

證券業務部每周證券評論

澳優乳業股份有限公司 (股份代號:01717)

AUSNUTRIA DAIRY CORPORATION LTD

03 JUNE 2019

前日收市價 (31/05/2019)	\$14.42
目標價	\$17.70

公司簡介

澳優乳業股份有限公司(簡稱“澳優“或”集團”)於2003年9月成立,並於2009年10月於香港聯合交易所主版上市。集團是一個在全球擁有從奶源收集、產品研發、生產到市場終端銷售的全產業鏈條,並在中國、北美、歐洲、俄羅斯、澳洲、中東等地擁有銷售服務網絡的國際高端乳品及營養食品企業。澳優的全球化進程—2011年,澳優收購了荷蘭百年乳企海普諾凱集團;2014年,澳優在荷蘭啟動投資興建Pluto工廠和Hector工廠;2016年收購澳洲營養品公司Nutrition Care,與新西蘭乳品公司Westland合資新建PNL工廠;2017年收購澳洲ADP、Ozfarm;2018年10月,澳優引進中信農業基金成為公司單一最大股東。至今,集團在全球擁有10間現代化工廠,其中中國2間、荷蘭5間、澳大利亞2間、新西蘭1間。集團產品從嬰幼兒配方奶粉、兒童奶粉、成人奶粉、液壓奶刊營養品,覆蓋至全年齡人群。而集團所專注生產高端乳粉及營養食品,其中國內廠房獲得中國首批配方乳粉新版生產許可證,而部分國外廠房則首批獲中國政府列為註冊海外乳製品生產商。

股份資料 (截止 31/05/2019)

52周高位:	HK\$15.06
52周低位:	HK\$6.78
市值:	HK\$23,014.8 (百萬)
已發行股數:	1,596(百萬)
買賣單位:	1000股

重點財務數據

(截至31/12/2018止)

每股基本盈利 (虧損)	人民幣47.20分
全年每股股息	人民幣0.12815元

市盈率 (x) 16.37

市帳率 (x) 3.76

派息比率 27.15%

資料來源:
彭博、澳優乳業股份有限公司、AA
Stock

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

業績回顧 (截至31/03/2019止)

截至2019年3月31日止三個月,集團的收入同比增長29%至15.19億元(人民幣●下同);毛利同比增長37.1%至7.48億元;毛利率較去年同期的46.3%提升了2.9個百分點至49.2%;股東應佔溢利同比增長45.9%至1.52億元;經調整(就2019年第一季度衍生金融工具的公允值變動虧損作出調整)的股東應佔溢利同比增長87.2%至1.95億元。

財務方面,截止2018年12月31日止,集團的資產總值為68.29億元,較2017年12月31日的56.21億元增長21.5%;負債總額為34.34億元,較2017年12月31日的36.74億元下跌6.5%;存貨週轉天數較2017年12月31日的154天提升了22天至176天;應收賬款週轉天數較2017年12月31日的21天減少1天至20天;應付賬款週轉天數較2017年12月31日的35天增加了2天至37天;持有的現金及現金等價物為14.50億元,較2017年12月31日的6.36億元,增加了1.28倍;流動比率為1.56x,較2017年12月31日的1.16x提升了0.39x;集團處於淨現金狀態。

資料來源:澳優乳業股份有限公司

圖表一

業績	截至3月31日止3個月		
	2019	2018	變動%
營運數據(人民幣百萬元)			
收入	1,519.2	1,177.8	29.0%
毛利	747.5	545.1	37.1%
毛利率	49.2%	46.3%	2.9%
EBITDA			
-如呈報	222.7	168.7	32.0%
-經調整	265.6	168.7	57.4%
本公司權益擁有人應佔利潤			
-如呈報	151.6	103.9	45.9%
-經調整	194.5	103.9	87.2%
業績			
營運數據(人民幣千元)			
營業收入	5,389,568	3,926,466	37.3%
毛利	2,660,635	1,690,199	57.4%
毛利率	49.4%	43.0%	6.3%
股東應佔利潤	635,100	308,133	106.1%
每股基本盈利(人民幣分)	47.20	24.61	91.8%
資產及負債概要(人民幣千元)	2018年12月31日	2017年12月31日	變動
總資產	6,829,006	5,621,130	21.5%
總負債	3,434,458	3,674,124	-6.5%
存貨週轉天數(天)	176	154	22.0
應收賬款週轉天數(天)	20	21	(1.0)
應付賬款週轉天數(天)	37	35	2.0
流動比率(x)	1.56	1.16	0.39
現金及現金等價物	1,449,861	635,650	128.1%
資產負債比率(%)	淨現金	6.5%	N/A

投資要點及利好因素

圖表二

收入分析 (人民幣百萬元)	截至3月31日止三個月				
	2019		2018		變動%
	占比%	金額	占比%	金額	
自家品牌配方奶粉產品:					
- 羊奶粉(中國地區)	40.9%	621.1	34.8%	410.1	51.5%
- 羊奶粉(其他地區)	4.1%	62.3	4.6%	54.1	15.2%
	45.0%	683.4	39.4%	464.2	47.2%
牛奶粉(中國)	37.3%	566.6	39.7%	467.9	21.1%
	82.3%	1,250.0	79.1%	932.1	34.1%
營養品	1.2%	18.2	1.9%	22.7	-19.8%
私人品牌及其他	16.5%	251.0	18.9%	223.0	12.6%
總計	100%	1,519.2	100%	1,177.8	29.0%

資料來源: 澳優乳業股份有限公司

圖表三

收入分析 (人民幣百萬元)	截至12月31日止				
	2018		2017		變動%
	占比%	金額	占比%	金額	
自家品牌配方奶粉產品:					
- 牛奶粉(中國地區)	43.9%	2,368.0	40.3%	1,582.8	49.6%
- 羊奶粉(中國地區)	32.9%	1,772.5	27.5%	1,078.4	64.4%
- 羊奶粉(其他地區)	4.8%	260.9	5.1%	201.4	29.5%
	81.7%	4,401.4	72.9%	2,862.6	53.8%
私人品牌	6.3%	337.9	10.7%	422.0	-19.9%
奶粉	3.7%	198.7	6.4%	252.5	-21.3%
牛油	3.0%	160.7	4.4%	172.0	-6.6%
其他	2.9%	154.8	3.6%	142.1	8.9%
乳製品及相關產品	97.5%	5,253.5	98.1%	3,851.2	36.4%
營養品	2.5%	136.1	1.9%	75.3	80.7%
總計	100%	5,389.6	100%	3,926.5	37.3%
分部毛利 (百萬元人民幣)	2018		2017		變動%
	占比%	金額	占比%	金額	
	自家品牌配方奶粉產品:				
- 牛奶粉	48.7%	1,296.7	51.1%	863.5	50.2%
- 羊奶粉	41.5%	1,104.8	41.6%	703.3	57.1%
	90.3%	2,401.5	92.7%	1,566.8	53.3%
其他	8.8%	233.0	9.6%	162.2	43.6%
乳製品及相關產品	99.0%	2,634.5	102.3%	1,729.0	52.4%
營養品	3.0%	78.7	2.7%	44.9	75.3%
		2,713.2		1,773.9	53.0%
減:存貨撥備	-2.0%	(52.6)	-5.0%	(83.7)	-37.2%
總計	100%	2,661	100.0%	1,690	57.4%
分部毛利率 (百萬元人民幣)	2018		2017		變動%
	%		%		
	自家品牌配方奶粉產品:				
- 牛奶粉	54.8%		54.6%		0.2%
- 羊奶粉	54.3%		55.0%		-0.7%
	54.6%		54.7%		-0.1%
其他	27.3%		16.4%		10.9%
乳製品及相關產品	50.1%		44.9%		5.2%
營養品	57.8%		59.6%		-1.8%
減:存貨撥備					
總計	49.4%		43.0%		6.4%

資料來源: 澳優乳業股份有限公司

該讓集團能鎖定生產佳貝艾特所有主要成份, 尤其是羊乳清蛋白; 再者集團於荷蘭的生產工廠地理位置優越, 提供充足優質羊奶奶源, 促進佳貝艾特不斷成長。集團為進一步提升羊奶粉上游原料的供應, 於2018年2月28日向集團的聯營公司 Farmel Holding B.V. 及一名獨立第三方收購 Holland Goat Milk B.V. (「HGM」) 餘下44%股權, 總代價為700萬歐元。到2018年底, HGM 與荷蘭53名羊奶奶農訂有長期供應合約。此等奶農交付的羊奶總量約達65百萬公斤, 佔去年度荷蘭總羊奶產量約20%。

1. 配方奶粉業務的表現及發展。集團的配方奶粉業務包括了三大種類:

佔集團整體收入82.3%的自有品牌嬰幼兒配方奶粉業務, 其今年第一季的收入同比增長34.1%至12.5億元。當中:

自家品牌配方牛奶粉: 2019年第一季度, 佔集團整體收入37.3%(圖表二)的自家品牌牛奶粉, 其收入較去年同期增長21.1%至5.66億元, 其中有機奶粉同比增長約50%, 遠超集團整體增速。據AC尼爾森統計, 集團有機品牌悠藍在荷蘭本土有機奶粉品牌銷量中占比超60%。

為滿足中國消費者的廣泛需要, 配方奶粉產品各有不同的配方及奶源, 價格因而各異。各個業務單元均有其各自獨有願景及營銷策略, 從而有效滲透中國不同市場分部。集團是現時中國市場上少數擁有完整產業鏈的市場參與者之一, 從奶源供應、研發到擁有海外生產基地, 再到國內建成龐大而穩固的分銷網絡。去年, 集團於中國分銷的配方奶粉產品主要由集團位於荷蘭、澳洲及中國的工廠生產。

自家品牌配方羊奶粉: 2019年第一季度, 佔集團整體收入45.0%的自家品牌羊奶粉, 其收入較去年同期增長47.2%至6.83億元。

集團以佳貝艾特品牌營銷配方羊奶粉產品。去年, 佳貝艾特的銷售額持續理想, 佔進口嬰幼兒配方羊奶粉的總進口量約14,844噸的62.5%, 為國內進口量的冠軍。佳貝艾特自推出至今均由集團在荷蘭的生產設施製造。去年佳貝艾特的版圖拓展至六十六個國家及地區。而自家品牌羊奶粉於國內的銷售較佳, 主要因為配方羊奶粉相比配方牛奶粉具有更高營養價值的市場認受性日益提高, 且被認為更易吸收, 加上集團推行有效及創新的營銷策略(例如會員精準行銷體系), 以及多年來建立起龐大分銷網絡, 尤其是中國一二線城市市場滲透率日益提高所致。

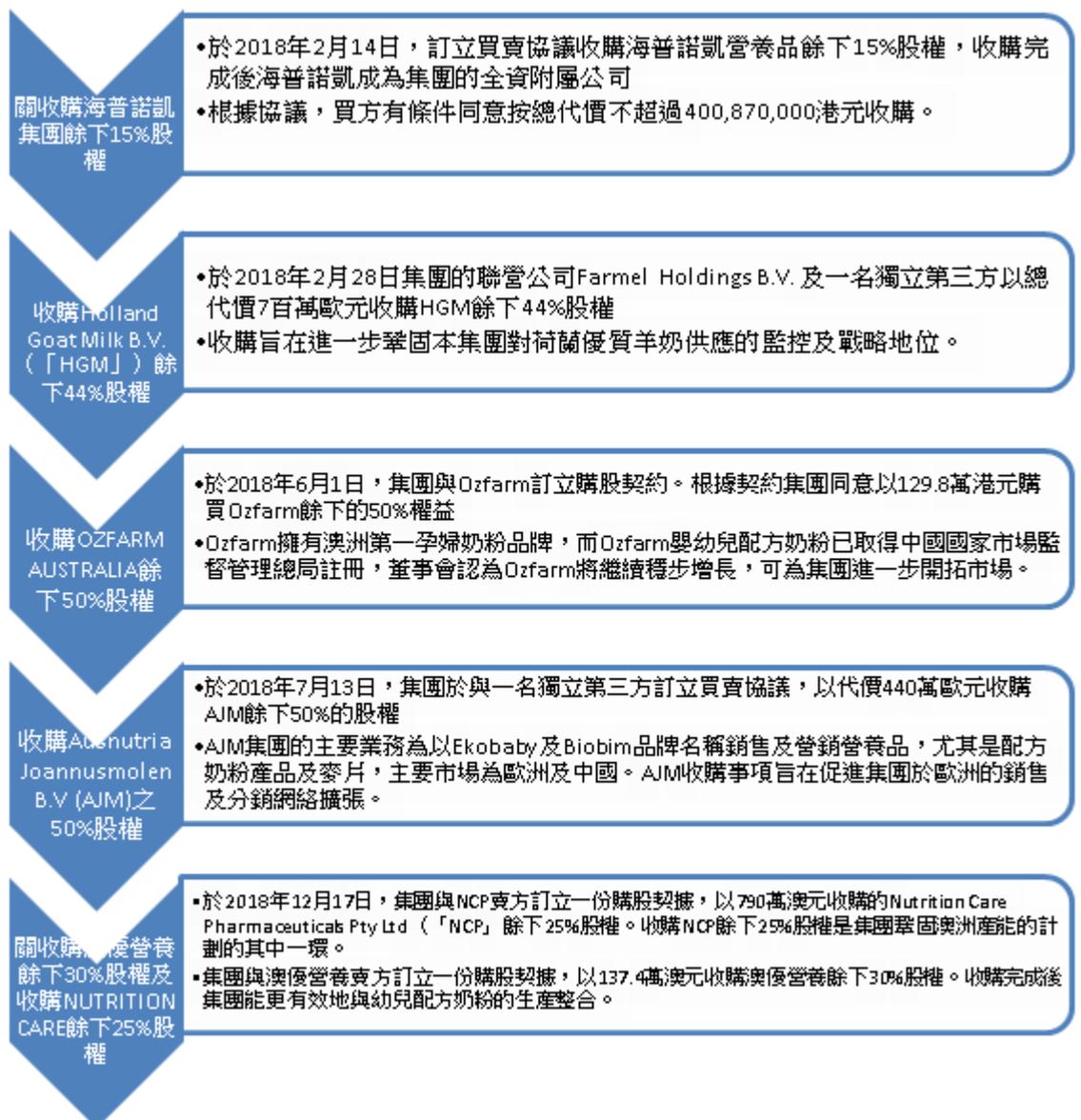
而在生產優勢上, 集團擁有發展成熟的供應網

投資要點及利好因素

私人品牌：佔集團整體收入16.5%的私人品牌，其今年第一季度的收入同比增長12.6%至2.51億元。私人品牌業務即集團為世界如各地其他戶顧客代工生產配方奶粉產品。隨著2018年初投產的Hector及Pluto工廠產量及效率持續提升，加上新西蘭新工廠（「PNL工廠」）預計將會投入生產，私人品牌業務有助發揮生產設施的最高營運效率。

營養品：佔集團整體收入1.2%的營養品分部，其今年第一季度的收入同比下跌19.8%至1820萬元。營養品收入下跌主要由於蘇芙拉供應商處於換擋期與優化期，供應不足從而影響銷售。集團表示未來會因供應商的不斷優化，營養品業績將會逐漸復蘇。

2. 優化產業鏈及產能。2018年集團進行了多項收購行動以進一步穩定上游原材料的供應、擴大生產能力，以及擴大銷售版圖。



集團去年採取了一系列的戰略行動，多項收購資金的來源自，中信農業基金認購集團股份所得款項淨額分別為1,288,570,000港元，每股認購股份淨價為5.17港元，每股折讓20.67%。其後晟德大藥廠集團取得由中信轉讓的股份，現時中信農業基金及晟德大藥廠集團於2018年12月31日分別認購約23.95%及23.76%權益。董事會亦認為，中信認購事項提供籌集額外資金以加強集團的財務狀況及擴闊資本基礎的良機，從而促進其未來發展。

3. **政策因素**。於2018年1月1日中國《嬰幼兒配方乳粉產品配方註冊管理辦法》生效後，各家於中國國家認證認可監督管理委員會(CNCA)註冊的嬰幼兒配方混合及包裝工廠獲准於達成個別要求後註冊不多於三個系列（相等於九個配方）。截至2018年12月31日，經市場監管總局正式批准的系列及配方分別有約400個及1,195個。

於2018年12月31日，集團共有5家嬰幼兒配方奶粉混合及包裝工廠，均通過中國國家認證認可監督管理委員會（「CNCA」）正式註冊，預期隨着新西蘭新工廠(PNL工廠)及中國長沙智慧工廠（「智慧工廠」）完成註冊後，註冊工廠數目將會增加至7座。其中智慧工廠通過中國國家級綠色工廠認定。該等工廠已向市場監管總局提交20個嬰幼兒配方奶粉系列的申請，其中12個系列已獲批准，其餘8個正在審批。

最新，集團已向市場監管總局註冊旗下合共15個系列45個嬰幼兒奶粉配方註冊，其中三個系列為新註冊配方於2019年3月下旬完成註冊。而3個系列新註冊配方完成註冊後將進一步充實及優化產品組合，鞏固澳優市場地位，有望持續為集團帶來更多的收入及利潤。

另外，去年底農業農村部、發改委及工信部等九部委共同發佈《關於進一步促進奶業振興的若干意見》。意見要求，以實現奶業全面振興為目標，優化奶業生產佈局，創新奶業發展方式，建立完善以奶農規模化養殖為基礎的生產經營體系，密切產業鏈各環節利益聯結，提振乳製品消費信心，力爭到2025年全國奶類產量達到4500萬噸，切實提升我國奶業發展品質、效益和競爭力。

最新，農業農村部辦公廳印發《奶業品牌提升實施方案》。方案提出，力爭到2025年，我國奶業品牌化水準顯著提高，品牌市場佔有率、消費者信任度明顯提升，品牌帶動產業發展和效益提升作用明顯增強。奶業品牌建設與奶業振興發展緊密結合，形成創品牌、推品牌、護品牌的品牌發展機制，培育出一批具有影響力的產品品牌、企業品牌和區域公用品牌，使國產奶業品牌深入人心。當中包括，要加大政策支持。加大在投融資、生產要素供給、政策扶持等方面的優惠力度，鼓勵社會資本參與，支持奶業品牌建設。完善標準體系，鼓勵具備條件的企業制定執行更高的產品標準，增強品牌市場競爭力。加強部門協作，形成監管合力，嚴厲打擊山寨仿冒產品，加大奶業品牌保護力度。

在減稅降費上，國家為提高我國產業的競爭力，國務院總理李克強今年3月在全國兩會上宣佈，自2019年4月1日起減企業增值稅，稅率將由現行的16%降至13%。減稅有助提升集團的利潤增長。

上述多個奶業政策及減稅行動均有助奶業健康的成長。而中國政府實施更嚴緊的行業監管標準，推高行業准入門檻，加上工廠及配方註冊審批進度較預期為慢，中國乳品行業長遠增長預計將更健康，行業的集中度更高，有利如集團已擁有雄厚研發及生產實力的行業參與者提升於市場中的佔有率。

股價走勢(圖表四)



資料來源: AASstock

集團於 5 月 31 日的收市價為 \$14.42，股價按年升 43.06%。集團股價於今年初 7.7 元附近的位置一路反覆上升至 52 周新高 15.06 元的水平，主要因為集團 2018 年業績強勁，再加上今年第一季度業績亦令人有驚喜，而在中美貿易戰下，內需股份有避險資金追捧，帶動集團股價在公佈業績後反覆向上。現時 9 天相對強弱指數在 58.567 的水平，股價在 20 天、50 天及 250 天的移動平均線之上，而 MACD 線及訊號線於利好的區間內，短期內集團的股價或有整固的壓力。但長遠而言，內地不斷出新的行業標準及規範將整個乳業整合，現時行業的集中度及技術已逐漸提高。加快推動產業升級，進一步提高乳品企業競爭力。隨著整個奶業的水準提高，市民對奶製品的消費力度上升，加上集團擁有強大的產業鏈及分銷網絡下，相信集團能取得更多的收入及利潤。投資者可考慮於 14 元附近的水平的置增持或吸納，憧憬集團未來的盈利增長前景。

估值預測

以 5 月 31 日的收市價 \$14.42 計算，其市盈率及市帳率分別為 26.76 及 6.18 倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏高的水平。奶粉的需求是由出生率所主宰。從國家統計局的數據顯示，2018 年及 2017 年的中國新生嬰兒數目分別為 15.2 百萬名及 17.2 百萬名，按年減少約 11.6%。有關跌幅相信主要是由於家庭生育意願下降、經濟轉變及中國適孕女性數目下跌所致。而在中國放寬「一孩政策」及消費升級推動下，按去年零售額計算，嬰幼兒配方奶粉市場規模按年增長 9.3% 至約人民幣 1,626 億元，增長較出生率為高。顯示出中國人的消費力正在不斷上升，願意支較多的金錢購買高質素的产品。根據市場研究報告，由於預期未來新生嬰兒數目將會下跌，預計今明兩年間中國嬰幼兒配方奶粉市場將繼續按中單位數字速度增長。為迎合市場的發展澳優於 2015 年制定了「黃金十年」發展戰略：2016 至 2018 年（短期），聚焦嬰幼兒配方奶粉；2018 至 2020 年（中期），成為全球嬰幼兒配方奶粉及營養品的代表性企業；2020 至 2025 年（中長期），成為全球嬰幼兒配方奶粉、營養食品及營養服務的領先企業。在「黃金十年」發展戰略之下，除了自有品牌

估值預測

嬰配牛奶粉和佳貝艾特羊奶粉外，在2018年「黃金十年」規劃的第三年中，澳優加強在營養品業務的發展。去年集團繼續從多方面將戰略落實，當中包括：加大力度調整荷蘭、澳洲及新西蘭海外工廠配方奶粉產品的供應鏈；加強自家品牌配方羊奶粉產品的海外銷售網絡。並同時引入了中信農業基金成為集團的大股東，加強集團的財務狀況及擴闊資本基礎，從而促進其未來發展。在掌握上游資源上，由於相關監管機關收緊程序，令於2018年中落成的PNL工廠以及目前大致上已竣工的智慧工廠的註冊程序稍為延遲。但相信在PNL工廠及智慧工廠竣工後，集團於2022年的乾粉混合及包裝年產能預計可達約150,000噸。在擴大銷售版圖上，集團預期向美國FDA註冊佳貝艾特一事成功在望，若美國FDA批出許可證，集團擬在墨西哥、印度、泰國及美國推出佳貝艾特。與此同時，集團於今年會繼續在現有市場，特別是中東、俄羅斯、獨立國家聯合體及巴西擴充版圖。而在中國境內，集團將繼續推行其創新營銷戰略，推出新的配方奶粉產品，包括成人配方羊奶粉、有機羊奶粉及A2配方奶粉產品，以滿足市場上的需求。澳優已提出2019年的收入按年增長30%，並將維持約60%的市佔率，相信在擴大產能，控制上游資源，擴大銷售版圖，優化產品組合，減低運輸成本等多個手段下，集團未來的收入、毛利及利潤均會更上一級。所以會將澳優的目標價定在\$17.7即相當於23.55市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有22.75%的潛在升幅。

風險因素

- 匯率的影響
- 需求下跌
- 新奶粉配方、工廠註冊速度不及預期
- 擴張速度過快，產能過剩

利益披露及免責聲明

利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

投資涉及風險。證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往的表現不一定可以預示日後的表現。投資者應細閱及了解有關證券或投資的所有發售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問。

本文件由中國工商銀行(亞洲)有限公司刊發，內容未經證券及期貨事務監察委員會審閱。

客戶如不想接收服務號推送信息，可自行取消關注服務號或關閉接收消息功能。