

# 存量博弈，国产崛起

## ——奶粉行业首次覆盖报告

### 要点

#### 存量市场：产品高端化助力规模增长

我国出生人口呈下滑态势，当前婴幼儿配方奶粉的“量”有所萎缩，但在高端产品的拉动下，价格持续增长，进而带动整体市场销售额的增长。未来，生育政策的出台将有助于提升婴幼儿配方奶粉行业需求，而快速增长的儿童配方奶粉细分市场亦有望为行业带来新的增长点。

#### 竞争格局：国产品牌复苏加快，整体集中度提升

根据 Euromonitor 数据，2020 年按销售额计婴幼儿配方奶粉 CR10 为 76.9%，我国婴幼儿配方奶粉市场集中度较海外市场偏低，未来随着注册制的持续推行、准入门槛的提升，行业集中度有望进一步集中。过去几年国产品牌牢牢抓住了政策红利以及渠道变迁带来的机会，从三聚氰胺事件的负面阴影中走出，市占率持续提升，2020 年 CR10 中国产品品牌的占比上升至 38%。分城市等级看，国产品牌在三四线及以下城市渗透率更高，分年龄看，在 90 后，95 后人群更偏好国产品牌。我们认为未来随着低线级市场购买力的增强+年轻父母对国产品牌信任度的增加，国产品牌的市占率将进一步提升。

#### 渠道端：国产品牌抓住了母婴店渠道增长红利，线上占比有望提升

母婴店、大型 KA/母婴产品专区、线上渠道是婴幼儿配方奶粉的主要销售渠道。近年来，线上渠道及母婴店渠道的占比不断提升。

专业且提供一站式服务的母婴店渠道已成为婴幼儿配方奶粉最重要的销售渠道，2019 年 5 月至 2020 年 5 月期间看，母婴店渠道的销售额占比达 68.8%。母婴店渠道呈现出高度分散化、区域化的特点，特别是在人口基数更大的下线市场，单体母婴店数量远超连锁品牌。国产品牌拥有更强的线下推广和分销能力，因而其在母婴店渠道更具优势。

线上渠道，海外奶粉巨头因其强大的品牌力长期占据优势。2020 年的新冠疫情推动了线上渠道的发展，国产头部品牌注意到了这一变化，纷纷采取了一系列措施发力线上。未来随着整体国产婴幼儿配方奶粉品牌力的提升，其在线上渠道的市占率有望持续增长。

#### 羊奶粉：小市场，高增速

与牛奶粉相比，羊奶粉营养价值更高，更接近母乳。羊奶粉在中国市场起步晚、增速快，自 2014 年达 35 亿销售规模后每年以超过 20% 的增速增长，估计 2020 年破百亿。羊奶粉市场中，澳优旗下佳贝艾特一家独大，2018-2020 年品牌占婴幼儿配方羊奶粉总进口量的比重连续三年超过 60%。随着伊利、飞鹤等企业逐渐切入羊奶粉市场，消费者得到教育，羊奶粉市场有望进一步扩容。

#### 投资建议：首次覆盖，给予奶粉行业“买入”评级，重点推荐中国飞鹤（6186.HK）、澳优（1717.HK）

飞鹤是国产奶粉品牌中市占率第一品牌，大单品[星飞帆]精准卡位高端奶粉，公司对渠道把控力强、并把握住了母婴店渠道崛起带来的机遇。澳优是进口羊奶粉中市占率第一的品牌，公司多 BU 强管理模式下有望培育出更多明星大单品。

#### 风险分析：中国新生儿人口数量持续下滑的风险，食品安全问题，原材料价格上涨风险，海外疫情再次蔓延的风险。

#### 重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
6186.HK	中国飞鹤	18.83	0.83	0.84	1.03	23	23	18	买入
1717.HK	澳优	8.78	0.59	0.75	0.86	15	12	10	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-01；汇率按 1HKD=0.8446CNY 换算

### 奶粉

#### 买入（首次）

#### 作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

#### 股价相对走势



资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 研究背景

虽然由于出生人口下滑，当前婴幼儿配方奶粉市场的“量”有所萎缩，但在高端产品带动下价格持续增长，进而带动整体市场销售额的增长。竞争格局角度，新国标下小企业加速退出，市场集中度有望进一步提升，此外大包粉的退出亦将带动整体行业的价格增长。国产 v.s. 进口品牌，我们看到过去几年国产品牌抓住了政策红利、渠道变迁（母婴渠道崛起）带来的机遇，从三聚氰胺事件的负面阴影中走出，不断扩大市场份额。

**政策红利：**配方注册制落地以来，市场准入门槛提高，份额加速向龙头企业集中；国产乳粉提升方案进一步提升了国产品牌的信心，推动了国产奶粉品牌的发展。

**渠道变迁：**线上/母婴店占比预计持续提升。母婴店渠道由于一站式便利性的服务特点，重要性不断增加。MBS 渠道具有高度分散化、区域化的特点，相较进口品牌，国产品牌更擅长地面推广为 MBS 渠道引流，因此抓住了渠道变化带来的红利，实现了快速增长。

### 主要观点

我们发现，国产品牌在人口基数更大的下沉市场&近年来快速增长的母婴店渠道更具优势；而进口品牌则在大城市以及大型 KA/线上渠道表现更优。随着下沉市场人口基数的进一步增加，以及品牌&母婴店粘性的增强，国产品牌有望持续巩固自身的竞争力优势

由于区域间出生率的分化+低线城市购买力的持续提升，根据弗若斯特沙利文的预测，一线城市超高端/高端/普通奶粉的占比将从 2018 年的 13%/13%/7% 下降至 2023 年（预期）的 10%/10%/5%。这一结构的变化下，善于下沉区域运营的头部国产奶粉品牌，“基本盘”更稳。同时，以飞鹤为代表的头部国产品牌，随着品牌力的不断增长，在一二线城市等上线市场的市占率亦稳步提升。

疫情之后线上渠道的占比有所提升，包括飞鹤/澳优在内的国产品牌更加重视线上渠道的推广；此外国产品牌在一线市场亦在持续发力推广。我们相信国产品牌的市场份额将有望继续提升。

两家上市国产奶粉公司中，飞鹤采取的是“大单品”策略，而澳优则是贯彻多 BU 多品牌方针。具体来看，飞鹤业绩增长主要受益于超高端产品的快速增长，尤其是大单品星飞帆。星飞帆 2016 年营收 7.1 亿元，2020 年营收 98.9 亿元，复合年增长率为 93.2%，占总收入的 53.2%。澳优采取多 BU 运作模式，佳贝艾特及海普诺凯 1897 都成长为大单品，同时自主品牌能力多增长迅速。

### 股价上涨的催化因素

1) 政策催化：针对生育率持续下滑的政策响应以及对国产奶粉品牌的促进政策均利好婴配粉行业；2) 飞鹤市占率的持续提升/对高线城市渗透率的提升；3) 澳优渠道整改完毕，渠道信心恢复，产品动销回归正常态。

### 估值与目标价

首次覆盖给予奶粉行业“买入”评级，飞鹤是国产奶粉品牌中市占率第一品牌，大单品[星飞帆]精准卡位高端奶粉，公司对渠道把控力强、并把握住了母婴店渠道崛起带来的机遇，给予“买入”评级，目标价 28.0 港元。澳优是进口羊奶粉中市占率第一的品牌，公司多 BU 强管理模式下有望培育出更多明星大单品，给予“增持”评级，目标价 12.4 港元。

# 目 录

<b>1、 存量市场：高端化助力规模增长</b> .....	<b>7</b>
1.1、 量：婴幼儿配方奶粉消费量随新生儿数量下滑 .....	8
1.2、 价：结构升级带动婴幼儿配方奶粉均价提升 .....	12
1.2.1、 结构升级：持续带动市场均价上涨 .....	12
1.2.2、 事件性因素催化价格上涨 .....	13
<b>2、 市场格局：国产品牌份额持续提升</b> .....	<b>15</b>
2.1、 行业格局：市场集中度+国产奶粉占比提升 .....	15
2.2、 国产奶粉的崛起之路 .....	18
2.2.1、 配方奶粉注册制促进行业向龙头集中 .....	19
2.2.2、 政策依次落地，淘汰赛开启下半场 .....	20
<b>3、 渠道：母婴店&amp;线上渠道占比提升</b> .....	<b>21</b>
3.1、 线上渠道：满足便利性需求 .....	21
3.2、 线下渠道：母婴店的一站式服务优势愈加突出 .....	23
3.3、 国产品牌：把握下沉市场母婴店渠道获得增量 .....	26
<b>4、 羊奶粉：小市场，高增速</b> .....	<b>28</b>
4.1、 供给端：羊奶粉呈现“一超多强”的格局 .....	29
4.2、 消费端：需进一步加强消费者教育 .....	30
<b>5、 投资建议</b> .....	<b>31</b>
5.1、 中国飞鹤：高端产品+抓住母婴店渠道快速拓展的红利 .....	32
5.1.1、 国产奶粉市占率第一品牌 .....	32
5.1.2、 产品：精准卡位高成长的大单品“星飞帆” .....	33
5.1.3、 渠道：积极下沉，母婴店渠道助增长。 .....	35
5.1.4、 品牌宣传：深入人心、占领消费者心智 .....	36
5.1.5、 盈利预测与估值 .....	37
5.2、 澳优：多品牌强管理的羊奶粉领导品牌 .....	38
5.2.1、 公司溯源 .....	38
5.2.2、 多事业部驱动转向平台型公司 .....	40
5.2.3、 空间讨论：羊奶粉增长的可持续性 .....	41
5.2.4、 2020 年表现复盘：渠道整改步入尾声 .....	42
5.2.5、 盈利预测与估值 .....	43
<b>6、 风险分析</b> .....	<b>45</b>
<b>附录：</b> .....	<b>46</b>

## 图目录

图 1: 2005-2024 年婴幼儿奶粉行业市场规模 (销售额, 单位: 亿元) .....	7
图 2: 各因素对婴幼儿配方奶粉市场规模的影响情况.....	8
图 3: 2014-2024 年婴幼儿配方奶粉消费量的变化.....	8
图 4: 2014-2023 年婴幼儿配方奶粉价格变化.....	8
图 5: 2010-2023 年中国育龄妇女数量持续下滑 (亿人) .....	9
图 6: 1994-2018 年生育率与二胎生育率变化 (%) .....	9
图 7: 2019 年各省市人口出生率 (%) .....	9
图 8: 2008-2019 中国新生儿人口数量及增速.....	10
图 9: 2011-2019 年新生儿二孩占比.....	10
图 10: 2010-2019 中国 0-3 岁婴幼儿人口数量及增速.....	10
图 11: 联合国对中国未来 0-4 岁人口数量的预测 (千人) .....	10
图 12: 中国 0-6 个月婴儿纯母乳喂养率低于世界平均 (2019) .....	11
图 13: 2020 年各国 15 岁 (含) 以上女性就业率.....	11
图 14: 2013-18 年 0-6 个月婴儿纯母乳喂养率变化.....	11
图 15: 农村地区母乳喂养率显著高于城市地区 (2017 年) .....	11
图 16: 2013-2018 年婴配奶粉分段均价.....	12
图 17: 2018 年中国婴幼儿配方奶粉分段销售量占比.....	12
图 18: 婴幼儿配方奶粉的平均售价走势 (元/公斤) .....	12
图 19: 超高端、高端及普通婴幼儿配方奶粉的市场占比 .....	12
图 20: 我国中产阶级及其消费占比大幅提升 (单位: %) .....	13
图 21: 在孩子身上的花销在母婴家庭月收入中所占比重 .....	13
图 22: 奶粉涨价情况回溯.....	13
图 23: 中国婴幼儿奶粉行业发展历程.....	15
图 24: 2020 年中国婴幼儿配方奶粉市场 CR10 (销售额口径) .....	16
图 25: 2019 年中国婴幼儿配方奶粉市场集中度与美国对比 (销售额口径) .....	16
图 26: CR10 集中度不断提升 (销售额口径) .....	16
图 27: 2014-2019 年婴幼儿奶粉进口数量.....	16
图 28: 2016-2018 年国产奶粉在不同城市渗透率+婴儿的数量.....	17
图 29: 2016-2018 年国产奶粉在不同代际消费者中渗透率 .....	17
图 30: 低线城市人口数量更多 (2019 年, 百万人) .....	17
图 31: 2016-2018 年高端国产婴幼儿配方奶粉不同品牌在三四线城市女性消费者中的订单数分布 .....	17
图 32: 奶粉品牌认知度与购买意愿之间存在差值 .....	18
图 33: 不同奶粉产品的最终购买率 .....	18
图 34: 通过注册制的国内外配方数量占比 (截至 2020.12.31) .....	19
图 35: 通过奶粉注册配方数量前六的企业 (截至 2020.12.31) .....	19
图 36: 2011-2020 婴幼儿配方奶粉市场 CR10 变化.....	20
图 37: 2019 年前十的品牌在 2015 年的市占率.....	20
图 38: 按销售渠道划分的婴幼儿配方奶粉零售额 .....	21
图 39: 婴幼儿奶粉销售额份额及增速 (滚动两年) .....	21

图 40: 淘系婴幼儿奶粉线上销售额变化 (百万元) .....	22
图 41: 各段位的品牌忠诚度 (2017.09-2018.09) .....	22
图 42: 前十大品牌在全渠道 (2019) 和淘系线上渠道 (2020.06) 的销售额占比差异 (牛奶粉口径) .....	22
图 43: 2020 年线上婴幼儿牛奶粉中国品牌占比 .....	22
图 44: 2018-2020 年 5 月中国母婴产品销售额增速 .....	23
图 45: 2020 年母婴广告主在短视频/直播广告投放增加比例 .....	23
图 46: 母婴门店提供的多样化服务 .....	23
图 47: 2017.08-2018.07 母婴渠道各品类销售额占比 .....	24
图 48: 2017-2018 母婴渠道婴儿奶粉价格段份额及增速 .....	24
图 49: 母婴渠道 TOP10 厂商中本土和国际销售额份额&增速 .....	24
图 50: 爱婴室 2020H1 营业收入区域占比 .....	25
图 51: 爱婴室 2020H1 分品类营业收入及毛利率 .....	25
图 52: 不同城市等级的纯母乳喂养率 (2018) .....	26
图 53: 2014-2023 按城市等级划分的婴幼儿配方奶粉零售额 .....	26
图 54: 不同等级城市消费者对国产品牌的购买意愿 (2016) .....	26
图 55: 国产品牌在低线城市的销售占比及增速水平优于国际品牌 (2018) .....	26
图 56: 三四线城市母婴店连锁程度 .....	27
图 57: 2016-2018 年全国母婴店数量(家) .....	27
图 58: 三四线城市母婴店通货品牌占奶粉总销量 .....	27
图 59: 三四线城市受欢迎的控区品牌 .....	27
图 60: 截止到 2020 年 12 月我国注册配方奶粉按细分数量 .....	28
图 61: 2013-2018 年羊奶粉销售额占比 .....	28
图 62: 羊奶粉市场规模 (单位: 亿元) .....	29
图 63: 是否了解羊奶粉和牛奶粉的区别 .....	30
图 64: 2018 年中国、亚洲、欧洲人均羊奶粉消费量 (千克/年) .....	30
图 65: 中国飞鹤发展史 .....	32
图 66: 2019-2020 飞鹤线上+线下渠道销售额份额 (%) .....	33
图 67: 2019-2020 飞鹤线下渠道销售额份额 (%) .....	33
图 68: 飞鹤股权穿透图 .....	33
图 69: 高端系列占比提升拉动整体毛利率改善 .....	34
图 70: 国产超高端奶粉上市时间及价格 (元) .....	35
图 71: 飞鹤星飞帆各环节加价情况 (单位: 元) .....	35
图 72: 2016-2018 年飞鹤举办活动支出 (百万元) .....	36
图 73: 飞鹤在线下母婴店的亲子引流活动 .....	36
图 74: 飞鹤在母婴店的促销活动 .....	36
图 75: 澳优发展历程 .....	39
图 76: 澳优股权结构 (截至 2020 年 6 月 30 日) .....	39
图 77: 澳优各事业部 BU 梳理 .....	40
图 78: 2020H1 澳优各 BU 收入/利润贡献占比 .....	41
图 79: 主要厂商推出羊奶粉时间 .....	42
图 80: 澳优各环节加价情况 (单位: 元) .....	43

图 81：2020 年各季度澳优牛奶粉/羊奶粉的营收及同比增速（单位：百万元） ..... 43

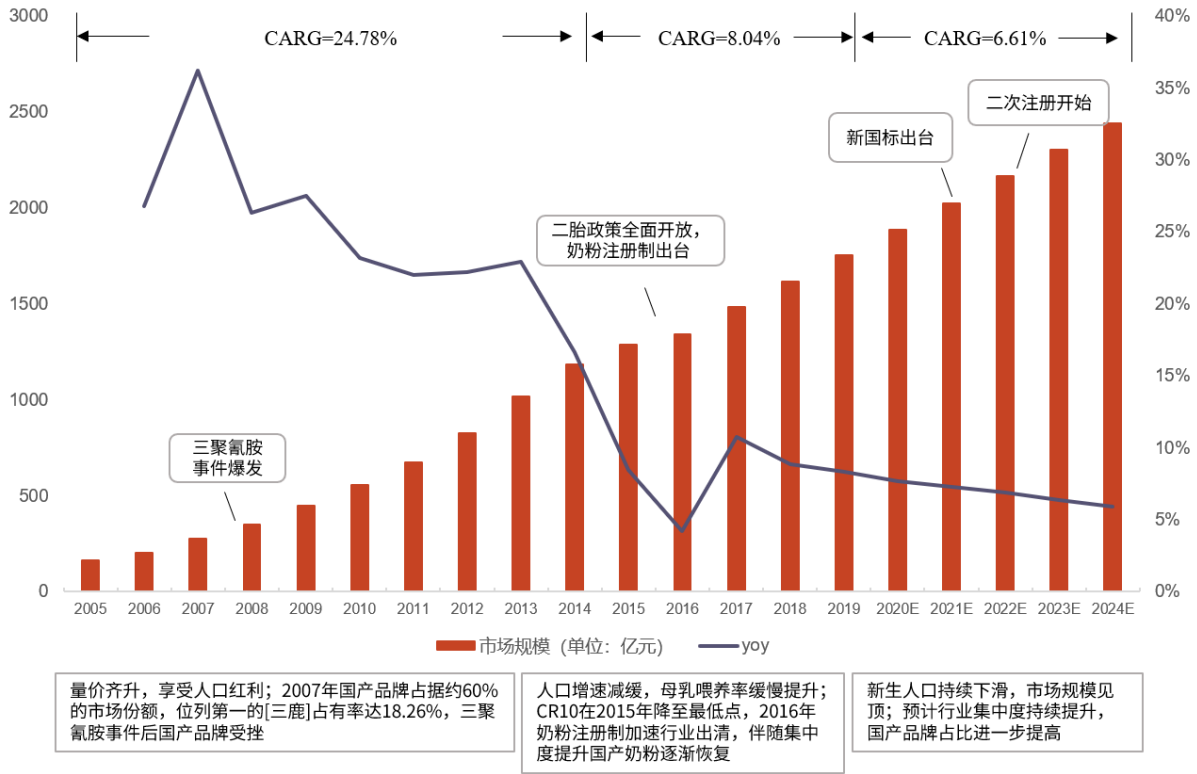
## 表目录

表 1：各省市消费潜力预测（2019） .....	14
表 2：2014-2023E 不同城市按档次划分婴配奶粉销售额（10 亿元）及增长率（%） .....	17
表 3：2008 年以来重要事件及政策一览表 .....	18
表 4：母婴店涉足区域 .....	25
表 5：飞鹤线下特供产品.....	25
表 6：羊奶、牛奶、母乳营养成分比较.....	28
表 7：进口奶粉品牌/进口奶源品牌一览.....	29
表 8：羊奶粉产品.....	30
表 9：飞鹤大单品收入占比.....	31
表 10：澳优单品收入占比.....	31
表 11：可比公司估值 .....	31
表 12：飞鹤主要产品系列.....	34
表 13：飞鹤星飞帆在线上不同购买渠道的价格一致（一罐 700g，单位：元） .....	36
表 14：各品牌宣传推广方式一览.....	37
表 15：中国飞鹤营收拆分及盈利预测（单位：百万元） .....	37
表 16：中国飞鹤财务数据和估值分析.....	38
表 17：澳优旗下主要产品.....	40
表 18：澳优营收拆分及预测 .....	44
表 19：澳优财务数据和估值分析.....	44
表 20：国产奶粉 TOP5 竞争格局 .....	46
表 21：海外奶粉 TOP6 竞争格局 .....	47

# 1、存量市场：高端化助力规模增长

回顾中国婴幼儿奶粉市场整体规模的变化，我们看到：2005-2014 年市场处于高速增长阶段，按销售额计市场规模 CAGR 达 24.78%。2014 年之后行业迎来拐点，增速降至个位数，2015-2019 年的 CAGR 为 8.04%，2019 年市场规模达到 1754.8 亿元。根据 Euromonitor，预计 2020-2024 年行业 CAGR 为 6.61%。

图 1：2005-2024 年婴幼儿奶粉行业市场规模（销售额，单位：亿元）

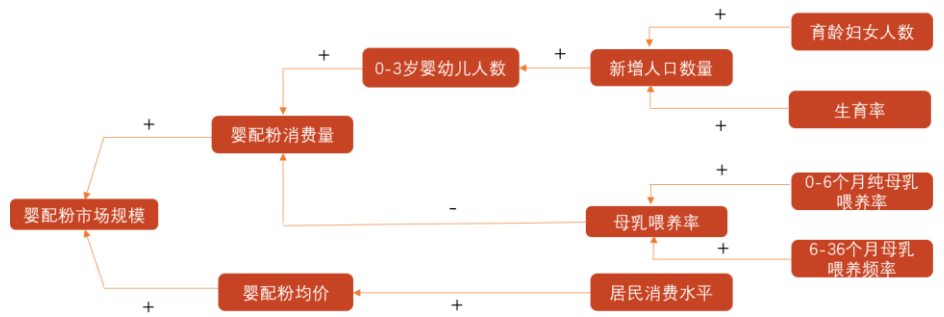


资料来源：Euromonitor 数据及其预测，光大证券研究所整理

从“量”和“价”维度看，奶粉市场的“量”由母乳喂养率和新增人口数量共同决定；“价”则取决于居民消费水平。虽然潜在的新生人口数量下滑、母乳喂养率提升会影响奶粉市场的基数水平；但高端及以上婴幼儿配方奶粉占比的提升仍在带动奶粉整体市场规模的增加：

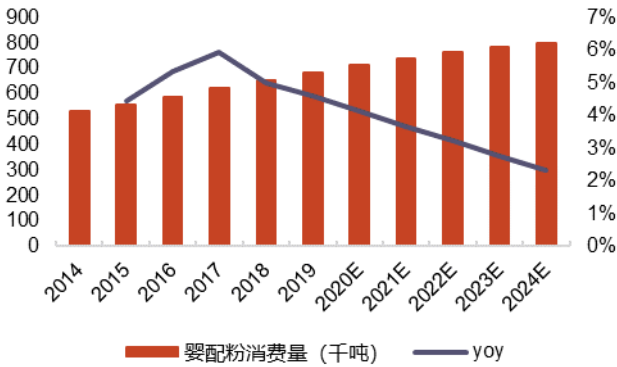
- 生育率和育龄妇女人数决定了新增人口数量；新生儿数量和母乳喂养率一起决定奶粉市场的消费量；
- 居民消费水平的变化决定了婴幼儿配方奶粉价格的变化趋势，以及在基数水平上所能达到的市场规模的天花板。

图 2：各因素对婴幼儿配方奶粉市场规模的影响情况



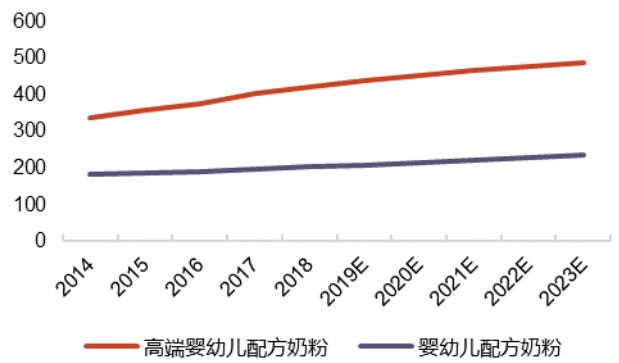
资料来源：光大证券研究所整理

图 3：2014-2024 年婴幼儿配方奶粉消费量的变化



资料来源：Euromonitor 预测

图 4：2014-2023 年婴幼儿配方奶粉价格变化



资料来源：弗若斯特沙利文预测，单位：元/公斤

### 1.1、量：婴幼儿配方奶粉消费量随新生儿数量下滑

婴幼儿配方奶粉市场消费量受到新增人口数&母乳喂养率的共同影响。婴幼儿人口的下滑影响了整体婴幼儿配方奶粉市场消费的基数，母乳喂养率的提升对行业规模亦有冲击。

- 新增人口数量：2008 年以来，我国的新增人口数量呈现持续低增长，2016 年受全面二孩政策的实施，新增人口数量同比短暂攀升至 8%。政策放开后，二孩占比有所提升，2019 年新生人口中二孩比例达到 57%。
- 母乳喂养率：1) 0-6 个月纯母乳喂养率近年来有所增长，但纯母乳喂养率仅影响一段奶粉的销售额（根据 Euromonitor，占比仅约为 25%），因此纯母乳喂养率提升对市场规模影响较小。2) 同时，受到宝妈们自身条件和产假的限制，6-36 月大婴幼儿的母乳喂养更多地由二段三段奶粉代替。因此，总体来看母乳喂养水平的提升将是较为缓慢的过程。

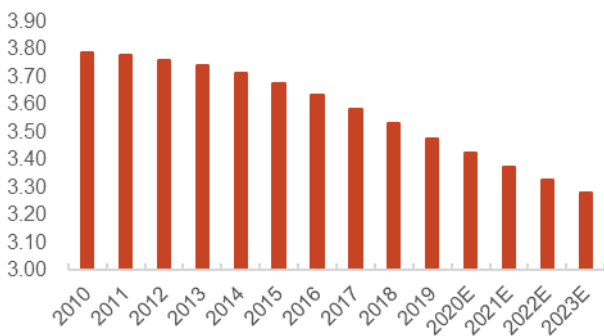


**新增人口数见顶回落：新生儿数量受育龄女性数量&生育率共同影响**

- **育龄妇女数量持续下滑。**根据 PopulationPyramid 的数据，2010 年达到约 3.79 亿人的高峰后，育龄女性数量持续下滑，2019 年降至约 3.48 亿人。根据其预测，未来育龄女性数量可能出现进一步下滑。
- **二胎生育率提升拉动整体生育率。**2001 年以来生育率整体在 34‰-39‰ 的区间波动，生育率较 2000 年前大幅下降的原因有：1) 节育技术进步；2) 晚婚晚育、丁克家庭数量增加；3) 养老负担严重、女性就业权益保障不足、房价、教育成本、医疗成本攀升导致的生育成本过高。

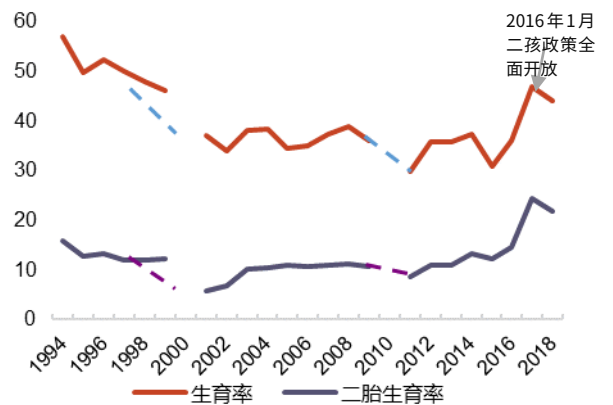
但另一方面，随着二胎政策的全面放开，二胎生育率的提升对于整体生育率的提升有直接帮助，2016 年后二胎生育率提升对于整体生育率改善的作用持续显现。

图 5：2010-2023 年中国育龄妇女数量持续下滑（亿人）



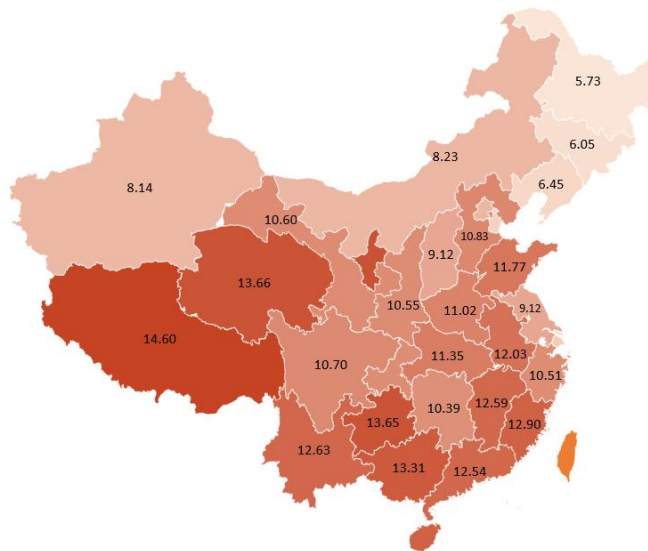
资料来源：PopulationPyramid.net  
注：育龄妇女统计口径为 15-49 岁女性

图 6：1994-2018 年生育率与二胎生育率变化（‰）



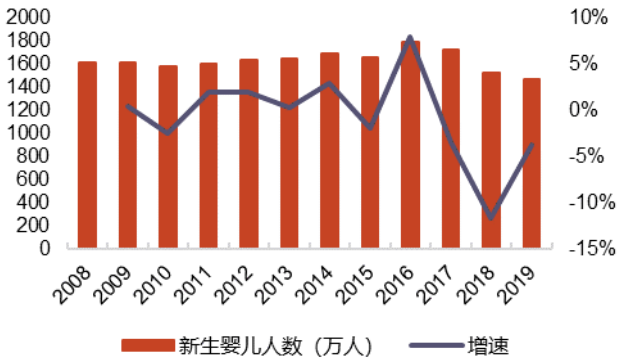
资料来源：WIND（计算方法：一年内出生人口与同期育龄妇女人数之比）  
注：虚线部分 2000 年和 2010 年数据缺失

图 7：2019 年各省市人口出生率（‰）



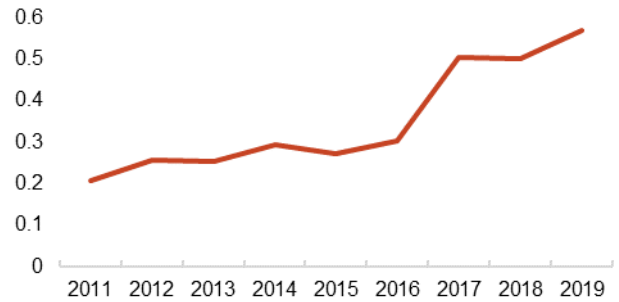
资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

图 8：2008-2019 中国新生儿人口数量及增速



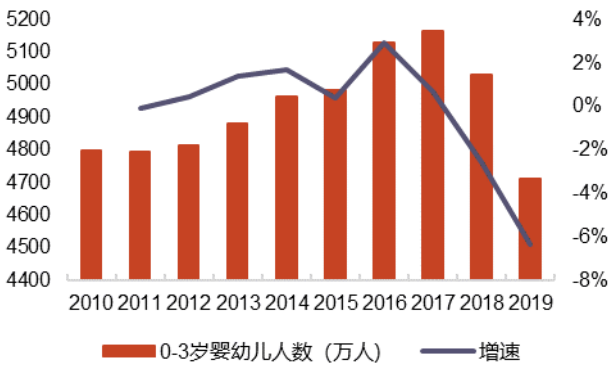
资料来源：国家统计局

图 9：2011-2019 年新生儿二孩占比



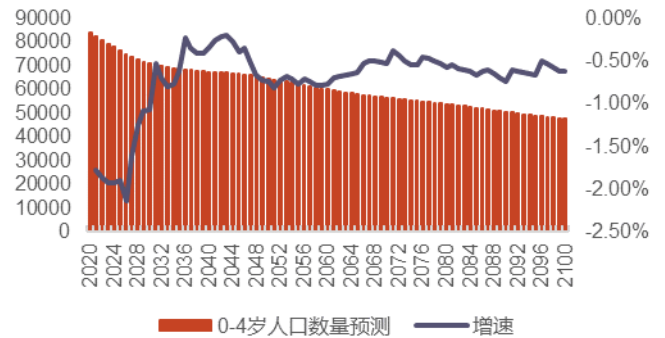
资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

图 10：2010-2019 中国 0-3 岁婴幼儿人口数量及增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

图 11：联合国对中国未来 0-4 岁人口数量的预测（千人）



资料来源：United Nations Population Division，光大证券研究所整理

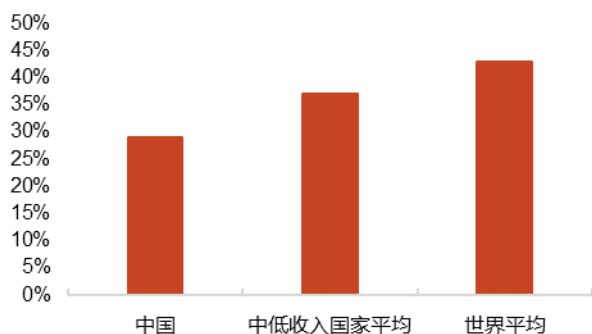
### 母乳喂养率有所提升但仍处于较低水平

我国纯母乳喂养率偏低，受政策刺激影响母乳喂养率有所提升。但由于母乳喂养主要对一段奶粉有替代效应，而一段奶粉在整体婴幼儿配方奶粉销售额中占比仅为约 25%，我们认为母乳喂养率提升的冲击整体可控。

世界卫生组织建议婴儿出生后至 6 个月期间仅由纯母乳喂养，根据中国发展研究基金会 2019 年发布的报告，中国的纯母乳喂养率为 29%，低于 43% 的世界平均水平和 37% 的中低收入国家水平，这背后的主要原因有：

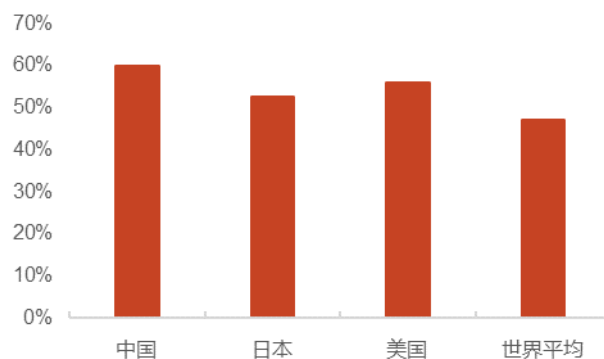
- 中国女性就业率位于世界前列：2020 年中国 15 周岁及以上女性就业率达 59.84%。
- 产假时间较短。中国法律给予女性产后 98 天的假期，加上各地政策增加的产假时长，少数省市达到 6 个月的产假标准，但大多数省市还未达到。
- 对母乳喂养的认知不足。根据中国发展研究基金会的报告，国内对纯母乳喂养的认知度仅为 58.3%（2019.2 报告，统计样本时间为 2017 年），相比大城市和农村地区，中小城市对纯母乳喂养的认知最为欠缺。

图 12: 中国 0-6 个月婴儿纯母乳喂养率低于世界平均 (2019)



资料来源: 中国发展研究基金会  
注: 中国统计样本 N=10223

图 13: 2020 年各国 15 岁 (含) 以上女性就业率



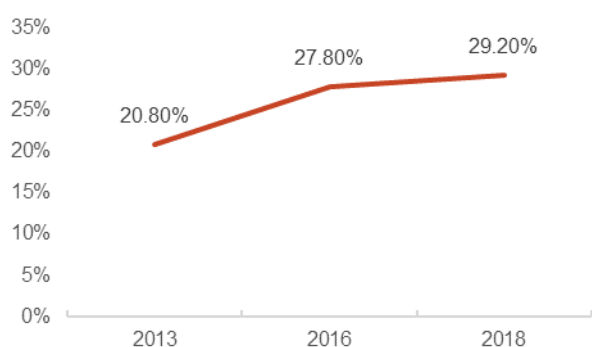
资料来源: 世界银行

**0-6 个月纯母乳喂养率有所提升, 但近年来速度放缓。**2017 年国务院发布《国民营养计划 (2017-2030) 》, 要求进一步提高 0-6 个月婴儿的纯母乳喂养率, 争取在 2020 年达到 50%。随着国家的宣传推广和消费者意识的增强, 0-6 个月的纯母乳喂养率从 2013 年的 20.80% 上升到 2018 年的 29.20%。

**婴幼儿配方奶粉市场中二段、三段奶粉占比更高。**由于产假时间和乳母们自身条件的限制, 一段 (0-6 个月) 奶粉的母乳喂养率更高, 而二段 (6-12 个月) 和三段 (12-36 个月) 则较低。

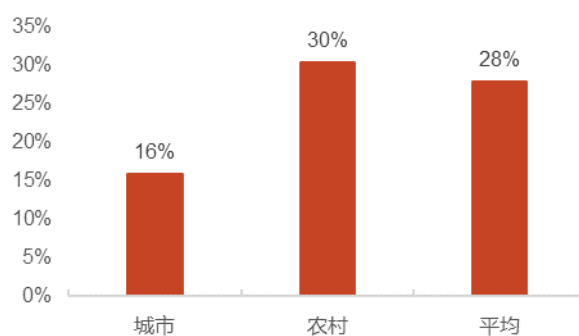
考虑到 1) 纯母乳喂养率的提升仅影响一段奶粉, 2) 对 6-36 个月母乳喂养频率的现状约束。我们认为整体来看, 未来母乳喂养率对婴幼儿配方奶粉市场消费量的影响是相对可控的。

图 14: 2013-18 年 0-6 个月婴儿纯母乳喂养率变化



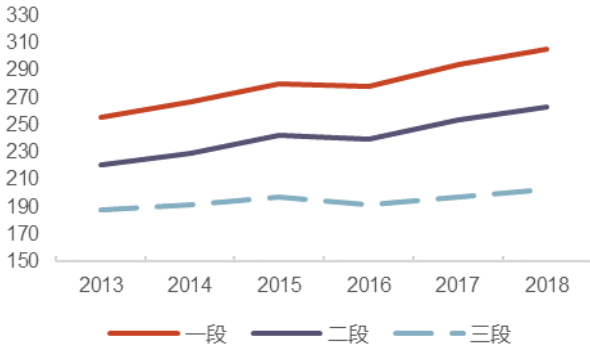
资料来源: 艾媒咨询

图 15: 农村地区母乳喂养率显著高于城市地区 (2017 年)



资料来源: 中国发展研究基金会

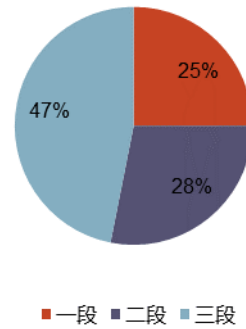
图 16：2013-2018 年婴配奶粉分段均价



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院

单位：元/公斤

图 17：2018 年中国婴幼儿配方奶粉分段销售量占比



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院

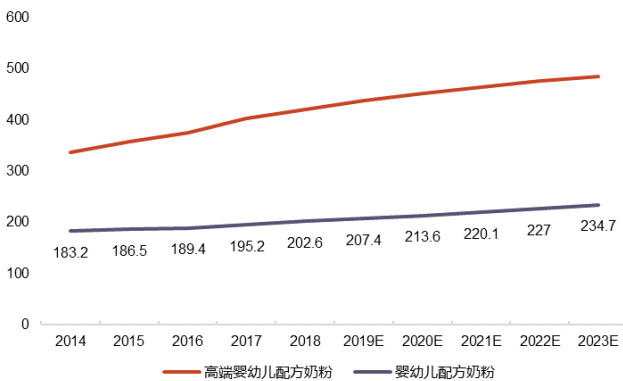
## 1.2、 价：结构升级带动婴幼儿配方奶粉均价提升

### 1.2.1、 结构升级：持续带动市场均价上涨

根据弗若斯特沙利文，我国婴幼儿配方奶粉产品的整体平均零售价由 2014 年的 183.2 元/公斤提升至 2018 年 202.6 元/公斤，CAGR 为 2.6%。2014-2018 年高端及超高端婴幼儿配方奶粉经历了量价齐升的过程，带动了整体市场均价的提升。

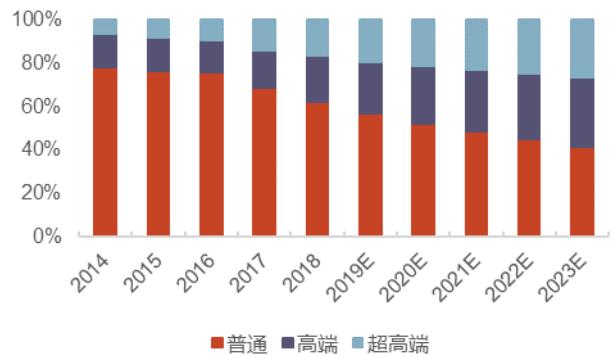
- 占比提升快：2014-2018 年高端及超高端的婴幼儿配方奶粉实现高速增长，占比由 21.99%提升至 37.89%。
- 单价增速高：2014-2018 年高端及超高端奶粉价格由 336.3 元/公斤提升至 421.7 元/公斤，CAGR 为 5.8%。

图 18：婴幼儿配方奶粉的平均售价走势 (元/公斤)



资料来源：Euromonitor 预测

图 19：超高端、高端及普通婴幼儿配方奶粉的市场占比

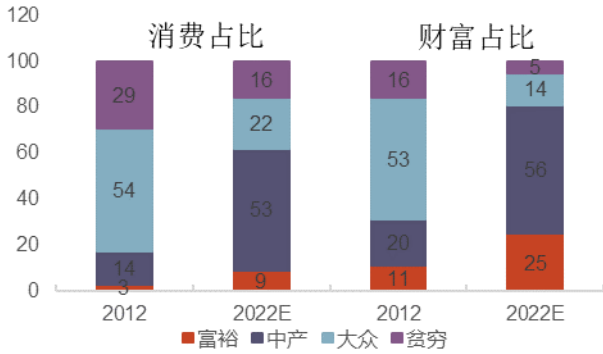


资料来源：弗若斯特沙利文，注：超高端的价格为每公斤 450 元 RMB 或以上，高端为每公斤 350-449 元 RMB，普通为每公斤 350 元以下。

从消费意愿看，消费者对于婴幼儿奶粉的安全性异常重视，且在中国传统“孩子最重要”的家庭观念影响下，消费者愿意为婴儿奶粉支付一定溢价，这支撑着高端化婴幼儿配方奶粉的发展。未来随着高端及超高端婴幼儿配方奶粉渗透率的进一步提升，婴幼儿配方奶粉的单价将继续提升，从而拉动市场规模的增长。

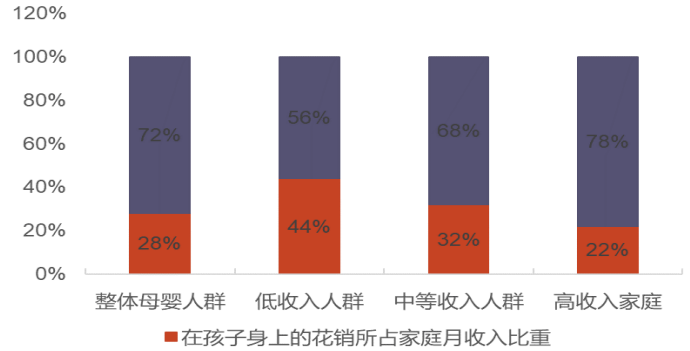
从消费能力看，随着中国中产阶级崛起，其消费和财富在总人口中的占比迅速扩大。作为社会阶级结构的“中流砥柱”，中产阶级人数众多，且具有较强消费水平，是能够消费高端及以上婴幼儿配方奶粉的潜在人群。且中国传统观念重视对于下一代的培养，在独生子女政策之后的家庭漏斗式结构下，祖辈亦会给予一定的经济支持。

图 20：我国中产阶级及其消费占比大幅提升（单位：%）



资料来源：麦肯锡预测

图 21：在孩子身上的花销在母婴家庭月收入中所占比重



资料来源：尼尔森，截至 2020 年 05 月

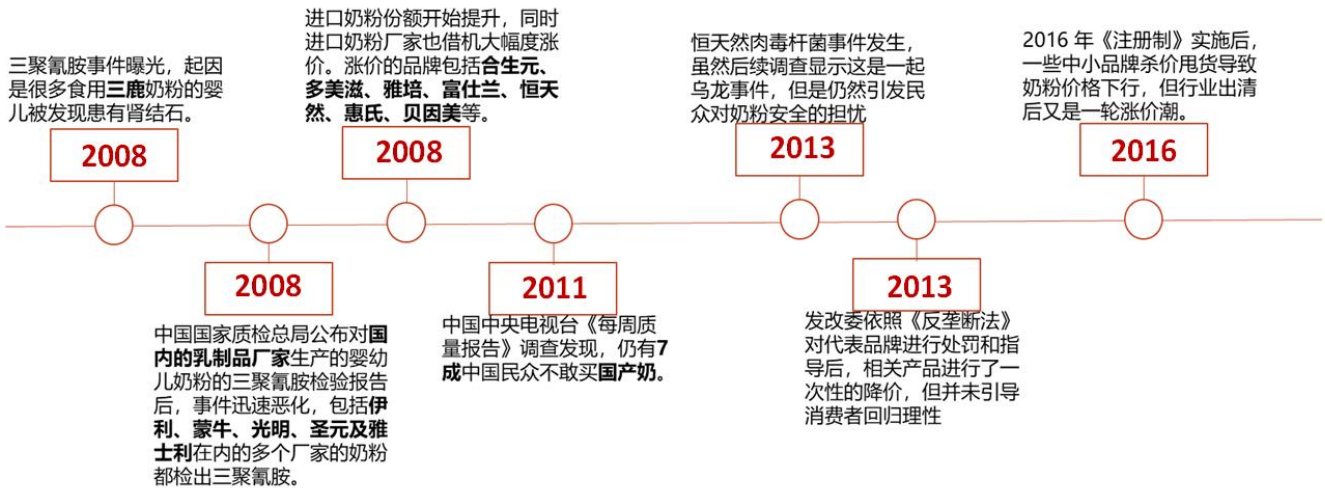
\*总育儿花销平均 5242.63 元

\*\*所有受访者 n=1558；低收入家庭 (Base:350)：月收入 1w 以下，中等收入家庭 (Base:762)：月收入 1-2w，高收入家庭 (Base:446)：月收入 2w 以上

### 1.2.2、事件性因素催化价格上涨

婴幼儿配方奶粉行业的价格提升受到事件性因素的影响。消费者对于奶粉的安全性格外敏感，并倾向认为“高价”=“高品质”，特别是在曝光质量问题后，价格高的产品反而会给消费者以信任感。

图 22：奶粉涨价情况回溯



资料来源：Wind，界面新闻，光大证券研究所整理

- 2008 年三聚氰胺事件后，进口品牌奶粉份额进一步提升，同时纷纷提价。2009 年 7 月，惠氏率先以“企业生产基地转移导致成本上升”原因将产品

价格提升约 7%，此后一直到 2011 年，美素、雅培、雀巢、美赞臣、惠氏等进口奶粉品牌多次以“产品升级、更换新包装、成本上升”等原因提价。

- 2013 年的恒天然肉毒杆菌事件后，进口品牌开始推出每罐 400 元的超高端产品。
- 2013 年国家发改委对合生元、美赞臣、多美滋、雅培、富仕兰（美素佳儿）、恒天然六家乳粉生产企业的价格垄断行为进行处罚，据发改委反垄断局调查处介绍，自 2008 年三聚氰胺事件以后，在原料奶成本没有大的变化下，中国国内主要奶粉品牌售价基本上涨了 30%。
- 2013 年发改委依照《反垄断法》对代表品牌进行处罚和指导后，相关产品进行了一次性的降价，但并未引导消费者回归理性，随后品牌商更是通过推陈出新继续涨价。
- 2016 年《注册制》实施后，一些中小品牌杀价甩货导致奶粉价格下行，但行业出清后又是一轮涨价潮。

不考虑母乳喂养率的影响，我们利用新生儿数量和居民人均可支配收入对中国各省市的婴幼儿配方奶粉消费潜力进行排序，前五名分别为广东省、山东省、河南省、江苏省、浙江省。以飞鹤为例，可以看到在消费潜力较大的城市，经销商和零售销售点数量都更多。

表 1：各省市消费潜力预测（2019）

地区	新生儿数量（万）	新生儿数量百分制 A	居民人均可支配收入（元）	居民人均可支配收入百分制 B	总分=A <sup>2</sup> *B/10000	飞鹤经销商数目（2019.06.30）
广东	143.38	100.00	39014.28	75.80	75.80	49**
山东	118.39	92.77	31596.98	69.91	60.16	97***
河南	120	93.24	23902.68	63.79	55.45	121***
江苏	73.6	79.81	41399.71	77.70	49.50	62***
浙江	60.9	76.14	49898.84	84.46	48.96	33**
四川	89.4	84.38	24703.15	64.42	45.87	43***
河北	82.03	82.25	25664.71	65.19	44.10	106***
安徽	76.58	80.67	26415.09	65.79	42.82	64***
湖南	71.8	79.29	27679.71	66.79	41.99	67***
湖北	67.21	77.96	28319.46	67.30	40.91	34**
上海	16.9	63.41	69441.56	100.00	40.21	2
北京	17.49	63.58	67755.91	98.66	39.88	7
福建	51.25	73.35	35616.09	73.10	39.33	24*
广西	65.6	77.50	23328.21	63.33	38.04	50*
江西	58.6	75.47	26262.45	65.66	37.40	48**
云南	61.2	76.22	20397.36	61.00	35.44	15*
贵州	49.3	72.78	22082.43	62.34	33.02	24*
陕西	40.83	70.33	24666.26	64.40	31.85	32**
辽宁	28.07	66.64	31819.75	70.08	31.12	36*
重庆	31.5	67.63	28920.41	67.78	31.00	21*
山西	33.97	68.35	23828.46	63.73	29.77	51*
天津	10.51	61.56	42404.14	78.50	29.75	9
内蒙古	20.9	64.57	30555.03	69.08	28.80	7
黑龙江	21.49	64.74	24253.59	64.07	26.85	66*

甘肃	28.06	66.64	19139.02	60.00	26.64	29*
新疆	20.54	64.46	23103.38	63.15	26.24	21
吉林	16.32	63.24	24562.91	64.31	25.72	42*
海南	12.16	62.04	26679.48	66.00	25.40	1
宁夏	6.55	60.41	24411.89	64.19	23.43	3
青海	8.3	60.92	22617.68	62.77	23.29	2
西藏	5.12	60.00	19501.3	60.29	21.70	

资料来源：国家统计局，飞鹤招股书，光大证券研究所整理

注：百分制计算假设所有省市中最高值为 100 分，最低值为 60 分

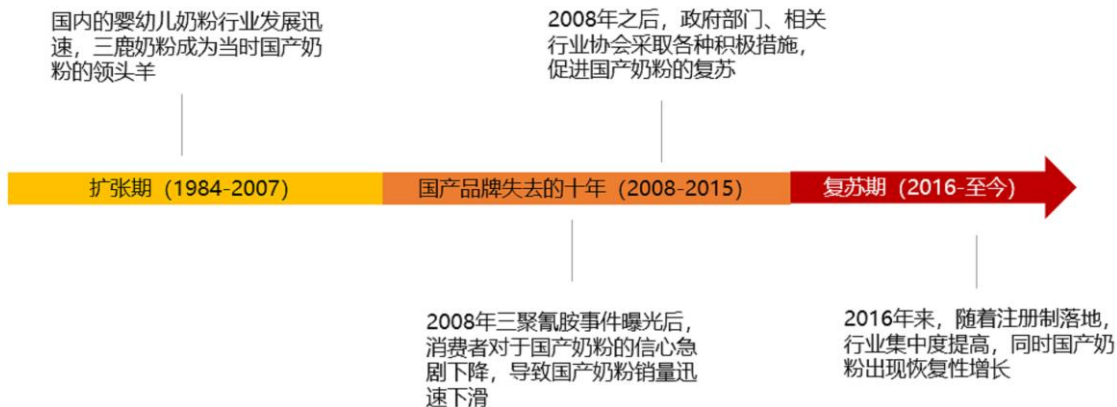
注：\*的多少代表零售销售点的数目：5000 个以上 (\*\*\*)，3000-5000 个 (\*\*)，1000-3000 个 (\*)，1000 个以下

## 2、市场格局：国产品牌份额持续提升

纵览本土奶粉的发展，国产品牌经历了三聚氰胺事件冲击下的行业低谷，而后随着品牌力的提升+消费者意愿的恢复，以及国家政策的鼓励，开始步入复苏期：

- 高速发展期（1984 年-2007 年），乳制品行业成为发展的主要行业和重点方向，为中国婴幼儿配方奶粉的生产创造了一个契机，婴幼儿奶粉行业快速扩张，三鹿奶粉成为国产奶粉领头羊，三鹿在巅峰期市占率一度达到 18%。
- 受挫期（2008 年-2015 年），随着 2008 年三聚氰胺事件曝光，消费者对于国产奶粉的信心急剧下降，国产奶粉销量迅速下滑，进口奶粉成为主流选择，在此期间政府开始积极推出政策促进国产奶粉发展。
- 复苏期（2016 年至今），奶粉新政推行，同时进口品牌食品安全问题发生，例如 2017 年 12 月的法国“毒奶粉”事件，2018 年 4 月西班牙奶粉造假事件。国产奶粉正式进入复苏通道，消费者对国内奶粉品牌的购买意愿提高。

图 23：中国婴幼儿奶粉行业发展历程



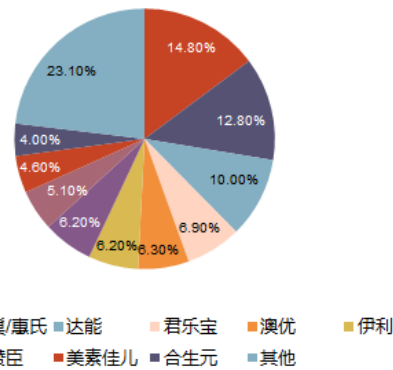
资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所整理

### 2.1、行业格局：市场集中度+国产奶粉占比提升

根据 Euromonitor,我国奶粉市场的集中度处在不断提升中，国产奶粉品牌的销售额占比亦在持续增长。但与海外成熟市场相比，我国婴幼儿配方奶粉市场的集中度还有较高提升空间。

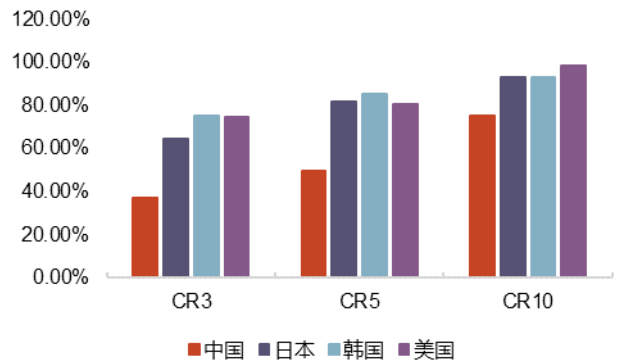
- 根据弗若斯特沙利文，2014-2018 年国产品牌的零售口径销售额市占率从 45% 提升至 46.6%，2023 年有望进一步提升至 52%；
- 根据 Euromonitor 的数据，2020 年中国婴幼儿配方奶粉市场 CR10 为 76.9%，前五大品牌分别为飞鹤、惠氏、达能、君乐宝、澳优。CR10 中有 5 个国产品牌，2020 年飞鹤的市占率超越惠氏成为第一，达到 14.80%，君乐宝占比为 6.9%，澳优占比为 6.3%；
- 我国婴幼儿配方奶粉进口数量 2019 年达 345.46 千吨，进口奶粉的增速自 2018 年起出现明显下滑。

图 24：2020 年中国婴幼儿配方奶粉市场 CR10（销售额口径）



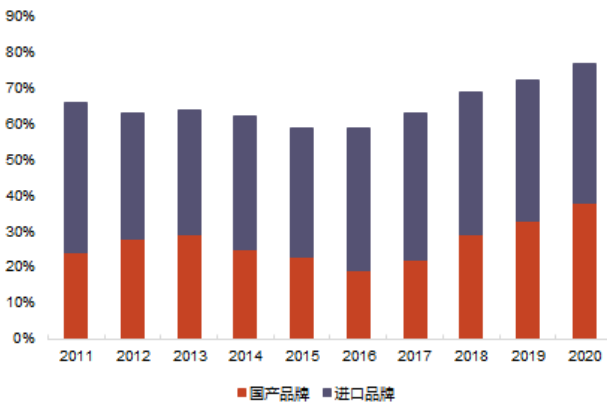
资料来源：Euromonitor

图 25：2019 年中国婴幼儿配方奶粉市场集中度与美国对比（销售额口径）



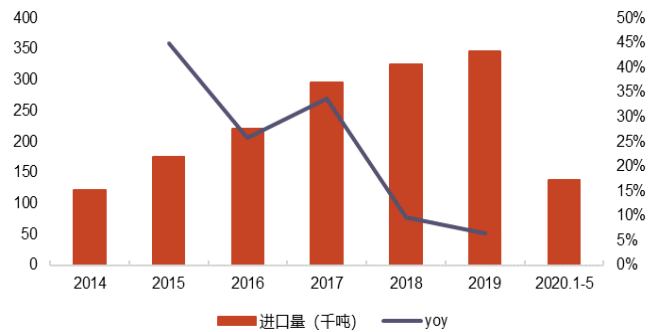
资料来源：Euromonitor

图 26：CR10 集中度不断提升（销售额口径）



资料来源：Euromonitor

图 27：2014-2019 年婴幼儿奶粉进口数量



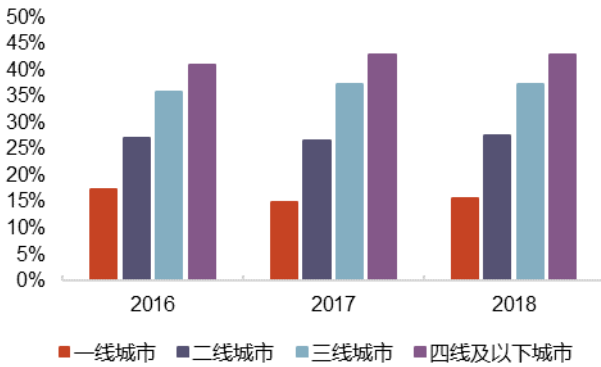
资料来源：WIND

从消费者结构看，低线级市场的消费者对国产奶粉的接受度更高，此外年轻消费者对国产品牌的接受度较好。

- 从城市等级来看，2018 年国产奶粉在三线、四线及以下城市的渗透率分别达到 35%、40% 以上，明显高于一二线城市。
- 从消费者年龄结构来看，2018 年国产奶粉在 90 后、95 后群体中的渗透率最高，年轻一代对于国产品牌的接受程度相对更优。

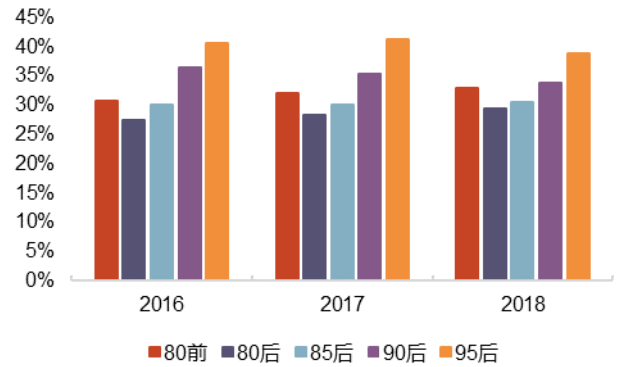


图 28: 2016-2018 年国产奶粉在不同城市渗透率+婴儿的数量



资料来源: CBNdata

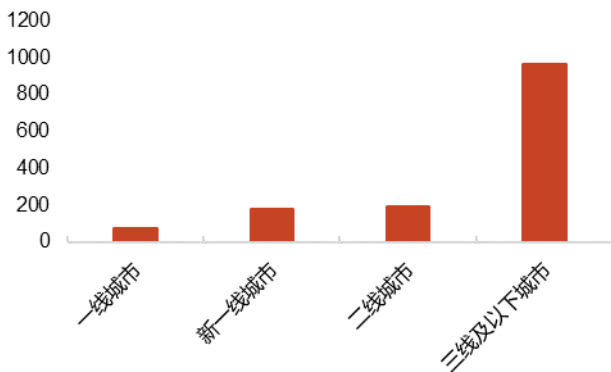
图 29: 2016-2018 年国产奶粉在不同代际消费者中渗透率



资料来源: CBNdata

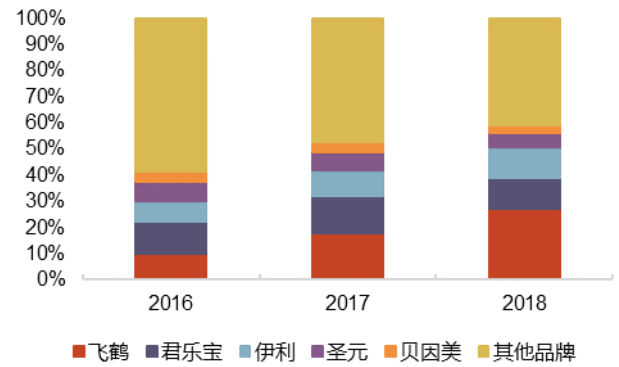
我国三线及以下城市的人口数量众多, 约占总人口的 68%, 下线城市是婴幼儿配方奶粉的主要消费群体。根据 CBNData, 从三四线城市女性消费者的订单数看, 2016-2018 年飞鹤增长最快, 占比由 10% 增至 27%。

图 30: 低线级城市人口数量更多 (2019 年, 百万人)



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

图 31: 2016-2018 年高端国产婴幼儿配方奶粉不同品牌在三线城市女性消费者中的订单数分布



资料来源: CBNdata  
注: 高端指 333.33 元/公斤及以上

表 2: 2014-2023E 不同城市按档次划分婴幼儿奶粉销售额 (10 亿元) 及增长率 (%)

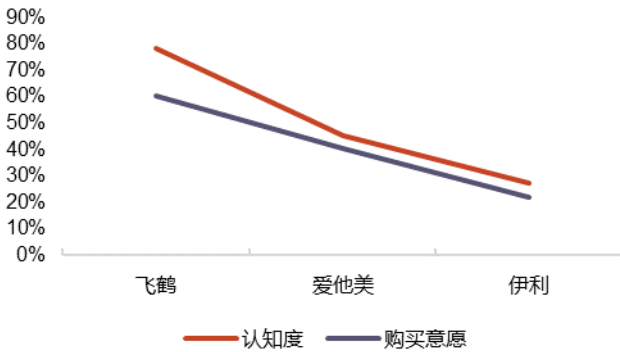
城市分级	2018 新生儿人口 (万)	产品档次	2014	2018	2023E	14-18CAGR	19-23CAGR
一线城市	53.1	超高端	1.8	5.6	9.4	33.0%	11.1%
		高端	3.7	6.5	10.5	14.8%	10.2%
		普通	10.8	10.0	7.5	-2.1%	-5.5%
		总计	16.3	22.0	27.5	7.7%	4.5%
新一线城市	167.4	超高端	3.0	11.9	26.3	41.0%	17.3%
		高端	6.4	13.8	29.9	21.3%	16.8%
		普通	22.3	22.9	10.7	0.7%	-14.1%
		总计	31.6	48.5	67.0	11.3%	6.7%
二线城市	210	超高端	2.5	9.7	21.1	39.8%	17.0%

		高端	5.0	10.8	23.2	21.0%	16.6%
		普通	21.2	22.3	13.8	1.3%	-9.2%
		总计	28.7	42.7	58.0	10.4%	6.3%
三线及以下城市	1092.4	超高端	3.6	14.3	33.5	41.1%	18.6%
		高端	9.3	20.5	45.8	21.9%	17.4%
		普通	70.9	97.0	110.9	8.2%	2.7%
		总计	83.8	131.8	190.2	12.0%	7.6%

资料来源：飞鹤招股书，弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所

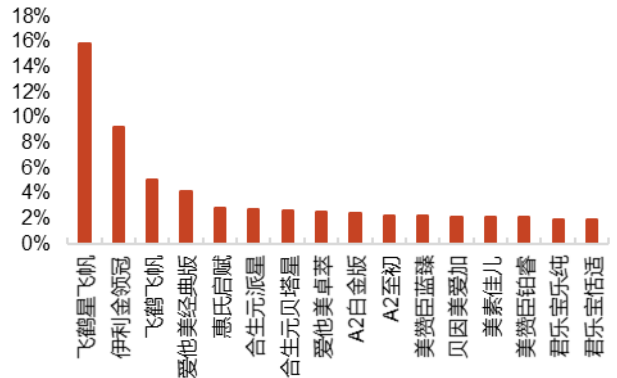
根据母婴研究院发布的以 90、95 后以及三线及以下市场用户为主进行调研的报告（调研时间 20 年 1-3 月，样本 N=5500+），消费者从认知、到意愿购买、到最终购买、再到复购，每个阶段的选择都会有所不同。国产品牌中，用户对飞鹤的认知度为 78.3%，购买意愿为 60.4%，营销策略还有一定提升空间。从最终购买率看，国产品牌排名前三位分别为飞鹤、伊利和爱他美。

图 32：奶粉品牌认知度与购买意愿之间存在差值



资料来源：母婴研究院，调研时间 20 年 1-3 月，样本 N=5500+

图 33：不同奶粉产品的最终购买率



资料来源：母婴研究院，调研时间 20 年 1-3 月，样本 N=5500+

## 2.2、 国产奶粉的崛起之路

2007 年，国产品牌占据约 60% 的市场份额，位列第一的[三鹿]在全国奶粉市场占有率达 18.26%，销售额达 100 亿元。2008 年的三聚氰胺事件严重影响了消费者对国产奶粉的信心。三鹿退出市场，消费者也更倾向购买进口品牌。

三聚氰胺事件后，国家对婴配奶粉进行了更严格的监控，出台了一系列政策促使行业集中度，尤其是国产奶粉份额的提高。2016 年配方奶粉注册制出台，市场整合进一步加剧，龙头企业份额进一步提升；此后 2019 年国产乳粉提升方案进一步体现了国家对于国产奶粉品牌的重视。

表 3：2008 年以来重要事件及政策一览表

年份	事件或政策	注释
2008	三聚氰胺事件	22 家公司所售奶制品查出三聚氰胺成分 大约 54000 名婴儿入院治疗
2013	恒天然食品安全问题	恒天然召回 7 个国家大约 1000 吨产品（包括婴儿配方奶粉） 中国暂时禁止从新西兰进口奶粉
2014.	进口奶粉新规	未经注册的境外生产企业的婴幼儿配方奶粉不允许进口
	推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案的通知	采取多种方式推动企业兼并重组，支持兼并重组企业奶源基地建设
2015	食品安全法出台	更严格的食品安全条例，加强了对供应链的监管，并对违规者采取更严厉的措施

	奶粉检测频度增加	国家食药监局新闻发布会上宣布加大奶粉的检测频度，从季度抽检改为月度抽检。
	全国奶业发展规划	提出到 2020 年实现婴幼儿配方奶粉行业前十家国产品牌集中度达到 80% 的目标
2016	发布“进口税改”“正面清单”	2017 年 5 月两项政策落地实施；“正面清单”提高了进口品牌准入门槛；“进口税改”后海淘价格优势降低
	配方奶粉注册制出台	国家食品药品监督管理局规定，每家公司只能有 3 种婴幼儿配方奶粉系列，每个系列只能有 3 种产品配方。 企业现有产品和品牌的注册期限到 2018 年 1 月 1 日，自 2018 年起，这些婴幼儿配方奶粉必须获得产品注册证书，否则将被勒令退出市场。
2018	国家市场监督管理总局新设组织	政府机构重组，将市场监管职能纳入一个部门(过去是三个)
	公布婴幼儿配方奶粉新国标	卫健委公布了婴幼儿配方奶粉新的国家标准并公开征求意见，增加了对部分营养素的规定，对蛋白和乳糖的比例做出更明确要求；同时对维生素、烟酸、叶酸，以及钠、钾、铜等营养素的用量的上下限，进行了严格的规定。
2019	政府激励国内制造商	对进口的婴幼儿配方奶粉实行更严格的监管，并为本国企业扩大婴幼儿配方奶粉的生产或拓展海外业务提供财政激励
	国产乳粉提升行动方案	力争乳粉自给率达到 60% 以上
2020	乳制品质量安全提升行动方案	称将加大对婴幼儿配方乳粉生产许可的审查力度，并将修订《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》，明确不予注册的情形，其中包括进一步加强对婴幼儿配方乳粉产品配方科学性、安全性材料和研发报告的审查，对配方科学依据不足，提交材料不支持配方科学性、安全性的一律不予注册
2021	婴幼儿配方奶粉新国标出台	新国标将有 2 年过渡期，2023 年 2 月 22 日正式实施。新国标对企业提出了更严格的质量控制要求，对奶粉企业的生产工艺、研发和生产能力均提出了更高要求。

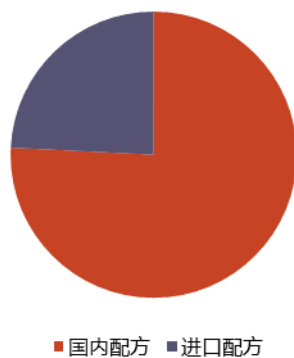
资料来源：Wind，界面新闻，光大证券研究所整理

### 2.2.1、配方奶粉注册制促进行业向龙头集中

2016 年 6 月，《婴幼儿配方乳粉配方注册管理办法》出台，规定对本土和进口的婴幼儿配方奶粉实行注册管理。实施注册制以前，国内婴幼儿品牌有 2300 多个，产品间同质化严重。**注册制实施后，加速了中小品牌的退出和品牌间的并购整合。**

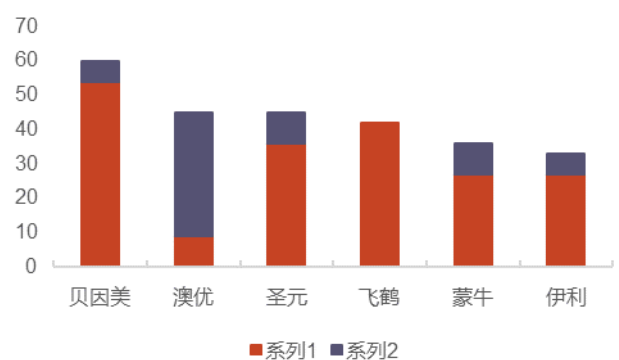
- 截止到 2020 年 12 月 31 日，境内的 117 家工厂的 992 个配方通过了注册，境外的 52 家工厂的 319 个配方通过了注册。
- 国产 v.s.进口数量占比：进口奶粉数量仅占 24.33%。
- 国产品牌中，贝因美共有 60 个配方通过了注册，澳优、飞鹤、蒙牛雅士利、分别有 45、42、36 个配方通过注册，伊利有 33 个配方。
- 自 2018 年 1 月 1 日起，配方奶粉注册制全面实行，只有获得配方注册的产品才能够继续销售。原则上每个工厂不得超过 3 个系列 9 个配方（每个系列中包括三个配方，分别为一段、二段和三段婴幼儿奶粉）。

图 34：通过注册制的国内外配方数量占比（截至 2020.12.31）



资料来源：食品伙伴网

图 35：通过奶粉注册配方数量前六的企业（截至 2020.12.31）



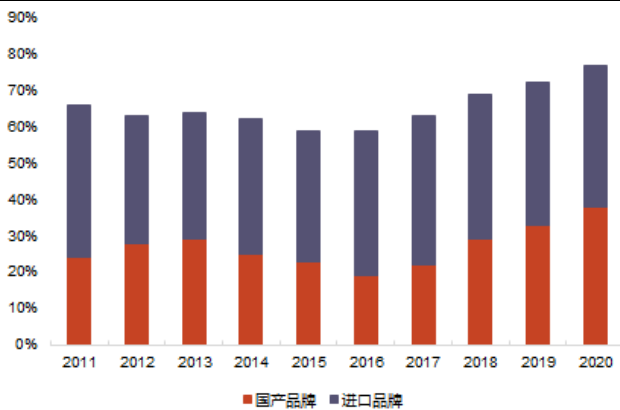
资料来源：奶粉智库

配方注册制落地以来，市场准入门槛提高，份额逐渐向龙头企业集中。2011至2015年，国内婴幼儿配方奶粉市场 CR10 从 66% 小幅降至 59%，CR10 中国产品牌的市场份额在 2016 年降至最低点，仅有 19%。

根据 Euromonitor，2016 年起，得益于奶粉注册制的推行，CR10 持续上升并在 2020 年达到 76.9%，CR10 中国产品牌占比进一步提升至 38%。预计未来婴幼儿配方奶粉行业的集中度将会延续稳定上升的态势。

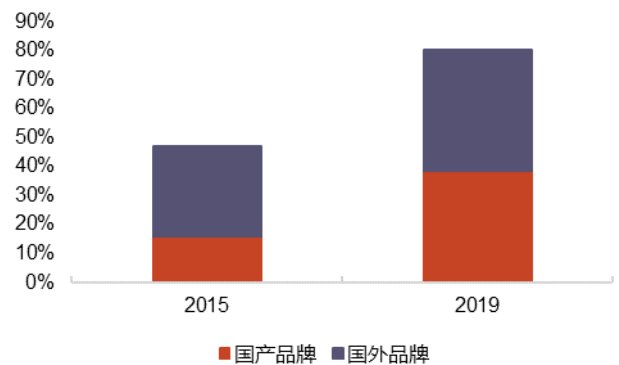
另一方面，注册制下，奶粉厂家如要新推出一个品牌则需要放弃一个原有品牌。这样的情况下，更可能出现用高端替代低端产品的行为。

图 36：2011-2020 婴幼儿配方奶粉市场 CR10 变化



资料来源：Euromonitor

图 37：2019 年前十的品牌在 2015 年的市占率



资料来源：Euromonitor

注：统计品牌为雀巢、飞鹤、达能、雅培、美赞臣、君乐宝、伊利、美素佳儿、澳优、合生元，2015 年君乐宝由蒙牛数据代替。

## 2.2.2、政策依次落地，淘汰赛开启下半场

### 国产乳粉提升方案增强国产品牌信心

2019 年国内出台《国产乳粉提升方案》，提出婴幼儿配方奶粉自给率达到 60% 以上的目标，鼓励国产企业在生产婴幼儿配方奶粉中使用鲜奶，同时也鼓励乳粉企业进行整合收购和在海外收购优质资产，强化国产品牌的竞争力。

### 新国标叠加二次配方注册，进一步提升集中度

2018 年 9 月，卫健委公布了婴幼儿配方奶粉新国标并公开征求意见，提出了更为严格的奶粉标准，2020 年 6 月 18 日，婴幼儿配方奶粉新国标内部再次征求意见。

2021 年 3 月，卫健委发布了奶粉新国标，与旧国标（2010 年）相比，新国标在蛋白质、碳水化合物、微量元素以及可选择成分等部分作出了更明确严格的规定。该标准将于 2023 年 2 月 22 日正式实施。

在更严格的标准下，部分企业需重新进行配方注册。即使产品质量合格，重新注册的时间和资金成本都很高：一个系列的全成本约 1000 万元，耗时 1 年半至两年。许多中小企业面临着巨大的考验。

此外，奶粉配方注册有效期只有 5 年，上一次普遍在 2017 年进行注册，据此推算大部分企业在 2022 年又需要重新注册。按照 1-2 年的注册流程，企业需要在 2021 年准备再次注册材料。

2020年12月30日，《乳制品质量安全提升行动方案》通知称将加大对婴幼儿配方乳粉生产许可的审查力度，并将修订《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》，监管部门对配方注册表现出进一步收紧的意图。

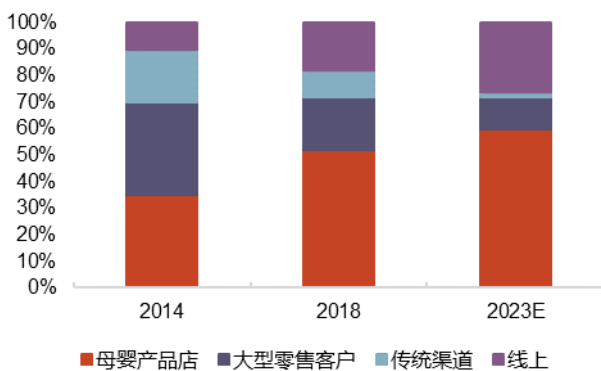
### 3、渠道：母婴店&线上渠道占比提升

婴幼儿奶粉的主要销售渠道有：母婴店（包括母婴连锁专卖店及母婴个体经营店）、大型KA/百货里的母婴商品专区、线上渠道（包括综合电商平台上的母婴专区/品牌店、母婴垂直电商）。根据尼尔森，2019年5月至2020年5月这一滚动年期间，婴儿奶粉的销售额在母婴渠道占比最多，达到68.8%；此外商超渠道和电商渠道占比分别为10.2%和21.0%。

近年来，线上渠道和母婴店渠道占比不断增加，大型KA和传统小型商店份额有所流失。线上渠道有显著的便利性优势，而线下母婴店提供了良好的一站式购物体验。

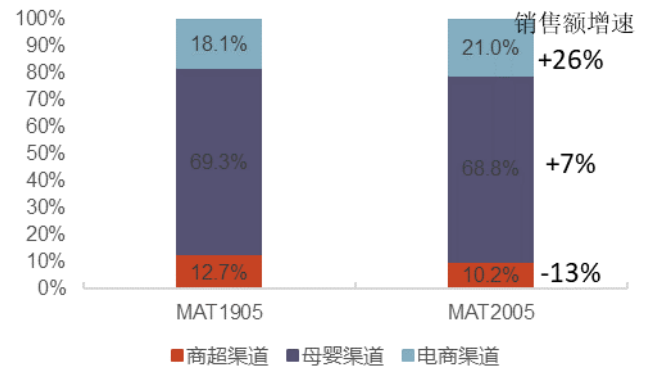
- 线上渠道占比由2014年的10%上升至2018年的18%，压缩了线下渠道的份额。线下渠道中母婴店实现强势增长，压缩了传统零售和KA的份额，占比由35%上升至52%。

图 38：按销售渠道划分的婴幼儿配方奶粉零售额



资料来源：弗若斯特沙利文

图 39：婴儿奶粉销售额份额及增速（滚动两年）



资料来源：尼尔森

注：MAT1905是指从2018年5月至2019年5月，MAT2005同理

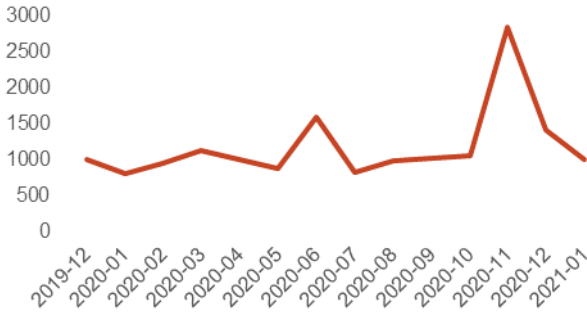
#### 3.1、线上渠道：满足便利性需求

线上渠道是高线级城市的重要选择，疫情影响下线上渠道得到了进一步发展。在线上渠道中，具有强品牌号召力的海外奶粉巨头更占优势。

- 根据国双电商平台数据（检测电商渠道），76%的国产品牌用户在一年内持续在线上渠道购买国产品牌，而外资品牌的这一比例高达91%。分段位看，2段起忠诚度有所下降，在2段升3段时，30%左右的国产品牌用户转向购买外资品牌。
- 以牛奶粉为例，2021年1月，国产品牌线上销量占比为35.4%；2020年1-12月线上销量排名始终在前十五的产品系列中有四个国产产品系列（飞鹤、伊利、合生元、君乐宝），九个海外产品系列（美素佳儿、皇家美素佳儿、a2、美赞臣、爱他美、雅培、雀巢、诺优能、惠氏）。

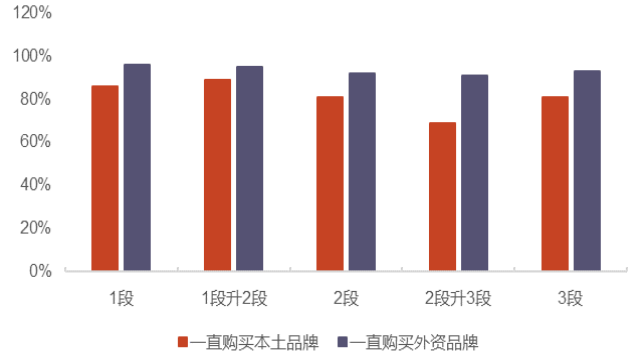
- 从消费者看，青睐海外品牌的高线城市消费者更常通过线上渠道购买奶粉。2019年四线及以下城市通过线上渠道购买奶粉的比例仅为24.4%，明显低于一二三线城市。
- 2020年飞鹤的全渠道占比为14.8%，其在线上的销售额占比约为10%。

图 40：淘系婴幼儿奶粉线上销售额变化（百万元）



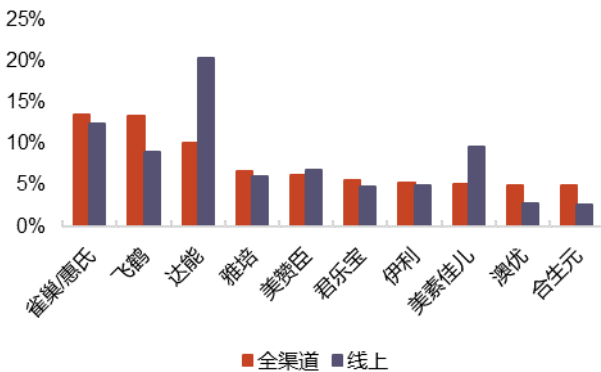
资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，“双十一”和“618”是囤货的重要时间点，销售额显著提升。  
注：包含婴幼儿牛奶粉、羊奶粉和特殊配方奶粉

图 41：各段位的品牌忠诚度（2017.09-2018.09）



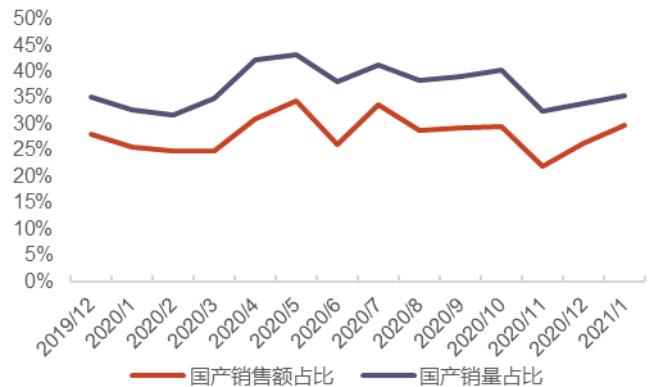
资料来源：Gridsum

图 42：前十大品牌在全渠道（2019）和淘系线上渠道（2020.06）的销售额占比差异（牛奶粉口径）



资料来源：Euromonitor，第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所整理

图 43：2020 年线上婴幼儿牛奶粉中国产品牌占比

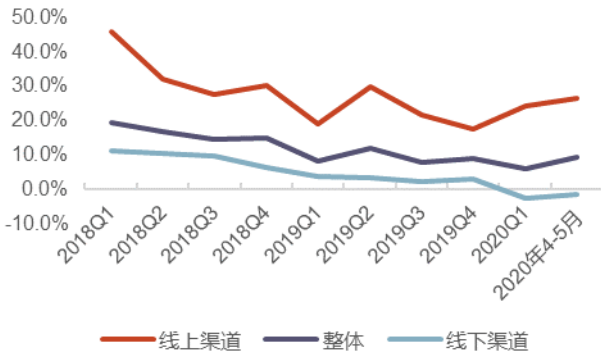


资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据

疫情影响下线上渠道得到了进一步发展，消费者在线上的选择面更广、可获取的信息量更大。疫情期间由于线下渠道受阻，出现了明显的线下向线上迁移的特点，与此同时各厂家也加大了在线上的宣传投放。

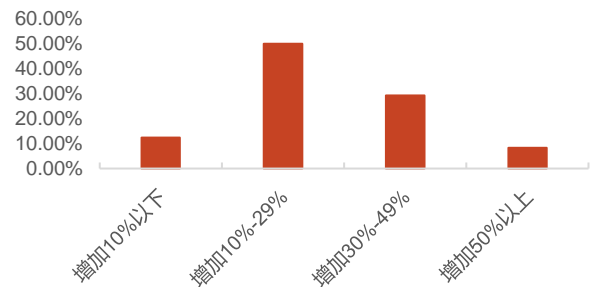
- 根据尼尔森，2020年截至5月份，婴儿用品呈现出渠道间转移，线上渠道的销售额增速显著快于线下/全渠道。
- 根据巨量引擎发布的数据，疫情期间母婴产品企业均加大了线上渠道营销投入，短视频/直播搭配KOL成为行业营销标准模式。

图 44：2018-2020 年 5 月中国母婴产品销售额增速



资料来源：尼尔森

图 45：2020 年母婴广告主在短视频/直播广告投放增加比例



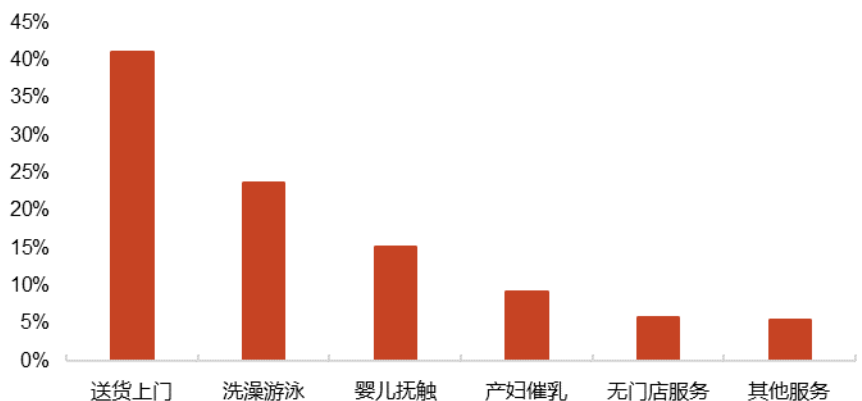
资料来源：母婴研究院，巨量引擎，CBNData  
注：N=1187

### 3.2、 线下渠道：母婴店的一站式服务优势愈加突出

虽然线上渠道的占比有所提高，但线下母婴店的信任和体验价值难以被轻易取代。此外，对比传统渠道/KA 渠道，母婴店品类齐全、专业化突出，在周末母婴家庭消费场景中有重要地位，我们认为线下更为专业、一站式的母婴店逐渐成为越来越重要的渠道，预计将进一步挤占传统/KA 渠道空间。

- 婴幼儿配方奶粉是母婴店配备的重要引流产品，母婴店需要通过奶粉单品吸引消费者，进而消费高毛利的其他产品（如儿童服饰、玩具等）；
- 新手爸妈在线下门店可以通过和专业销售的互动深入了解不同类型奶粉，并学习如何冲泡奶粉。可以在母婴店买到宝宝所需的其他产品、享受其他服务，并在“微信群”中和其他新手爸妈进行互动。

图 46：母婴门店提供的多样化服务



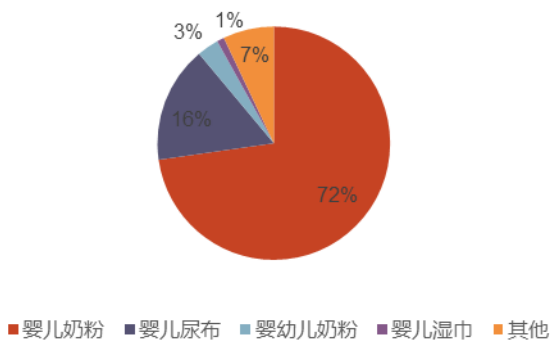
资料来源：海拍客  
注：N=2478

母婴店渠道的进入门槛低、利润高，因此吸引了大量的参与者进入这一行业，母婴店增长迅速。根据尼尔森的数据，2015-2017 年全国母婴店数量增速均在 10% 以上。另一方面，由于地区消费偏好差异以及跨区对供应链要求较高，母婴店渠道呈现出高度分散化、区域化的特点。

排名前十的连锁型母婴店门店市占率不超过 10%。母婴商品零售行业发达的地区集中在以北京为代表的环渤海经济圈、以上海为代表的长三角经济区和以广州为代表的珠三角地区。由于大幅跨区域经营对企业的供应链管理要求较高，且存在地区消费偏好的差异以及当地竞争环境的差异性，当前的连锁型母婴店还呈现较为明显的区域性特点。

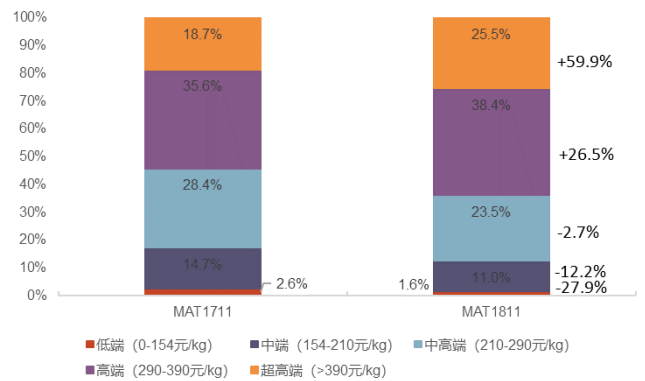
- 根据尼尔森的数据，婴幼儿奶粉占据母婴渠道 72% 的销售额，是最重要的品类。2020 年母婴渠道中本土厂商的占比不到 40%，小于国外厂商，但享有更高的增速。

图 47： 2017.08-2018.07 母婴渠道各品类销售额占比



资料来源：尼尔森

图 48： 2017-2018 母婴渠道婴儿奶粉价格段份额及增速



资料来源：尼尔森

注：MAT1711 是指从 2016 年 11 月至 2017 年 11 月，MAT1811 同理

图 49： 母婴渠道 TOP10 厂商中本土和国际销售额份额&增速



资料来源：尼尔森

注：MAT1905 是指从 2018 年 5 月至 2019 年 5 月，MAT2005 同理

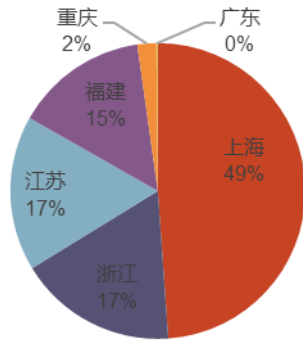


表 4：母婴店涉足区域

公司	孩子王	爱婴室	乐友	爱婴岛	丽家宝贝
logo					
门店数量	全国 352 家直营门店 (截至 2019 年末)	全国 297 家直营门店 (截至 2019 年末)	全国 700 余家直营+ 加盟店	9,000 余家 直营+加盟店+ 伙伴店	全国 108 家直营+加盟 店
门店面积	平均超过 2,700 平方 米 (最大超过 7,000 平方 米)	平均约为 600 平方 米	200 至 600 平方 米	60 至 300 平方 米	-
区域布局	总部位于南京, 已在江苏、 安徽、四川、湖 南、浙江、 山东等全国 19 个省市、 120 个 城市开设直营数 字化门店	总部位于上海, 已在上海、 江苏、浙江、福 建、重庆、 深圳等地区开设直营门店	总部位于北京, 已在北京、 上海、湖北、辽 宁、河南等 全国 25 个省市自治区开 设直营和 加盟店	总部位于珠海, 已在华南、 华中、华东、西 北、西南等 17 个省市、230 余个城市 开设直 营、加盟和伙伴店	总部位于北京, 已在北京、 天津、武汉、成 都等地区 开设直营和加盟店

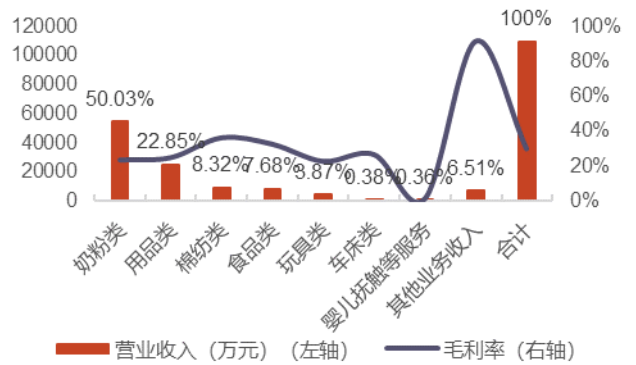
资料来源：孩子王招股说明书（2019 年）

图 50：爱婴室 2020H1 营业收入区域占比



资料来源：爱婴室公告

图 51：爱婴室 2020H1 分品类营业收入及毛利率



资料来源：爱婴室公告

此外奶粉厂家也会给母婴店提供仅在母婴店渠道销售的超高端线“专供产品”（利润空间较大），以保证母婴店的销售。

表 5：飞鹤线下特供产品

产品	飞鹤线下特供产品						
	飞鹤臻爱飞帆	飞鹤精粹益加	飞鹤精粹贝迪奇	飞鹤精粹贝艾儿	飞鹤精粹美葆儿	飞鹤飞睿	飞鹤妙舒欢
产品图							
规格	800g	800g	800g	800g	800g	800g	800g
价格	285/285/285 元	210/210/210 元	338/338/338 元	298/298/298 元	220/220/220 元	268/258/248 元	328/328/328 元
特色营养成分	叶黄素、核苷酸、乳铁蛋白、益生菌	乳铁蛋白、膳食纤维、核苷酸、叶黄素	乳铁蛋白、水解乳铁蛋白、叶黄素、核苷酸	OPO 结构脂、核苷酸、胆碱	OPO 结构脂、核苷酸、膳食纤维、胆碱	核苷酸、DHA/ARA、核桃油、叶黄素	DHA、核苷酸、胆碱、牛磺酸、膳食纤维

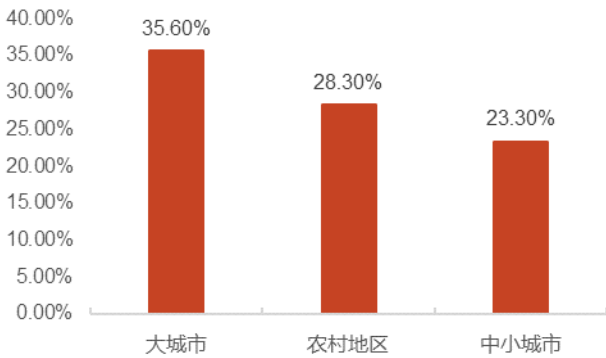
资料来源：飞鹤官网，奶粉 123 网站  
注：价格统计日期为 2021 年 3 月 13 日

### 3.3、国产品牌：把握下沉市场母婴店渠道获得增量

在行业整体增速放缓时，各大奶粉企业纷纷开始进行渠道下沉，以抢占份额更大的下线市场渠道。和上线市场不同，下线市场以母婴个体经营店为主，他们的运作能力较为有限。此时，更擅长线下推广、组织消费者活动的国产品牌不仅为单体母婴店带来客流，亦通过和消费者互动增加了自身品牌的曝光度。

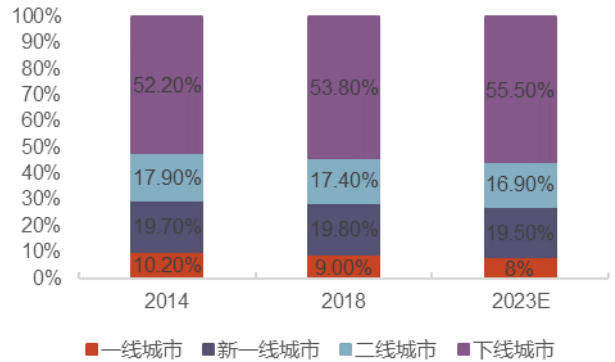
- **下线城市需求更大。**与一二线城市相比，下线城市人口基数大、新生儿数量更多、纯母乳喂养率较低，因此对奶粉的需求量更大。根据凯度的数据，2017年0-3岁的婴幼儿有60%以上都生活在下线城市。根据飞鹤招股说明书，下线城市的婴幼儿配方奶粉零售额占比最高，在2018年达到了53.80%，预计未来占比还会进一步提升。
- **国产奶粉在下线城市表现更为强势。**三四线城市的消费者对国产品牌的信心更强，购买意愿显著高于一二线城市。根据尼尔森的数据，2018年国产奶粉在下线市场的销售额占比为51.6%，增速达到20.2%，远高于外资奶粉6.6%的增速。

图 52：不同城市等级的纯母乳喂养率（2018）



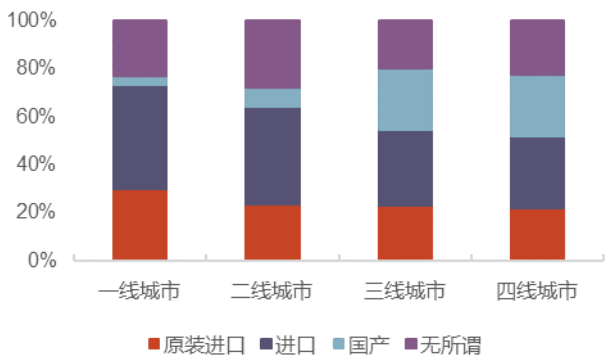
资料来源：中国发展研究基金会

图 53：2014-2023 按城市等级划分的婴幼儿配方奶粉零售额



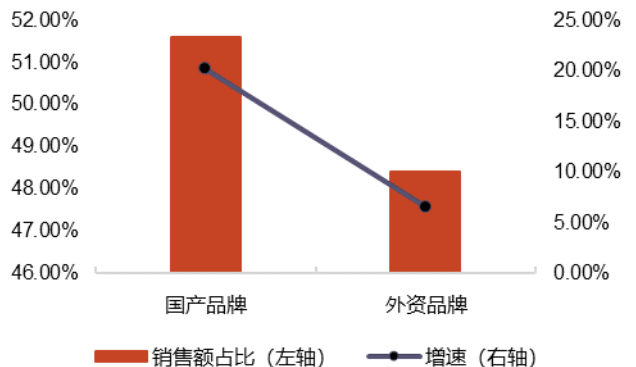
资料来源：弗若斯特沙利文

图 54：不同等级城市消费者对国产品牌的购买意愿（2016）



资料来源：易观智库

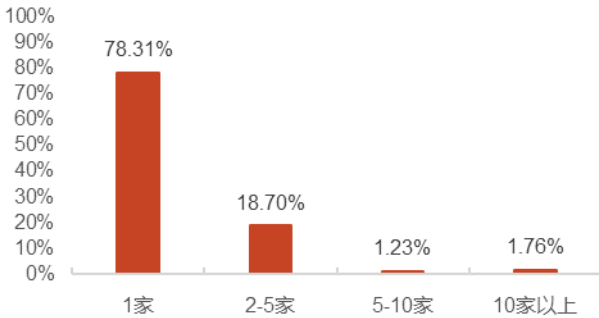
图 55：国产品牌在低线城市的销售占比及增速水平优于国际品牌（2018）



资料来源：尼尔森

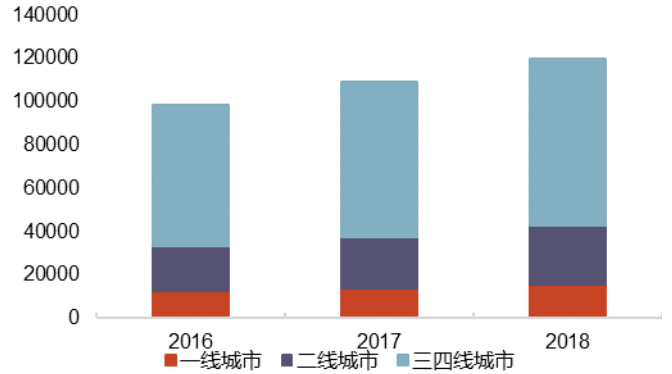
根据尼尔森的数据，2018年全国母婴店接近12万家，其中三四线的母婴店占比达到60%以上。同时，下线城市中母婴店单店的数量远超连锁店，因此，在渠道下沉时，拥有强大分销网络和经销商合作关系的企业更加具备强势。长期的市场深耕使得国产品牌拥有稳定的渠道供货能力和渠道资源优势。

图 56：三四线城市母婴店连锁程度



资料来源：海拍客，数据截止 2019 年

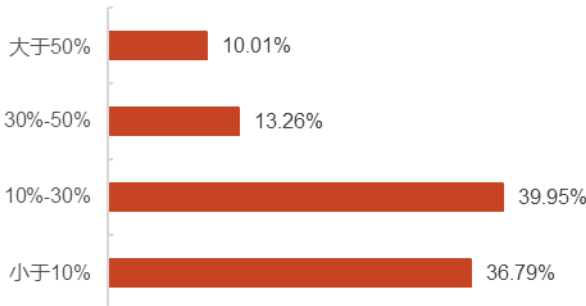
图 57：2016-2018 年全国母婴店数量(家)



资料来源：尼尔森

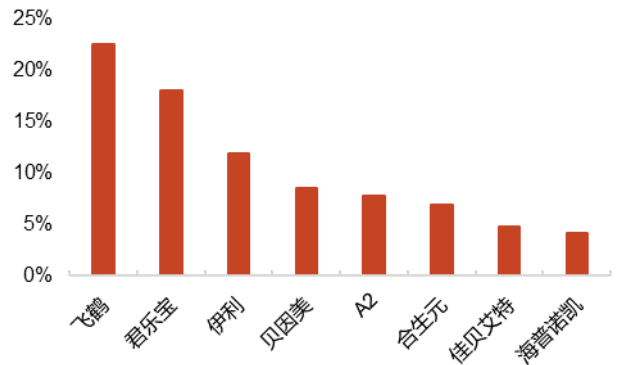
下线城市有别于一二线城市，外资通货品牌没有成为主流，在下线城市，控区品牌更受消费者欢迎，1) 与外资品牌相比，部分国产品牌更便宜；2) 为避免出现价格战，控区品牌拥有小范围的地域壁垒，相对来说毛利更高，会成为店主主要推荐品牌。

图 58：三四线城市母婴店通货品牌占奶粉总销量



资料来源：海拍客，数据截止 2019 年

图 59：三四线城市受欢迎的控区品牌



资料来源：海拍客，数据截止 2019 年

以飞鹤为代表的国产品牌在过去几年中牢牢把握住了渠道变化带来的机会，市场份额不断扩大。未来，我们认为国产品牌仍有机会进一步提升份额：1) 继续深耕下线城市。为了获得更大的市场份额，取得存量市场中的增量，一些拥有强大品牌力和差异化产品结构的控区品牌开始实行渠道扩张，例如飞鹤的星飞帆已经实现全面铺货，A2、合生元等也在逐渐拓宽渠道。2) 把握消费者代际更替带来的一二线城市的机会。首先，虽然一二线城市消费者更加青睐于海外品牌，但根据易观智库的数据，仍有 25%左右的消费者对进口或者国产没有明显偏好，是未来国产品牌较容易争取的潜在消费人群。其次，随着 90、95 后成为家长，这部分人群对国产品牌的接受度更强。

## 4、羊奶粉：小市场，高增速

与牛奶粉相比，羊奶粉营养价值更高，更接近母乳。羊奶中的脂肪球和蛋白质比牛奶的颗粒更小；蛋白凝块也相对更细更软；另外羊奶中的脂肪结构的碳链相对比较短，不饱和脂肪酸的含量相对较高，也更利于人体消化吸收。羊奶的维生素和微量元素含量也更高。

表 6：羊奶、牛奶、母乳营养成分比较

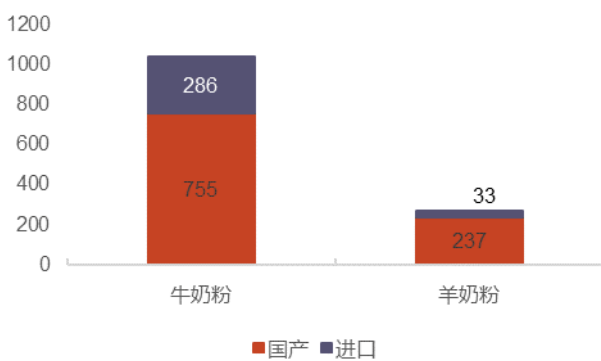
对比项目	含量			对比关系	
	母乳	牛奶	羊奶	羊奶 VS 母乳	羊奶 VS 牛奶
蛋白质 (克)	1.3	3	1.5	相近	结构更合理，易吸收
脂肪 (克)	3.4	3.2	3.5	相近	颗粒更小，易吸收
碳水化合物 (克)	7.4	3.4	5.4	相近	1.5 倍含量
维生素 A (克)	11	24	8.4	7.6 倍含量	3.5 倍含量
维生素 B1 (克)	0.01	0.03	0.04	4 倍含量	1.5 倍含量
维生素 B2 (克)	0.05	0.14	0.12	2.4 倍含量	相近
烟酸 (毫克)	0.2	0.1	2.1	10.5 倍含量	2.1 倍含量
磷 (毫克)	13	73	98	7.5 倍含量	相近
消化时间 (分钟)	30	120	20	相近	更易消化
吸收时间 (分钟)	36	32	22	更易吸收	更易吸收
吸收率	91%	48%	94%	相近	吸收率高
过敏原	无	有	无	相近	过敏原少

资料来源：中国营养学会主编《中国营养师培训教材》

- 目前羊奶粉与牛奶粉相比规模仍然非常小，截止到 2020 年 12 月，我国通过注册的 1311 个婴幼儿配方奶粉中，仅有 270 个羊奶粉配方，占比为 21%。2018 年羊奶粉销售额仅占奶粉总销售额的 4.9%。

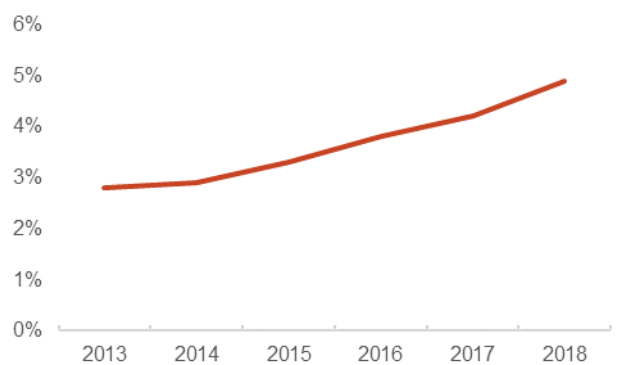
随着羊奶粉供给水平的不断提高，以及消费者购买力和对于奶粉的认知水平的提高，预计未来羊奶粉市场还有非常大的增长空间。

图 60：截止到 2020 年 12 月我国注册配方奶粉按细分数量



资料来源：奶粉智库

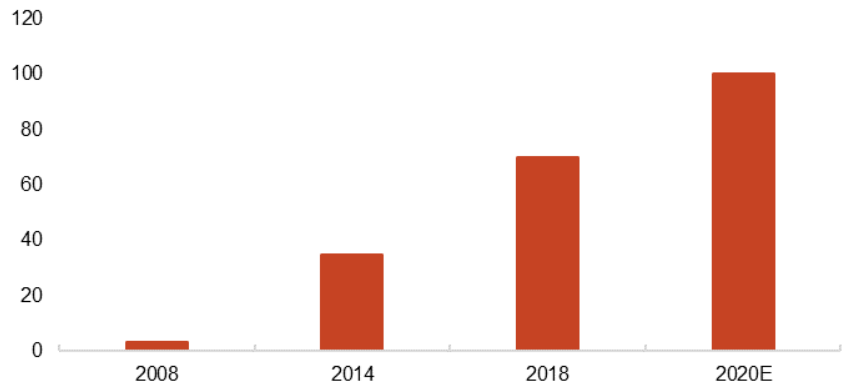
图 61：2013-2018 年羊奶粉销售额占比



资料来源：农村农业部

- 虽然羊奶粉在中国起步相对较晚，但是增速快。根据社科院的数据，2008 年羊奶粉的市场销售额仅 3 亿元左右，到 2014 年已经达到 35 亿元的销售规模，此后仍以每年 20% 以上的速度增长，2018 年羊奶粉的销售额已经达到 70 亿元左右，预计 2020 年销售额达到百亿元。

图 62：羊奶粉市场规模（单位：亿元）



资料来源：社科院预测

#### 4.1、供给端：羊奶粉呈现“一超多强”的格局

羊奶粉国产品牌众多，但都不具有统领市场的优势，长期呈现佳贝艾特一家独大的局面。2018-2020 年，佳贝艾特占我国婴幼儿配方羊奶粉总进口量的比重连续三年超过 60%。

近年来国内奶粉巨头纷纷通过收购、投资设厂、进口奶源等方式开始国际化进程。如澳优控股荷兰海普诺凯，从荷兰原装原罐进口佳贝艾特；飞鹤通过在加拿大投资设厂的方式生产奶粉；圣元、伊利等国产品牌则通过进口优质奶源的方式推出高端羊奶粉，截至 20 年 12 月我国 270 个通过注册的配方羊奶粉中，进口配方有 33 个。

表 7：进口奶粉品牌/进口奶源品牌一览

进口方式	公司	品牌
进口品牌	艾迪哈	荷莱蕊
	蒙牛雅士利	朵拉小羊
	康维多	可贝思
	卡洛塔妮	卡洛塔妮
	倍恩喜	倍恩喜
	澳洲乳业	维爱佳
	澳优	佳贝艾特悦白、佳贝艾特悠装
进口奶源	宜品	蓓康僖、蓓康禧启铂
	伊利金领冠	悠滋小羊
	完达山	菁润
	索康	欧恩贝
	圣元	圣特拉慕
	欧比佳	羊滋滋
	欧贝嘉	欧士达
	蓝河	蓝河春天羊
	欢恩宝	欢博、欢恩宝、法博
	贝特佳	贝特佳

资料来源：奶粉智库，京东

- 佳贝艾特：2011年，佳贝艾特奶粉以原装进口的方式投放中国市场，经过几年发展，佳贝艾特成为羊奶粉市场的领导者。2014-2020年，佳贝艾特占我国婴幼儿配方羊奶粉总进口量的比重连续7年稳居榜首。
- 飞鹤：2014年12月1日在加拿大签约，拟投资2.25亿加拿大元（合人民币约11.43亿元）在金斯顿（Kingsdon）兴建一个奶粉生产厂。预计2021年推出羊奶粉产品。
- 惠氏：2020年4月13日，在天猫国际妙物日上，惠氏推出的启赋3蕴悠山羊奶首发亮相。
- 蓝河乳业：为应对羊奶粉竞争加剧的局面，蓝河乳业通过绵羊奶粉来建立自身优势。蓝河乳业超过60%的销售来自二三线省会城市及地级市，核心消费群体是这些城市的90、95后年轻家长。

表 8：羊奶粉产品

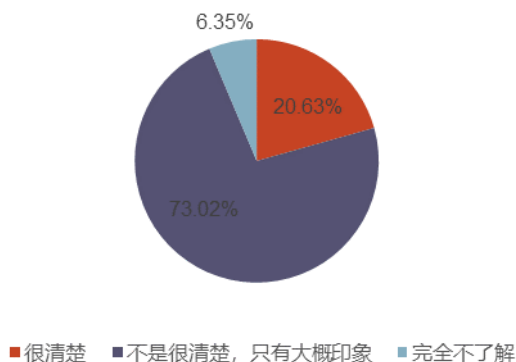
羊奶粉产品						
企业	澳优		蓝河	H&H	伊利	
品牌	佳贝艾特		蓝河	合生元	金领冠	
羊奶粉系列产品	悦白、悠装、儿童粉、妈妈粉		蓝河绵羊奶、蓝河春天羊		可贝思	悠滋小羊
产品图						
产品	佳贝艾特悦白	悠装	蓝河绵羊奶	蓝河春天羊	可贝思	悠滋小羊
规格	800g	800g	800g	800g	800g	700g
价格(元)	401/398/398	313/367/367	442/442/368	379/379/379	421/421/421	355/355/421

资料来源：天猫旗舰店，统计日期为2021年3月13日

## 4.2、消费端：需进一步加强消费者教育

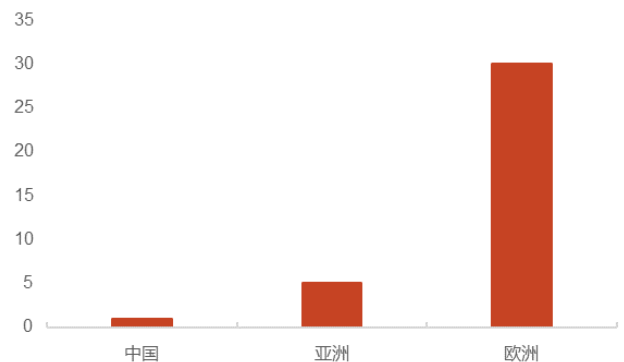
奶粉行业中牛奶粉占据绝对优势地位，羊奶粉作为相对来说的新品，有一个消费者认知不断提升的过程。一份来自妈妈网中童传媒调查问卷显示，超过七成的妈妈表示对羊奶粉特点不是很了解，只有大概印象。认知印象中最突出的优点都与功能性有关，所以厂商能够紧抓功能性特点做好对消费者的教育。我国羊奶人均消费量还处于低水平，相较亚洲、欧洲，有较大增长空间。

图 63：是否了解羊奶粉和牛奶粉的区别



资料来源：妈妈网中童传媒  
注：调研时间为2018年6月，核心对象为80、90后妈妈，回收有效问卷2243份，60%为羊奶粉妈妈消费者

图 64：2018年中国、亚洲、欧洲人均羊奶粉消费量（千克/年）



资料来源：社科院

## 5、投资建议

当前婴幼儿配方奶粉的“量”有所萎缩，但在高端产品的拉动下，价格持续增长，进而带动整体市场销售额的增长。过去几年国产品牌牢牢抓住了政策红利以及渠道变迁带来的机会，从三聚氰胺事件的负面阴影中走出，市占率持续提升并有望进一步增长。首次覆盖，给予奶粉行业“买入”评级，重点推荐中国飞鹤（6186.HK）、澳优（1717.HK）。

两家上市国产奶粉公司中，飞鹤采取的是“大单品”策略，而澳优则是贯彻多BU多品牌方针。

- 飞鹤业绩增长主要受益于超高端产品的快速增长，尤其是大单品星飞帆。星飞帆2016年营收7.1亿元，2020年营收98.9亿元，复合年增长率为93.2%，占总收入的53.2%。
- 澳优采取多BU运作模式，佳贝艾特及海普诺凯1897都成长为大单品，同时自主品牌能力多增长迅速。

表 9：飞鹤大单品收入占比

年份	星飞帆营收 (亿元)	飞鹤营收 (亿元)	星飞帆营收占比
2016	7.11	37.24	19.1%
2017	24.54	58.87	41.7%
2018	51.08	103.92	49.2%
2019	70.65	137.22	51.5%
2020	98.90	185.92	53.2%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 10：澳优单品收入占比

年份	佳贝艾特营收 (亿元)	海普诺凯营收 (亿元)	澳优营收 (亿元)	佳贝艾特营收占比	海普诺凯营收占比
2016	7.99		27.48	29.07%	
2017	12.79		39.39	32.49%	
2018	20.33	9.12	54.04	37.63%	16.87%
2019	28.56	16.93	67.44	42.35%	25.10%
2020	31.06	26.98	79.86	38.89%	33.78%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

可比公司估值角度，选取了在中国奶粉市场排名靠前的公司作为参考。从Bloomberg一致预期看，整体看国内奶粉（含部分业务为奶粉）企业的估值整体低于海外公司。主营奶粉的澳优/中国飞鹤的估值低于白奶业务为主的蒙牛/伊利。国内奶粉品牌21-23年平均PE分别为21x/17x/13x，平均EV/EBITDA分别为14x/12x/9x。

表 11：可比公司估值

公司名称	代码	市值 (亿港元)	P/E (X)				EV/EBITDA			
			当前	2021E	2022E	2023E	当前	2021E	2022E	2023E
澳优	1717 HK Equity	179	14.5	11.3	9.4	8.1	11.3	7.5	5.9	4.5
中国飞鹤	6186 HK Equity	1965	22.2	22.1	17.9	15.2	13.1	14.5	11.5	9.5
蒙牛乳业	2319 HK Equity	1749	41.6	28.5	23.8	19.7	28.2	20.2	16.9	14.4
伊利股份	600887 CH	2904	35.0	28.2	24.5		18.9	16.1		

	Equity									
H&H	1112.HK Equity	195	14.4	12.2	10.4	8.7	9.4	8.2	7.0	5.3
<b>Average</b>			<b>25.5</b>	<b>20.5</b>	<b>17.2</b>	<b>12.9</b>	<b>15.5</b>	<b>13.9</b>	<b>11.5</b>	<b>8.4</b>
Nestle	NESN SW Equity	25583	24.7	24.1	22.7	21.3	17.8	18.0	17.5	16.5
Danon	BN FP Equity	3723	19.6	17.9	16.2	15.4	11.1	12.0	11.1	10.4
雅培	ABT US Equity	16532	47.9	23.8	22.3	21.2	23.8	17.9	17.0	16.2
A2	A2M AU Equity	350		27.1	22.8	19.1	17.7	16.5	13.3	10.6
<b>Average</b>			<b>30.7</b>	<b>23.2</b>	<b>21.0</b>	<b>19.2</b>	<b>17.6</b>	<b>16.1</b>	<b>14.7</b>	<b>13.4</b>

资料来源: Bloomberg, 港股计算时间截止 2021.04.01, 美股计算时间截止 2021.04.06  
注: 市值已换算成港币

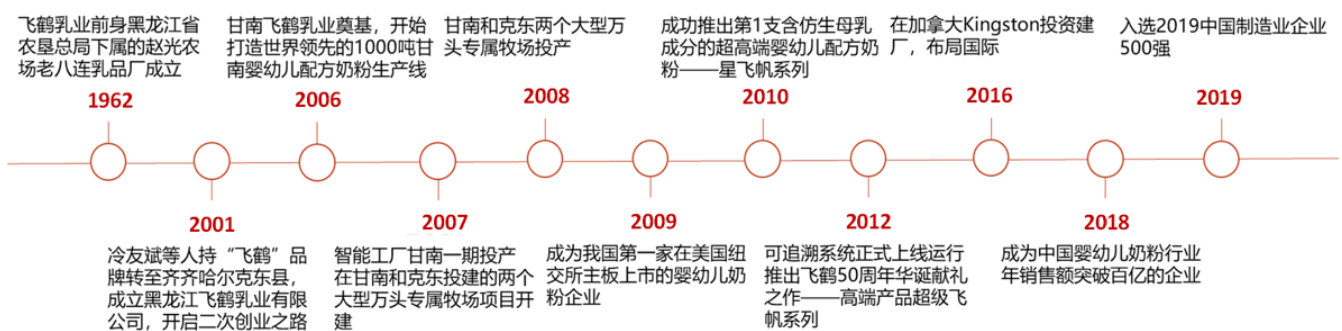
## 5.1、中国飞鹤：高端产品+抓住母婴店渠道快速拓展的红利

### 5.1.1、国产奶粉市占率第一品牌

中国飞鹤于 2019 年在港交所上市。根据欧睿的数据，2020 年飞鹤的市占率达到 14.8%，超过惠氏成为第一。

- **产品上：**飞鹤的大单品[星飞帆]系列精准卡位超高端价格带，填补了三聚氰胺事件后国产超高端奶粉的空白，“适合中国宝宝的奶粉”直切中国妈妈的需求。
- **渠道上：**1、飞鹤拥有强大渠道掌控力，终端价盘较稳；2、飞鹤抓住了母婴店渠道增长的机会，通过一系列活动帮助母婴店引流，在宣传自己品牌的同时为母婴店导流。
- **品牌宣传：**邀请高国民度女星章子怡代言品牌，此外还通过冠名热播剧、综艺来进一步宣传品牌 IP。

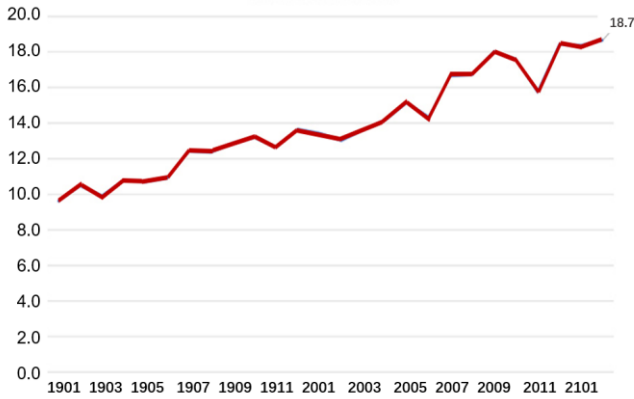
图 65：中国飞鹤发展史



资料来源: 中国飞鹤公司官网

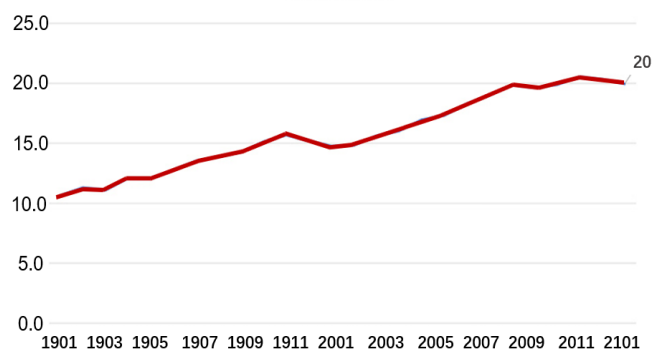


图 66：2019-2020 飞鹤线上+线下渠道销售额份额 (%)



资料来源：飞鹤官网

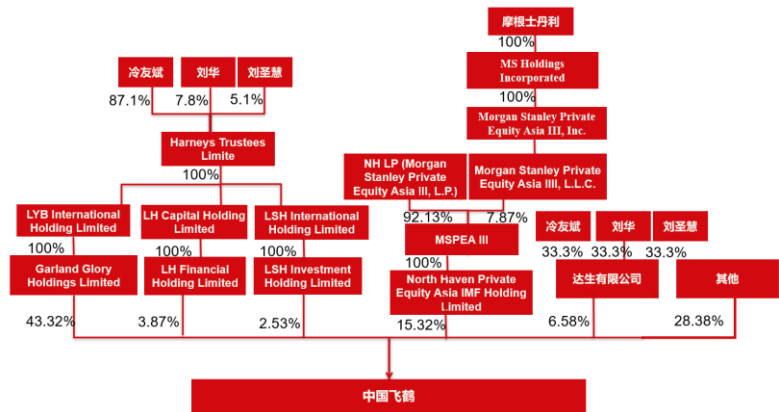
图 67：2019-2020 飞鹤线下渠道销售额份额 (%)



资料来源：飞鹤官网

中国飞鹤的实际控制人为董事长冷友斌先生，管理层持股比例为 56.3%。飞鹤的管理团队具备丰富的行业经验。核心管理层乳业从业经验均在 10 年以上，董事长兼首席执行官冷友斌先生在中国乳业拥有逾 30 年经验。

图 68：飞鹤股权穿透图



资料来源：公司公告，数据截止 2020.6.30

### 5.1.2、产品：精准卡位高成长的大单品“星飞帆”

过去几年间，公司成功打造的明星大单品[星飞帆]增长迅猛，带动了整体高端奶粉产品占比的不断提升，进而拉动了整体收入端的增长以及利润率的改善。

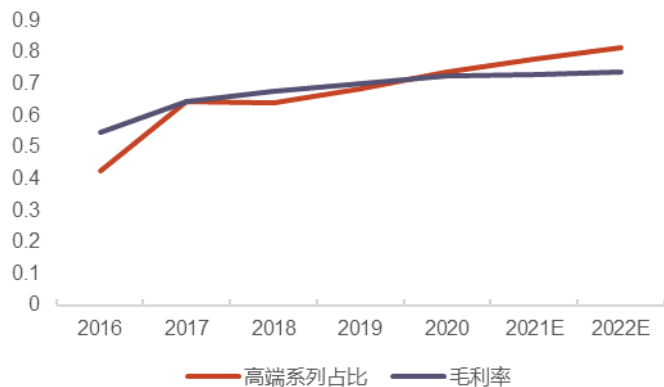
- 飞鹤的婴幼儿配方奶粉产品分为两大产品类别，即高端婴幼儿配方奶粉（含超高端）及普通婴幼儿配方奶粉；
- 此外，公司还销售多种成人奶粉、液态奶产品及豆粉等。2018 年公司收购美国第三大营养补充剂公司 Vitamin World，进军营养品行业。预计未来公司还会重新开展羊奶粉业务。

表 12：飞鹤主要产品系列

产品定位	超高端		高端		普通
产品系列	星飞帆	臻稚有机	臻爱倍护	星阶优护	飞帆
产品图片					
产品价格 (元/kg)	一段 462.9 二段 384.3 三段 384.3 四段 268.6	501.4 447.1 424.3	311.1 294.4 265.6	342.2 264.4 246.7	264.4 202.2 175.6
产品原料	内含 OPO 结构脂、水解乳清蛋白、α-乳清蛋白以及大量氨基酸	使用有机鲜奶生产, 内含有机乳糖、脱盐乳清粉、DHA、ω-3 脂肪酸及 ARA	内含乳铁蛋白 (可防止感染及炎症)、水解乳清蛋白、α-乳清蛋白、大量氨基酸及益生菌	内含 OPO 结构脂、益生菌, 一至三段产品分别促进消化系统、免疫系统及大脑的发育。	内含 OPO 结构脂、核苷酸混合物、DHA、ω-3 脂肪酸、ARA、天然核桃油及叶黄素
广告营销	更适合中国宝宝体质的奶粉	回归自然, 纯净呵护	水解乳清蛋白+乳铁蛋白	星阶营养分阶成长	健智呵护智显非凡
产品推出时间	2010	2017	2012	2014	2014

资料来源：招股说明书，京东旗舰店，光大证券研究所整理  
注：产品价格来自招股说明书

图 69：高端系列占比提升拉动整体毛利率改善



资料来源：公司财报，光大证券研究所预测  
注：2020 年高端系列占比为预测值

飞鹤采用大单品战略，旗下星飞帆系列自诞生起就定位超高端，成功填补国产高端奶粉空白。与其他国产品牌相比，星飞帆推出时间更早、定位更准。

- 推出时间早：2010 年飞鹤推出定位超高端的星飞帆系列，2011 年公司调整业务策略，停止生产鲜奶，专注生产和销售婴幼儿配方奶粉。国产奶粉品牌中，君乐宝目前没有定位超高端的奶粉，而蒙牛（雅士利）、飞鹤、贝因美等品牌的超高端奶粉推出均在星飞帆之后。
- 定位于更适合中国宝宝的奶粉：1) 更接近中国母亲的母乳，2) 更适合中国宝宝体质。通过实验，飞鹤调整婴幼儿配方奶粉中主要营养成分的比例，以期更接近母乳及满足中国宝宝的需求及促进更好地消化吸收。

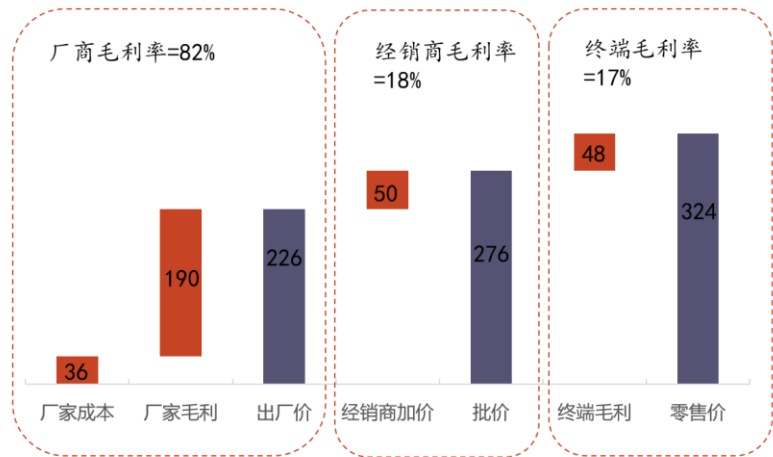
- 填补国产高端奶粉空白：飞鹤于 2010 年推出星飞帆系列，定位国产超高端奶粉。2008 年三聚氰胺事件之后，国产奶粉举步维艰，市场上大部分份额由进口奶粉占据，高端的奶粉大多数为进口奶粉。根据商务部的数据，截至 2012 年 12 月 21 日，全国国外品牌婴幼儿奶粉零售均价为 200.71 元/公斤，而国产品牌零售均价仅为 153.79 元/公斤。

图 70：国产超高端奶粉上市时间及价格（元）



资料来源：飞鹤、雅士利、贝因美、金领冠天猫旗舰店，统计时间 21.3.12

图 71：飞鹤星飞帆各环节加价情况（单位：元）



资料来源：草根调研，光大证券研究所整理

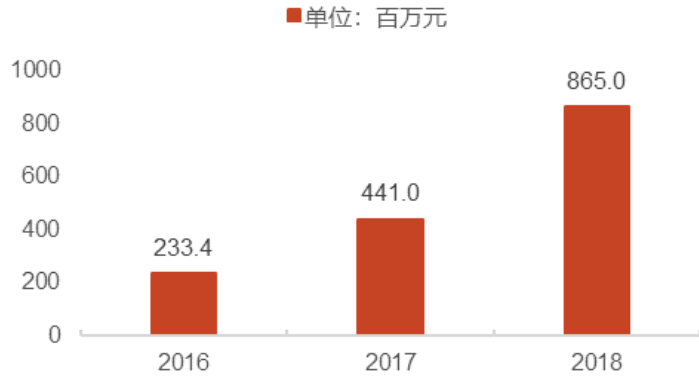
### 5.1.3、渠道：积极下沉，母婴店渠道助增长。

2015 年左右奶粉企业纷纷进行渠道下沉，以抢占份额更大的下线市场渠道。根据尼尔森的数据，2018 年全国母婴店接近 12 万家，其中三四线的母婴店占比达到 60%以上。

下线市场以母婴个体经营店和小型连锁店为主。由于单体门店和小型连锁门店运作能力较为有限，因此在渠道下沉时，拥有强大分销网络和经销商合作关系的企业更加强势。更擅长线下推广、组织消费者活动的国产品牌不仅为单体母婴店带来客流，亦通过和消费者互动增加了自身品牌的曝光度，赢得了下线市场的消费人群。

- 飞鹤通过一系列活动帮助母婴店引流。2016-18年，飞鹤举办活动的开支分别为233、441、865百万元。2020年全年，公司一共展开线上和线下活动共计70万次，覆盖超过600万消费者。

图 72：2016-2018 年飞鹤举办活动支出（百万元）



资料来源：飞鹤招股说明书

- 飞鹤对渠道拥有强大的掌控力。终端价盘较稳，不仅线上线下价格统一，线上不同渠道价格也统一，以低价著称的购物APP拼多多和京东、天猫旗舰店的价格差异非常小。

表 13：飞鹤星飞帆在线上不同购买渠道的价格一致（一罐 700g，单位：元）

	京东自营店	天猫超市	拼多多（非自营）
一段	324	324	324
二段	266	269	262
三段	266	269	262
四段	178	190	190

资料来源：京东、淘宝、拼多多，光大证券研究所整理 注：价格整理日期为3月13日

### 5.1.4、品牌宣传：深入人心、占领消费者心智

在品牌宣传上，飞鹤采取的是品牌宣传+地面活动并举的模式：通过明星代言、节目赞助来宣传IP；此外亦通过一系列“妈妈的爱”小型地面活动推广来拉近消费者、同时亦为母婴店引流。

图 73：飞鹤在线下母婴店的亲子引流活动



资料来源：光大证券研究所拍摄

图 74：飞鹤在母婴店的促销活动



资料来源：光大证券研究所拍摄

- 2018年2月飞鹤选择国际影星章子怡作为品牌代言人。此外飞鹤先后贴片热播剧《如懿传》《诛仙-青云志》等，同时还与湖南卫视合作，结合国民度较高的《快乐大本营》娱乐IP进行品牌宣传。
- 线下活动推广：2019年4月，飞鹤奶粉在新建吾悦广场站举行了“花开春来早，暖风放纸鸢”主题嘉年华活动；2020年6月父亲节，澳优奶粉在月亮岛足球文化园举行第三届亲子嘉年华活动。

表 14：各品牌宣传推广方式一览

品牌	代言人	节目冠名/赞助	其他
飞鹤	章子怡	《快乐大本营》、《小骑手！冲啊》、《我就是演员》、《航拍中国2》	亲子嘉年华、营养教育、MINI秀、育儿讲座、营养科普、全产业链参观体验等
澳优	黄磊、朗朗	《乘风破浪的姐姐》、《做家务的男人》、《向往的生活2》	亲子嘉年华、科学哺育公益活动、爬爬运动会、童话剧等
君乐宝	田亮、易建联	《二宝来了》、《笑傲江湖》、《中国谜语大会》、《欢乐喜剧人》等	嘉年华、关爱世界弱能人士公益活动、“我与君乐宝的故事”随手拍征集活动等
伊利	谢娜	《妻子的浪漫旅行2》	宝宝奥林匹克运动会、花园宝宝嘉年华、公益活动等
合生元	刘烨、米兰达可儿	《演员的诞生》	合生元奶爸Q宝私享会、百分妈妈课堂等
雀巢/惠氏	昆凌	《最强小大脑》、《萌宠小大人》	公益活动
达能	李娜	《不可思议的妈妈》、《带我去远方》、《爸爸去哪儿4》	亲子嘉年华
雅培	孙俪、吴敏霞	无	家庭科学教育公益活动、马拉松赛事
美赞臣	杜江	《童言有计》	童书分享会、“山村幼儿园计划”公益活动
美素佳儿	冯绍峰	《放开我北鼻》、《妈妈是超人3》	亲子嘉年华
A2	无	《我们仨》	亲子嘉年华

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

### 5.1.5、盈利预测与估值

考虑到飞鹤强大的品牌力和渠道力，我们预测婴幼儿配方奶粉 2021-2023 年的增速分别为 28%/25%/19%：大单品星飞帆有望继续保持较快增速，超高端另一主力产品臻稚有机 2020 年约进入 2 万家左右门店，渗透率尚有较大提升空间，因此该款产品预计将继续保持较快增长。

整体营收增速合计分别为 26%/24%/18%。其中，婴配粉中的高端及超高端系列继续保持较快增速，预计 2021-2023 年增速分别为 33%/30%/22%。

高端系列在整体婴配粉中的占比持续提升，预计将从 2020 年的 74% 提升至 2023 年的 84%。高端系列占比的提升将推动整体毛利率的持续改善，预计公司整体毛利率将从 2020 年的 72.5% 提升至 2023 年的 74.0%。

表 15：中国飞鹤营收拆分及盈利预测（单位：百万元）

		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
婴幼儿配方奶粉产品	营收	9,199.2	12,542.4	17,673.8	22,575.5	28,179.8	33,520.4
	yoy	69.8%	36.3%	40.9%	27.7%	24.8%	19.0%
高端/超高端系列	营收	6,657.6	9,411.5	13,717.3	18,223.4	23,610.1	28,859.2
	yoy	75.4%	41.4%	45.8%	32.8%	29.6%	22.2%
超高端星飞帆	营收	5,108.2	7,064.6	9,890.5	13,055.5	16,711.0	20,053.2
	yoy	108.2%	38.3%	40.0%	32.0%	28.0%	20.0%
超高端臻稚有机	营收	357.4	653.7	1,098.1	1,757.0	2,635.5	3,689.7

	yoy	620.3%	82.9%	68.0%	60.0%	50.0%	40.0%
高端产品系列	营收	1,192.1	1,693.2	2,728.7	3,410.9	4,263.6	5,116.3
	yoy	-7.7%	42.0%	61.2%	25.0%	25.0%	20.0%
普通系列	营收	<b>2,541.6</b>	<b>3,131.0</b>	<b>3,956.5</b>	<b>4,352.1</b>	<b>4,569.7</b>	<b>4,661.1</b>
	yoy	56.8%	23.2%	26.4%	10.0%	5.0%	2.0%
其他乳制品	营收	550.4	605.2	607.0	607.0	607.0	607.0
	yoy	16.9%	10.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营养补充剂	营收	642.3	578.2	311.7	249.3	224.4	202.0
	yoy		-10.0%	-46.1%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
合计	营收	10,391.9	13,721.5	18,592.5	23,431.8	29,011.2	34,329.3
	yoy	76.5%	32.0%	35.5%	26.0%	23.8%	18.3%
毛利率		<b>67.5%</b>	<b>70.0%</b>	<b>72.5%</b>	<b>73.1%</b>	<b>73.6%</b>	<b>74.0%</b>

资料来源：飞鹤公司财报，光大证券研究所预测

**盈利预测和估值：**我们预测公司 2021/22/23 年营收为 234.3/290.1/343.3 亿元，2021/22/23 年净利润预测为 74.7/91.7/107.8 亿元，对应 2021/22/23 年 EPS 为 0.84/1.03/1.21 元，当前股价对应 2021/22/23 年 PE 为 23x/18x/16x。

公司 2021-23 年净利增速 CAGR 为 13%，公司是国产奶粉品牌中市占率第一的品牌，采取 PE 估值法，给予 21 年 28xPE，目标价 28 元港币，公司是国产奶粉中市占率第一的品牌，拥有强品牌力以及渠道把控力；当前公司明星大单品星飞帆的优势有望复制给其他产品。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**风险提示：**新生人口持续的急剧下滑，食品安全问题，原材料价格上涨风险

表 16：中国飞鹤财务数据和估值分析

人民币 百万	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,721.5	18,592.5	23,431.8	29,011.2	34,329.3
营业收入增长率	32.0%	35.5%	26.0%	23.8%	18.3%
净利润	3,934.6	7,436.9	7,466.0	9,166.1	10,781.2
净利润增长率	75.5%	89.0%	0.4%	22.8%	17.6%
EPS (元人民币)	0.48	0.83	0.84	1.03	1.21
ROE	30.2%	41.9%	29.6%	26.7%	23.9%
P/E	39.0	22.6	22.5	18.4	15.6
P/B	12.9	9.5	6.7	4.9	3.7

资料来源：飞鹤公司财报，光大证券研究所预测

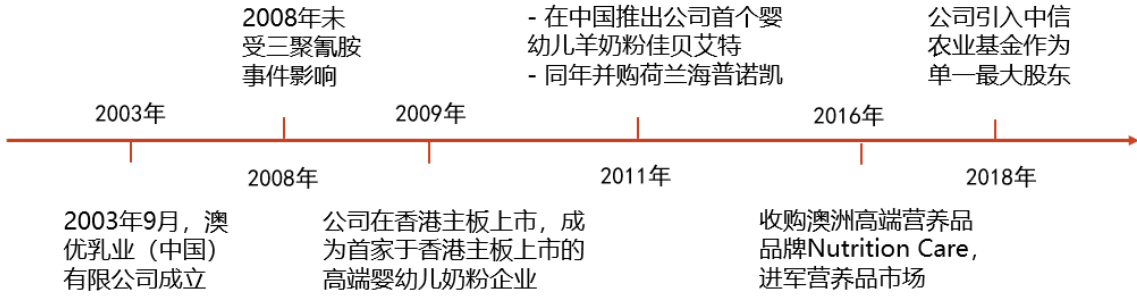
注：股价计算日期为 4 月 1 日，港币兑换人民币为 1 港元=0.8446 人民币

## 5.2、澳优：多品牌强管理的羊奶粉领导品牌

### 5.2.1、公司溯源

澳优成立于 2003 年，2009 年公司在香港主板上市，成为首家于香港主板上市的高端婴幼儿奶粉企业。2011 年在中国推出公司首个婴幼儿羊奶粉佳贝艾特，同年并购荷兰海普诺凯，开启了海外并购的征程。2016 年澳优收购澳洲高端营养品品牌 Nutrition Care，进军营养品市场。2017 年并购澳大利亚 ADP 及 Ozfarm。2018 年公司引入中信农业基金作为单一最大股东，使公司具备国资背景，增强公司的资金实力的同时引入产业资源。

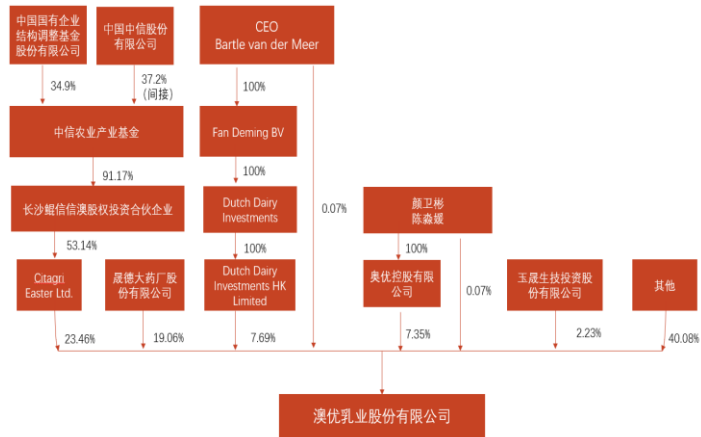
图 75: 澳优发展历程



资料来源: 公司官网

目前, 中信农业产业基金控制着澳优 23.46%的股份, 是公司单一最大股东。此外大股东还有晟德大药厂, 持有 19.06%的股份, 以及由 Bartle van der Meer (7.76%)、颜卫彬先生 (7.42%) 为首的高管团队, 澳优形成了稳定且丰富的股东结构。

图 76: 澳优股权结构 (截至 2020 年 6 月 30 日)



资料来源: 公司公告

澳优的董事长颜卫彬先生具备技术背景, 03 年就加入澳优并带领澳优从困难中崛起。颜卫彬曾任亚华种业副总裁, 隆平高科行政总裁、财务总监; 曾在隆平高科管过育种, 因此非常重视公司科研创新的重要性。

- 在颜卫彬先生的带领下, 公司产品研发不断突破: 成人奶粉、益生菌、骆驼奶等。2020 年上半年能力多事业部和美纳多事业部分别推出孕产妇妈妈配方粉 (荷兰进口) 及儿童配方粉 (新西兰进口)。

表 17: 澳优旗下主要产品

产品定位	超高端			高端		
产品系列	能立多	悦白	海普诺凯 荷致	美优高	珀淳	美纳多
产品图片						
产品价格 (元/kg)	一段	497.5	496.25	508.9	360.1	364.4
	二段	497.5	496.25	508.9	360.1	364.4
	三段	497.5	496.25	508.9	360.1	364.4
	四段	410			247.5	
产品原料	添加亲体小蛋白、生物活性肽 CPP、OPO、乳铁蛋白等多种生物活性物质	OPO 配方, 天然类 HMO+天然乳铁蛋白 GOS+FOS+Bb12, DHA +ARA 天然乳脂球膜 MFGM	独创 P59 配方, 协同水解小分子蛋白、OPO、CPP, 亲和人体, 优化吸收, 同时科学配比多种防护营养素、智力和视力发育元素, 助力宝宝全面成长	内含 α-乳清蛋白、微胶囊 DHA /ARA; 叶黄素、牛磺酸、胆碱、钙、维生素 D、L-肉碱、核苷酸、益生元聚葡萄糖	亚油酸、α-亚麻酸、DHA、ARA、胆碱、叶黄素、牛磺酸等七大关键营养素	新西兰进口奶源, 添加益生菌、益生元, DHA 与 ARA 科学配比配合胆碱补充大脑营养
广告营销	专注氨基酸优化 14 年	羊奶, 小分子, 好吸收	百年荣耀; P59 配方, 亲和营养, 优化吸收	益生元 & 茁壮成长	澳优珀淳智 U, 体 U, 澳优	纯净新高度, 原生 3760
产品推出时间	2006	2011	2013	2015	2017	2012

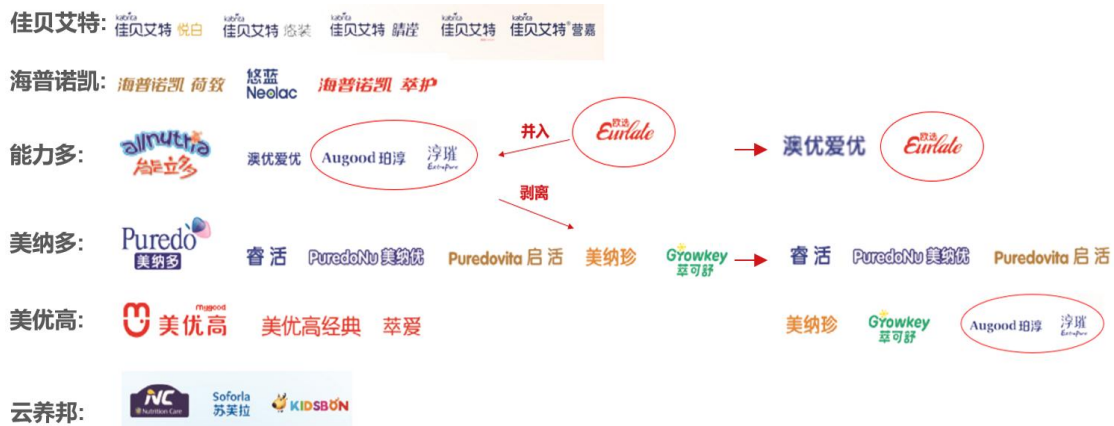
资料来源: 招股说明书, 京东旗舰店, 光大证券研究所整理  
注: 价格整理日期为 3 月 13 日

### 5.2.2、多事业部驱动转向平台型公司

澳优采取多 BU 的品牌战略, 为了提升效率增强激励, 公司采取扁平化的事业部制, 目前有佳贝艾特、能力多、海普诺凯、美纳多、美优高、云养邦六大事业部。

2020 年第二季度, 公司进行事业部调整, 将能力多以前的两个澳洲品牌 (伯醇、淳瑾) 剥离给美纳多, 将纽莱可的欧选并入能力多。事业部调整之后, 各个事业部的定位和品牌条线更加清晰。1) 能力多聚焦欧洲地区。剥离伯醇、淳瑾后, 合并欧选有利于做好能力多大单品。2) 美纳多定位为澳新单元。美纳多过去增长缓慢, 伯醇、淳瑾与美纳多纯粹自然的品牌概念相通, 且与美纳多原有单品一样来自澳新地区。

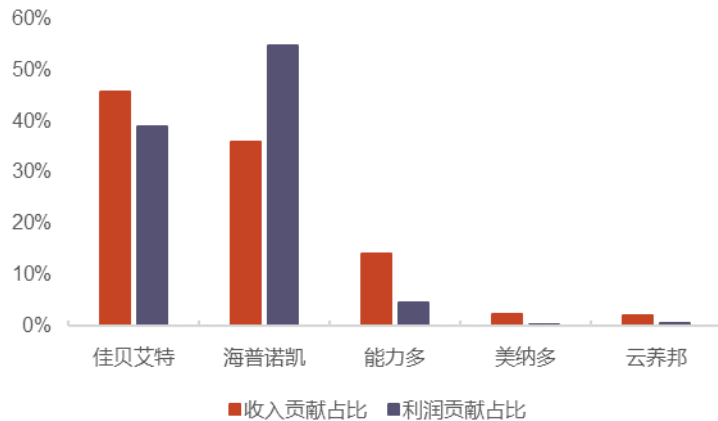
图 77: 澳优各事业部 BU 梳理



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理



图 78：2020H1 澳优各 BU 收入/利润贡献占比



资料来源：公司调研，光大证券研究所整理

**平台型公司增长可持续性**：奶粉产品有自身生命周期和业绩成长天花板，多单品储备发力可以避免过分依靠单一产品的风险。

- 雀巢和达能是全球奶粉份额前二的企业，两家都是平台型公司、多品牌的运作模式。截至 2018 年，雀巢营养品业务（含婴配粉和婴儿食品）旗下拥有 7 个十亿美元级别的品牌，占到销售额的 86%，分别是雀巢能恩、启赋、惠氏 S-26、雀巢 Nido、雀巢力多精(Lactogen)、嘉宝，及雀巢 CERELAC。

**多 BU 运作模式对企业内部组织架构资源整合有较高要求。**我们认为澳优具备稳定的股权结构、优质的管理层、完善的股权激励机制，以及多年来运行多 BU 模式和实施并购的经验，在事业部架构已经梳理清晰的背景下，未来能够实现向平台型公司的转换。

### 5.2.3、空间讨论：羊奶粉增长的可持续性

羊奶粉市场未来还是具有较大的市场空间。2018-2020 年，佳贝艾特占我国婴幼儿配方羊奶粉总进口量的比重连续三年超过 60%。**随着巨头逐步切入，竞争逐渐加强的同时更有利于羊奶粉市场扩容。**

- 澳优作为早期教育者，是较早切入赛道的品牌（2003 年）；澳优之后又有蓝河这样的国产品牌于 14 年加入赛道；19 年后大品牌开始进入(惠氏、伊利)，飞鹤预计 2021 年推出羊奶粉。

虽然羊奶粉的竞争者在不断增加，但我们认为当前行业尚属于消费者教育阶段，更多品牌的切入有助于行业整体的发展。当前对于澳优而言，行业扩容的利好大于竞争加剧的弊端。

图 79：主要厂商推出羊奶粉时间



资料来源：光大证券研究所整理

#### 5.2.4、2020 年表现复盘：渠道整改步入尾声

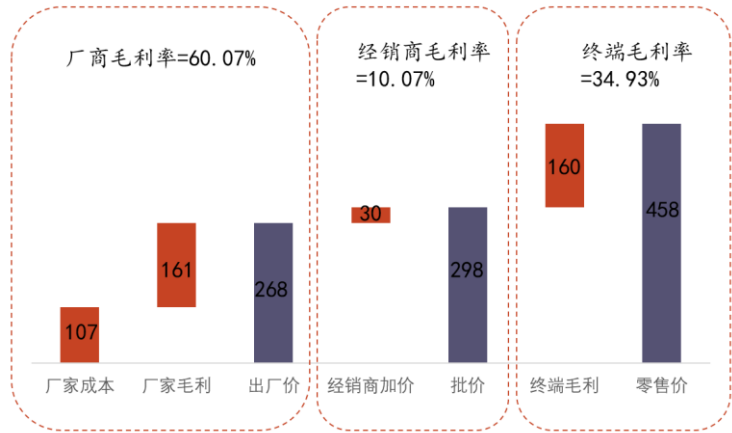
结合澳优各环节加价情况可以看到，由于婴幼儿配方奶粉行业的特殊性，各环节的毛利率和利润空间都很高，因此厂商对于渠道的掌控力需要很强，否则容易出现价盘紊乱的现象。

为了调整经销商和终端的利润空间，澳优于 2020 年疫情发生前在终端进行了提价，并计划 4 月向经销商提价，导致一季度经销商出现窜货和囤货的情况，结合二季度进行事业部改制以及疫情对线下销售的影响，公司 2020H1 整体业绩受到拖累。

**针对窜货现象，公司采取了积极的整改措施**，包括解除部分经销商的合作，更换带有内码的产品，更新销售系统和订货流程等，当前库存水平已恢复到正常区间。渠道失衡对公司 20 年业绩造成了一定冲击，虽然公司大刀阔斧进行了调整，但渠道信心的恢复尚需时间。我们相信 21 年随着渠道整合进入尾声，公司自家奶粉表现将逐步回温。

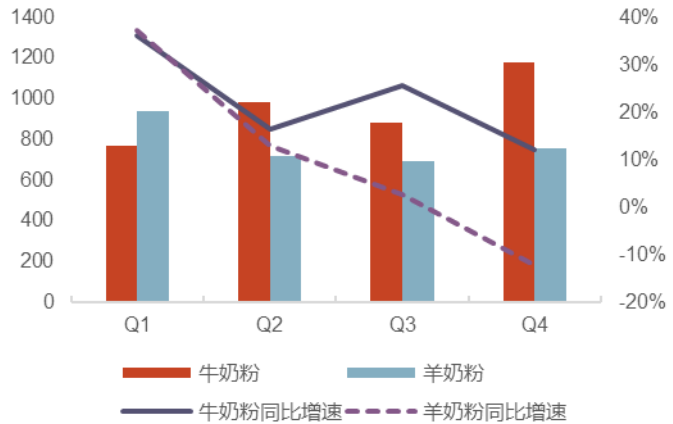
**疫情严重期，消费者教育受到影响**。奶粉是需要不断教育新的消费者的品类，受疫情影响，2020 年初进口奶粉通过海关出现一定困难，澳优用来提供给新手父母的试用装出现短缺，可能会进一步影响培育潜在消费者，随跨国物流恢复正常和直播等新教育方式的兴起，这部分不利影响会有所抵消，预计澳优在新客推广方面将持续恢复。

图 80：澳优各环节加价情况（单位：元）



资料来源：草根调研，光大证券研究所整理

图 81：2020 年各季度澳优牛奶粉/羊奶粉的营收及同比增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 5.2.5、盈利预测与估值

我们预计自家品牌配方奶粉 21-23 年增速分别为 17%/15%/14%，2020 年渠道问题对公司羊奶粉影响较大，预计羊奶粉仍需时间来恢复，其中预计牛奶粉增速分别为 18%/16%/16%，羊奶粉增速分别为 15%/13%/11%，私人品牌增速分别为 10%/8%/8%。预计营养品 21-23 年增速分别为 8%/6%/6%。2021-23 年整体营收增速分别为 16%/14%/13%。

表 18：澳优营收拆分及预测

(人民币百万元)		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
自家品牌配方奶粉	营收	4,401.4	6,023.4	6,926.4	8,073.6	9,258.5	10,548.5
	yoy	53.76%	36.85%	14.99%	16.56%	14.68%	13.93%
牛奶粉 (中国)	营收	2,368	3,167	3,820	4,508	5,229	6,066
	yoy	49.61%	33.75%	20.62%	18.00%	16.00%	16.00%
羊奶粉	营收	2,033.4	2,856.2	3,106.2	3,565.8	4,029.4	4,482.7
	yoy	58.88%	40.46%	8.75%	14.80%	13.00%	11.25%
私人品牌业务	营收	852.1	594.1	917.1	1008.8	1089.5	1176.7
	yoy	-13.81%	-30.28%	54.37%	10.00%	8.00%	8.00%
营养品	营收	136.1	118.7	142.3	153.7	162.9	172.7
	yoy	80.74%	-12.78%	19.88%	8.00%	6.00%	6.00%
养胃粉	营收		72.1				
	yoy						
总计	营收	5389.6	6736.2	7985.8	9236.1	10510.9	11897.8
	yoy	37%	25%	19%	16%	14%	13%
毛利率		49.4%	52.5%	49.9%	51.8%	52.2%	52.6%

资料来源：澳优公司财报，光大证券研究所预测

**盈利预测和估值：**预计公司 2021/23/23 年营业收入预测为 92.4/105.1/119 亿元，2021/23/23 年净利润分别为 12.8/14.8/16.9 亿元，对应 2021/23/23 年 EPS 为 0.75/0.86/0.99 元，当前股价对应 2021/23/23 年 PE 分别为 12x/10x/9x。

公司 21-23 年净利增速 CAGR 为 15%，采用 PE 估值法，给予公司 21 年 14xPE，对应目标价 12.4 元港币，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

**风险提示：**新生人口数量持续剧烈的下滑，食品安全问题，原材料价格上涨风险，海外疫情加剧

表 19：澳优财务数据和估值分析

人民币 百万	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5389	6736	7,986	9,236	10,511	11,898
营业收入增长率	37.3%	25.0%	18.6%	15.7%	13.8%	13.2%
净利润	635	878	1,004	1,280	1,481	1,693
净利润增长率	106.1%	38.3%	14.3%	27.5%	15.7%	14.3%
EPS (元人民币)	0.48	0.55	0.59	0.75	0.86	0.99
ROE	19.5%	21.9%	19.4%	21.6%	21.8%	21.9%
P/E	18.34	15.98	15.01	11.78	10.18	8.90
P/B	7.95	6.44	5.00	4.36	3.81	3.35

资料来源：澳优财报，光大证券研究所预测。注：股价计算日期为 4 月 1 日，港币兑换人民币为 1 港元=0.8446 人民币

## 6、风险分析

### 经营风险

- 1) 食品安全风险：企业生产或运输过程中可能会出现不当操作从而影响食品安全，婴幼儿奶粉产品受众的特殊性导致消费者对产品质量问题格外敏感，可能会使消费者丧失信心，甚至在行业内出现连锁反应。
- 2) 原材料价格上涨风险：原材料占成本比重很高，如果原材料价格出现剧烈波动，可能会影响到公司产品的销售。

### 新生儿数量持续急剧下滑的风险

新生婴幼儿的数量决定了婴幼儿奶粉的市场规模基数，而近年来我国新生儿数量持续下滑，虽然未来或有进一步的政策支持，但居民生育意愿可能仍不及预期，长期看对婴幼儿奶粉市场增长造成较大影响

### 疫情再次发生的风险

由于澳优的产品都在源自国外进口，目前国外疫情还未得到良好控制，如果疫情再次大规模的发生，可能在生产和运输等环节影响澳优产品的销售。

## 附录：

表 20：国产奶粉 TOP5 竞争格局

	中国飞鹤	君乐宝	伊利股份	澳优	H&H
代码	6186.HK	n.a.	600887.SH	1717.HK	1112.HK
市值	1809.0 亿元 (港币)	n.a.	2401.4 亿元 (人民币)	209.0 亿 (港币)	192.1 亿 (港币)
市占率 (2019)	13.30%	5.50%	5.30%	5%	4.70%
创立时间	1962	1995	1993	2003	1999
创立地点	黑龙江省齐齐哈尔市	河北省石家庄市	内蒙古自治区呼和浩特市	湖南省长沙市	香港特别行政区
主要品牌	星飞帆、臻稚有机、臻爱倍护、星阶优护、飞帆、舒贝诺等	小小鲁班、旗帜、至臻、臻 A2、优萃、恬适、乐臻、乐纯、乐畅、乐铂等	金领冠系列 (包含羊奶粉悠滋小羊、有机奶粉赛纳牧)、倍冠、赋能星、沛能、赋能培然	佳贝艾特、能立多、海普诺凯 1897、悠蓝有机、淳璀有机、美纳多、美优高、爱优	派星、贝塔星、阿尔法星、可贝思、爱斯时光
品牌宣传	更适合中国宝宝体质	欧洲双认证, 全球销量领先	中国专利配方, 母爱传承	全球营养, 呵护成长	欧洲原罐进口, 亲和均衡
产品	星飞帆、臻稚有机、经典 1962 成人奶粉	至臻、乐铂	金领冠	海普诺凯	合生元
生产方式	湿法	湿法	湿法	湿法	湿法
注册配方数	45	27	39	45	
超高端	59.41% (2018)				
产品	星飞帆	赛纳牧	海普诺凯荷致	爱斯时光	
超高端主要产品					
	价格: 324/266/266/178 (元)	价格: 355/358/331/230 (元)	价格: 458/458/458 (元)	价格: 387/385/385 (元)	
	规格: 700 (g)	规格: 800 (g)	规格: 900 (g)	规格: 800 (g)	
	折算价格: 0.46/0.38/0.38/0.25 (元/g)	折算价格: 0.44/0.45/0.41/0.29 (元/g)	折算价格: 0.51/0.51/0.51 (元/g)	折算价格: 0.48/0.48/0.48 (元/g)	
高端	12.96% (2018)				
产品	臻爱倍护	恬适	珍护	美纳多	派星
高端主要产品					
	价格: 280/262/238 (元)	价格: 221/248/248 (元)	价格: 355/358/331/209 (元)	价格: 288/248/288 (元)	价格: 340/340/347/322 (元)
	规格: 900 (g)	规格: 800g	规格: 900 (g)	规格: 800 (g)	规格: 900 (g)
	换算价格: 0.31/0.29/0.26 (元/g)	换算价格: 0.28/0.31/0.31 (元/g)	折算价格: 0.39/0.40/0.37/0.23 (元/g)	折算价格: 0.36/0.31/0.36 (元/g)	折算价格: 0.38/0.38/0.39/0.36 (元/g)
低端	27.63% (2018)				
产品	飞帆	乐铂	金领冠	爱优	阿尔法星
低端主要产品					
	价格: 238/179/154 (元)	价格: 158/166/166 (元)	价格: 220/215/188/125 (元)	价格: 268/268/268/208 (元)	价格: 214/219/219/201 (元)

	(元)	(元)	(元)	(元)
规格: 900 (g)	规格: 808g	规格: 900 (g)	规格: 800 (g)	规格: 900 (g)
换算价格: 0.26/0.20/0.17 (元/g)	换算价格: 0.20/0.21/0.21 (元/g)	换算价格: 0.24/0.24/0.21/0.14 (元/g)	折算价格: 0.34/0.34/0.34/0.26 (元/g)	折算价格: 0.24/0.24/0.24/0.22 (元/g)
渠道拆分	线上 8.7%, 线下 91.3%			
分销层级	线上直营, 线下 2 级 (零售商-消费者) / 3 级 (经销商-零售点-消费者)			
资料来源: 各品牌京东自营旗舰店, 光大证券研究所 注: 统计时间为 2021 年 3 月 13 日				

表 21: 海外奶粉 TOP6 竞争格局

	雀巢/惠氏	达能	雅培	美赞臣	美素佳儿	A2
代码	Nestle	Danone	Abbott	RB LN	private	A2M AU
市值	3073.4 亿美元	385.5 亿欧元	2067.6 亿美元	165.2 亿美元		146.77 亿元
市占率	12.80%	8.70%	4.40%	5.50%	4.00%	1.80%
创立时间	1866-01-01	1966/1/1	1888	1905/1/1	1871	2000
国家	瑞士	法国	美国	美国	荷兰	澳大利亚
主要品牌	启赋、超启能恩、雀巢能恩	爱他美、诺优能	菁挚、亲护、铂优恩美力	蓝臻、亲舒、铂睿、安儿宝	皇家美素佳儿、美素佳儿A2 至初	
品牌宣传	亲和人体, 启赋未来	爱他未来, 有备而来	感知成长的神奇	营养更全面, 保护力更强	一起, 自然成长	天生不同, 爱自在
产品	启赋、	爱他美卓萃	亲护	蓝臻	皇家美素佳儿、美素佳儿A2 至初	
生产方式	湿法					
超高端	超高端					
产品	启赋		菁挚	蓝臻	皇家美素力	A2 至初
						
价格:	429/429/429/399 (元)		460/424/358/369 (元)	406/432/386 (元)	416/396/376/345 (元)	488/458/428 (元)
规格:	900 (g)		900 (g)	900 (g)	800 (g)	900 (g)
换算价格:	0.54/0.54/0.54/0.44 (元/g)		0.51/0.47/0.72/0.74 (元/g)	0.45/0.48/0.43 (元/g)	0.52/0.50/0.48/0.43 (元/g)	0.54/0.51/0.48 (元/g)
高端	高端					
产品	超启能恩	爱他美卓萃	亲护	亲舒		
						
价格:	358/288/248 (元)	375/365/345 (元)	367/-/299 (元)	-/-/338 (元)		
规格:	800 (g)	900 (g)	820 (g)	800 (g)		

换算价格: 0.45/0.36/0.31 (元/g)    换算价格: 0.42/0.41/0.38 (元/g)    换算价格: 0.45/-/0.36 (元/g)    换算价格: -/-/0.42 (元/g)

低端

产品	能恩	爱他美	铂优恩美力	铂睿	美素佳儿
					
价格:	224/178/163.152 (元)	255/255/205/199 (元)	262/247/219/207 (元)	217/199/215 (元)	249/229/188/189 (元)
规格:	900 (g)	800 (g)	900 (g)	850 (g)	800 (g)
换算价格:	0.25/0.20/0.18/0.17 (元/g)	0.32/0.32/0.26/0.25 (元/g)	0.29/0.27/0.24/0.23 (元/g)	0.26/0.23/0.25 (元/g)	0.31/0.29/0.24/0.24 (元/g)

资料来源: 各品牌京东官方旗舰店, 光大证券研究所  
注: 统计日期为 2021 年 3 月 13 日



## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE