

來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	9.88
市值 (億港元)	155.2
52 週高位	11.82
52 週低位	5.45

*截至 2 月 28 日

9M18 財務資料摘要

人民幣(億元)	
營業收入	37.8
變動(%)	38.6
毛利	17.9
變動(%)	59.1
淨利潤	4.6
變動(%)	106.5

主要股東資料

	持股
中信農業 產業基金	23.9%
晟德大藥廠	20.7%
Dutch Dairy	7.9%
顏衛彬	7.8%

來源: 披露易

業務模式

- 澳優(01717)主要從事乳業，業務涵蓋研究及開發、牛奶收集、加工、生產、包裝、營銷及分銷嬰幼兒配方奶粉和其他乳品予中國及海外之客戶。此外，公司會研究、開發、產銷營養品予中國、澳洲及新西蘭之客戶。
- 目前，公司銷售自家品牌配方奶粉為主，輔以少量私人品牌配方奶粉。截至 2018 年 9 月底止之首三季，自家品牌配方羊奶粉及牛奶粉分別貢獻 37.6%和 42.8%收入來源。
- 公司以「佳貝艾特」品牌銷售羊奶粉產品，均由荷蘭生產設施製造，其於歐洲、中國、北美等 66 個國家和地區銷售。根據中國社會科學院的《羊奶粉產業發展研究》報告，佳貝艾特佔據中國羊奶粉進口份額的 66.6%。

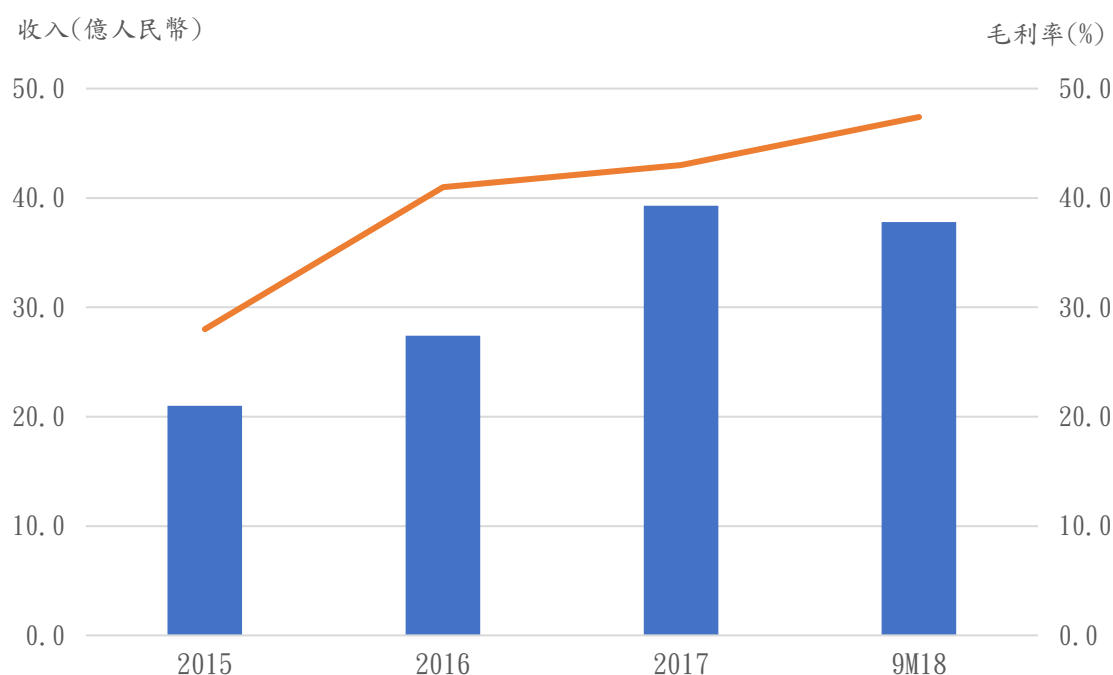
澳優旗下部分配方奶粉品牌



圖片來源: 公司年報、官方網頁

經營業績及近期發展

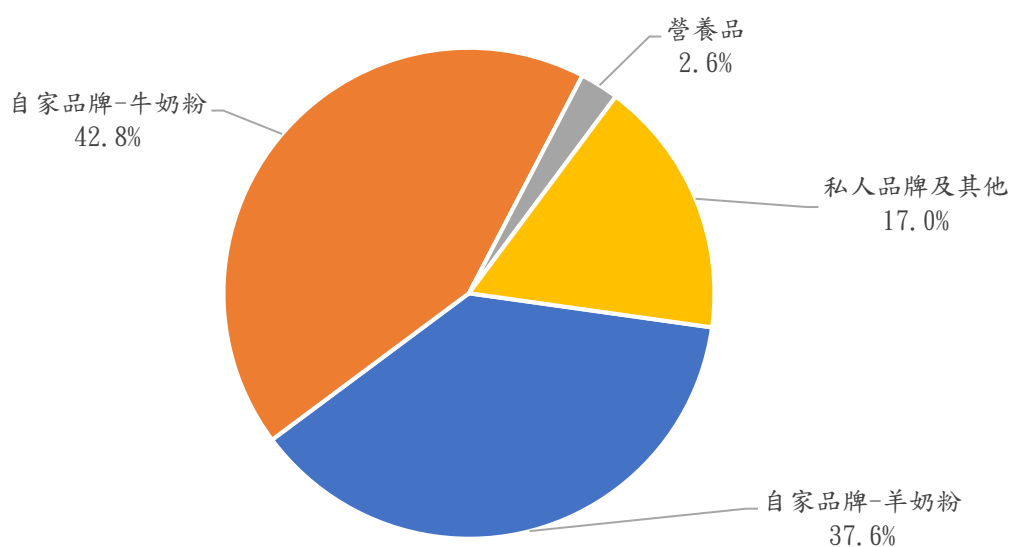
- 截至 2018 年 9 月底止之首三季，收入按年上升 38.6% 至 37.8 億人民幣；公司權益持有人應佔利潤按年增加 106.5% 至 4.6 億人民幣。受惠於自家品牌產品需求旺盛，公司將部分私人品牌業務產能分配予自家品牌，推動自家品牌配方羊奶粉及牛奶粉的收入分別增長 56.3% 和 59.9%，但私人品牌收入按年減少 13.1%。整體毛利率按年上升 6.1 個百分點至 47.4%，主因是自家品牌配方奶粉產品的利潤較高，其收入佔比由 2017 年同期的 70.4% 升至 80.4%。



來源：公司年報，經鴻騰資本證券整理

- 公司於 2 月下旬發出盈利預喜，估計 2018 年度淨利潤按年上升 85% 至 91.5%。以 2017 年淨利潤 3.1 億計，2018 年度的淨利潤介乎 5.7 至 5.9 億人民幣。通告指出，盈利表現理想歸因於自家品牌配方奶粉的認受性增加；羊奶粉「佳貝艾特」的質量為消費者認可；荷蘭新工廠投產，令產能增加以及廠房的營運效率提升。
- 另外，公司於 2018 年底，宣布收購澳優營養餘下三成權益以及 Nutrition Care 餘下 25%。澳優營養旗下 ADP 為中國其中一間獲認可的澳洲嬰幼兒配方生產企業。Nutrition Care 則為營養保健產品之分銷商。交易令澳優全面控制目標公司，與現有業務產生協同效應，中長線令生產整合過程更順暢，並加強在營養品市場布局。

收入分布



人民幣(百萬元)	2015	2016	2017	9M18
自家品牌-羊奶粉	539.9	798.9	1279.8	1422.0
自家品牌-牛奶粉	665.9	1018.9	1582.8	1619.9
營養品	-	11.0	75.3	96.7
私人品牌及其他	897.7	911.5	988.6	643.7
總數	2103.5	2740.3	3926.5	3782.3

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

營運成本結構

人民幣(百萬元)	2015	2016	2017	9M18
銷售費用	497.6	646.4	969.1	1,029.8
行政費用	116.3	215.7	298.0	287.4
其他費用	8.9	14.1	28.5	34.5
財務費用	160.4	17.8	22.1	27.6
總營運開支	783.2	894.0	1317.7	1379.3

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

前景

- 隨著內地居民對健康意識以及嬰幼兒配方奶粉產品的質量要求提高，消費者傾向選擇奶源來自海外的產品。澳優雖然為國內品牌，但奶源均來自荷蘭、澳洲及新西蘭乳業大國，保質有一定保證。另一方面，消費者亦傾向選購一些市場定位相對高端的產品。資料顯示，2017年中高端產品(零售價介乎250至400元人民幣)的市場份額逾48%，超高端產品(零售價400元人民幣以上)的市場份額接近13%。預期在國內居民在支配收入提升的背景下，定位高端或超高端產品份額有提升空間。由於消費結構轉變，將利好澳優多個超高端品牌的銷售表現，例如能立多、海普諾凱荷致以及佳貝艾特等。
- 縱使澳優在國內嬰幼兒奶粉品牌不屬於前列份子，惟公司在羊奶粉細分市場具有領導位置。根據中國社會科學院的《羊奶粉產業發展研究》報告，2018年上半年，澳優旗下「佳貝艾特」佔據中國羊奶粉進口份額的66.6%。事實上，羊奶粉越來越受到消費者認可，主要是相對於牛奶，羊奶的營養更為豐富，而且嬰兒更容易吸收和消化。報告亦預測，到2020年，羊奶粉市場銷售額將達到100億人民幣，2015-20年期間複合年增長率達到18.9%。
- 國家統計局最新數據顯示，2018年全年出生人口數目為1,523萬人，比2017年減少200萬人，反映開放二孩政策效用正續步減退。近期國家衛生健康委員會表示，正探索和實施鼓勵生育二孩制度，冀透過減輕家庭經濟負擔，以刺激生育。倘若中央落實鼓勵生育政策，預期將推動奶粉市場的需求，令嬰幼兒配方奶粉生產商受惠。

風險因素

- 嬰幼兒配方奶粉產品安全風險
- 國內對嬰幼兒配方奶粉需求不似預期
- 新配方的註冊進度低於預期

估值

	2019E	2020E
市盈率	15.7	11.7
股息率	2.3	3.1

投資建議

- 澳優旗下的超高端嬰幼兒配方奶粉品牌受惠於消費結構升級，加上羊奶粉「佳貝艾特」獲國內消費者高度認可，預期未來市場份額仍有提升空間，持續成為收入增長的主要動力。現價為 2019 年度預測市盈率 15.7 倍，與過去 5 年平均市盈率 17.3 倍，預料股價會反覆上試高位。

盈利預測

人民幣(百萬元)	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	3926.5	5365.0	7080.0	9028.0
稅前盈利	438.5	767.7	1077.0	1451.0
淨利潤	334.8	589.2	828.3	1116.0

來源：公司年報、彭博

同業比較

公司	編號	市值 (億港元)	股價年初至 今變化(%)	預測市盈率 (X)	預測股息率 (%)
澳優	1717.HK	155.2	11.4	15.7	2.3
H&H	1112.HK	324.3	13.3	17.2	1.1
雅士利	1230.HK	60.3	-9.3	41.6	0.0
蒙牛乳業	2319.HK	952.5	-0.6	20.6	1.2

來源：彭博

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk