



## 澳优 (1717.HK)：产品结构下降阻碍利润率回升，行业趋势疲弱阻碍估值反转；下调目标价，维持“持有”

尽管政府出台了一系列鼓励生育的措施，但出生率尚未出现明显好转的信号。目前市场一致预期出生率反弹最快将在 2024 年出现。我们判断，2023 年婴配粉整体市场需求依然疲弱，行业存量竞争持续。在这一大背景下，尽管澳优及飞鹤等玩家 2023 年的业绩在低基数下有望录得较大幅度反弹，但婴配粉玩家的估值短期较难出现反转。在较弱的市场情绪下，我们下调澳优目标价至 4.3 港元，维持公司“持有”评级。

以下为我们对澳优 2023 年的盈利预测：

- 收入方面：**我们预测澳优 2023 年整体奶粉收入同比增长 11%（相较公司中双位数增长目标）。其中，牛奶粉收入同比增长 15%（相较公司高双位数增长目标），羊奶粉收入同比增长 10%（相较公司低双位数增长目标）。
- 毛利方面：**在终端动销与渠道库存恢复正常的情况下，我们预测各产品线毛利率同比 2022 年由大幅提升并基本回到 2021 年的水平。但由于产品结构相较 2021 年有所恶化（海普诺凯 1897 占比相较 2021 年已大幅下滑），我们预计整体毛利率较难回到 2021 年的水平。
- 经营利润方面：**我们预测 2023 年整体费用率都将同比维持稳定。在这一基础上，我们预计核心经营利润同比反弹 80%，核心经营利润率同比扩张 3.6ppt 至 9.3%，仍低于 2021 年 11.8% 的水平。

图表 1：盈利预测变动

人民币百万	2022E			2023E			2024E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	8,637	9,607	-10.1%	9,367	10,400	-9.9%	9,993	n.a.	n.a.
毛利润	4,055	4,744	-14.5%	4,388	5,147	-14.7%	4,661	n.a.	n.a.
毛利率	46.9%	49.4%	-2.4pct	46.8%	49.5%	-2.6pct	46.6%	n.a.	n.a.
归母净利润	687	940	-26.8%	750	1,041	-27.9%	785	n.a.	n.a.
归母净利率	8.0%	9.8%	-1.8pct	8.0%	10.0%	-2.0pct	7.9%	n.a.	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

林闻嘉

消费分析师  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2023 年 5 月 2 日

澳优 (1717.HK)

持有

目标价 (港元)	4.3
潜在升幅/降幅	15.0%
目前股价 (港元)	3.7
52 周内股价区间 (港元)	3.3-9.0
总市值 (百万港元)	6,660
近 3 月日均成交额 (百万港元)	4.0

注：截至 2023 年 4 月 28 日收盘价

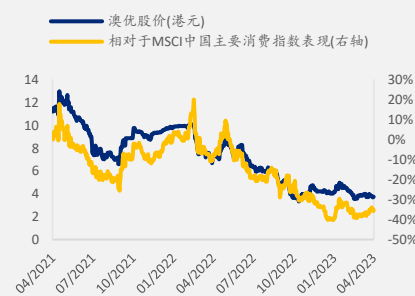
市场预期区间

HKD 3.7  
HKD 3.5 HKD 4.3 HKD 15.0

▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



\*数据截至 2023 年 4 月 28 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 澳优

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,575	7,796	8,637	9,367	9,993
同比	7.4%	-9.1%	10.8%	8.5%	6.7%
营业成本	-4,422	-4,403	-4,582	-4,979	-5,332
毛利润	4,153	3,393	4,055	4,388	4,661
毛利率	48.4%	43.5%	46.9%	46.8%	46.6%
销售费用	-2,412	-2,167	-2,407	-2,611	-2,770
管理费用	-520	-604	-671	-721	-772
其他经营收入及收益	-24	-134	42	43	39
经营利润	953	275	804	867	907
经营利润率	11.1%	3.5%	9.3%	9.3%	9.1%
营业外收入	-44	12	10	20	20
营业外支出	-19	-15	-17	-17	-16
利润总额	891	251	798	871	911
所得税	-165	-63	-200	-218	-228
所得税率	-18.5%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
净利润	726	188	598	653	683
减: 少数股东损益	-38	-28	-89	-98	-102
归母净利润	764	217	687	750	785
归母净利润率	8.9%	2.8%	8.0%	8.0%	7.9%
同比	-23.9%	-71.7%	217.5%	9.1%	4.7%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,262	1,862	1,861	1,528	1,354
应收票据及应收账款	445	662	474	655	549
预付款项	372	443	490	532	567
存货	2,179	2,227	2,359	2,624	2,713
其他流动资产	255	125	125	125	125
流动资产合计	5,514	5,318	5,310	5,464	5,309
固定资产	1,836	2,522	2,563	2,906	3,236
使用权资产	284	272	290	308	326
无形资产	421	472	550	606	655
商誉	259	102	102	102	102
附属机构投资	677	481	491	511	531
递延所得税资产	415	443	491	532	568
其他非流动资产	142	141	141	141	141
非流动资产合计	4,034	4,434	4,628	5,107	5,560
短期借款	687	1,022	1,022	1,022	1,022
应付票据及应付账款	406	560	445	647	523
其他应付款	1,029	823	911	988	1,054
应交税费	229	90	100	108	115
其他流动负债	1,646	1,107	0	0	0
流动负债合计	3,997	3,601	2,478	2,765	2,714
长期借款	490	444	444	444	444
递延收入	63	82	82	82	82
递延所得税负债	73	75	75	75	75
其他非流动负债	78	29	5	5	5
非流动负债合计	704	630	606	606	606
股本	149	156	156	156	156
储备	4,829	5,491	6,081	6,525	6,976
少数股东权益	-47	-82	-171	-269	-371
所有者权益合计	4,931	5,565	6,067	6,413	6,761

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

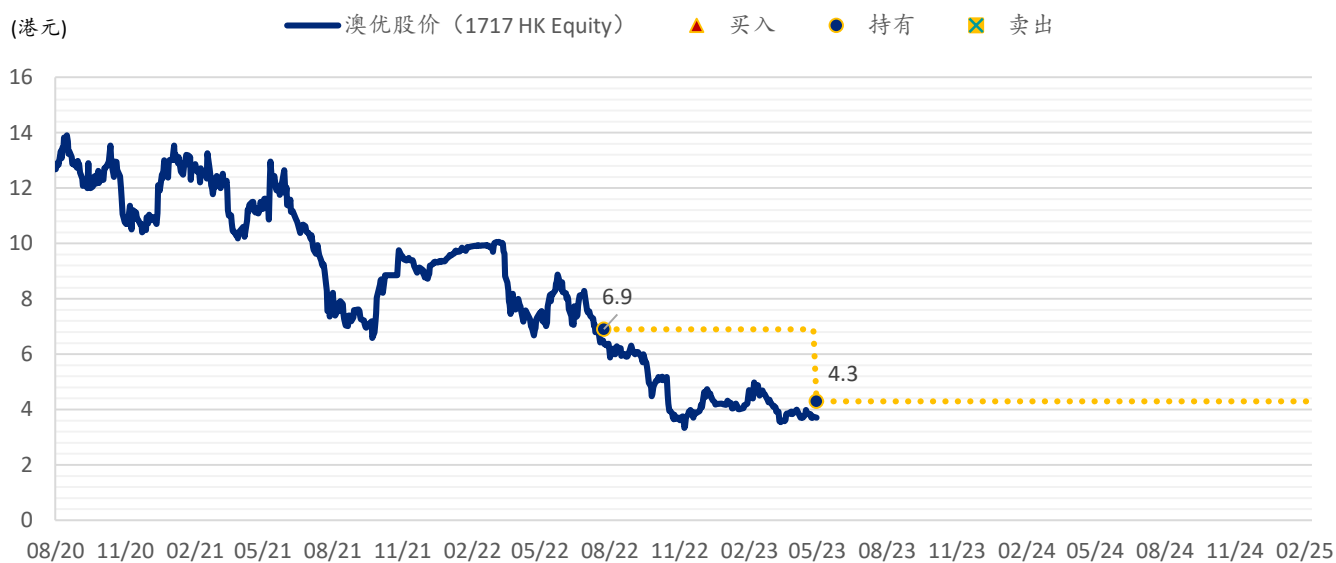
现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前盈利	891	251	798	871	911
固定资产折旧	168	150	231	274	318
无形资产摊销	57	67	78	91	104
财务费用	19	15	17	17	16
存货的减少	-215	-234	-132	-265	-89
经营性应收项目的减少	-101	-168	140	-223	70
经营性应付项目的增加	89	-647	-26	279	-58
其他	163	209	-225	-248	-253
经营活动产生的现金流量净额	1,071	-358	881	794	1,021
资本开支	-556	-693	-728	-764	-802
投资支付的现金	-43	0	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-7	-23	0	0	0
其他	0	-8	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-607	-724	-728	-764	-802
取得借款收到的现金	406	318	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	21	739	0	0	0
偿还债务支付的现金	-68	-58	-58	-58	-58
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-388	-431	-96	-306	-334
其他	-4	95	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-34	664	-154	-364	-392
现金及现金等价物净增加额	431	-417	-1	-334	-173
期初现金及现金等价物余额	1,858	2,262	1,862	1,861	1,528
汇率变化	-26	17	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	2,262	1,862	1,861	1,528	1,354

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.44	0.12	0.38	0.42	0.44
每股销售额	4.98	4.35	4.82	5.23	5.58
每股股息	0.23	0.05	0.17	0.19	0.20
同比变动					
收入	7.4%	-9.1%	10.8%	8.5%	6.7%
经营溢利	-22.8%	-54.5%	80.3%	7.8%	4.6%
归母净利润	-23.9%	-71.7%	217.5%	9.1%	4.7%
费用与利润率					
毛利率	48.4%	43.5%	46.9%	46.8%	46.6%
经营利润率	11.1%	3.5%	9.3%	9.3%	9.1%
归母净利润率	8.9%	2.8%	8.0%	8.0%	7.9%
回报率					
平均股本回报率	15.9%	6.6%	11.6%	11.6%	11.4%
平均资产回报率	7.5%	1.9%	5.8%	6.1%	12.6%
资产效率					
应收账款周转天数	19.2	25.9	24.0	22.0	22.0
库存周转天数	189.0	182.6	182.6	182.6	182.6
应付账款周转天数	33.6	40.0	40.0	40.0	40.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.4	1.5	2.1	2.0	2.0
速动比率 (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
现金比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
负债/权益	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率 (x)	9.7	35.5	11.2	10.2	7.5
市销率 (x)	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率	7.0%	1.6%	5.2%	5.7%	5.9%

图表 2: SPDBI 目标价: 澳优



注: 数据截至 2023 年 4 月 28 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3：浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	55.9	买入	75.1	2023 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	96.8	买入	134	2023 年 4 月 13 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.1	2023 年 3 月 16 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.0	买入	9.5	2023 年 3 月 29 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	8.2	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	60.4	买入	80.4	2023 年 3 月 27 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	104.2	买入	159.6	2023 年 1 月 30 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	22.6	持有	26.2	2023 年 3 月 2 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	83.7	买入	100.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	116.8	持有	121.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	13.1	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.6	买入	35.4	2023 年 5 月 2 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	31.6	买入	40.2	2023 年 3 月 31 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.8	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.3	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.7	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	26.2	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.1	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.0	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

截至 2023 年 4 月 28 日收盘价 资料来源：Bloomberg，浦银国际整理

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

- “超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com  
852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com  
852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站：www.spdbi.com  
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

