

食品饮料

2022 年 05 月 27 日¹伊利股份 (600887)²——格局之变提供发展机遇 内生外延打造第二曲线³报告原因：强调原有的投资评级⁴买入（维持）⁵投资要点¹⁵市场数据：2022 年 05 月 26 日⁶

收盘价（元）	37.37
一年内最高/最低（元）	44.25/30.9
市净率	4.7
息率（分红/股价）	2.57
流通 A 股市值（百万元）	222736
上证指数/深证成指	3123.11/11206.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算⁷基础数据：2022 年 03 月 31 日⁸

每股净资产（元）	7.99
资产负债率%	54.73
总股本/流通 A 股（百万）	6400/5960
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：⁹相关研究¹¹

《伊利股份（600887）点评：收入全面提升 盈利确定改善 买入评级》2022/04/27¹²

《伊利股份（600887）点评：开门红奠定全年基础 维持买入评级》2022/03/10

证券分析师¹³

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

吕昌
(8621)23297818×010-66500561
lvchang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **婴配粉行业：国产替代，龙头集中。**出生人口数下降导致我国婴配粉行业进入存量时代，13 年至今行业变革主要体现为存量玩家之间的份额替代，而每一轮替代呈现事件驱动特征。16 年后受注册制、电商法、新国标以及配方二次注册等一系列事件冲击，国际品牌市占率持续下滑，中小品牌退出市场。21 年行业 CR10 为 73%，其中前十大奶粉品牌中国产奶粉品牌 5 个，市占率达 39%，国产替代和龙头集中趋势明显。¹⁶

● **商业模式：母婴为王，渠道制胜。**事件驱动背后本质在于国际和国内品牌商业模式差异。经历多轮并购，头部国内和国际品牌均已完成全产业链的布局，其差异主要来自团队执行力和渠道深耕能力。国际品牌更依赖品牌优势，通过空中广宣占据高线市场，而下沉能力相对不足。21 年婴配粉行业母婴渠道占比达 69%，是实现渠道下沉和消费者教育的必争之地。头部国内品牌经历十余年的发展，管理体系成熟、人才团队稳定，渠道政策执行力强，凭借母婴渠道在下沉市场发力完成对国际品牌的超越。¹⁷

● **头部企业通过份额替代仍有 50%以上空间** 测算在中性情景下到 2025 年我国婴配粉市场规模为 1289 亿元，2021~2025 年 CAGR 为 -1.8%。我们参照成熟市场市占率水平，测算到 2025 年理论上 Top1 企业有能力做到 300 亿左右收入，Top2 在 200 亿左右。¹⁸

● **伊利：内生+外延打造第二增长曲线。**公司提出“2022 年市占率第二、2025 年行业第一”的目标，并于 21 年进行奶粉事业部改革，在管理上通过奶粉事业部组织架构调整实现权力下沉和运营的专业度提升。在产品上加大推新力度并率先通过配方二次注册。线上加大广宣投入，加大奶粉主品牌和产品品牌曝光度，线下加大消费者前端教育力度，提高营销专业度和管控精细化程度，并借助母婴渠道继续推进渠道下沉，母婴渠道占比达到 70%。我们测算到 2025 年伊利奶粉业务营收有望达到 266 亿，其中婴配粉 213 亿，可贡献净利润约 36 亿，净利率接近 14%，届时伊利整体的利润规模和盈利能力都将得到进一步提升。**并购澳优：**澳优具备稳定的管理团队，完善的产品线和羊奶粉的领先优势，收购使伊利短期实现了市占率第二的目标，长期有望在供应链、渠道、产品端实现协同效应。¹⁹

● **投资评级与估值：**充分考虑并表因素，上调盈利预测，预测 2022~2024 年公司实现归母净利润 110.6/130.5/148.9 亿（前次预测 109/127/147 亿），分别同比增长 27%、18%、14%。最新收盘价对应 22~24 年 PE 分别为 22x/18x/16x。根据 DDM 模型，我们给予公司未来一年目标价 50 元，较最新收盘价有 34%的上涨空间，对应 2023 年 25xPE。市场对于伊利奶粉业务的发展决心及潜力认识不足，我们认为伊利有望通过内生增长打造奶粉第二增长曲线并优化盈利能力，维持买入评级。²⁰

● **风险提示：**疫情反复，原材料成本过快上涨²¹

● **股价表现的催化剂：**核心产品增长超预期，竞争格局改善²²

14 财务数据及盈利预测²³

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	110,595	31,047	130,774	146,293	159,831
同比增长率（%）	14.2	13.5	18.2	11.9	9.3
归母净利润（百万元）	8,705	3,519	11,062	13,050	14,894
同比增长率（%）	23.0	24.3	27.1	18.0	14.1
每股收益（元/股）	1.36	0.55	1.73	2.04	2.33
毛利率（%）	30.6	34.4	32.6	33.8	34.7
ROE（%）	18.2	6.9	21.0	22.2	22.9
市盈率	27		22	18	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE²⁵

投资案件¹

投资评级与估值²

上调盈利预测 预测 2022~2024 年公司实现归母净利润 110.6/130.5/148.9 亿(前次预测 109/127/147 亿), 分别同比增长 27%、18%、14%。最新收盘价对应 22~24 年 PE 分别为 22x/18x/16x。参考可比公司, 我们给予公司未来一年目标价 50 元, 较最新收盘价 34% 上涨空间, 对应 2023 年 25xPE。市场对于伊利奶粉业务的发展决心及潜力认识不足, 我们认为伊利有望通过内生增长打造奶粉第二增长曲线并优化盈利能力, 维持买入评级。

关键假设点⁴

奶粉业务, 我们假设公司 22~24 年伊利婴配粉和成人粉(不含澳优)实现销量分别同比增长 18%、16%、14%, 吨价同比增长 5%、4%、3.5%, 营业收入(不含澳优)同比增长 24%、21%、18%, 其中婴配粉同比增长 27%、23%、21%。

液体乳业务, 考虑今年疫情散发影响, 以及乳制品的刚需属性, 我们假设 22~24 年液体乳销量同比增长 6%、5%、5%, 假设吨价同比增长 3.8%、3.1%、2.4%, 液体乳营收同比增长 10%、8.3%、7.5%。

冷饮业务, 结合 19~21 年增速, 我们假设 22~24 年冷饮业务实现营收同比增长 12.5%、10%、8%, 其中销量同比增长 6%、5%、4%, 吨价同比增长 6.1%、4.8%、3.8%。

利润端, 判断 22 年原奶价格微降, 公司继续优化产品结构, 提高中高端产品的占比, 且买赠促销力度有所收窄, 我们假设 22~24 年三大业务毛利率均小幅度提升。有别于大众的认识

市场对于伊利奶粉业务改革的动态、成效认识不足。公司提出“2022 年市占率第二、2025 年行业第一”的目标, 并于 21 年进行奶粉事业部改革, 在管理上通过奶粉事业部组织架构调整实现权力下沉和运营的专业度提升。在产品上加大推新力度并率先通过配方二次注册。线上加大广宣投入, 加大奶粉主品牌和子品牌曝光度, 线下加大消费者前端教育力度, 提高营销专业度和管控精细化程度, 并借助母婴渠道继续推进渠道下沉, 母婴渠道占比达到 70%。我们测算到 2025 年伊利奶粉业务营收有望达到 263 亿, 其中婴配粉 213 亿, 可贡献净利润约 36 亿, 净利率接近 14%, 届时伊利整体的利润规模和盈利能力都将得到进一步提升。并购澳优:澳优具备稳定的管理团队, 完善的产品线和羊奶粉的领先优势, 收购使伊利短期实现了市占率第二的目标, 长期有望在供应链、渠道、产品端实现协同效应。

股价表现的催化剂¹⁰

核心产品增长超预期, 竞争格局改善。¹¹

核心假设风险¹²

疫情反复, 原材料成本过快上涨。¹³

目录¹

1. 婴配粉行业：龙头集中 国产替代	7	2
1.1 市场空间进入存量时代	7	3
1.2 国产替代 龙头集中	9	
2. 竞争分析：渠道 供应链 品牌之争	10	4
2.1 事件驱动下竞争格局转变	10	5
事件驱动 1：配方注册制清退大量中小品牌	10	
事件驱动 2：跨境电商系列政策限制海淘奶粉	13	
2.2 竞争力分析 渠道下沉实现国产反攻	14	
2.2.1 奶粉的生意特征决定母婴渠道是主战场	15	
2.2.2 优秀的渠道管理成为制胜关键	15	
2.3 空间测算：龙头企业依然有翻倍空间	17	
3. 伊利股份：将奶粉打造为第二增长极	21	6
3.1 金领冠引领内生增长 控股澳优外延布局	21	7
婴配粉过去增长稳健 成人粉市场第一	21	
战略重视，全面改善，2021 年婴配粉业务增长提速	22	
奶粉业务迎来红利窗口 市占率具备翻倍空间	25	
3.2 澳优：牛羊并进 稳健前行	27	
3.2 短期增厚利润 长期看好协同	32	
4. 盈利预测	33	8
4.1 估值分析	33	9
4.2 关键假设	34	
4.3 盈利预测	36	
5. 风险提示与股价表现催化剂	37	10
5.1 风险提示	37	11
5.2 股价表现催化剂	37	
附录	38	12

图表目录

图 1：婴配粉全局复盘图（单位：亿元，%）	7
图 2：奶粉零售价持续提升（元/公斤，%）	8
图 3：横向比较我国奶粉价格已经不低	8
图 4：高端、超高端奶粉比例	8
图 5：下线城市相对具备较大的高端化空间	8
图 6：三聚氰胺事件后国外奶粉销售额占比提高	9
图 7：奶粉进口量不断提高（销售量，吨）	9
图 8：2015 年我国奶粉市场竞争格局分散	10
图 9：2021 年我国奶粉 CR10 为 73%	10
图 10：2021 年美国婴幼儿配方奶粉 CR3 达 72%	10
图 11：2021 年日本婴幼儿配方奶粉 CR3 达 65%	10
图 12：注册制之后每年新增国内品牌配方数更高（单位：个）	11
图 13：截至 22 年一季度头部企业手握配方数量（单位：个）	11
图 14：需要在 23 年前二次注册的配方比例（个，%）	11
图 15：诺优能奶粉为例，海淘奶粉配方未经注册与国行不同 无法在国内线下销售	13
图 16：妈妈选购母婴用品的主要信息获取渠道	15
图 17：母婴渠道为婴配粉主要销售渠道	15
图 18：代表性国产奶粉品牌终端网点数量（万个）	17
图 19：国际品牌在电商渠道市占率更高（2020）	17
图 20：国内品牌渠道利润率更高（元/罐）	17
图 21：国内品牌借助更强的下沉能力在下线市场市占率更高	17
图 22：伊利股份整体营收及增速（亿元，%）	21
图 23：伊利股份奶粉业务营收及增速（亿元，%）	21
图 24：21 年奶粉市占率显著提高（终端销售口径，%）	21
图 25：伊利股份分业务毛利率（%）	22
图 26：伊利奶粉业务毛利率有优化提升空间（%）	22
图 27：伊利每年年度在建工程投入（单位：万元）	22
图 28：各业务板块年度在建工程投入占比（%）	22
图 29：2016~2017 年伊利婴配粉渠道结构（估算）	25

图 30：2021 年伊利婴配粉渠道结构	25
图 31：澳优股权结构图（2021 年末）	27
图 32：澳优股权结构图（完成收购后）	27
图 33：澳优历史发展沿革	27
图 34：澳优渠道结构（2021 年）	28
图 35：澳优组织架构上六大事业部扁平化管理	29
图 36：澳优分品类营收及总营收增速（百万元）	30
图 37：澳优分品类营收占比（%）	30
图 38：澳优国外和国内销售情况（百万元）	30
图 39：澳优分品类及整体毛利率（%）	31
图 40：澳优毛利率、费用率、和净利率（%）	31
图 41：15-20 年我国羊奶粉行业市场规模及增速	32
图 42：羊奶粉市场竞争格局（2021 年）	32
图 43：伊利股份 PE-Band（截至 2022 年 5 月 26 日）	33
图 44：伊利股份分红率	34
表 1：2011~2021 婴配粉 TOP5 变迁	11
表 2：行业持续整合	12
表 3：考虑促销后部分产品在跨境电商渠道价格反而更高	14
表 4：主要奶粉企业商业模式梳理	15
表 5：0~3 岁婴幼儿人数测算	18
表 6：不同年龄段婴幼儿奶粉需求量测算	18
表 7：美国&日本&中国最近 10 年来婴配粉渗透率变化	18
表 8：2021~2030 年婴配粉行业整体规模预测（中性情景）	19
表 9：不同渗透率下 2025&2030 年我国婴配粉行业市场规模	19
表 10：日本&美国&德国过去 10 年婴配粉行业前三市占率	20
表 11：2025&2030 年我国婴配粉行业前三潜在市占率预测（单位：亿元）	20
表 12：2020 年来伊利婴配粉上新速度加快	23
表 13：2020 年来伊利在线上线下营销同步发力进行消费者教育	24
表 14：伊利奶粉事业部不同情境下 2025E、2030E 营收预测	26
表 15：伊利奶粉事业部 2025E 净利润率测算	26

表 16：澳优十大工厂布局及对应奶源.....	28	1
表 17：伊利并购澳优后基本维持原先高管班子成员.....	29	
表 18：澳优主要奶粉品牌	31	
表 19：澳优关键假设及净利润预测表	32	
表 20：伊利、雀巢 2011~2022 年静态估值水平及营收、净利润增速、ROE 水平.....	34	
表 21：伊利营业收入关键假设表.....	35	
表 22：伊利毛利率关键假设表	35	
表 23：伊利股份相对估值表	36	
表 24：DDM 估值关键假设.....	36	
表 25：DDM 估值测算	37	
表 26：2008 年以来我国婴配粉行业监管政策概览	38	
表 27：我国关于奶粉“海淘政策”梳理.....	38	
表 28：不同段奶粉在营养元素\配方要求上有所侧重，新国标更为严格.....	39	
表 29：澳优主要并购梳理	40	

1. 婴配粉行业：龙头集中 国产替代¹

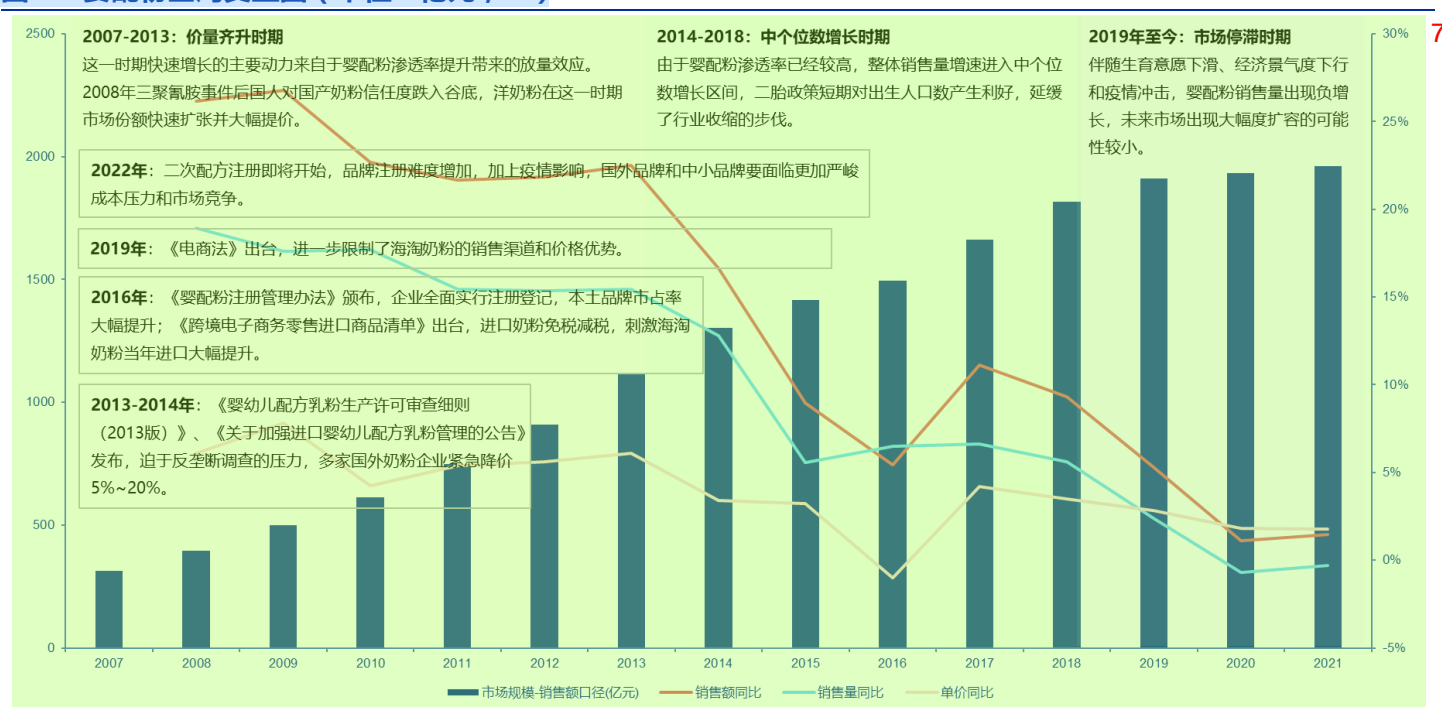
1.1 市场空间进入存量时代²

婴儿配方奶粉（简称“婴配粉”）又称母乳化奶粉，是以牛乳或羊乳为主要原料，加入适量的维生素、矿物质等加工而成的供婴幼儿（0~3岁）食用的产品。由于婴幼儿不同生长阶段营养需求不同，因此婴配粉又分为一段、二段和三段，并在配方上有所侧重。³

婴配粉市场规模=婴配粉销量*单价=人均消费量*0~3岁婴幼儿数量*单价。由于婴幼儿所需摄取的营养量固定，因此人均消费量实际上与母乳喂养率负相关。因此决定婴配粉市场规模的主要因素是渗透率、人口基数和单价。⁴

基于上述三要素复盘我国婴配粉市场增长历史，可以分为三个阶段：2013年及以前的量价齐升时期；2014~2018年的中速增长时期；2019年至今的存量增长时期。⁵

图1：婴配粉全局复盘图（单位：亿元，%）⁶



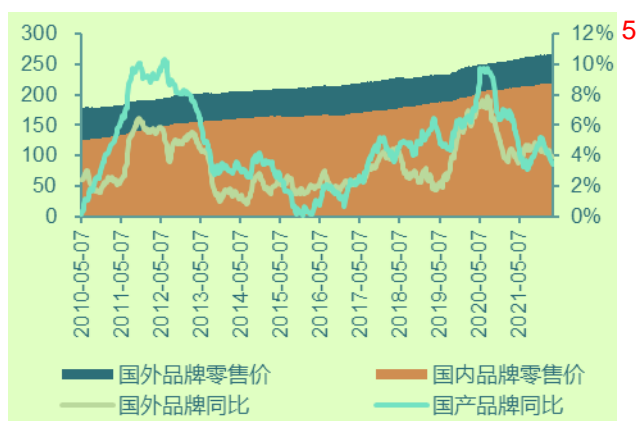
资料来源：Euromonitor，Wind，国家统计局，申万宏源研究⁸

2013年以前处于量价齐升阶段，2007~2013年销售量CAGR达16.74%，拉动销售额CAGR达23.6%。这一时期快速增长的主要动力来自于婴配粉渗透率提升带来的放量效应。从婴幼儿人数看，2003~2020年我国每年0~3岁婴幼儿数在4729~4850万人之间，整体保持在相对稳定状态，而母乳喂养率却逐年下降：1996年我国母乳喂养率达86.63%，而2007年仅为58.94%。根据国家疾控中心数据，2013年母乳喂养率仅为20.8%。从人均消费量角度，2007~2013年婴配粉人均消费量CAGR达16.3%。另一方面，由于三聚氰胺事件后国人对国产奶粉信任度跌入谷底，洋奶粉在这一时期市场份额快速扩张并大幅提价，消费者也形成了“贵即是好”的刻板印象，这一时期奶粉均价CAGR达5.87%。⁹

2014~2018 年由于婴配粉渗透率已经较高,整体销售量增速进入中个位数增长区间,二胎政策放开利好新生儿数量的增加,延缓了行业收缩的步伐,因此这一时期销售量 CAGR 为 6.1%。而从均价角度,2013 年 7 月 1 日,国家发改委反垄断局对进口奶粉企业进行价格反垄断调查,一定程度上抑制了奶粉涨价乱象,这一时期均价 CAGR 仅为 2.5%,综合来看销售额 CAGR 为 8.7%,标志着行业从快速扩容走向成熟。

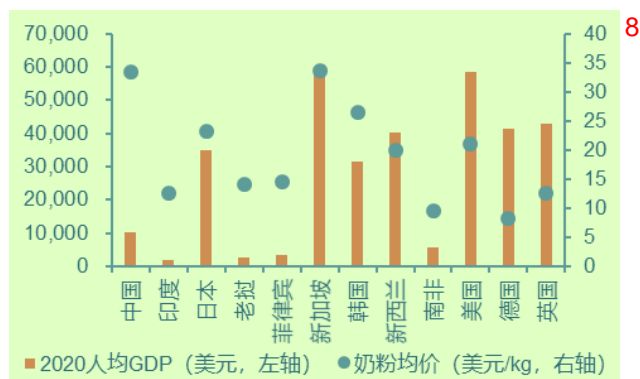
2019 年来进入存量和缩量阶段。生育率下降叠加疫情影响，19 年来销量出现负增长（-0.5%），这一时期销售额 CAGR 为 1.3%，主要来自于价格贡献。2021 年我国出生人口仅为 1062 万人，连续第五年下滑，考虑到当前孕龄女性已主要是 85~95 年代出生，已是我国最后一波婴儿潮，后续孕龄女性将进一步减少，行业进入缩量阶段。

从结构上看，奶粉持续向高端化发展。截至 2022 年 3 月 11 日，我国国产奶粉品牌零售均价 218.83 元/公斤（+3.4%，yoy），国外奶粉品牌均价 267.71 元/公斤（+4%，yoy）。但我们认为未来价格上行的空间相对有限，1、从价格角度，我国奶粉均价处于世界较高水平，从人均收入和奶粉均价对比上看，我国当前家庭奶粉负担并不轻；2、我们判断政策上不鼓励奶粉提价，比如 13 年开始国家发改委和反垄断局就对美赞臣、多美滋、雅培、合生元等多个品牌开展反垄断调查，而后涉案品牌奶粉价格下降 5~20% 不等。

图 2：奶粉零售价持续提升（元/公斤，%）⁴

资料来源：Wind，申万宏源研究 6

图 3：横向比较我国奶粉价格已经不低 7

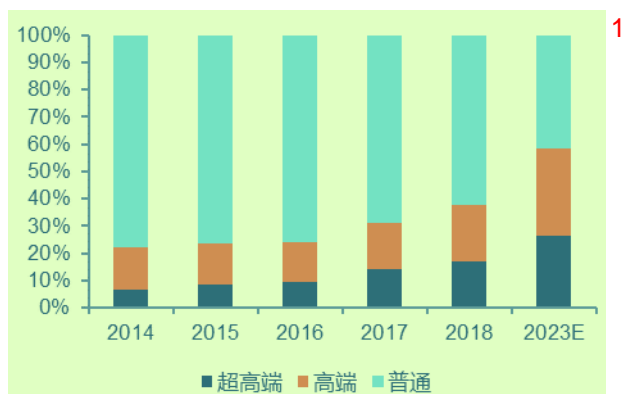


资料来源：Euromonitor，Wind，申万宏源研究 9

我国高端奶粉比例已经比较高，长期关注下沉市场结构升级。根据弗若斯特沙利文数据，2018 年我国高端及超高端奶粉占比达 38%。分地区来看，一线、新一线、二线城市高端+超高端占比分别为 55%、53%和 48%，而下线市场只有 26%。下线市场容量占比达 54%，长期来看下线市场具备一定的结构升级空间。

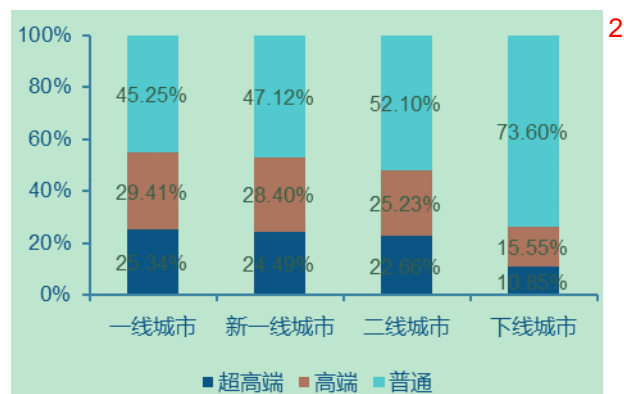
图 4：高端、超高端奶粉比例 11

图 5：下线城市相对具备较大的高端化空间 12



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究 3

注：超高端为售价大于 450 元/kg 的产品，高端为 350~449 元/kg 产品 4



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究 5

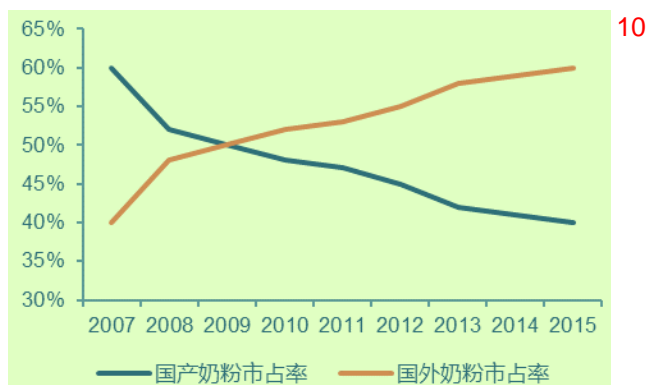
注：数据为 2018 年，由于 18 年以后尚无公开统计数据，而 18 年后整体奶粉市场结构并未出现大规模变化，因此 18 年数据依然有指导意义

1.2 国产替代 龙头集中 6

竞争格局上，我国的婴配粉市场经历洋奶粉的大幅度攻城略地后，转入龙头集中和国产替代的时代。08 年以来我国婴配粉行业竞争格局经历两大转折点，呈现出鲜明的事件驱动特征。第一个转折点在三聚氰胺事件以后，海外奶粉品牌占据主导地位，第二个转折点则是 16 年配方注册制出台，大量中小品牌清退，国产奶粉吹响反攻号角。这段时间整体趋势上是国产奶粉逐渐对进口奶粉实现替代，微观企业层面龙头品牌，尤其是国产龙头如飞鹤、伊利、澳优等不断提高市场份额、攻城略地。 7

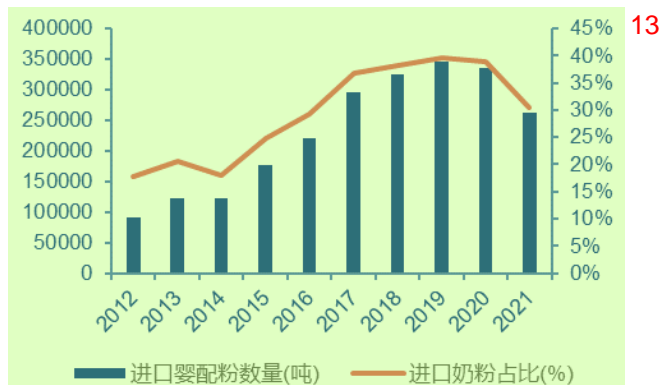
三聚氰胺事件以后由于信任度危机，进口婴幼儿奶粉大幅度提升。这一阶段以雀巢、达能、美赞臣、雅培为代表的四大外资集团主导市场。截至 2015 年我国婴配粉 CR10 为 55%，前十大品牌中 5 个是海外品牌，市占率达 34%。 8

图 6：三聚氰胺事件后国外奶粉销售额占比提高 9



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究 11

图 7：奶粉进口量不断提高（销售量，吨） 12

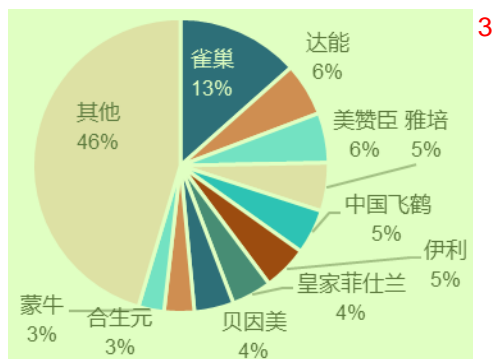


资料来源：海关总署，Euromonitor，申万宏源研究 14

2016 年我国开始实施配方注册制，大幅度拉高了海外进口奶粉的门槛，并造成大量中小品牌退出。市场集中度显著提高，国产奶粉市占率不断提升。截至 21 年末，我国奶粉 15

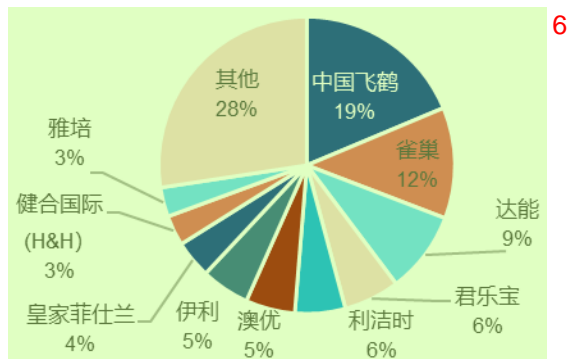
CR10 达到 73%，其中前十大奶粉品牌中国产奶粉品牌 5 个，市占率达 39%。中国飞鹤、君乐宝、澳优、伊利、健合国际（合生元）等国内品牌市场话语权不断提高。

图 8：2015 年我国奶粉市场竞争格局分散²



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究⁴

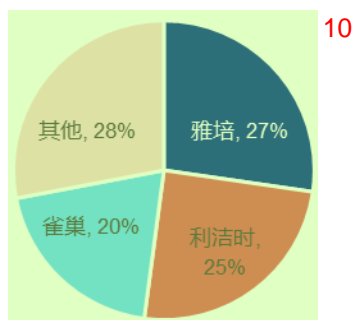
图 9：2021 年我国奶粉 CR10 为 73%⁵



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究⁷

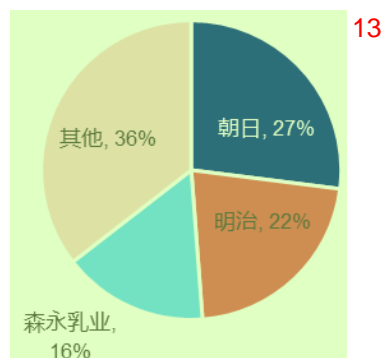
市场集中度依然有提高空间。婴配粉在海外呈现出标品的特征，市场高度集中。销售口径，美国 CR3 为 72%，日本亦有 65%，且龙头企业市占率都达到 27%。

图 10：2021 年美国婴幼儿配方奶粉 CR3 达 72%⁹



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究¹¹

图 11：2021 年日本婴幼儿配方奶粉 CR3 达 65%¹²



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究¹⁴

2. 竞争分析：渠道 供应链 品牌之争¹⁵

2.1 事件驱动下竞争格局转变¹⁶

综合分析我国婴配粉行业变迁沿革，竞争格局上呈现出显著的事件-政策驱动特征。¹⁷

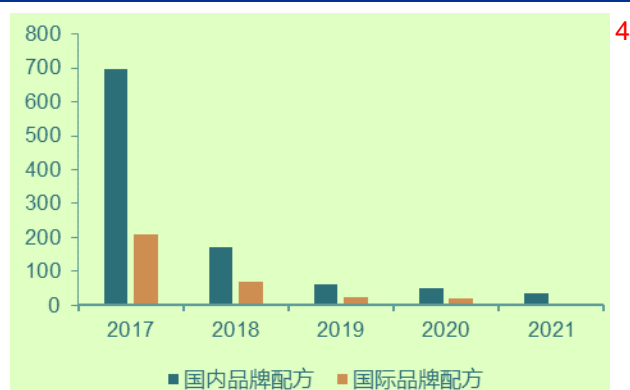
事件驱动 1：配方注册制清退大量中小品牌¹⁸

针对三聚氰胺危机，国家自 08 年始出台一系列关于婴配粉的政策，其中我们认为影响最大的是 16 年的《婴配粉注册管理办法》。2016 年我国婴配粉市场前五大厂商均为海外企业，而注册制落地后，国内品牌崭露头角。¹⁹

注册制落地后，每个企业原则上不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方，通过限制配方数的方法，意图减少恶性竞争和树立优质国内品牌。一方面，配方注册制于 16 年 10 月 1 日开始实施，17 年开始海外奶粉企业获注册配方数远少于国内企业，根据国家食品药品监督管理局数据，17~21 年共有 1015 个国产配方通过注册，而进口配方只有 329 个。在《办法》实施前，国内婴配粉配方数量超过 3000 个。此外，《办法》在宣传角度，规定不允许使用“进口奶源”“源自国外牧场”“进口原料”等模糊信息，在功效宣传上不允许夸大，有效地规范标签标识，解决宣传乱象，行业无序竞争得到缓解。

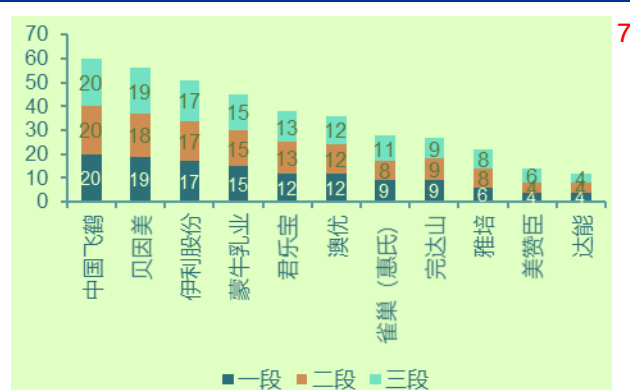
从头部企业获得配方数量看，截至 22 年 3 月，中国飞鹤拥有 60 个婴幼儿奶粉配方，配方数前五均分别为中国飞鹤、贝因美、伊利股份、蒙牛乳业和君乐宝，注册制有力推动国产企业发展。

图 12：注册制之后每年新增国内品牌配方数更高(单位：个)



资料来源：国家食品药品监督管理局；申万宏源研究

图 13：截至 22 年一季度头部企业手握配方数量(单位：个)



资料来源：国家食品药品监督管理局；申万宏源研究

表 1：2011~2021 婴配粉 TOP5 变迁

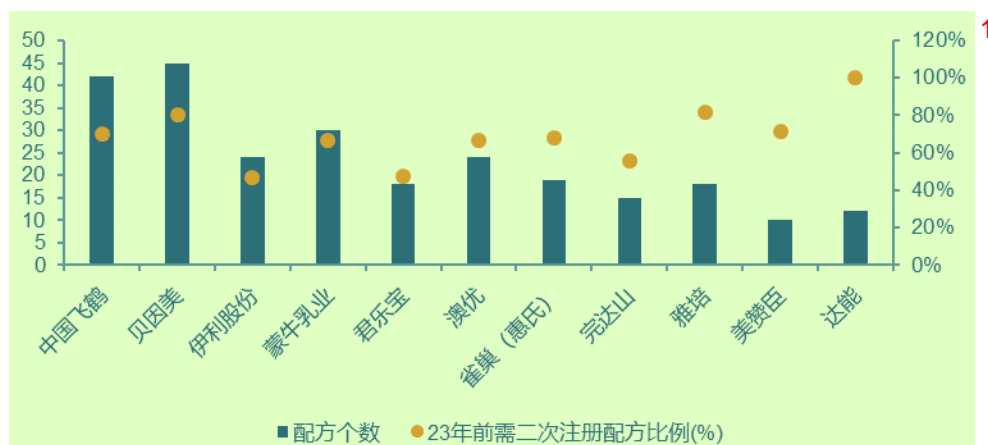
排序	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	贝因美	雀巢	雀巢	雀巢	雀巢	雀巢	雀巢	雀巢	雀巢	中国飞鹤	中国飞鹤
2	美赞臣	贝因美	贝因美	雅培	达能	达能	达能	中国飞鹤	中国飞鹤	雀巢	雀巢
3	伊利	达能	美赞臣	美赞臣	美赞臣	美赞臣	中国飞鹤	达能	达能	达能	达能
4	达能	美赞臣	达能	达能	雅培	皇家菲仕兰	利洁时	利洁时	利洁时	君乐宝	君乐宝
5	雅士利	伊利	伊利	贝因美	伊利	雅培	皇家菲仕兰	蒙牛	君乐宝	利洁时	利洁时

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

注：蓝色为国内品牌，黄色为外资品牌

配方二次注册+新国标，行业有望迎来二次整合。《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》规定婴配粉注册证书有效期为 5 年，意味着 2018 年之前注册地配方生命周期进入倒计时。我们统计了头部企业需要在 23 年之前完成二次注册的配方比例，当前二次注册压力更大的有达能（100%）、雅培（82%）、贝因美（80%）和美赞臣（71%）。考虑到一个奶粉完成注册流程需要 1~2 年时间，22~23 年能及时完成二次注册的乳企有望在竞争中获得领先地位。

图 14：需要在 23 年前二次注册的配方比例（个，%）



资料来源：国家食品药品监督管理局；申万宏源研究²

除此之外，21年3月新国标正式落地，将于2023年实施。与现行国标相比，新国标要求2、3段奶粉更接近母乳，对奶粉中蛋白质、碳水化合物、微量元素等成分做出更明确的规定，其中最大的调整在于其明确2段奶粉亦不允许添加果糖作为碳水化合物来源，未来1、2段奶粉碳水化合物乳糖占比需 $\geq 90\%$ 。行业内一个配方系列全成本在1000万元左右，而碳水化合物改成乳糖后，我们测算每吨奶粉生产成本大约增加1000元，对吨成本影响幅度在1.4%~3%左右。政策变化带来的行业洗牌最终利好头部企业，行业兼并提速，头部企业除了进行品牌横向收购以外，借助资金优势，纵向朝上游布局，完成奶源到销售的产业链闭环，进一步加强竞争力，行业整合、龙头集中的趋势日益显著。³

表 2：行业持续整合⁴

时间	公司	交易标的	对价
2016年	伊利	Yogurt Holding (Cayman) 40%股权	14 亿元
2019年		Westland 100%股权	2.44 亿新西兰元
2019年		赛科星 58.36%股权	22.78 亿元
2020年		中地乳业 16.6%股权	2.03 亿港元
2020年		中地乳业 43.75%股权	16.60 亿港元
2021年		澳优 34.33%股权	62.45 亿港元
2013年	蒙牛	雅士利 89.82%股权	124.6 亿港元
2013年		增持现代牧业持股到 28%	
2015年		多美滋中国全部股权	12.3 亿港元
2017年		现代牧业 16.7%股权	18.73 亿港元
2018年		圣牧高科 51%股权	3.034 亿元
2019年		贝拉米全部股权	14.6 亿澳元
2014年	飞鹤	关山乳业 70%股份	3 亿元
2014年		艾倍特乳业	
2017年		Vitamin World	2800 万美元
2020年		原生态牧业约 33.42 亿股份	30.71 亿港元
2021年	圣元国际	小羊妙可 100%股份	
2018年		圣达牦牛乳业	

2018 年		金元乳业全部股权	1
2019 年		贝登	
2019 年		艾倍特乳业	
2017 年		美国白波食品 (WhiteWave)	125 亿美元
2022 年	达能	欧比佳 95%股权	2.87 亿元
2022 年		青岛迈高全部股权	500 万美元
2017 年		利洁时收购美赞臣	179 亿美元
2021 年	美赞臣	春华资本收购美赞臣大中华区业务 (在中国的婴儿配方和儿童营养品业务)	22 亿美元
2022 年		美可高特全部股权	

资料来源：公司公告，公司新闻，申万宏源研究 2

事件驱动 2：跨境电商系列政策限制海淘奶粉 3

在进口奶粉大幅度提高的过程中，由于外资奶粉品牌在通过一般贸易方式进入国内市场时，不仅要申请配方注册，其生产工厂还需要获得在华注册资质，并对工厂进行审核，漫长的审批周期难以快速应对国内市场的激烈变化。与国行奶粉相比，海淘奶粉配方遵循生产地当地标准，省略了产品注册、工厂注册、现场审核等环节，成为外资品牌在华销售奶粉的重要补充渠道。 4

图 15：诺优能奶粉为例，海淘奶粉配方未经注册与国行不同 无法在国内线下销售 5

	蛋白质 (g/100KJ)	碳水化合物 (g/100KJ)	脂肪 (g/100KJ)	低聚半糖+多聚果糖 (g/100KJ)	胆碱 (mg/100KJ)	牛磺酸 (mg/100KJ)	左旋肉碱 (mg/100KJ)	麦芽糊精
国行一段	0.5	2.4	1.3	0.29	4.65	1.74	0.47	无
荷兰版一段	0.47	2.65	1.24	0.22	4.36	1.93	0.55	无
国行二段	0.78	2.64	1.1	0.28	4.51	1.74	0.61	无
荷兰版二段	0.49	3.02	1.05	0.21	3.51	1.26	0.33	有

资料来源：诺优能奶粉官网、亚马逊诺优能产品公告，申万宏源研究 7

海淘奶粉的发展轨迹亦呈现出政策驱动的特征。2016 年我国出台《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》，明确对跨境电商的税收政策，进口奶粉在限值以内免缴关税，限额以内缴纳 11.9% 的增值税。同年政府出台《跨境电子商务零售进口商品清单》，在财政部关税司的解释中说明“跨境电子商务零售进口婴幼儿配方乳粉时，暂不需要获得相关产品的配方注册证书”。政策层面虽然提高了增值税，但是为海外尤其是尚未拿到配方注册证书的中小品牌、代工品牌奶粉提供了缓冲期，使得在整体婴配粉注册门槛收紧的状态下，2016~2017 年海淘奶粉市场快速扩张。 8

价格优势+品牌背书拉动海淘奶粉销量增长。从价格上看，海淘奶粉虽然物流成本更高，但是终端销售价格普遍低于国行奶粉，比国行产品便宜 20%~50%。以爱他美卓萃白金版奶粉 900g 装为例，天猫旗舰店价格为 330~370 元/罐，奶粉代购渠道价格在 270~300 元左右。**价格优势+国际品牌背书下，在三聚氰胺事件以后，海淘奶粉市场规模伴随着外资入华快速增长。我们估算 2020 年跨境代购奶粉市场规模约 200 亿元，跨境渠道占比约 20%。** 9

渠道限制+监管收紧，海淘奶粉短期空间有限。虽然海淘奶粉绕开了配方注册制度实现国内上市，然而由于配方与国标存在差异，未经过注册制审批，因此无法在线下商超、母婴渠道销售。当前海淘奶粉主要销售渠道为跨境电商平台如天猫国际、网上私人代购以及自贸区销售。我们认为渠道限制海淘奶粉的进一步扩容，而监管缺位产生“灰色地带”，假货、卫生问题等乱象侵蚀了海淘奶粉品牌力，短期来看海淘奶粉市场份额难见扩张，行业整体延续国产替代的竞争格局。

2019年《中华人民共和国电子商务法》（以下简称《电商法》）限制了海淘奶粉的销售渠道和价格优势。《电商法》将微信、网络直播销售商品的活动纳入电子商务经营范畴监管，传统网上私人代购面临退出市场或转型为从事跨境电商小微企业的抉择，前者意味着网上私人代购渠道压缩，而后者意味着需要缴纳更高的税费，意味着海淘奶粉价格上升，价格优势大幅缩小。另一方面，海淘奶粉在供应链上不稳定性更大，澳洲多次出台奶粉限购政策，亦制约海淘奶粉发展。

表 3：考虑促销后部分产品在跨境电商渠道价格反而更高

单位：元/Kg	均价	雅培	美素佳儿	美赞臣	惠氏
1 段	跨境电商平台	434	413	321	278
	国行	421	398	453	319
	价差	-3.1%	-3.9%	29.2%	12.9%
2 段	跨境电商平台	343	364	283	330
	国行	373	332	434	234
	价差	7.9%	-9.6%	34.8%	-41.1%
3 段	跨境电商平台	301	280	312	231
	国行	342	339	356	209
	价差	12.0%	17.3%	12.3%	-10.7%
4 段	跨境电商平台	276	259	284	211
	国行	269	295	257	194
	价差	-2.5%	12.3%	-10.3%	-8.7%

资料来源：考拉海购、天猫国际、天猫、京东，申万宏源研究

注：不同品牌产品线不同，本处为尽可能保证可比，在对比国行和跨境电商海淘奶粉价格时尽可能选择定位接近的产品线计算均价。

以上因素叠加疫情影响，根据海关总署数据，2020 年我国进口婴幼儿配方奶粉 33.5 万吨，同比下降 3%，21 年进口 26 万吨，同比下降 22%，连续两年同比下降。

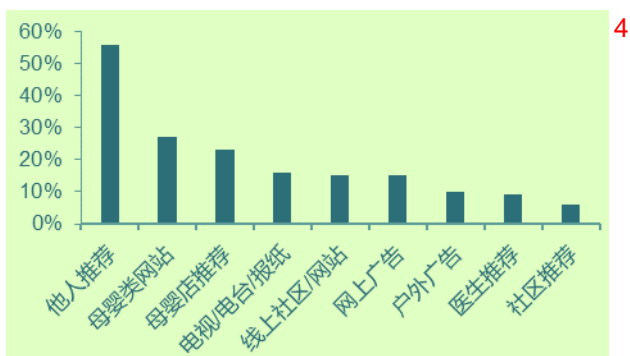
2.2 竞争力分析 渠道下沉实现国产反攻

从奶粉的商品特点出发，母婴渠道凭借其更强的消费者教育能力和社交属性成为竞争的主要战场，在这个过程中更高的渠道利润成为“下位”品牌向上突围，实现市占率提升的利器，而从商业模式入手，我们认为**全产业链布局+品牌矩阵有效协同+渠道精耕为关键要素**。当前国内品牌和国际品牌在供应链布局方面已经没有显著差距，而品牌力培育需要长期的消费者教育，因此从短期上看我们认为**更强的渠道控制能力是决定国内品牌能否突围的核心**。

2.2.1 奶粉的生意特征决定母婴渠道是主战场¹

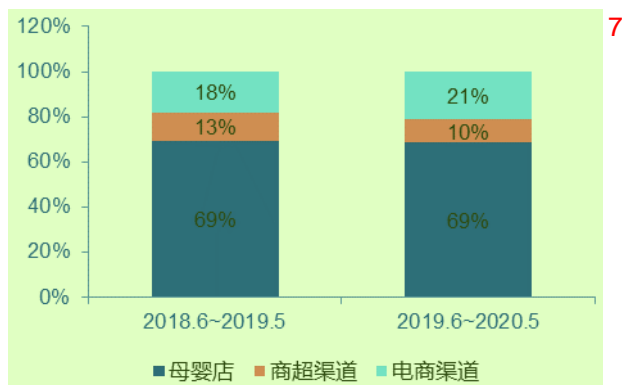
从数据上看，母婴渠道是第一大奶粉销售渠道，18~20 年的数据看，母婴渠道占比达 69%。奶粉本身是一个高度信息不对称的商品，各类奶粉概念众多，不同配方的功效差异难以得到具体量化，因此消费者会更倾向于通过多个专业渠道获取信息，并在交互体验过程中做出购买决策。母婴渠道相对于传统流通渠道和电商渠道最大的特点在于提供母婴用品体验、沟通、宣传的空间，母婴店自带社区属性和教培功能。根据罗兰贝格数据，母婴类网站+母婴店推荐是第二大消费者获得相关信息从而辅助购买决策的信息源。

图 16：妈妈选购母婴用品的主要信息获取渠道³



资料来源：罗兰贝格；申万宏源研究⁵

图 17：母婴渠道为婴配粉主要销售渠道⁶



资料来源：易观咨询，申万宏源研究⁸

母婴店在线下省份密度更高，渠道上具备更强的下沉能力。母婴渠道的优势在于强大的下沉能力。根据百度地图显示信息测算，截至 22 年 2 月全国母婴店数量约有 10 万家，从分布上看，大约有 76% 的门店分布于人均 GDP8 万元以下的二、三线省份，位于人均 GDP 超过 9 万元的经济发达省份母婴店数量仅占据 24%。当前我国母婴店单店规模较小，且低线市场坪效更低，因此小型、低线市场门店对利润要求更高，而国产奶粉可以提供更高的渠道利润，更容易实现渠道下沉。

2.2.2 优秀的渠道管理成为制胜关键¹⁰

国内和海外品牌对比来看，海外企业的优势是全球供应链布局和国际品牌背书，劣势是管理团队水土不服、渠道结构不合理，在下线市场竞争中不如国内品牌。

表 4：主要奶粉企业商业模式梳理¹²

模式划分	奶源建设	奶粉工厂	品牌	渠道管理
国际奶粉品牌	雀巢&惠氏	奶源来自全球 23 万个家庭农场，其中主要来自欧洲	在菲律宾、墨西哥、新加坡、苏州、爱尔兰等地全球布局，在华有 21 家生产厂。通过注册制的工厂有苏州、黑龙江等，雀巢高端序列主要海外原装进口，来自爱尔兰、瑞士、德国、荷兰工厂	背靠雀巢集团百年研发实力和健康营业务基础，品牌储备丰富
	达能	奶源来自全球超过 5 万个农场，其中北美 (21%)、拉美 (11%)	在全球超过 20 个奶粉工厂，目前海外有来自德国、荷兰、爱尔兰的 3 家工厂通过配方	通过多轮收购，旗下奶粉品牌包括多美滋、爱他美、诺优能、牛栏等
				在中国基地市场在一线城市，重视 KA 和电商渠道拓展，与阿里、京东合作铺设下沉渠道网络。对于下沉市场。20 年推出了针对中国本土的超高端品牌臻朗，并搭建具有本土品牌操作经验的销售团队发力下沉市场。
				与天猫、京东、考拉海购合作建设物流基础设施，21 年推出首款国内生产的奶

		欧洲（ 29% ），	注册，供应中国地区奶粉业务。20 年达能收	粉诺优能 3 蕴荟定位下沉市场。	
			购青岛迈高乳业，21 年投入生产。		
雅培	奶源主要来自欧洲，14 年恒天			最早借助医药渠道切入中国，但是随着	
	然合作社在中国建设牧场（ 21 年后退出）。超高端线菁致乳源来自丹麦、爱尔兰。		在全球有 8 家加工厂，暂未在中国地区直接建厂	奶粉进口政策收缩，受影响较大，当前下沉策略是依靠大型母婴渠道，但是受困食品安全事件，渠道推广进一步受阻。	
A2	-		中国地区奶粉主要由 Synlait 代工，该工厂控股股东为光明集团。	以线上渠道为主，借助跨境电商打开市场，当前加大母婴渠道投入，19 年进入约 1.64 万家母婴店，市场重心逐步向线下转移	
贝拉米	-		早期奶粉代工厂为恒天然旗下 Tatura，后全资收购 Camperdown 工厂，于 2019 年获注册制审批	借助跨境电商渠道进入中国市场，被蒙牛收购后继续发力线下渠道，21 年产品已覆盖至 13 个省份的 4233 家门店。	
内生打造品牌	飞鹤	来自于黑龙江齐齐哈尔牧场，20 年入主原生态牧业。	工厂位于中国东北，并于加拿大金士顿金士顿进行羊奶工厂布局。	定位超高端，营销突出“最适合中国宝宝的奶粉”。	全国拥有 2000 余家经销商和 11 万余门店，约 5 万人的地推团队，控货能力强。
	伊利	参股优然牧业，100%集约化奶源。19 年于收购新西兰 Westland 布局海外奶源。	分布于国内和新西兰	金领冠系列和伊利系列，金领冠系列占比达 96%	
	贝因美	奶源主要来自黑龙江安达，部分来自爱尔兰和新西兰。14 年引进恒天然为第二大股东，19 年恒天然出售贝因美股份。	主要位于国内，分布于杭州、安达、敦化、宜昌、北海、天津等。当前贝因美产能过剩问题较为严重，依靠对外代工消化部分过剩产能。	4 大系列“爱加、绿爱、红爱、经典优选”，但是“育婴专家”等营销卖点未突出产品特点，导致品牌力不强，多个品牌线定位不清晰。	11 年上市时完成全国渠道网络建设，但是由于管理层变动和新兴渠道冲击，13 年公司在渠道改革中价格战损害品牌定位，经销商利益受损，业绩走向下坡。
健合集团（合生元）	奶源主要来自法国 羊奶粉奶源来自澳洲		早期通过欧洲代工厂（丹麦 Arla，法国蒙太古等）生产，13 年后入股法国 ISM 集团，合资建设奶粉工厂。	以合生元为主品牌。15 年收购 Healthy Time 并推出有机奶粉；18 年收购有机品牌 Good Goû 和澳洲奶粉加工厂 Farmland Dairy。	通过会员制对渠道进行深度管理。搭建妈妈 100 会员平台，私域数据实现渠道价格、货品的严格管控。
外延并购品牌	蒙牛（雅士利）	主打通口奶源，背靠蒙牛、达能、丹麦 Arla 等。	国内产能有内蒙古、广州、陕西工厂。15 年新西兰投资建厂。19 年收购贝拉米，获得 Camperdown Powder 工厂。	雅士利、多美滋、瑞哺恩、Arla、朵拉小羊、欧世蒙牛等，品牌线丰富。	由于向母婴渠道转型滞后导致 15 年后发展停滞。管理层变动频繁导致渠道及产品线条变更，价格波动大损害品牌力。各个子品牌定位不够清晰。借助蒙牛渠道优势成人粉表现优于婴配粉。
	澳优	通过投资收购在澳洲、荷兰等地进行供应链布局。		海普诺凯定位高端一二线市场，美纳多、能力多定位三四线市场，佳贝艾特定位高端羊奶粉	在湖南、华东等南方市场较为强势，三四线城市渠道渗透率较低。

资料来源：各公司公告，各公司新闻，申万宏源研究 2

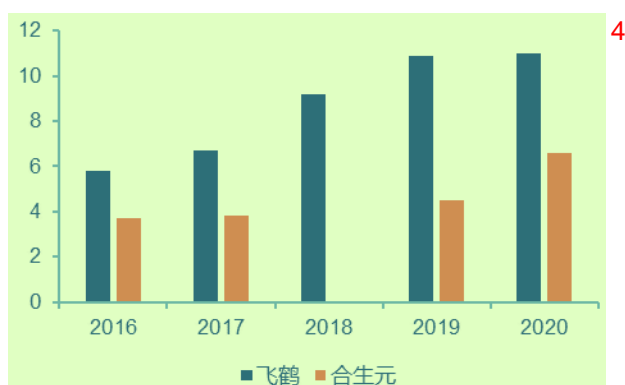
总结各个品牌商业模式和运作策略：3

1、国内品牌在产业链中上游布局上已全面赶上。过去雀巢、达能等头部品牌凭借全球范围的奶源和工厂布局构筑供应链优势。国内品牌的共性在于三聚氰胺事件后加强供应链管理。当前主要奶粉企业均通过并购或自建的方式完善奶源布局，在国内和海外拥有自己的牧场和奶粉加工厂，代工模式已经退出市场。

2、国内品牌重视渠道下沉。国际品牌在营销上的费用投放主要在广告宣传，触达能力主要覆盖一二线城市，而在渠道建设上重视电商。国内品牌重视母婴渠道建设，并创造适合自身发展的推广模式，如飞鹤 21 年开展超百万场线下活动，合生元的会员制营销等，都有效实现品牌的终端触达。

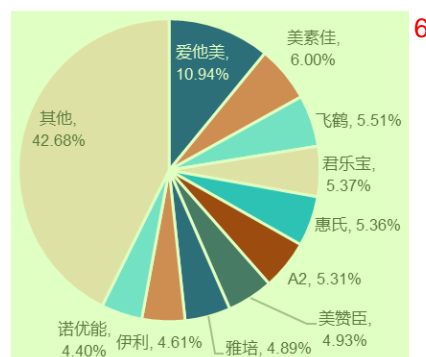
国内品牌深耕低线城市市场，网点数量快速增长。国际品牌通过空中广宣的方式进一步提高品牌势能，在一线城市和线上渠道优势更为显著，然而由于一线市场容量有限，当前已经趋于饱和，而渠道下沉方面，虽然国际品牌已进行渠道下沉，但企业文化和管理理念等原因，难以打造接地气的销售团队，并且在下线市场投入相对不足，渠道利润低于国内品牌，渠道推力不足。

图 18：代表性国产奶粉品牌终端网点数量（万个）³



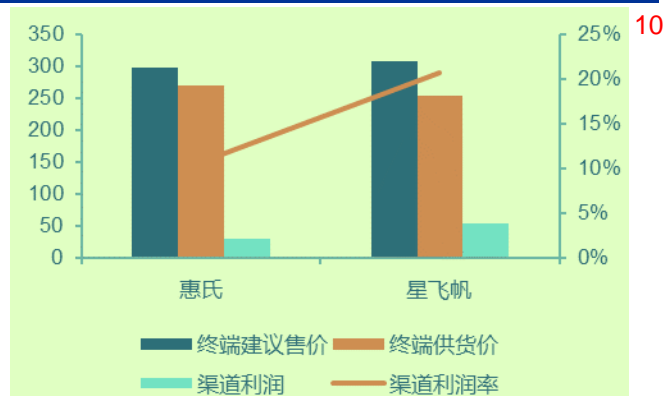
资料来源：上市公司公告，渠道反馈，申万宏源研究⁷

图 19：国际品牌在电商渠道市占率更高（2020）⁵



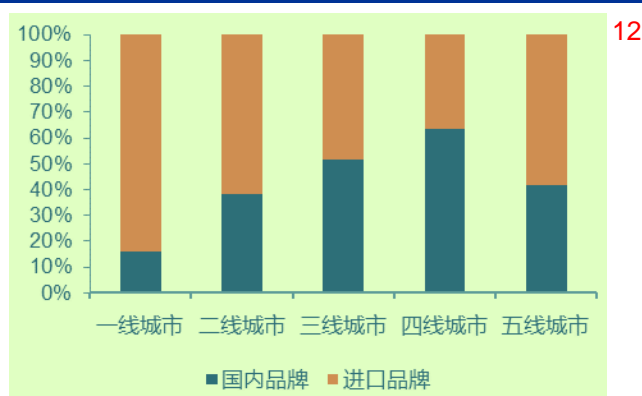
资料来源：淘宝，天猫，申万宏源研究⁸

图 20：国内品牌渠道利润率更高（元/罐）⁹



资料来源：线下母婴渠道反馈，申万宏源研究¹³

图 21：国内品牌借助更强的下沉能力在下线城市市占率更高¹¹



资料来源：母婴大数据研究院，申万宏源研究¹⁴

2.3 空间测算：龙头企业依然有翻倍空间¹⁵

基于前文分析，我们认为奶粉行业未来的增长主要来自结构升级带来的价格提升，存量竞争背景下，由于现在第一名的企业市占率仍不高，未来头部企业通过提升份额，收入仍有翻倍空间。

市场空间角度，我们从 0~3 岁婴幼儿人口数量、婴配粉渗透率、奶粉均价三个角度进行测算。

我们根据 2011~2020 年 15~39 岁女性数量推算 2021~2030 年 20~39 岁的孕龄女性规模，假设 2021~2030 年出生率每年下降 0.1%，推算 2021~2030 年 0~3 岁婴幼儿人口规模。据此，我们预估到 2025 年 0~3 岁婴幼儿约在 2831 万人，而到 2030 年为 2189 万人。

表 5：0~3 岁婴幼儿人数测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
孕龄女性总数	19403	18961	18565	18328	18017	17579	16981	16261	15636	15089
生育率（%）	5.47%	5.37%	5.27%	5.17%	5.07%	4.97%	4.87%	4.77%	4.67%	4.57%
出生人口（万人）	1062	1019	979	948	914	874	828	776	731	690
新生儿死亡率（%）	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
0~3 岁婴幼儿人数（万人）	3714	3269	3049	2936	2831	2727	2607	2469	2326	2189

资料来源：Wind，申万宏源研究

渗透率方面，我们根据《中国居民膳食营养素参考摄入量》、《中国居民膳食指南》以及美国儿科学会对于 0~3 岁婴幼儿每日推荐奶量，计算饮奶需求，然后假设全部饮奶需求由婴配粉满足，根据婴配粉冲泡比例 15g/100ml 基准，测算人均潜在婴配粉需求量。最后结合当前人均婴配粉消费量，计算出渗透率指标。

表 6：不同年龄段婴幼儿奶粉需求量测算

	日摄入奶量（ml）	年奶粉消费量（千克）
0~6 月	600	16.20
7~12 月	700	18.90
1~2 岁	500	27.38
2~3 岁	350	19.16
合计		81.64
人均奶粉消费量（2021 年）		23.22
我国婴配粉渗透率（2021 年）		28%

资料来源：Euromonitor，《中国居民膳食营养素参考摄入量》、《中国居民膳食指南》，American Academy of Pediatrics（2019），申万宏源研究

2020 年我国婴配粉渗透率为 25%（21 年提升到 28%），美国为 40.5%，日本为 20%，我们参考美日过去十年渗透率增速，假设从 21 年以后，在乐观情景下我国维持当前城镇化率速度，维持每年渗透率提升 1.5pct；在中性情景下城镇化率速度放缓，假设每年渗透率提升 1pct；在悲观情景下城镇化率速度与美日保持同一水平，假设每年渗透率提升 0.35pct。

表 7：美国&日本&中国最近 10 年来婴配粉渗透率变化

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	平均
城镇化率	美国	80.94%	81.12%	81.30%	81.48%	81.67%	81.86%	82.06%	82.26%	82.46%	82.70%	
（%）及	yoy	0.17	0.18	0.18	0.18	0.19	0.19	0.20	0.20	0.20	0.24	0.19
增速	日本	91%	91%	91%	91%	91%	91%	92%	92%	92%	92%	

(pct)	yoy	0.26	0.08	0.08	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.30	0.12
	中国	51%	52%	53%	54%	56%	57%	58%	59%	60%	61%	
	yoy	1.28	1.26	1.24	1.25	1.24	1.24	1.22	1.19	1.16	1.09	1.22
	美国	37.8%	39.5%	40.1%	39.4%	39.2%	38.4%	37.9%	38.3%	38.6%	40.5%	
渗透率	yoy	0.63	1.67	0.54	-0.66	-0.23	-0.78	-0.51	0.40	0.34	1.91	0.33
(%) 及	日本	16.9%	16.3%	15.9%	16.6%	17.3%	18.0%	18.1%	19.0%	20.1%	20.4%	
增速	yoy	-0.38	-0.54	-0.42	0.64	0.74	0.67	0.18	0.86	1.14	0.28	0.32
(pct)	中国	11.5%	13.2%	15.1%	16.7%	17.5%	18.1%	19.2%	20.8%	22.7%	25.4%	
	yoy	1.54	1.70	1.87	1.63	0.85	0.60	1.06	1.60	1.94	2.65	1.54

资料来源：Wind，Euromonitor，申万宏源研究 2

奶粉均价方面，如前文论述，当前我国奶粉均价在全球范围处于高位，未来提价空间有限，我们假设每年复合增速与 21 年持平，为 1.74%。

综合上述假设，我们测算在中性情境下 2025 年整体婴配粉市场规模（出厂口径）为 1289 亿元，2021~2025 年 CAGR 为-1.8%；到 2030 年为 1254 亿元，2021~2030 年 CAGR 为-1.1%。在乐观情境下，2025 年整体婴配粉市场规模为 1428 亿元，2021~2025 年 CAGR 为 0.8%；到 2030 年为 1404 亿元，2021~2030 年 CAGR 为 0.2%。在悲观情景下，2025 年整体婴配粉市场规模为 1199 亿元，2021~2025 年 CAGR 为-3.5%；到 2030 年为 1058 亿元，2021~2030 年 CAGR 为-2.9%。

表 8：2021~2030 年婴配粉行业整体规模预测（中性情景） 5

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
适龄人口	3714	3269	3049	2936	2831	2727	2607	2469	2326	2189
人均消费量	23.22	24.03	24.85	25.66	26.48	27.30	28.11	28.93	29.75	30.56
yoy	12.0%	3.5%	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%	2.7%
渗透率	28.44%	29.44%	30.44%	31.44%	32.44%	33.44%	34.44%	35.44%	36.44%	37.44%
奶粉均价	160.4	163.2	166.0	168.9	171.9	174.9	177.9	181.0	184.1	187.3
yoy	1.74%	1.74%	1.74%	1.74%	1.74%	1.74%	1.74%	1.74%	1.74%	1.74%
市场空间	1383.02	1282.20	1257.96	1272.73	1288.54	1301.56	1303.69	1292.94	1274.21	1253.51
yoy	1.48%	-7.29%	-1.89%	1.17%	1.24%	1.01%	0.16%	-0.82%	-1.45%	-1.62%

资料来源：Euromonitor，Wind，申万宏源研究测算 7

注：从上到下五个变量单位分别为：万人；kg/人；%；元/千克；亿元

表 9：不同渗透率下 2025&2030 年我国婴配粉行业市场规模 8

	2021	2025			2021~2025CAGR			2030			2021~2030CAGR		
		乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
适龄人口规模	3714		2831.3			-6.56%			2189.3			-5.70%	
人均消费量	23.22	29.34	26.48	24.64	6.0%	3.3%	1.5%	34.2	30.6	25.8	4.4%	3.1%	1.2%
渗透率	28.44%	35.94%	32.44%	30.19%	1.50%	1.0%	0.35%	41.94%	37.44%	31.59%	1.50%	1.0%	0.35%
奶粉均价	160.4		171.9		1.74%	1.74%	1.74%		187.3		1.74%	1.7%	1.74%
市场规模	1383.0	1428	1289	1199	0.8%	-1.8%	-3.5%	1404	1254	1058	0.2%	-1.1%	-2.9%

资料来源：Euromonitor，Wind，申万宏源研究测算 10

注：从上到下五个变量单位分别为：万人；kg/人；%；元/千克；亿元

横向对比成熟国家乳业市场集中度，2016 年以来美、日 CR3 基本在 64% 以上，德国 CR3 从 62% 进一步提高到 69%。参考美、日、德等国家情况，我们假设到 2030 年我国婴配粉市场进入成熟期，CR3 取美日德三国 21 年均值的 68.5%，其中 Top1~Top3 市占率以美日德三国平均水平 29.1%，21.9%，17.5% 为基准。21 年我国婴配粉行业前三市占率分别为 18.7%、12.1% 和 8.9%，我们假设 22~30 年期间行业前三市占率线性增长，倒算假设 25 年行业前三市占率分别为 23%、16% 和 13%。

对应测算得到 2025 年在乐观、中性、悲观假设下 Top1 企业营收规模在 280~333 亿元左右，2030 年为 308~409 亿元。2021 年国内第一名飞鹤的收入为 215 亿元，理论上，第一名企业 2025 年有能力做到 300 亿左右收入，龙头 5 年仍有 50% 以上的增长空间。

表 10：日本&美国&德国过去 10 年婴配粉行业前三市占率³

市占率 (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
日本 top1	26.3%	25.5%	26.5%	26.5%	26.1%	25.2%	26.1%	26.9%	26.7%	26.3%	27.0%
日本 top2	20.2%	20.8%	21.2%	21.9%	22.6%	23.5%	22.3%	21.5%	22.4%	22.8%	21.8%
日本 top3	16.8%	16.8%	15.5%	16.1%	16.5%	16.9%	16.6%	16.1%	16.1%	16.2%	15.7%
日本 CR3	63.30%	63.10%	63.20%	64.50%	65.20%	65.60%	65.00%	64.50%	65.20%	65.30%	64.50%
美国 top1	28.3%	28.6%	27.3%	26.1%	26.7%	27.3%	27.2%	27.2%	27.1%	27.1%	27.3%
美国 top2	26.6%	26.0%	26.9%	25.5%	24.3%	23.7%	24.3%	25.1%	25.5%	25.9%	24.8%
美国 top3	23.4%	22.7%	21.5%	23.4%	23.7%	23.2%	22.6%	21.3%	20.4%	20.0%	19.9%
美国 CR3	78.30%	77.30%	75.70%	75.00%	74.70%	74.20%	74.10%	73.60%	73.00%	73.00%	72.00%
德国 top1	30.5%	30.4%	30.2%	30.3%	30.3%	30.4%	30.6%	31.7%	32.4%	33.0%	33.1%
德国 top2	23.8%	23.7%	23.1%	23.1%	18.9%	19.1%	19.1%	18.0%	19.5%	19.2%	19.0%
德国 top3	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%	12.4%	12.9%	13.3%	13.9%	17.5%	17.2%	16.9%
德国 CR3	72.90%	72.70%	71.90%	72.00%	61.60%	62.40%	63.00%	63.60%	69.40%	69.40%	69.00%

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究测算⁵

表 11：2025&2030 年我国婴配粉行业前三潜在市占率预测（单位：亿元）⁶

市占率 排名	2025 年 市占率	2030 年 市占率	2025 年出厂端销售规模预测			2030 年出厂端销售规模预测		
			乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
Top1	23%	29%	333.2	300.7	279.9	409.1	365.2	308.1
Top2	16%	22%	234.7	211.8	197.2	307.1	274.1	231.3
Top3	13%	18%	181.6	163.9	152.6	245.7	219.4	185.1

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究测算⁸

3. 伊利股份：将奶粉打造为第二增长极¹

3.1 金领冠引领内生增长 控股澳优外延布局²

婴配粉过去增长稳健 成人粉市场第一³

奶粉业务稳健增长，21 年开始提速明显。2008~2021 年伊利营业收入从 216.6 亿增长到 1105.95 亿，CAGR 为 13%。其中奶粉业务及奶制品业务收入从 32.33 亿增长到 162.09 亿，CAGR 为 13%。2019 年公司收购 Westland，测算 20 年为奶粉业务贡献营收 30 亿元，21 年 31~32 亿元左右。Westland 21 年测算亏损 3~4 亿元，预计 22 年有望减亏。由于 Westland 主要是大包粉，剔除 Westland 影响后，测算 21 年伊利婴配粉+成人粉营收规模约 130 亿，2018~2021 年 CAGR 为 17%。

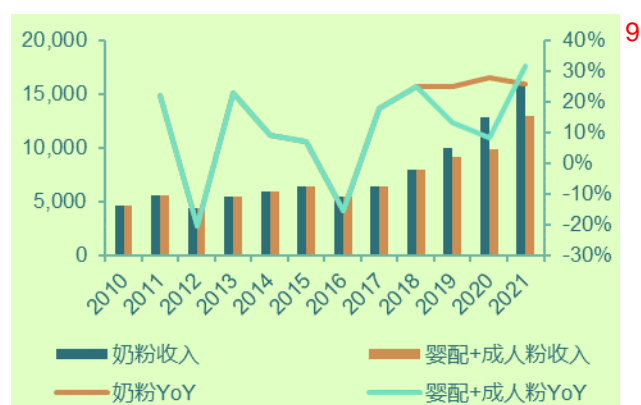
2021 年开始，公司奶粉业务提速明显，同比增长 26%，测算婴配粉+成人粉同比增长约 32%。22Q1 奶粉业务实现营收 53.95 亿元，同比增长 35%，延续高增。

图 22：伊利股份整体营收及增速（亿元，%）⁶



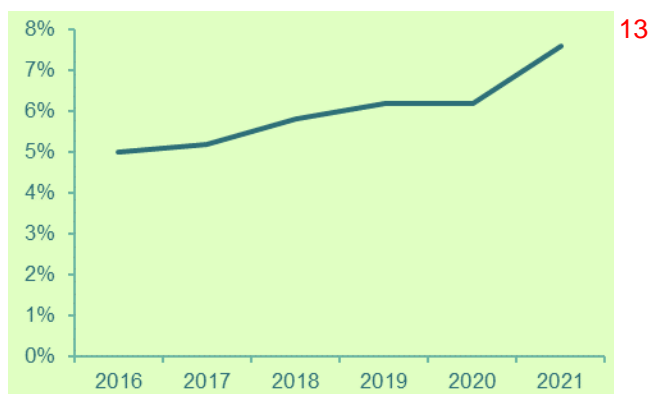
资料来源：Wind，申万宏源研究¹⁰

图 23：伊利股份奶粉业务营收及增速（亿元，%）⁸



资料来源：Wind，申万宏源研究¹¹

图 24：21 年奶粉市占率显著提高（终端销售口径，%）¹²

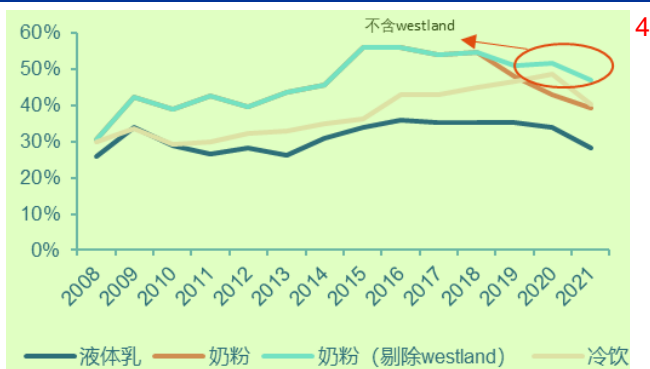


资料来源：伊利股份公司公告，申万宏源研究¹⁴

奶粉业务毛利率为三大业务板块中最高。奶粉业务综合毛利率过去基本维持在 50% 左右，是公司三大业务板块中最高。2020 年下降到 43%，主因 Westland 收购并表，Westland 主要产品是工业大包粉，测算 20 年销量在 9~10 万吨，毛利率较低，测算剔除 Westland 影响后 20 年伊利奶粉业务毛利率约为 52%，21 年在新会计准则下约为 47%。

伊利奶粉业务毛利率（剔除 Westland）相对于行业其他婴配粉企业较低，主因毛利率较低的成人粉业务占比约 30%。考虑到产品结构持续升级，如塞纳牧、A2、有机奶粉等高端新品，公司中高端产品的占比逐步提升，未来奶粉业务毛利率存在较大的提升空间。

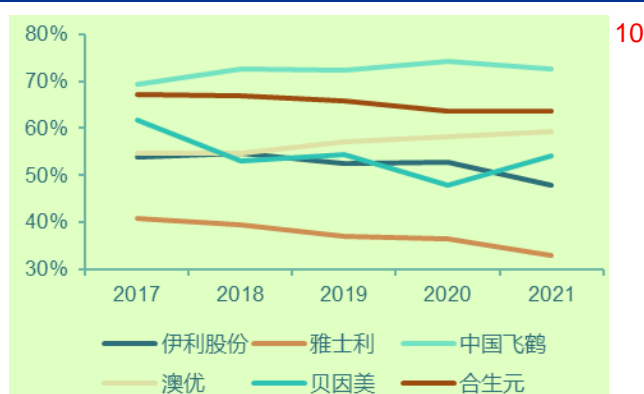
图 25：伊利股份分业务毛利率（%）³



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：21 年毛利率下降主因运输费用计入营业成本

图 26：伊利奶粉业务毛利率有优化提升空间（%）⁹



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：图中毛利率数据为各个公司奶粉业务毛利率，其中伊利数据不含 Westland。贝因美 20 年开始运输费用计入营业成本，伊利股份 21 年开始运输费用计入营业成本。

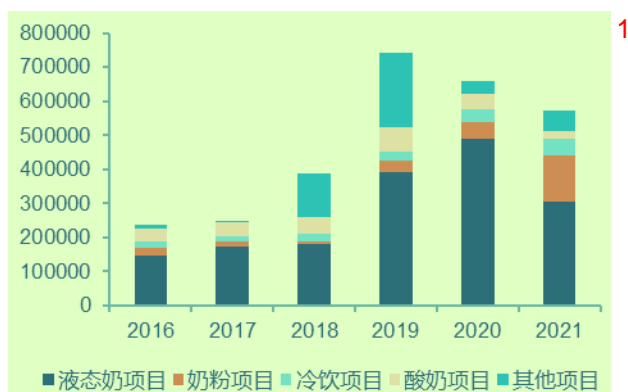
战略重视，全面改善，2021 年婴配粉业务增长提速⁸

复盘历史，伊利奶粉业务于 2012、2016 年经历两次下滑，皆为事件驱动。2012 年食品安全事件，导致奶粉业务收入同比下降 20.5%。2016 年奶粉业务同比下降 15.4%，主因 1）配方注册政策出台后，过渡期内大量中小品牌奶粉倾销去库存，市场竞争格局恶化；2）2016 年国家出台《跨境电子商务零售进口商品清单》，刺激海淘奶粉当年进口大幅度提升。

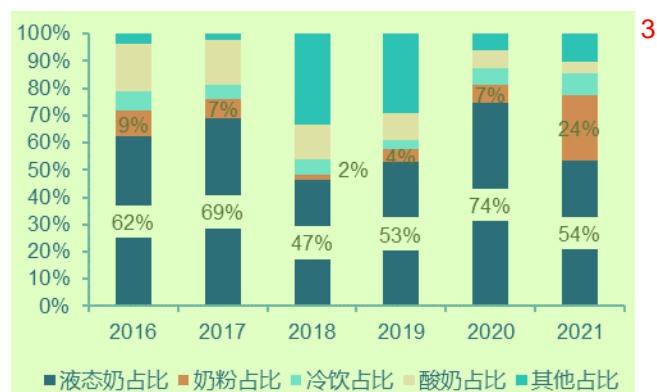
在扣除并购影响后，伊利奶粉业务发展整体稳健，但相比液奶业务并不突出，分析原因，我们认为战略上过去伊利的目标是“到 2020 年实现营业收入突破千亿”，为实现这一目标，公司将绝大多数的资源投入到基石业务液态奶中，相对的在奶粉业务重视程度不足。从 2016~2020 年每年投入在建工程情况来看，奶粉项目占每年投入比例在 2%~9% 左右，绝对值上即使是最高的 2020 年也仅有 4.5 亿元，而液态奶项目投入 2016 年来占比在 47% 以上。公司奶粉市占率长期在 5%~6% 徘徊。

图 27：伊利每年年度在建工程投入（单位：万元）¹¹

图 28：各业务板块年度在建工程投入占比（%）¹²



资料来源：Wind，申万宏源研究 2



资料来源：Wind，申万宏源研究 4

从战略定位、管理架构、销售策略、产品组合四个维度，我们分析伊利奶粉业务 21 年开始取得高增的原因主要是：1、奶粉业务在内部战略定位显著提升，资源投入明显增加；2、奶粉事业部梳理组织架构，释放管理红利；3、形成闭环的营销和渠道策略，提升市场份额；4、丰富产品矩阵，推出多款高端新品。

2025 年全球乳业三强、奶粉国内第一的战略目标赋予奶粉事业部更高的地位。当前伊利整体的战略目标是“2025 年全球乳业第三、2030 年全球乳业第一”，当前我国常温奶 CR2 超过 70%，两强格局稳定，增量来自结构升级和下线市场的渗透率提升，增长稳定，市占率大幅提升空间有限。为了实现集团整体目标，伊利需要打造液奶外的第二增长曲线。奶粉业务依然有份额提升的空间，毛利率显著高于其他业务，因此伊利提出**奶粉业务“2022 年市占率第二、2025 年行业第一”**的目标。21 年伊利加大对奶粉业务板块的投入，在建工程投入看 21 年奶粉占比达 24%，显著高于过去年份，市场投入亦明显提高。

奶粉事业部改革赋予事业部管理层更高的决策权力和更灵活的激励机制。根据渠道反馈，21 年伊利对奶粉事业部进行改革，提高了负责人的行政级别，将全国细化为 11 个大区，原有的大区销售部升级为营销总部。组织架构调整一方面实现了权力下沉，另一方面细化业务单元，将更具有快消品属性的成人粉和渠道独特性更高的婴配粉拆分运营，提高了运作的专业化程度。在激励机制上，公司对成人粉和婴配粉团队单独考核，设定具有挑战性的销售目标，同时将销售人员待遇和业绩目标挂钩，强化了员工积极性，待遇水平也逐步高于主要竞品。

推出新品提升产品结构，完善产品组合。2020 年以后伊利新品推出速度显著加快，如睿护草饲、菁护 A2、塞纳牧 A2 有机等产品，从定价上看主要定位中高档。此外，针对大型连锁母婴渠道可以进行产品定制，增加了渠道操作的灵活度，提升了渠道盈利水平。推新品、高端化的产品策略助力增长提速。

表 12：2020 年来伊利婴配粉上新速度加快 9

产品名称	价位(元/千克)	卖点	上市日期
珍护	335-380	高端，经历多次升级，乳源二代 OPO、“α+β 专利蛋白组合”、“专利核苷酸组合”、四倍进口活性益生菌等	2008 年 9 月
菁护	273-287	珍稀 A2 生牛乳、优量乳铁蛋白，α+β 专利蛋白组合，添加四倍进口活性益生菌	2018 年 1 月
牧	380-420	高端，有机 A2 奶源、有机 OPO、高量乳铁蛋白，添加 4 倍进口活性益生菌	2019 年 7 月

悠滋小羊	470-530	高端，100%纯羊乳、天然精细小分子，含有专利核苷酸组合、四倍进口活性益生菌	2019 年 12 月
睿护草饲	330-354	高端，新西兰 0.5%珍稀草饲牧场，100%采用草饲生牛乳，含有三重益生元专利核苷酸组合以及 4 倍进口活性益生菌	2020 年 8 月
菁护有机 A2	288-323	臻选 1%专属牧场，高量乳铁蛋白，添加 4 倍进口活性益生菌的 A2 型奶粉	2021 年 7 月
塞纳牧 A2 有机	438-485	高端，三重天然保护，臻选 0.1%有机 A2 奶源，有机 OPO、高量乳铁蛋白，添加 4 倍进口活性益生菌+双重益生元	2021 年 12 月

资料来源：公司官网，申万宏源研究

加大投入，提高营销专业化程度，线上线下同步发力。过去金领冠在营销上主要是借助伊利母品牌的影响力，金领冠自身的品牌和宣传力度相对较弱，因此消费者感知度相对较低。自从 2020 年以后伊利加大了金领冠品牌的广宣力度，线上线下同步发力进行消费者教育。在线上营销方面，金领冠为旗下的重点子系列聘请不同的形象代言人。子品牌如塞纳牧有单独的冠名广告和综艺活动。

在线下投入方面，伊利一方面增加投入力度，包括活动的数量和种类，一方面提高营销的专业度，提高客户粘性和转化率。公司积极借助母婴渠道，与各大母婴店开展合作，通过举办“嘉年华”、“亲子体验”活动提高品牌曝光度和新客知名度，并通过“新客大礼包”、“试用装”的方式提高对新客的吸引力。针对婴配粉商品较强的社交需求，伊利推出“金领冠 VIP”，向会员提供育婴服务等打造生态圈子，并通过客户带客户的方式提高新客获取效率，并实现对消费者需求的有效响应。

表 13：2020 年来伊利线上线下营销同步发力进行消费者教育

年份		内容	
线上营销			
2018 年	金领冠独家冠名儿童综艺节目《了不起的孩子》		
2018 年	签约"新晋辣妈"谢娜作为金领冠品牌代言人		
2020 年	金领冠牵手品牌推荐官实力演员乔振宇开启睿护草饲“新纪元”		
2020 年	伊利金领冠独家冠名《妻子的浪漫旅行》第四季，借助综艺娱乐化的沟通模式与消费者构建情感链接		
2021 年	官宣雷佳音成为全新品牌代言人并进行育儿新的分享,以“配方实力派”携手“演技实力派”为卖点		
2021 年	冬奥会合作伙伴,获得奥运品质加持,同时官宣奥运冠军刘璇与马龙为形象大使，开启塞纳牧“原生有机”的溯源之旅。		
2022 年	官宣张晋成为金领冠塞纳牧有机奶粉全新品牌代言人,携手"晋"级		
线下营销			
2021 年	大型公益活动 2021 年中国母婴健康成长万里行活动		
2021 年	金领冠塞纳牧携手《完美孕妇》 打造高端有机系列沙龙		
2021 年	金领冠塞纳牧开启有机线下体验之旅		
2021 年	领婴汇母婴系统 1000 位“伊利专利体验官”一同在呼和浩特参加活动		
2021 年	孕妈咪 C 女王大赛		
2022 年	伊利金领冠悠滋小羊与“全面专业的孕育服务平台”妈妈帮,联合发起羊奶粉 0 元试用活动		
2022 年	伊利金领冠发布“小脚印征集活动”，邀用户共创数字藏品		
嘉年华（部分）			
年份	主题	内容	地点
2019 年	睿护亲子嘉年华	舞台剧、亲子互动、产品介绍	烟台
2019 年	金领冠金色母爱、冠领未来	谢娜带领观众品鉴奶粉	长沙
2019 年	金领冠小飞象杯	张嘉倪分享育儿经、亲子活动、甄选奶粉小课堂	西安

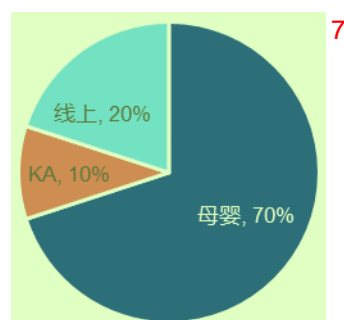
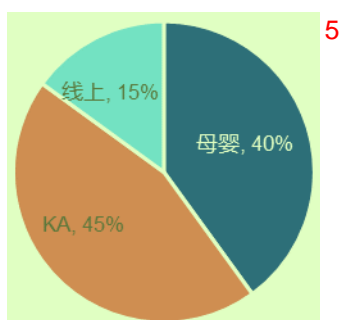
2020 年	金领冠宝藏 baby 营养探索记	金牌奶爸” 乔振宇热力助阵，分享育儿心得	海口	1
2021 年	金领冠萌宝嘉年华	雷佳音分享育儿经	郑州	
2021 年	金领冠小小奥运冠军争霸赛	李光洁与消费者亲密互动分享 “带娃秘籍”	威海	
2021 年	悠滋小羊嘉年华	打卡艺术童话展、亲子活动、产品介绍	惠州	
2022 年	伊利塞牧纳小小冬奥冠军	奥运冠军刘璇现场畅聊育儿观	成都	

资料来源：公司新闻，申万宏源研究 2

重点深耕母婴渠道，“领婴汇”平台实现渠道赋能，差异化产品区隔强化控货能力。 3

当前渠道结构上看，伊利母婴渠道占比约 70%，KA 渠道 10%，线上渠道约 20%。母婴渠道占比较 5 年前提高了 30~40 个百分点，测算 2016~2021 年母婴渠道收入年复合增速超 20%。

图 29：2016~2017 年伊利婴配粉渠道结构（估算） 4 图 30：2021 年伊利婴配粉渠道结构 6



资料来源：渠道反馈，申万宏源研究 8

资料来源：渠道反馈，申万宏源研究 9

伊利于 2020 年推出“领婴汇”会员俱乐部平台，联合全国重点母婴系统，精准赋能母婴系统合作伙伴，与母婴系统建立战略合作关系，当前已经联合 600 余家重点母婴系统。根据所在区域的人口密度、人均饮奶量、母婴店数量三个维度，为区域内不同位置的母婴店提供不同的产品组合，通过差异化的产品组合提升渠道盈利，同时加强渠道区隔实现价盘控制。 10

“全链路追溯体系”强化渠道控货能力。金领冠自从 2020 年便率先采用“罐底码”系统，通过消费者扫码获得积分奖励的方式增强消费者粘性。22 年伊利推行“数字化三位一体”运营体系，并全面升级“罐底码”，实现对每一罐产品生产、流通、销售的全链路可追溯，进一步提升了价格和库存管控力度。 11

奶粉业务迎来红利窗口 市占率具备翻倍空间 12

我们认为伊利 2021 年以来奶粉的内在改善，叠加竞争格局有利于国产品牌的趋势性变化，未来 3-5 年，伊利婴配粉市占率具备翻倍及以上的提升空间，由于奶粉的高盈利特性，对公司整体的收入、净利润，都将有显著贡献。 13

基于过去国内婴配粉企业的发展历史，2011~2016 年雀巢市占率从 4%增长到 14%，年增长 2pct，2017~2021 年飞鹤市占率从 6.3%增长到 18.7%，年增长 3pct。雀巢增长 14

主要凭借国际品牌的品牌力和供应链优势在一二线城市快速抢占市场，飞鹤增长主要靠高效的消费者教育和渠道下沉能力在二三线城市率先突围。二者的共同背景是 2011~2021 年属于我国奶粉相关政策密集出台、竞争格局突变、头部品牌集中的时代。我们认为未来随着奶粉行业监管体系完善，竞争亦更加有序，在海外品牌退出的大背景下，头部品牌的竞争是管理、产品、渠道的全维度较量，当前伊利在奶粉业务的改革转变将助力其中期实现“国内第一”的目标。参考成熟市场奶粉龙头的市占率水平，第一名 27%~33%，第二名 19%~24% 我们在悲观、中性、乐观情景下假设 2030 年公司市占率达到 25%、27%，30%，测算婴配粉收入分别对应为 313.4 亿、338.5 亿、376.1 亿、，2021~2030 年复合增速分别为 14%、15%、17%。基于此我们假设 2025 年悲观、中性、乐观情景下市占率达到 15%、16.5%、18%，测算婴配粉收入分别对应为 193.3 亿、212.6 亿、231.9 亿，对应 2021~2025 年复合增速分别为 20%、23%、25%。

成人粉方面，结合渠道反馈，2021 年伊利市占率为 27%，稳居行业第一，估算成人粉业务规模 36.5 亿元，同比增长 23%。考虑到伊利当前市占率已经达到 27%，我们假设未来成人粉业务增速与行业增速接近，结合过去成人粉的复合增速水平，假设 2021~2025 年悲观、中性、乐观情景下 CAGR 为 8%、10%、12%，测算到 2025 年伊利成人粉业务营业收入不同情景下分别为 49.6、53.4、57.4 亿。

综合来看，悲观、中性、乐观情景下，伊利奶粉事业部（不含 Westland）2025 年营收规模为 242.9、266 和 289.3 亿，对应 CAGR 为 17%、20%和 22%。

表 14：伊利奶粉事业部不同情境下 2025E、2030E 营收预测

	2021E	2025E			2030E		
		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
婴配粉市场规模（出厂口径，亿元）	1383.02	1289	1289	1289	1254	1254	1254
伊利出厂口径市占率（%）	6.78%	15.0%	16.5%	18.0%	25.0%	27.0%	30.0%
伊利婴配粉销售额（亿元）	93.80	193.28	212.61	231.94	313.38	338.46	376.06
成人粉市场规模	135.10						
伊利成人粉销售额（亿元）	36.48	49.63	53.41	57.40	72.92	86.01	101.15
伊利成人粉 CAGR		8%	10%	12%	8%	10%	12%
奶粉事业部销售额合计（亿元）	130.27	242.91	266.02	289.34	386.30	424.47	477.21
奶粉事业部销售额 CAGR		16.9%	19.5%	22.1%	12.8%	14.0%	15.5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究测算

盈利能力方面，结合渠道反馈，考虑婴配粉行业进入缩量竞争时代，公司会持续加大奶粉业务投入，假设奶粉业务销售费用率保持在 30%左右，管理和研发费用随着规模增长比例略降。毛利率方面，考虑婴配粉产品结构高端化带来吨价增长，假设毛利率每年提升 0.5~1 个百分点。综合来看我们测算 21 年伊利奶粉业务（不含 Westland）净利率 10-11%，高于公司整体水平的 7.9%。基于中性的收入假设，我们测算到 2025 年伊利奶粉业务有望贡献 36 亿净利润，21~25 年净利润 CAGR 为 28%，奶粉业务净利率提高至接近 14%，将有效拉动公司整体盈利能力。

表 15：伊利奶粉事业部 2025E 净利率率测算

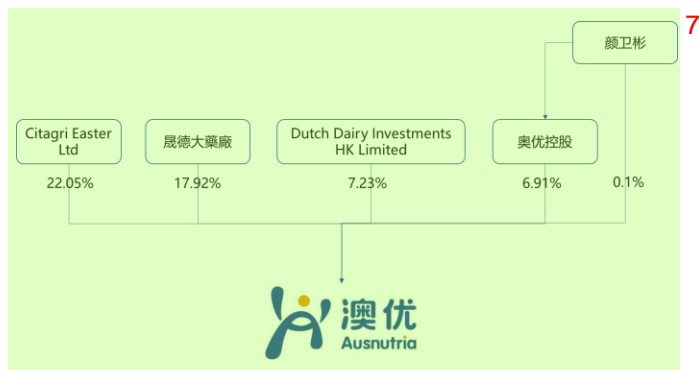
婴配粉+成人粉拆分 (亿元)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	80.45	91.35	98.85	130.27	161.41	194.72	229.76	266.33
增速	25.1%	13.6%	8.2%	31.8%	23.9%	20.6%	18.0%	15.9%
销量 (万吨)	10.90	10.94	12.04	14.29	16.86	19.56	22.30	24.97
销量-yoy	15.8%	0.4%	10.1%	18.6%	18.0%	16.0%	14.0%	12.0%
ASP (万元/吨)	7,380	8,350	8,207	9,117	9,573	9,956	10,304	10,665
ASP-yoy	8%	13.1%	-1.7%	11.1%	5.0%	4.0%	3.5%	3.5%
毛利率(%)	54.78%	51.06%	51.67%	47.1%	47.6%	48.4%	49.25%	50.13%
净利润				13.4	17.6	22.8	29.1	36.2
奶粉业务净利润率 (%)				10.3%	10.9%	11.7%	12.7%	13.6%
伊利整体净利润率	8.17%	7.72%	7.35%	7.93%				

资料来源：公司公告，申万宏源研究测算 ³

3.2 澳优：牛羊并进 稳健前行 ⁴

2022 年 3 月伊利完成对澳优 (1717.HK) 的收购，收购完成后伊利持股 59%，成为第一大股东。截至 2021 年末，澳优在中国大陆婴幼儿配方奶粉行业市占率(终端零售口径)为 6.8%，伊利与澳优联合后，婴配粉市占率超过 14%，跃居行业第二，仅次于飞鹤。

图 31：澳优股权结构图 (2021 年末) ⁶



资料来源：公司公告，申万宏源研究 ⁸

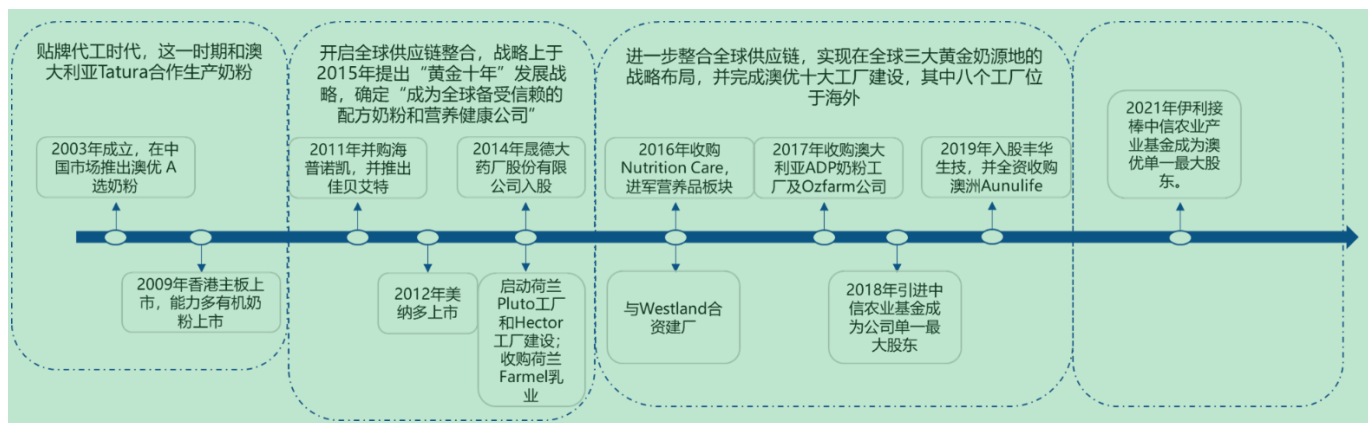
图 32：澳优股权结构图 (完成收购后) ⁹



资料来源：公司公告，企查查，申万宏源研究 ¹¹

多轮并购形成全球化供应链布局。澳优成立于 2003 年，最开始是与澳大利亚 Tatura 合作，由 Tatura 代工生产奶粉。2011 年澳优并购海普诺凯 51% 股权，并推出佳贝艾特，开启全球供应链整合之路，牛羊并进的品牌架构初步成型。2016 年澳优收购高端营养品品牌 Nutrition Care，业务涉足营养品领域，2019 年澳优入股风华生物，并收购 Aunulife，营养品业务扩展到益生菌领域。当前澳优牛奶奶源来自于荷兰全资子公司 Farmel 乳业、澳大利亚全资子公司 OZ farm、新西兰 Westland (合资成立 PNL)，羊奶奶源来自于荷兰全资子公司 HGM。奶粉加工厂方面，澳优有十大工厂，其中 8 个位于荷兰、澳大利亚和新西兰，并均通过国内配方注册。伊利入主澳优后，双方在全球化供应链和奶源上有望互补。

图 33：澳优历史发展沿革 ¹



资料来源：公司官网，申万宏源研究 2

表 16：澳优十大工厂布局及对应奶源 3

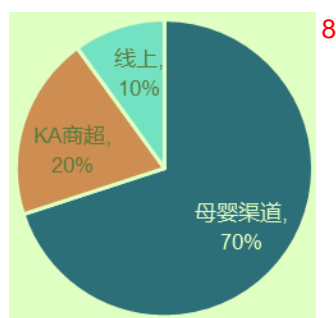
4

地区	工厂名称	设计年产能	建立时间	对应奶源
荷兰	Lypack Leeuwarden		2014	羊奶奶源主要来自于全资子公司HGM，牛奶奶源来自于全资子公司Hyproca和Famel乳业
	Lyempf (Kampen)		2014	
	Hyproca Dairy BV (Ommen)	合计年产能超过13万吨	2014	
	Hector		2017 开工，2018 年初投产	
	Pluto		2017 开工，2018 年初投产	
澳洲	ADP	2 万吨	2014	奶源主要来自于全资子公司Ozfarm
	NCP	—	2016 年收购	
新西兰	Pure Nutrition Limited	3 万吨	2018	与新西兰第二大原奶供应商Westland 合资建设 PNL
中国	长沙第一厂房	—	2014	
	长沙智慧工厂	3 万吨	2018	

资料来源：澳优公司公告，申万宏源研究 5

6 母婴渠道占比达 70%。渠道结构上，澳优婴配粉业务 70%在母婴渠道销售，结合渠道反馈，华东、华南为强势市场，占比约 70%左右。

图 34：澳优渠道结构（2021 年） 7



资料来源：渠道反馈，申万宏源研究 9

六大事业部下牛羊并进，伊利入主后原有管理团队保持稳定。2016 年澳优根据品牌进一步进行事业部改革，形成佳贝艾特、海普诺凯、能力多、美纳多、营养品和益生菌六大事业部。2020 年公司进行事业部调整，将能力多下的澳洲品牌伯醇、淳璀剥离给美纳多，将纽莱可得欧选并入能力多。调整之后不同事业部布局、分配清晰，组织效率提升。

图 35：澳优组织架构上六大事业部扁平化管理



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 17：伊利并购澳优后基本维持原先高管班子成员

	姓名	职务	任职日期	备注
董事会成员	颜卫彬	董事会主席、执行董事	2013-06-07	自 2017 年起为伊利股份助理总裁，管理伊利股份集团奶粉事业部、酸奶事业部、奶酪事业部、乳业技术研究院及其他新业务。
	孙东宏	副主席、非执行董事	2022-03-18	
	吴少虹	执行董事	2009-09-19	
	Bartle van der Meer	执行董事	2013-06-07	
	张占强	非执行董事	2022-03-18	
	张令奇	非执行董事	2022-04-20	
	Aidan Maurice Coleman	独立非执行董事	2018-12-06	
	马骥	独立非执行董事	2022-04-20	
	任发政	独立非执行董事	2022-04-20	
	邓慎恢	部门经理、副总裁	--	
高管成员	Bartle van der Meer	行政总裁	2013-06-07	高管团队为澳优原班人马，维持稳定
	王炜华	首席财务官、公司秘书	2011-09-26	
	洪浩汝	行政总裁助理	--	
	胡芳明	副总裁	--	
	李轶旻	副总裁	--	

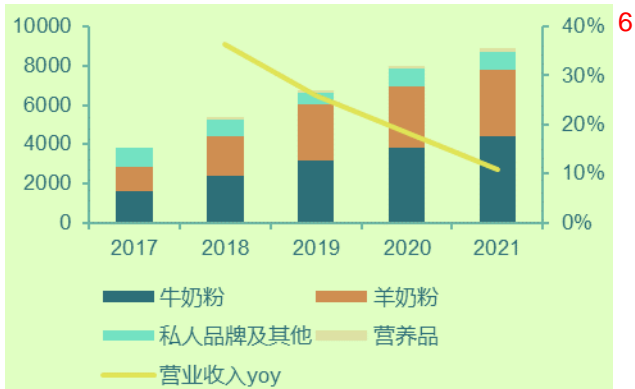
刘学聪	副总裁	--
刘育标	副总裁	--
戴智勇	研究院院长	--
张雪芹	营运总监	--

资料来源：Wind，申万宏源研究 2

营收增长主要由婴配粉业务拉动。2017~2021 年澳优营业收入从 38.5 亿增长到 87 亿，CAGR 为 22.6%，其中牛奶粉和羊奶粉 CAGR 分别为 29%和 27%，截至 21 年末分别实现营收 44 亿元和 33.5 亿元，同比增长 16%和 8%，营收占比分别为 51%和 38.5%。

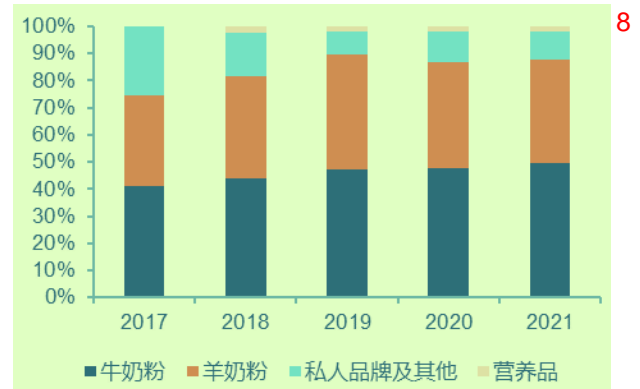
牛奶粉大单品增势良好，羊奶粉市占率第一。21 年牛奶粉海普诺凯和能立多事业部分别实现营业收入 31.8/10.19 亿元，同比增长 17.9%/23.3%。21 年海普诺凯打造 1897 荷致大单品，同比增长 22%，强势切入儿童粉赛道，能力多 G4 实现同比增长 49.8%。羊奶粉 20~21 年营收增速分别为 9%、8%，增速放缓，但佳贝艾特市占率上依然处于领先地位，自 18 年起连续四年在我国进口婴配羊奶粉品牌中市占率超过 60%。营养品业务 21 年同比增长 24%，连续两年实现 20%以上增长。益生菌业务实现营收 0.8 亿元，同比增长 109%，21 年 8 月公司上市婴幼儿益生菌产品，随着后续产品推出，该业务板块有望保持高增。

图 36：澳优分品类营收及总营收增速（百万元） 5



资料来源：Wind，申万宏源研究 9

图 37：澳优分品类营收占比（%） 7



资料来源：Wind，申万宏源研究 10

区域划分上，澳优以国内市场为主，2021 年国内收入占比达 88%。澳优国内主要市场位于华东和华南地区如湖南、湖北、四川、浙江等地，结合渠道反馈，估计占比在 60%左右。澳优的海外业务营收主要来自于佳贝艾特、并购海普诺凯、私人品牌（为海外其他奶粉代工）三个部分。海外营收绝对值上基本保持稳定，受疫情影响海运，20~21 年澳优佳贝艾特海外营收规模 2.88/2.18 亿，同比+1%/-24%。公司产能上减少为其他海外品牌代工比例，导致海外营收占比不断减少。

图 38：澳优国外和国内销售情况（百万元） 12

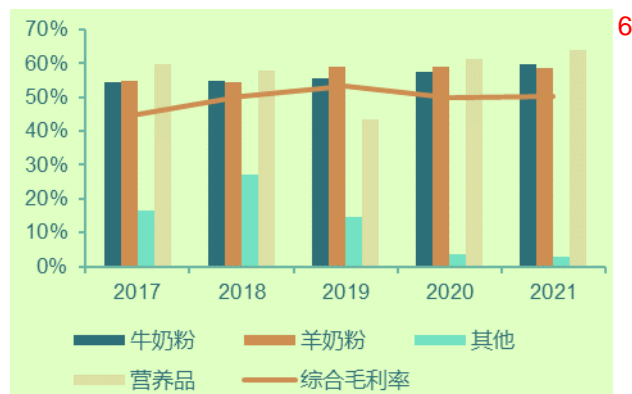


资料来源：Wind，申万宏源研究 2

毛利率提升主要来自于奶粉业务和营养品业务占比提升。2017~2021 年澳优毛利率从 45% 提高到 50.4%，主因，1) 高毛利的奶粉业务占比及毛利率提升；2) 低毛利率的私人品牌及其他（即代加工和原料奶销售）业务比例下降。2017~2021 年牛羊奶粉业务占比从 74% 提高到 89%。受益于产品结构升级，牛、羊奶粉业务毛利率整体向上。2017~2021 年由于羊奶粉售价更高，因此毛利率较牛奶粉更高，而 21 年羊奶粉毛利率 58.7%，同比微降 0.4pct 主要是受海外原材料成本上行影响，随着疫情冲击消退，成本回落后毛利率有望回升。另一方面，受益于能力多渠道重组，2021 年牛奶粉毛利率 59.8%，同比提高 2.2pct。2017 年澳优“私人品牌及其他”业务占比达 25.7% 而毛利率仅有 16%。经过结构调整后，澳优减少为海外其他品牌代工业务比例，2021 年“私人品牌及其他”业务占比为 10.7%。

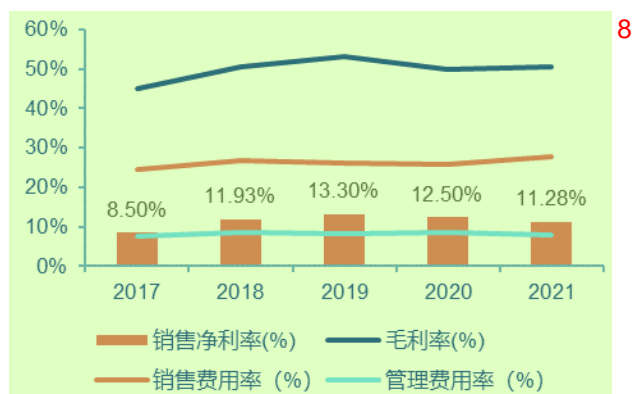
市场竞争加剧导致销售费用率上升拖累净利率表现。2017~2021 年公司销售费用率从 24.7% 增长到 27.9%，主因市场竞争激烈，公司不断提高广宣力度以及线下渠道投入。管理费用率基本持平，21 年受益于规模效益同比下降 0.7pct。净利率的变动主要跟随毛利率，2017-2019 年产品结构优化带来的毛利率提升，同步拉动净利率从 8.5% 升至 13.3%，2020-2021 年由于行业竞争加剧、叠加疫情影响，费用率上升，净利率回落至 11.28%。

图 39：澳优分品类及整体毛利率 (%) 5



资料来源：Wind，申万宏源研究 10

图 40：澳优毛利率、费用率、和净利率 (%) 7



资料来源：Wind，申万宏源研究 9

表 18：澳优主要奶粉品牌 11

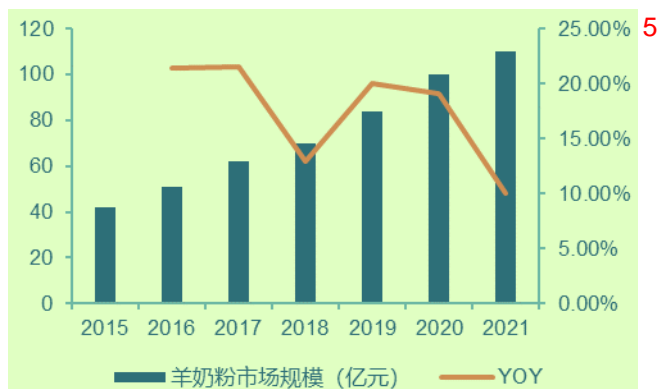
公司	产品名称	价位 (元/千克)	卖点
澳优	美纳多	240~298	中高端，新西兰优质奶源，主要针对三四线市场
	爱优	248~335	中高端，产自新西兰，主要针对三四线市场

珀淳	283~367	高端，澳洲优质奶源	1
能力多	385~485	高端，荷兰专属牧场，主要针对二三线市场	
海普凯诺	373~448	超高端，荷兰黄金奶源，主要面向一线城市市场	
佳贝艾特	413~585	超高端，荷兰黄金奶源，主要面向一线城市	

资料来源：天猫，澳优官网，申万宏源研究 2

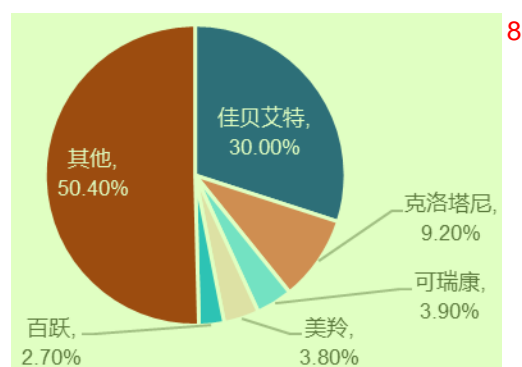
羊奶粉先发优势明显，市占率领先。由于牛奶粉竞争激烈，羊奶粉成为快速增长的新品类，2015~2021 年 CAGR 达 17.4%，显著高于整体婴配粉增速。羊奶粉由于更低的单产、更高的成本导致其市场规模天然受供给端约束。而澳优全资子公司 HGM 年鲜羊奶供应量 6.5~7 万吨，占荷兰全国羊奶产量的 20%，具备羊奶加工及羊乳清基粉产能 3.5 万吨。羊奶奶源上的领先布局让澳优在羊奶粉板块的竞争中抢占先机，当前佳贝艾特市占率 30% 左右，占进口羊奶粉 60%。伊利收购澳优之后，在羊奶粉领域有望在奶源、品牌、渠道方面互相取长补短，实现共赢发展。

图 41：15-20 年我国羊奶粉行业市场规模及增速 4



资料来源：奶粉圈，奶粉智库，申万宏源研究 6

图 42：羊奶粉市场竞争格局（2021 年）7



资料来源：前瞻研究院，申万宏源研究 9

3.2 短期增厚利润 长期看好协同 10

从收入及利润角度，2021 年澳优实现收入 89 亿元，净利润 10.4 亿元，18~21 年营收 CAGR 为 18%，净利润 CAGR 为 17.9%。当前收购已经完成，预计伊利将在 22Q2 对澳优实现并表，测算澳优 22 年有望为伊利贡献净利润 4.9 亿。

当前伊利和澳优保持独立运作，在营销方面虽然还没有整合动作，但是我们认为澳优全球化的供应链体系以及羊奶粉的领先优势将与伊利当前的奶粉业务形成互补。后续，伊利和澳优有望在上游奶源布局、研发创新、供应链构建、产品组合、品牌建设以及终端渠道开发等方面发挥协同效应。

表 19：澳优关键假设及净利润预测表 13

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	14
营业总收入	6,736	7,986	8,873	8,980	10,323	11,540	12,922	
yoy	25.0%	18.6%	11.1%	1.2%	14.9%	11.8%	12.0%	
牛奶粉	3,167	3,820	4,414	4414	5209	5990	6888	

	yoy	33.8%	20.6%	15.5%	0.0%	18.0%	15.0%	15.0%
羊奶粉		2,856	3,106	3,348	3,415	3,899	4,270	4,679
	yoy	40.5%	8.8%	7.8%	2.0%	14.2%	9.5%	9.6%
羊奶粉（中国）		2,570	2,818	3,130	3193	3671	4039	4443
	yoy	45.0%	9.7%	11.1%	2.0%	15.0%	10.0%	10.0%
羊奶粉（其他地区）		286	288	218	223	227	232	236
	yoy	9.6%	0.7%	-24.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
私人品牌		202	209	212	214	217	219	222
	yoy	-40.3%	3.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
私人其他		392	708	722	733	744	755	767
	yoy	-23.7%	80.5%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
净利润		878	1,004	1,040	1042	1359	1641	1963
	yoy		14.3%	3.6%	0.2%	30.4%	20.8%	19.6%
预测归属于伊利的净利润					493	804	971	1,161

资料来源：Wind，申万宏源研究测算²

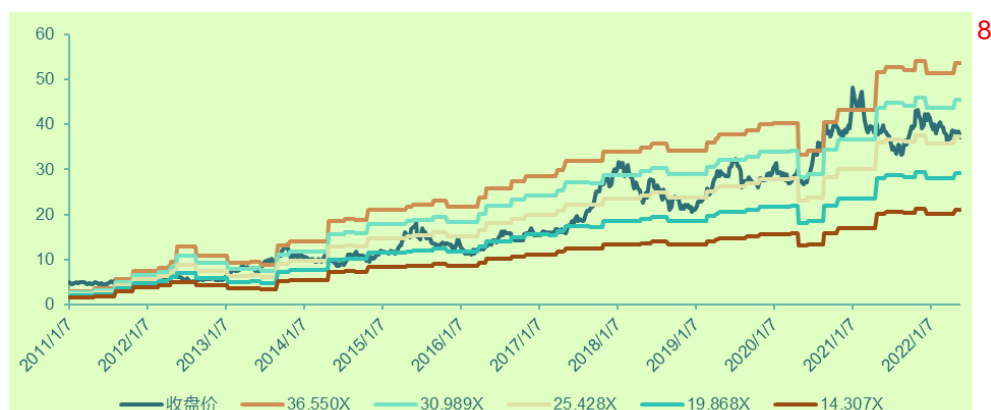
4. 盈利预测³

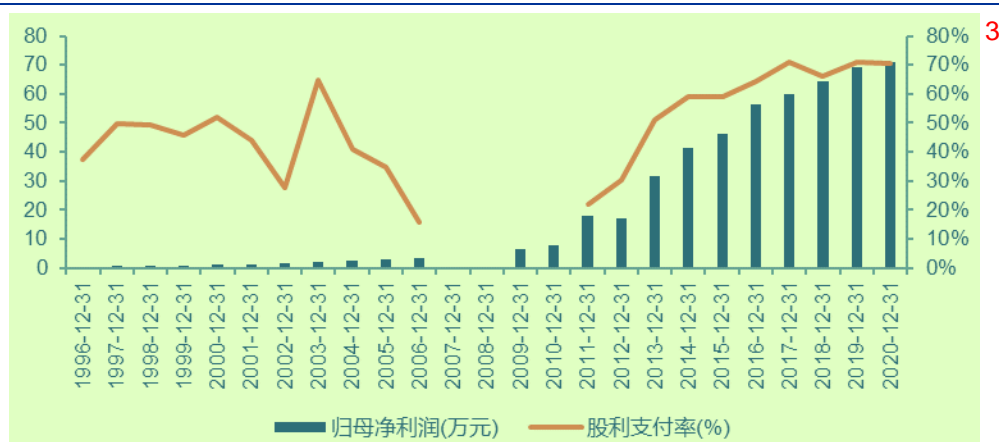
4.1 估值分析⁴

截至 2022 年 5 月 26 日，伊利股份 PE-TTM 为 25.5x，2011 年至今，伊利股份 PE-TTM 区间为（14x，45x），历史上看当前估值处于 50%分位。伊利当前估值相对于 2020 和 2021 年有所回落，我们认为伊利作为国内乳制品企业龙头，营收端液态奶市占率稳步提升，奶粉业务有望实现快速增长，利润端将受益于产品结构升级、原奶成本下行及竞争格局趋缓，净利润率具备持续稳定的提升空间，兼之 70%的分红率和 20%以上的 ROE 水平，当前估值具备较大吸引力。

与海外龙头雀巢相比，伊利 2011~2021 营收 CAGR 为 11.4%，归母净利润 CAGR 为 17%，成长性高于雀巢，而估值上二者处于同一区间，盈利能力方面，伊利加权 ROE 自 2018 年来稳定上升，而雀巢加权 ROE 波动更大。我们认为更具成长性的伊利股份可以给予更高的估值溢价。

图 43：伊利股份 PE-Band（截至 2022 年 5 月 26 日）⁷



资料来源：Wind，申万宏源研究¹图 44：伊利股份分红率²资料来源：Wind，申万宏源研究⁴表 20：伊利、雀巢 2011~2022 年静态估值水平及营收、净利润增速、ROE 水平⁵

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2011~2021 CAGR
伊利	PE 最大值	45	22	42	28	30	23	32	34	31	38	41	29	
	PE 最小值	20	14	20	16	19	18	18	22	22	25	23	25	
	PE 均值	33	18	32	22	23	20	24	27	27	31	29	27	
	营收增速	26%	12%	14%	14%	11%	0%	12%	17%	13%	7%	14%		11%
	净利润增速	133%	-5%	86%	30%	12%	22%	6%	7%	8%	2%	23%		17%
	ROE	35%	26%	23%	24%	24%	27%	25%	24%	26%	25%	26%		
雀巢 (NSRGY)	PE 最大值	21	21	22	23	17	28	36	37	34	26	30		
	PE 最小值	17	18	18	20	14	23	26	32	24	21	22		
	PE 均值	20	19	20	22	16	25	29	34	30	24	26		
	营收增速	-10%	10%	3%	-1%	-3%	1%	0%	2%	1%	-9%	3%		1%
	净利润增速	-72%	14%	-3%	32%	-40%	-6%	-12%	40%	27%	7%	33%		6%
	ROE	16%	18%	16%	22%	14%	13%	11%	17%	23%	25%	34%		

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究，数据截至 2022 年 5 月 26 日⁷

4.2 关键假设⁸

奶粉业务，我们假设公司 22~24 年伊利婴配粉和成人粉（不含澳优）实现销量分别同比增长 18%、16%、14%，吨价同比增长 5%、4%、3.5%，营业收入（不含澳优）同比增长 24%、21%、18%，其中婴配粉同比增长 27%、23%、21%。⁹

液体乳业务，考虑今年疫情散发影响，以及乳制品的刚需属性，我们假设 22~24 年液体乳销量同比增长 6%、5%、5%，假设吨价同比增长 3.8%、3.1%、2.4%，液体乳营收同比增长 10%、8.3%、7.5%。¹⁰

冷饮业务 结合 19~21 年增速 我们假设 22~24 年冷饮业务实现营收同比增长 12.5%、10%、8%，其中销量同比增长 6%、5%、4%，吨价同比增长 6.1%、4.8%、3.8%。

表 21：伊利营业收入关键假设表²

单位 百万元 万元/吨 %	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
液体乳						
收入	73,761	76,123	84,911	93,402	101,154	108,741
yoy	12.3%	3.2%	11.5%	10.0%	8.3%	7.5%
销量	871	901	961	1019	1070	1123
yoy	7.8%	3.4%	6.7%	6.0%	5.0%	5.0%
ASP	8.47	8.45	8.83	9.17	9.45	9.68
yoy	4.2%	-0.2%	4.5%	3.8%	3.1%	2.4%
奶粉及奶制品						
收入（含澳优）	10,055	12,885	16,209	26,587	33,139	37,943
yoy	25.0%	28.1%	25.8%	64.0%	24.6%	14.5%
婴配粉+成人粉（不含澳优）						
收入（不含澳优）	9,135	9,885	13,027	16,141	19,472	22,976
yoy	13.6%	8.2%	31.8%	23.9%	20.6%	18.0%
其中：婴配粉收入		6920	9380	11944	14702	17806
yoy			35.55%	27.34%	23.09%	21.12%
销量（不含澳优）	11	12	14	17	20	22
yoy	0.4%	10.1%	18.6%	18.0%	16.0%	14.0%
ASP（不含澳优）	8,350	8,207	9,117	9,573	9,956	10,304
yoy	13.1%	-1.7%	11.1%	5.0%	4.0%	3.5%
冷饮						
收入	5,631	6,158	7,161	8,056	8,861	9,570
yoy	12.7%	9.3%	16.3%	12.5%	10.0%	8.0%
销量	40.6	43.2	47	50	53	55
yoy	4.8%	4.2%	9.6%	6.0%	5.0%	4.0%
ASP	1.39	1.43	1.51	1.61	1.68	1.75
yoy	9.1%	2.8%	6.1%	6.1%	4.8%	3.8%
其他						
收入	562	1358	1864	2143	2465	2835
金融收入						
收入	214	362	451	587	675	742

资料来源：Wind，申万宏源研究⁴

利润端，判断 22 年原奶价格微降，公司继续优化产品结构，提高中高端产品的占比，且买赠促销力度有所收窄，我们假设 22~24 年三大业务毛利率均小幅度提升。

表 22：伊利毛利率关键假设表⁶

单位：%，pct	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
液体乳	35.2%	34.1%	28.3%	28.9%	29.4%	29.8%
Yoy		-1.1	-5.7	0.5	0.5	0.4
奶粉及奶制品（含澳优）	48.12%	42.90%	39.22%	43.6%	45.6%	47.1%
Yoy		-5.2	-3.7	4.4	2.0	1.5
婴配粉+成人粉	51.06%	51.67%	47.09%	47.60%	48.35%	49.25%
Yoy		0.6	-4.6	0.5	0.8	0.9

冷饮	46.5%	48.7%	40.3%	42.3%	43.6%	44.3%	1
Yoy		2.2	-8.4	2.0	1.2	0.7	

资料来源：Wind，申万宏源研究

2

注：“婴配粉及成人粉”一行数据为不含澳优及 Westland 下伊利自身婴配粉和成人粉的毛利率

4.3 盈利预测³

综合考虑以上假设，以及澳优的并表效应，我们略上调盈利预测，预测 2022~2024 年公司实现营收 1307.74/1462.93/1598.31 亿（前次预测 1296.38/1459.79/1594.29 亿），同比增长 18%/12%/9%，预测 2022~2024 年公司实现归母净利润 110.6/130.5/148.9 亿（前次预测 109/127/147 亿），分别同比增长 27%、18%、14%。最新收盘价对应 22~24 年 PE 分别为 22x/18x/16x。可比公司 22~24 年 PE 平均为 24x/20x/16x。⁴

表 23：伊利股份相对估值表⁵

股票代码	公司简称	总市值		净利润			增速（ % ）			PE		
		2022/5/26	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
2319.HK	蒙牛乳业	1,281	50	60	72	84.2	19%	21%	17%	21	18	15
600597.SH	光明乳业	163	6	7	8	8.75	15%	14%	12%	24	21	19
002946.SZ	新乳业	98	3	4	5	6.15	20%	30%	26%	26	20	16
NSRGY	雀巢	3,274	185	123	132	140.72	-33%	7%	6%	27	25	23
DANOY	达能	393	23	19	22	24.28	-19%	19%	10%	21	18	16
平均值										24	20	16
600887.SH	伊利股份	2,392	87	111	131	149	27%	18%	14%	22	18	16

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究。注：蒙牛乳业采用 Wind 一致预期，雀巢、达能采用彭博一致预期，其余公司采用申万盈利预测；蒙牛乳业货币单位为人民币，雀巢、达能货币单位为 USD，单位均为亿元（人民币）或亿元（USD）；雀巢达能由于时差存在滞后，总市值为 5 月 25 日数据⁷

伊利具备稳定的分红率和长期增长属性，因此我们采用 DDM 计算绝对估值。计算股权成本为 8.26%，假设半显性时间为 15 年，预期增长率为 7%，永续期增长率为 3%，得出公司每股价值为 50 元，综合考虑绝对估值和可比估值结果，我们给予伊利 2023 年目标价 50 元。参考绝对和相对估值法结果，我们给予伊利未来一年目标价 50 元，对应 23 年 PE 为 25 倍，较最新收盘价有 34% 的上涨空间，维持“买入”评级。⁸

表 24：DDM 估值关键假设⁹

项目	假设	备注	10
无风险利率	2.82%	十年期国债收益率	
股票市场溢价	5.00%	申银万国证券研究所	
Beta：	1.09	申银万国证券研究所	
股权成本(Ke)	8.26%	CAPM 公式	
估值阶段	年份	净利润增长率	ROE
显性阶段	3	—	—
半显性阶段	15	7%	23%
递减过渡阶段	10	趋于稳态	趋于稳态

永续	-	3%	20%	1
----	---	----	-----	---

资料来源：Wind，申万宏源研究 2

注：预测基准日期为 2022/5/26

表 25：DDM 估值测算 3

百万元，元，百万股	价值	4
显性阶段现值	27,341	
半显性阶段现值	106,929	
递减过度阶段现值	59,649	
永续阶段现值	113,827	
股权价值	307,746	
总股本	6,400	
每股价值（2021 年末）	48	
最新每股价值（2022/5/26）	50	

资料来源：申万宏源研究 5

5. 风险提示与股价表现催化剂 6

5.1 风险提示 7

疫情反复的风险。2022 年新冠疫情多点散发，对物流配送造成阻碍，尽管乳制品需求刚性，若未来疫情出现反弹，则对公司收入端造成阶段性不利影响。 8

原材料成本上涨过快的风险。乳制品原材料成本占比达 80%以上，其中主要为原奶和包材。虽然 22 年原奶成本有所下行，但是受气候变化、俄乌危机等因素影响，全球农业减产，上游牧场端饲料价格大幅度上涨，因此不排除未来原材料成本出现波动的可能。 9

5.2 股价表现催化剂 10

核心产品增长超预期。伊利具备强大的品牌力和渠道下沉能力，若未来核心产品如金领冠、安慕希、金典等市场渗透率进一步提升，消费者认可度提高，带动核心单品保持快速增长，则业绩表现有望超预期。 11

竞争格局改善。当前乳制品行业主要企业均提出“高质量发展”的目标，业绩考核中增大利润考核权重，基于此若未来竞争更为有序，销售费用有望节约，将利好公司利润端表现。 12

附录¹

表 26：2008 年以来我国婴配粉行业监管政策概览²

时间	政策名称	政策简述
2008.1	乳品质量安全监督管理条例	从奶畜养殖、生鲜乳收购、乳制品生产销售、监督检查、法律责任等方面制定了加强乳品质量安全监督管理的系列措施。
2008.11	奶业整顿和振兴规划纲要	以处置婴幼儿奶粉事件为契机，对乳品生产、收购、加工、销售等各环节进行全面整改；推进产销一体化，全行业标准化，规范市场竞争，完善质量标准体系，进一步提高乳制品生产行业的集中度。
2009.06	乳制品工业产业政策（2009 年修订）	在产业布局、行业准入、奶源供应、投融资、产品结构、质量安全方面制定更详细的规定；强调坚持引进和自主研发相结合的原则，建立严格的质量安全控制体系。
2010.03 (2011.04 实施)	食品安全国家标准婴儿配方食品；食品安全国家标准较大婴儿及幼儿配方食品	代替 GB 19644-2005《乳粉卫生标准》以及 GB/T 5410-2008《乳粉（奶粉）》中的部分指标，是婴配奶粉现行国标。
2013.11	婴幼儿配方乳粉生产企业监督检查规定	要求企业设立质量安全管理制，能够自主研发乳粉，具备自建自控奶源，保证原料质量可控，建立原辅料供销商审核制度和进货验证制度。
2013.12	婴幼儿配方乳粉生产许可审查细则（2013 版）	要参照药品管理方法来监管生产，明确婴配乳粉分段，加强原辅料把关，提高部分生产条件要求，新增产品配方管理要求，建立消费者投诉机制，要论证乳粉配方，实现全环节可追溯，强调企业自主研发能力。
2015.04	中华人民共和国食品安全法 2015 修订版	将婴幼儿配方奶粉列为特殊食品，由备案制改为注册制，对其监督管理上升至药品级。
2016.06	婴幼儿配方奶粉产品配方注册管理办法	提高行业准入门槛，全面实行注册登记，每个企业原则上不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方。
2017.01	全国奶业发展规划（2016 - 2020 年）	确定了奶业发展主要任务：优化区域布局，发展奶牛标准化规模养殖，强化奶源基地建设，鼓励研发，加强乳制品质量安全监管打造有竞争力的国产乳粉品牌。
2018.06	国务院办公厅关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见	强调要加强优质奶源基地建设；完善乳制品加工体系，优化产品结构，提高企业竞争力；强化乳品质量安全监管。
2019.06	国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案	实施婴配粉“品质提升、产业升级、品牌培育”行动计划，提出推进奶源基地专业化生产，鼓励国内外企业合作竞争，强调国产企业要坚守质量底线，坚持驱动创新，找准市场定位，加强品牌培育，提出婴幼儿配方奶粉自给率达到 60% 以上的目标。
2020.12	乳制品质量安全提升行动方案	落实企业责任，要求企业加强全过程控制，加强食品安全自查和检验检测，加强创新研发；强化质量安全监督管理，要求加强对企业许可审查，加强婴配粉产品配方注册要求，加强乳制品企业监督检查和乳制品抽检监测。
2021.03 (2023.02 实施)	食品安全国家标准婴儿配方食品；食品安全国家标准较大婴儿配方食品；食品安全国家标准幼儿配方食品	新国标对国标划分更细致，修改了部分营养成分的限值，将部分可选择成分更改为必需成分，增加了较大婴儿和幼儿配方中乳糖含量要求。
2022.03	食品生产经营监督检查管理办法	新增飞行检查和体系检查两种监督检查方式，设立对特殊食品生产销售环节的监督检查要点，明确法律责任和食品安全违法行为处理。

资料来源：国家食品药品监督管理局，国家发改委，申万宏源研究⁴

表 27：我国关于奶粉“海淘政策”梳理⁵

时间	政策名称	主要内容
2016	《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	跨境电子商务零售进口商品的单次交易限值为人民币 2000 元，个人年度交易限值为人民币 20000 元。在限值以内进口的跨境电子商务零售进口商品，关税税率暂设为 0%；进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的 70%征收。超过单次限值、累加后超过个人年度限值的单次交易，以及完税

		价格超过 2000 元限值的单个不可分割商品，均按照一般贸易方式全额征税。（进口奶粉原来交易额低于 500 可以免税，超过 500 按照 10% 征收行邮税。但目前要征收 11.9%（传统增值税为 17%， $17\% \times 70\% = 11.9\%$ ）的增值税。在限额内免关税并且税收折扣，但仍需缴纳增值税和消费税，所以最低得交税 11.9%。这意味着原来免税商品彻底消失；在限额外是 17%+一般贸易税）
2016	《跨境电子商务零售进口商品清单》	婴配粉在清单中，但是 4 月 13 日财政部关税司对该条款进行解释“跨境电子商务零售进口婴幼儿配方乳粉时，暂不需要获得相关产品的配方注册证书”。2018 年起跨境电商进口的婴幼儿配方奶粉需要依法获得产品配方注册证书。
2018	《关于完善跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	1、单次交易限值由人民币 2000 元提高至 5000 元，年度交易限值由人民币 20000 元提高至 26000 元。 2、完税价格超过 5000 元单次交易限值但低于 26000 元年度交易限值，且订单下仅一件商品时，可以自跨境电商零售渠道进口，按照货物税率全额征收关税和进口环节增值税、消费税，交易额计入年度交易总额，但年度交易总额超过年度交易限值的，应按一般贸易管理。 3、已经购买的电商进口商品属于消费者个人使用的最终商品，不得进入国内市场再次销售；原则上不允许网购保税进口商品在海关特殊监管区域外开展“网购保税+线下自提”模式。
2018	《中华人民共和国电子商务法》	明确电子商务经营者应当办理市场主体登记，实行备案登记管理。直邮模式纳入跨境电商范畴，也就意味着其也需要满足报关程序以及国内对奶粉的规定。另外，微商及其他网络平台向消费者继续提供跨境购买的奶粉的也应当进行工商登记。 “电子商务经营者从事跨境电子商务，应当遵守进出口监督管理的法律、行政法规和国家有关规定。”明确了跨境电商无论何种模式，必须遵守进出口以及国内法律。
2019	关于调整《中华人民共和国进境物品归类表》和《中华人民共和国进境物品完税价格表》的公告	奶粉税率按照每公斤奶粉完税价格 200 元，税率 13% 征收。

资料来源：国务院，商务部，申万宏源研究 2

表 28：不同段奶粉在营养元素\配方要求上有所侧重，新国标更为严格 3

营养单位/100KJ	现行国标			新国标		
段位	1 段 (0-6 月龄)	2 段 (6-12 月龄)	3 段 (1-3 岁)	1 段 (0-6 月龄)	2 段 (6-12 月龄)	3 段 (1-3 岁)
蛋白质（乳基）（g）	0.45-0.7	0.7-1.2	0.7-1.2	0.43-0.72	0.43-0.84	0.43-0.96
蛋白质（豆基）（g）	0.5-0.7	/	/	0.53-0.72	0.53-0.84	/
乳清蛋白含量（g）	>=0.6	/	/	>=0.6	>=0.4	/
脂肪（g）	1.05-1.4	0.7-1.4	0.7-1.4	1.05-1.43	0.84-1.43	0.84-1.43
碳水化合物（g）	2.2-3.3	/	/	2.2-3.3	2.2-3.3	1.8-3.6
维生素 C（mg）	2.5-17	1.8-N.S.	1.8-N.S.	2.4-16.7	2.4-16.7	2.4-16.7
维生素 D（ug）	0.25-0.6	0.25-0.7	0.25-0.75	0.48-1.2	0.48-1.2	0.48-1.2
叶酸（ug）	2.5-12	1-N.S.	1-N.S.	2.9-12	2.4-12	2.4-12
烟酸（ug）	70-360	110-N.S.	110-N.S.	96-359	110-359	110-359
胆碱（mg）	1.7-12 (可选择)	1.7-12 (可选择)	1.7-12 (可选择)	4.8-23.9 (必需)	4.8-23.9 (必需)	4.8-23.9 (可选择)
锰（ug）	1.2-24	0.25-24 (可选择)	0.25-24 (可选择)	0.72-23.9	0.24-23.9 (必需)	0.24-23.9 (可选择)
碘（ug）	2.5-14	1.4-N.S.	1.4-N.S.	3.6-14.1	3.6-14.1	1.4-14.1
硒（ug）	0.48-1.9	0.48-1.9 (可选择)	0.48-1.9 (可选择)	0.72-2.06	0.48-2.06 (必需)	0.48-2.06 (可选择)
钙（mg）	12-35	17-N.S.	17-N.S.	12-35	17-43	17-50

资料来源：国家食品药品监督管理局，申万宏源研究 5

表 29：澳优主要并购梳理¹

时间	交易标的	对价
2011 年	荷兰海普诺凯集团 51%股权	147.22 百万元
2014 年	荷兰 Farmel 乳业 50%股权	
2014 年	Sanimel100%股权	
2015 年	澳优海普诺凯剩余 49% 股权，交易完成后持股 100%	2012.5 万港元与 2 亿新股份
2016 年-2018 年	Nutrition Care 75%股权	2640 万澳元
2016 年	与 Westland 在新西兰合资建立 PNL 工厂，持股 60%	
2017 年	台湾 Youluck 60%股权	
2017 年	ADP 公司 100%股权	2330 万澳元
2017 年	Ozfarm 公司 50%股权	1100 万澳元
2018 年	Ozfarm Australia 剩余 50% 股权及 Ozfarm HK 42.5%股权，交易完成后持股 Ozfarm HK 85%股权	向卖方发行 1298 万股(相当于 129.8 百万港元，不高于 346.99 百万港元)
2018 年	海普诺凯集团余下 15%股权，交易完成后持股 100%	896.0 百万港元
2018 年	HGM (HollandGoatMilkB.V.) 100%股权。HGM 占据荷兰 20%的羊奶奶源	
2018 年	澳优营养 (Ausnutrition Care Pty Ltd) 剩余 30%股权，交易完成后持股 50%	折合 7859 万港元
2018 年	Nutrition Care 剩余 25%股权，交易完成后持股 100%	折合 4519 万港元
2019 年	云养邦香港剩余 40%股权，交易完成后持股 100%	56.38 百万元
2019 年	云养邦广州剩余 40%股权，交易完成后持股 100%	6.82 百万元
2019 年	丰华生物科技 26.1%股权及 Aunulife Pty Ltd .的 100%股权	

资料来源：澳优公司新闻，公司公告，申万宏源研究³

财务摘要¹

合并损益表²

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E ³
营业总收入	96,886	110,595	130,774	146,293	159,831
营业收入	96,524	110,144	130,187	145,619	159,089
营业总成本	89,441	101,194	118,888	131,481	142,709
营业成本	67,453	76,417	87,728	96,357	103,932
税金及附加	547	664	786	861	953
销售费用	16,884	19,315	24,158	27,094	29,992
管理费用	3,883	4,227	5,453	6,317	6,932
研发费用	487	601	711	795	869
财务费用	188	-29	52	56	31
其他收益	676	809	800	600	600
投资收益	600	461	500	450	450
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	171	121	0	0	0
信用减值损失	12	-109	0	0	0
资产减值损失	-339	-427	161	0	0
资产处置收益	-6	-26	-20	-20	-30
营业利润	8,558	10,230	13,327	15,843	18,142
营业外收支	-408	-118	-118	-52	-60
利润总额	8,150	10,112	13,209	15,791	18,082
所得税	1,051	1,380	1,779	2,159	2,491
净利润	7,099	8,732	11,430	13,632	15,591
少数股东损益	21	27	367	582	697
归母净利润	7,078	8,705	11,062	13,050	14,894

资料来源：wind，申万宏源研究⁴

合并现金流量表⁵

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E ⁶
净利润	7,099	8,732	11,430	13,632	15,591
加：折旧摊销减值	2,782	3,715	2,010	2,553	2,727
财务费用	668	826	52	56	31
非经营损失	-871	-565	-370	-540	-383
营运资本变动	-450	2,180	12,933	1,725	2,996
其它	625	639	1,284	-376	-177
经营活动现金流	9,852	15,528	27,339	17,050	20,785
资本开支	6,500	6,644	2,700	2,755	2,830
其它投资现金流	-2,543	-1,153	911	481	409
投资活动现金流	-9,043	-7,797	-1,789	-2,274	-2,421
吸收投资	248	12,255	0	0	0
负债净变化	5,122	4,981	-1,222	5,164	4,752
支付股利、利息	5,310	5,693	6,145	7,247	8,514
其它融资现金流	-106	402	0	0	0
融资活动现金流	-47	11,945	-7,367	-2,082	-3,762
净现金流	367	19,647	18,183	12,694	14,602

资料来源：wind，申万宏源研究⁷

合并资产负债表⁸

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E ⁹
流动资产	28,381	50,155	70,425	84,590	100,482
现金及等价物	12,081	31,840	50,024	62,717	77,319
应收款项	3,164	3,753	4,336	4,782	5,172
存货净额	7,545	8,917	10,422	11,447	12,347
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	5,590	5,644	5,644	5,644	5,644
长期投资	6,797	8,663	8,663	8,663	8,663

固定资产	28,768	34,891	35,299	35,560	35,681
无形资产及其他资产	7,208	8,253	7,933	7,983	7,988
资产总计	71,154	101,962	122,320	136,796	152,815
流动负债	34,768	43,296	54,213	58,192	63,047
短期借款	7,780	13,264	8,038	9,197	9,944
应付款项	14,981	17,633	32,492	35,688	39,974
其它流动负债	12,007	12,399	13,684	13,308	13,130
非流动负债	5,853	9,875	13,880	17,885	21,891
负债合计	40,622	53,171	68,093	76,078	84,938
股本	6,083	6,400	6,400	6,400	6,400
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	-355	13,017	13,017	13,017	13,017
其他综合收益	1,115	793	893	943	993
盈余公积	3,048	3,200	3,393	3,621	3,881
未分配利润	20,493	24,298	29,073	34,705	40,857
少数股东权益	149	1,083	1,450	2,032	2,729
股东权益	30,533	48,791	54,227	60,718	67,877
负债和股东权益合计	71,154	101,962	122,320	136,796	152,815

1

资料来源：wind，申万宏源研究 2

信息披露 1

证券分析师承诺 2

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露 4

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhyse.com

股票投资评级说明 7

证券的投资评级：8

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：9

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：10

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：11

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；	12
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；	
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。	

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 14

法律声明 15

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。16
客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。17

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。18

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。19