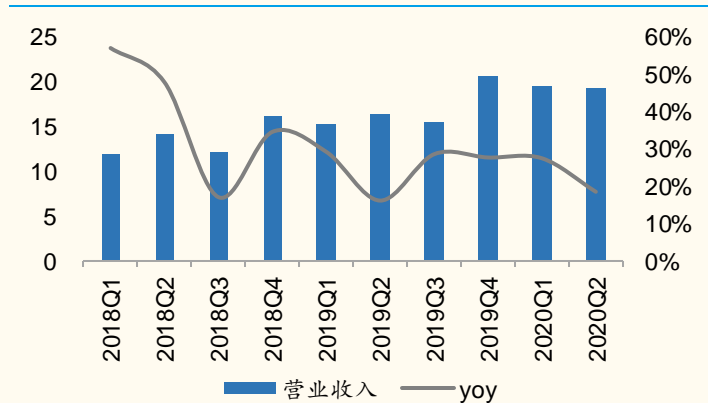
- 羊奶粉需求下滑/行业竞争加剧/海外疫情超预期/食品安全风险

- **Q2 收入增速环比明显放缓**：澳优 2020 年上半年实现营业收入 38.6 亿元，同比增长 22.6%；Q2 实现营业收入 19.3 亿元，同比增长 18.3%，环比有所放缓。分业务来看：
  - **奶粉上半年实现收入 17.55 亿元，同比+24.5%，对应 Q2 增速为 +16.5%，主要受能立多、美纳多等事业部调整影响**。渠道反馈二季度海普诺凯-荷致终端动销较好，在多个地方处于缺货状态，因此海普诺凯在上半年仍实现非常不错的增长，收入同比增长 66.4%至 11.55 亿元。而能立多、美纳多事业部于 2020 年 5 月份进行了组织架构的整合和梳理，因此公司内部对其主动进行了控货调整，上半年能立多+美纳多合计收入同比下降约 16%，这对 Q2 奶粉增速造成了一定的拖累影响。能立多于 6 月份开始重新全力打造品牌力，我们认为事业部之间的调整是为了进一步聚焦资源、理清品牌策略，后续有望重新恢复良好的增长势头。
  - **羊奶粉上半年实现收入 16.56 亿元，同比+25.5%，对应 Q2 增速为 +12.9%，低于奶粉增速，主要在于公司主动调整了佳贝艾特的发货节奏**。渠道反馈，佳贝艾特 Q2 库存略偏高（尤其是 4、5 月份），主要在于公司 4 月份计划提出厂价（终端提价是去年 11 月份），很多经销商在 Q1 多囤了货进行准备。公司针对佳贝艾特渠道库存偏高的现象进行了主动调整，约有一个月左右的订单没有发货，因此 Q2 羊奶粉收入增速受到一定的影响，但公司的目标还是要使渠道库存尽快恢复到正常状态，形成后续的良好发展。为了提升佳贝艾特门店的客流量以及单店销售，公司团队通过线上、线下多维度方式开展活动，结合当前的控货调整，我们预计佳贝艾特有望实现更为稳健的发展。
  - **私人品牌及其他业务上半年实现收入 3.82 亿元，同比+4.7%，对应 Q2 增速为 +65.8%，主要在于鲜奶、乳清蛋白粉等商品贸易业务有所增加**。为了掌握稳定的羊乳清供应以便维持羊奶粉的生产，澳优于上半年增加羊奶的采购，因此奶油、加工羊奶、及奶粉（大包粉）等相关副产品的销量在报告期内有所增加。

图表 1：2014-2020H1 澳优营业收入及增速（亿元）



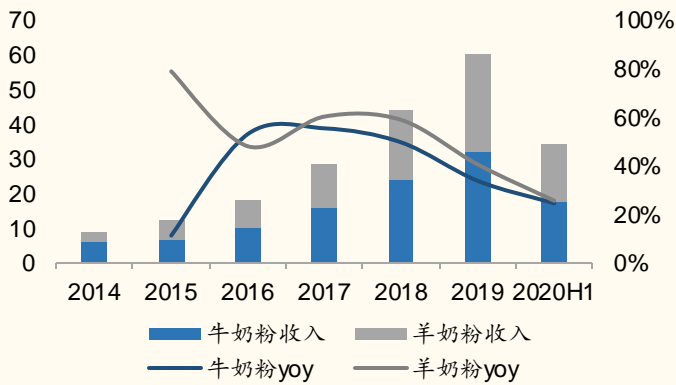
图表 2：2018-2020H1 澳优单季度营收及增速（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

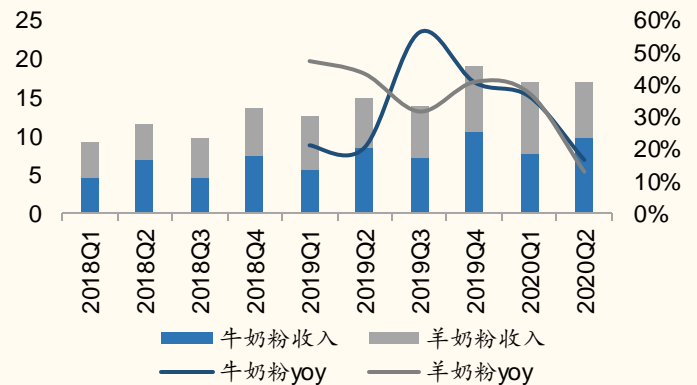
来源：wind，国金证券研究所

图表 3: 2014-2020H1 牛、羊奶粉收入及增速 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

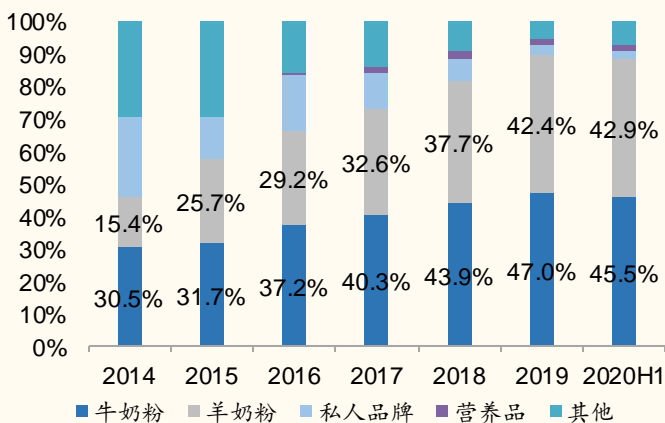
图表 4: 2018-2020H1 单季度牛、羊奶粉收入 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

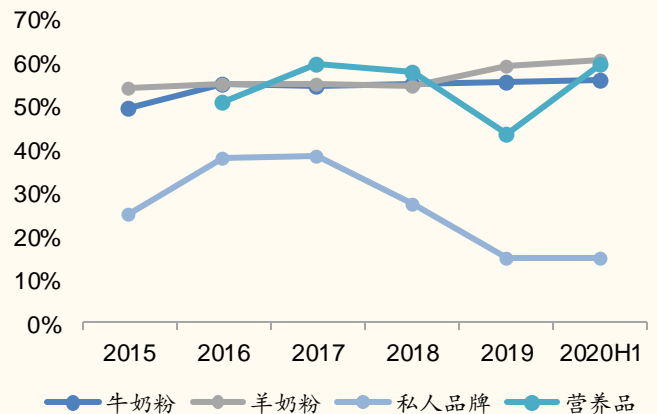
- **牛、羊奶粉毛利率同比均有提升:** 上半年澳优实现综合毛利率为 52.4%，同比提升 0.3pct。分业务来看，牛奶粉毛利率提升 0.4pct 至 56.0%，主要在于高端的海普诺凯占比有所提升（占牛奶粉比重由 49% 提升至 66%）；羊奶粉毛利率提升 2.0pct 至 60.4%，主要在于 Q2 出厂价有所提升；私人品牌以及其他业务毛利率同比下降 15.3pct，主要在于奶油、加工羊奶、大包粉等商品贸易价格同比有所下跌（疫情的一定影响），对整体毛利率的提升有些拖累。
- **费用控制良好，上半年利润端仍有较好表现。** 上半年销售费用率实现 25.5%，同比下降 1.9pct，主要在于上半年线下销售活动受到疫情的影响数量大幅减少，广宣费用率同比有所下降。其中空运支出为 0.51 亿元（同比+77.3%），主要是为了在疫情期间加快自家品牌奶粉的物流配送而较多采用空运支出。上半年管理费用率实现 8.3%，同比提升 0.5pct，主要在于研发支出同比增长 72.8% 至 0.72 亿元。整体来看，上半年利润端仍有较好的表现，经调整后净利率同比提升 1.1pct 至 14.9%。

图表 5: 2014-2020H1 澳优产品结构变化



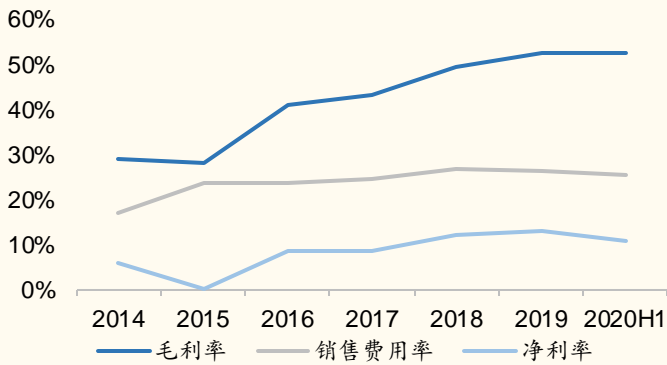
来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: 2015-2020H1 澳优分产品毛利率



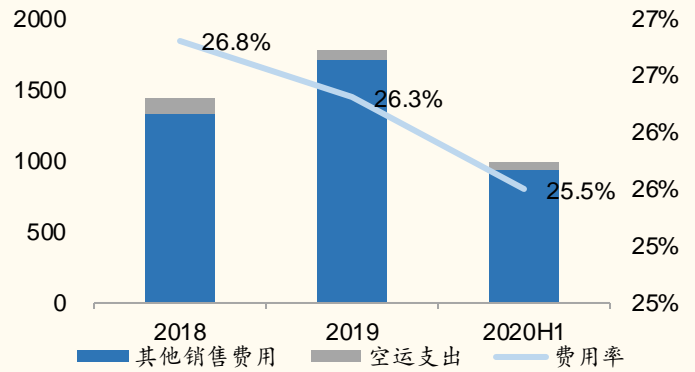
来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 2014-2020H1 澳优毛利率、费用率以及净利率



来源: wind, 国金证券研究所

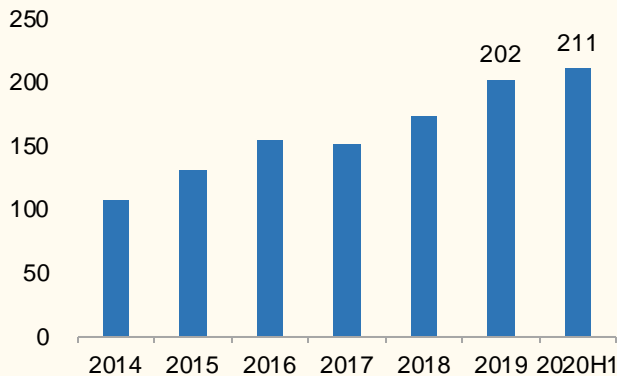
图表 8: 2018-2020H1 澳优销售费用拆分 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

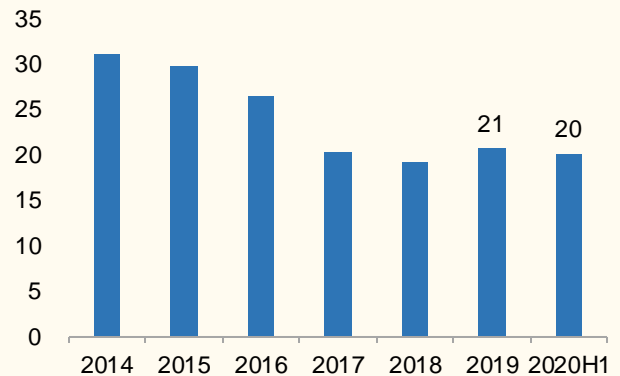
- 存货周转天数同比略有下降, 应收账款周转稳定。上半年存货周转天数为 211 天, 同比减少 3 天, 一方面物流速度较去年同期有所加快; 另一方面疫情期间公司囤了一些原材料进行储备, 因此整体来看存货周转基本持稳。应收账款周转天数 (20 天) 与应付账款周转天数 (39 天), 同比基本持稳, 公司运营健康稳健。

图表 9: 2014-2020H1 澳优存货周转天数



来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 2014-2020H1 澳优应收账款周转天数



来源: wind, 国金证券研究所

- 整体来看, Q2 增速虽较 Q1 明显放缓, 但主要在于公司进行了主动调整, 控制了发货节奏, 给渠道库存一定的喘息空间, 夯实业务根基, 以期实现更为长远的良性发展。我们预计此次控货可能将会持续一段时间, 渠道调研反馈目前 7、8 月份仍存在一定的控货, 预计后续将会逐渐恢复 (预计 9 月份实现完全恢复), 我们认为三、四季度业绩将呈现出环比改善的趋势 (三季度预计仍在调整恢复中, 四季度将有比较好的增长)。长期来看, 公司核心逻辑不受影响, 我们坚定看好公司长期基本面向上, 当前对应 20 年估值仅 17 倍左右, 长期投资性价比凸显, 我们重点推荐。

盈利预测:

- 我们预计公司 20-22 年归母净利润分别实现 12.0/15.6/19.8 亿元, 分别同比+37.0%/29.8%/26.6%; EPS 分别为 0.70/0.91/1.16 元, 对应 PE 分别为 17X/13X/10X, 维持“买入”评级。

风险提示:

- 羊奶粉需求下滑/行业竞争加剧/海外疫情超预期/食品安全风险

**附录：三张报表预测摘要**

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5482	5726	6794	7615	<b>营业额</b>	6736	8166	9943	11983
现金及现金等价物	1675	2042	2486	3024	销售成本	3203	3721	4444	5282
交易用投资	-	-	-	-	<b>毛利</b>	3533	4445	5499	6701
应收款项	420	440	555	587	销售、一般性和行政开支	2330	2850	3470	4170
其他应收款	432	528	641	769	研究发展费用	-	-	-	-
存货	2051	2083	2361	2441	其他营业收入	-	-	-	-
<b>非流动资产</b>	2861	3437	3764	4102	<b>EBITDA</b>	1179	1745	2215	2745
可供出售投资	207	200	200	200	折旧和摊销	39	210	236	264
联营和共同控制实体的投资	272	520	648	776	<b>EBIT</b>	1141	1535	1979	2481
投资物业	-	-	-	-	融资收入净额	-33	-30	-25	-7
固定资产	1471	1642	1765	1906	分占联营和共同控制实体的溢利	7	50	50	50
在建工程	-	-	-	-	<b>除所得税前溢利</b>	1107	1505	1954	2474
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	228	301	391	495
无形资产	688	852	928	997	<b>除所得税后溢利</b>	879	1204	1563	1979
<b>总资产</b>	<b>8343</b>	<b>9163</b>	<b>10558</b>	<b>11718</b>	非控制性股东应占溢利	1	1	1	1
<b>流动负债</b>	3013	2880	3082	2755	股息	211	361	469	593
短期借款	420	493	347	-	<b>母公司股东应占溢利</b>	878	1203	1562	1978
应付款项	338	371	518	539	<b>EPS</b>	0.55	0.70	0.91	1.16
预收账款	-	-	-	-					
其他	2255	2017	2217	2217	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	1266	1366	1466	1566	<b>会计年度</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	784	884	984	1084	<b>成长性</b>				
其他	482	482	482	482	营业额增长率	25.0%	21.2%	21.8%	20.5%
<b>负债合计</b>	4279	4247	4548	4322	EBIT 增长率	36.1%	34.6%	28.9%	25.4%
股本	115	124	124	124	净利润增长率	38.3%	37.0%	29.8%	26.6%
储备	3900	3900	3900	3900	<b>盈利能力</b>				
保留溢利	-	842	1936	3320	EBIT/营业额	16.9%	18.8%	19.9%	20.7%
非控制性股东权益	48	49	50	51	EBITDA/营业额	17.5%	21.4%	22.3%	22.9%
<b>总权益</b>	4064	4916	6010	7396	毛利率	52.5%	54.4%	55.3%	55.9%
<b>总负债和总权益</b>	<b>8343</b>	<b>9163</b>	<b>10558</b>	<b>11718</b>	净利率	13.0%	14.7%	15.7%	16.5%
					ROE	21.9%	24.7%	26.2%	26.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	51.3%	46.3%	43.1%	36.9%
					流动比率	1.82	1.99	2.20	2.76
					速动比率	1.01	1.13	1.31	1.73
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	0.81	0.89	0.94	1.02
					应收账款周转率	20.88	19.00	20.00	21.00
					应付账款周转率	22.09	23.04	22.37	22.69
					存货周转率	2.04	1.80	2.00	2.20
					<b>每股资料</b>				
					每股收益	0.55	0.70	0.91	1.16
					每股经营现金流	0.53	0.82	0.94	1.21
					每股净资产	2.49	3.02	3.70	4.56
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	22.08	17.12	13.19	10.42
					PB	4.83	3.99	3.25	2.64
					EV/EBITDA	13.73	11.88	9.34	7.39

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;  
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;  
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;  
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903  
传真: 021-61038200  
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979  
传真: 010-66216793  
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH