

谨慎推荐（首次）

国产头部品牌崛起，疫情下有望加速进口替代

风险评级：中风险

奶粉行业深度报告

2020年6月17日

投资要点：

黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

- **海外疫情对进口奶粉市场冲击。**2019年进口奶粉约占国内婴幼儿奶粉消费市场的51%，主要进口来源国为欧盟、新西兰及澳大利亚，这些国家均爆发了较为严重的新冠疫情。海外疫情对进口奶粉市场的影响包括物流缓滞、供给紧缺、拖累部分奶粉新品上市进度、消费者对进口奶粉安全担忧等。疫情以来婴配奶粉外资品牌的整体销售不佳，多数品牌出现明显的同比下滑。以飞鹤为代表的国产品牌乘势抢占市场份额，并且这一进口替代趋势有望随着疫情在海外持续蔓延而进一步加速。
- **婴幼儿奶粉市场存量竞争格局渐显。**我国新生儿数量连续3年下降，考虑出生率下降趋势，预计未来我国婴配奶粉市场规模增速将放缓。但有赖于市场对高端奶粉的需求持续增加及零售价上涨，预计婴配奶粉市场规模仍将实现持续增长。
- **婴幼儿奶粉消费高端化趋势明显。**近五年高端奶粉市场的增速明显快于普通奶粉，市占率从2014年的22%上升至2018年的38%，并有望继续成为整个婴幼儿配方奶粉行业的增长动力。羊奶粉和有机奶粉是行业的蓝海，目前市场规模仍很小，但增长很快，近年来分别保持20%/40%以上的增速。
- **国产头部品牌崛起。**婴幼儿奶粉配方注册制实施后促进市场监管规范，我国婴幼儿奶粉行业集中度持续提高，CR10的市占率从2016年的60%提高至2019年的76%，并且CR10市占率的提升主要由国产品牌贡献。其中国产龙头飞鹤在近几年的市场份额实现快速提升，2019年市占率上升至13.3%，成为仅次于雀巢的第二大奶粉品牌，并且与雀巢的差距甚微。
- **中国飞鹤(6186.HK)：国内知名婴幼奶粉高端品牌。**飞鹤近五年业绩保持高速的增长势头，是首个营收过百亿的国产奶粉企业。自2010年开始推出超高端“星飞帆”产品系列，并重新定位为高端品牌，目前已成为我国婴幼儿奶粉高端市场的领头羊。公司的高端定位符合我国高端婴幼儿配方奶粉市场更快速增长的趋势，2020-2021年产能将翻番，预计其业绩能够维持高速增长。
- **风险提示。**奶粉安全风险，市场需求下降风险，原材料价格上涨风险，市场竞争加剧。

目 录

1. 海外疫情对进口奶粉市场冲击	4
1.1 我国婴幼儿奶粉对进口依赖高	4
1.2 海外疫情对进口奶粉市场的影响	5
1.3 疫情下国产品牌加速进口替代	5
2. 婴幼儿奶粉市场存量竞争格局渐显	5
3. 婴幼儿奶粉消费高端化趋势明显	7
3.1 高端奶粉市占率持续上升	7
3.2 羊奶粉和有机奶粉成高端化重要赛道	8
3.3 不同档次奶粉的主要品牌分布	9
4. 国产头部品牌崛起	10
4.1 政策助推国产品牌回暖	10
4.2 国产品牌下沉市场更具优势	10
4.3 国产头部品牌市占率快速提升	12
5. 上市公司财务指标对比	13
5.1 收入和净利润增速	13
5.2 毛利率、净利率、销售费用率	14
5.3 存货周转率	14
5.4 研发投入	15
6. 中国飞鹤(6186.HK): 国内知名婴幼奶粉高端品牌	15
7. 风险提示	19

插图目录

图 1: 我国婴幼儿奶粉进口数量及增速	4
图 2: 我国婴幼儿奶粉进口金额及增速	4
图 3: 我国婴幼儿奶粉进口来源国数量占比	4
图 4: 我国婴幼儿奶粉进口来源国金额占比	4
图 5: 我国新生儿数量连续 3 年下降	6
图 6: 我国母乳喂养率有所回升	6
图 7: 2017-2020 年我国婴幼儿奶粉平均零售价走势	6
图 8: 我国高端婴幼儿奶粉平均零售价走势	6
图 9: 我国婴幼儿配方奶粉市场规模及增速	7
图 10: 超高端和高端奶粉市占率持续上升	8
图 11: 国内羊奶粉市场规模及增速	9
图 12: 国内有机奶粉市场规模及增速	9
图 13: 奶粉企业已注册奶粉配方数量	10
图 14: 下线城市婴幼儿配方奶粉市场份额持续上升	11
图 15: 各级城市对国产和外资奶粉品牌的偏好占比	11
图 16: 国产奶粉品牌市占率逐渐提高	12
图 17: 近三年奶粉上市公司营收	13
图 18: 近三年奶粉上市公司归母净利润	13
图 19: 近三年奶粉上市公司毛利率	14
图 20: 近三年奶粉上市公司净利率	14
图 21: 近三年奶粉上市公司销售费用率	14

图 22：近三年奶粉上市公司存货周转率.....	15
图 23：近三年奶粉上市公司存货周转天数.....	15
图 24：部分奶粉企业研发费用/营业收入比较.....	15
图 25：近三年飞鹤业绩实现高速增长.....	16
图 26：高端婴幼儿奶粉收入占比持续上升.....	16
图 27：母婴店和线上渠道市占率快速提升.....	18

表格目录

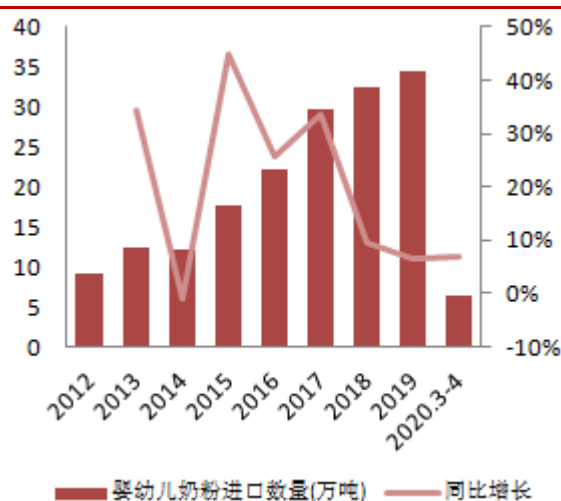
表 1：超高端和高端奶粉市场规模增速更快.....	8
表 2：不同档次奶粉主要品牌分布.....	9
表 3：我国婴幼儿奶粉品牌市占率变化情况.....	12
表 4：近三年奶粉上市公司业绩增速.....	13
表 5：婴幼儿配方奶粉制造工艺比较.....	16
表 6：飞鹤婴幼儿配方奶粉产能分布概况.....	18

1. 海外疫情对进口奶粉市场冲击

1.1 我国婴幼儿奶粉对进口依赖高

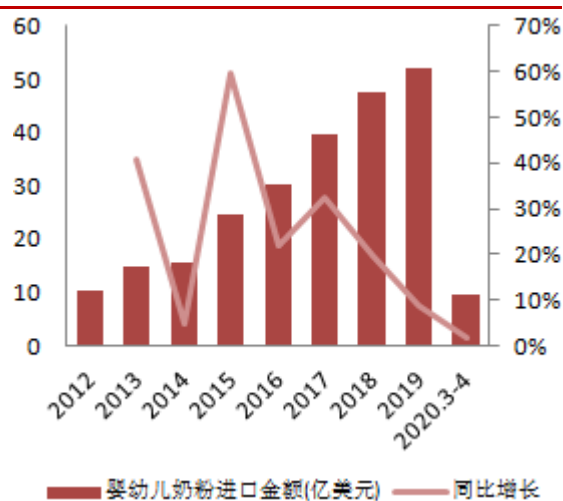
我国进口婴幼儿奶粉市占比高，但近两年增速放缓。我国婴幼儿奶粉进口数量从 2012 年的 9.15 万吨增加至 2019 年的 34.55 万吨，7 年 CAGR 为 21%；进口金额从 2012 年的 10.49 亿美元增加至 2019 年的 51.91 亿美元，7 年 CAGR 为 26%。2019 年进口奶粉约占国内婴幼儿奶粉消费市场的 51%。但自 2018 年起，奶粉进口数量和进口金额的增速明显下降。2019 年奶粉进口数量同比增长 6.47%，进口金额同比增长 8.85%；2020 年 3-4 奶粉进口数量同比增长 6.83%，进口金额同比增长 1.9%。

图 1：我国婴幼儿奶粉进口数量及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：我国婴幼儿奶粉进口金额及增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

奶粉主要进口来源国疫情持续蔓延。我国婴幼儿奶粉的主要进口来源国为欧盟、新西兰及澳大利亚，其中来自欧盟的占比约 75%，新西兰占比约 16%，澳大利亚占比约 3%。而这些国家均爆发了较为严重的新冠疫情，特别是欧盟。

图 3：我国婴幼儿奶粉进口来源国数量占比

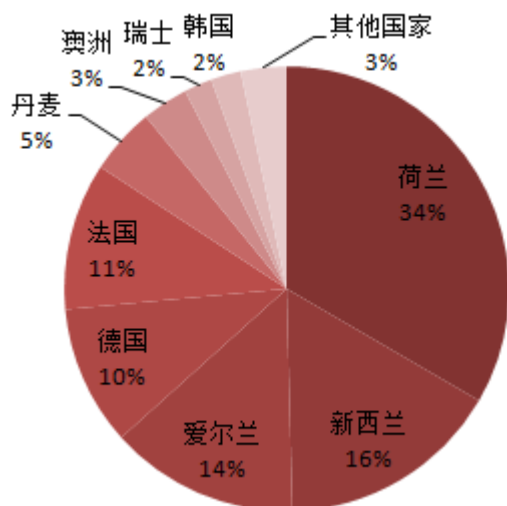
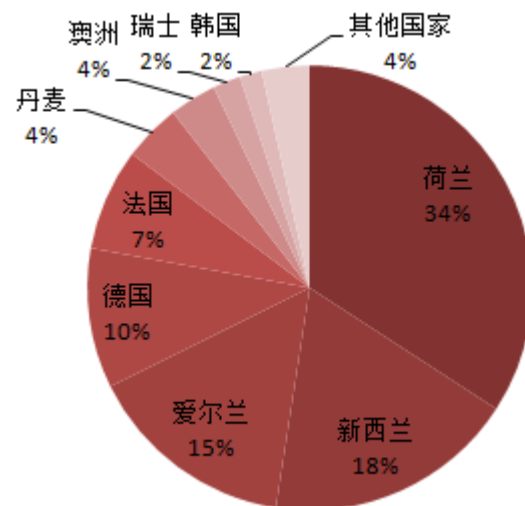


图 4：我国婴幼儿奶粉进口来源国金额占比



数据来源：海关总署，东莞证券研究所

数据来源：海关总署，东莞证券研究所

1.2 海外疫情对进口奶粉市场的影响

- 1) **疫情影响跨国物流体系，进口奶粉运输缓滞。**疫情导致航班减停等影响进口奶粉的流通效率，造成运输延误和物流成本上升。
- 2) **疫情持续蔓延导致奶粉减产，供给紧缺。**疫情爆发严重的奶粉主要进口来源国工厂若长时间停产减产将导致奶粉产量减少，后续可能出现供货紧缺的情况。
- 3) **疫情影响海外奶粉配方注册进度。**海外工厂现场审查受疫情影响，拖累部分海外品牌奶粉配方注册进度，从而影响部分品牌奶粉新品的上市进度。
- 4) **消费者担忧进口奶粉安全问题。**我国进口奶粉主要来源国已成疫情重灾区，而且蔓延势头还在继续，消费者会担忧进口奶粉的安全问题。

1.3 疫情下国产品牌加速进口替代

外资品牌疫情期间销售受阻。根据第三方机构弘则研究的调研，2020 年疫情以来，婴幼儿配方奶粉外资品牌的整体销售表现不佳，多数品牌出现明显的同比下滑。根据贝贝熊母婴连锁系统反馈，外资品牌 2020 年 1-4 月销售额同比下滑 15% 左右，惠氏、雅培等品牌下滑幅度超过 25%。

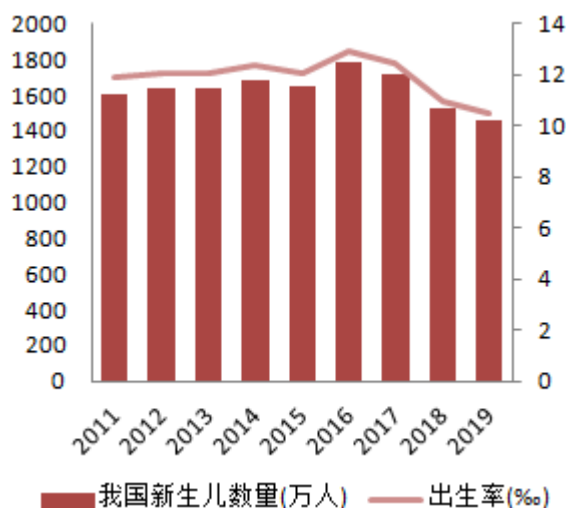
国产品牌乘势加速抢占市场份额。外资品牌奶粉在疫情期间的销售受阻为国产品牌奶粉的崛起提供好时机。以飞鹤为代表的国产品牌乘势抢占市场份额的趋势非常明确，并且这一进口替代趋势有望随着疫情在海外持续蔓延而进一步加速。从国产品牌 2020Q1 的业绩表现来看，也体现了疫情期间的进口替代效应。贝因美 2020Q1 营收同比增长 13%，归母净利润同比增长 45%；飞鹤对外透露 2020Q1 营收同比增长 30% 以上；君乐宝对外透露 2020Q1 奶粉产销量同比增长 50% 以上。

2. 婴幼儿奶粉市场存量竞争格局渐显

新生儿数量连续 3 年下降。2019 年我国新生儿数量 1465 万人，较 2018 年减少 58 万人，下降 3.81%；较 2017 年减少 258 万人。我国奶粉消费人群基数持续走低。未来随着我国适龄生育女性数量下降，及生活压力带来的生育意愿下降等因素影响，新生儿数量增速大概率保持下降趋势，这对婴幼儿配方奶粉行业的市场规模增长带来不少压力。

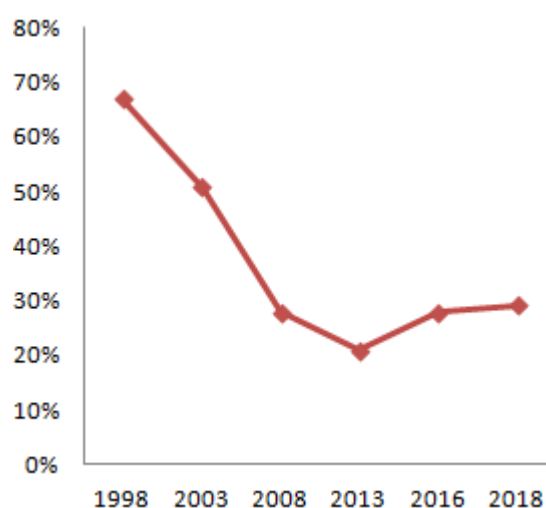
母乳喂养率有所回升。得益于全面二孩政策，产假延长，2016 年起我国母乳喂养率有所回升，但仍处于较低水平。根据国家卫计委统计，2018 年我国 6 个月内婴儿纯母乳喂养率为 29.2%。预期随着经济发展及城市化进程持续推进，母乳喂养率将继续维持在较低水平。

图 5：我国新生儿数量连续 3 年下降



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

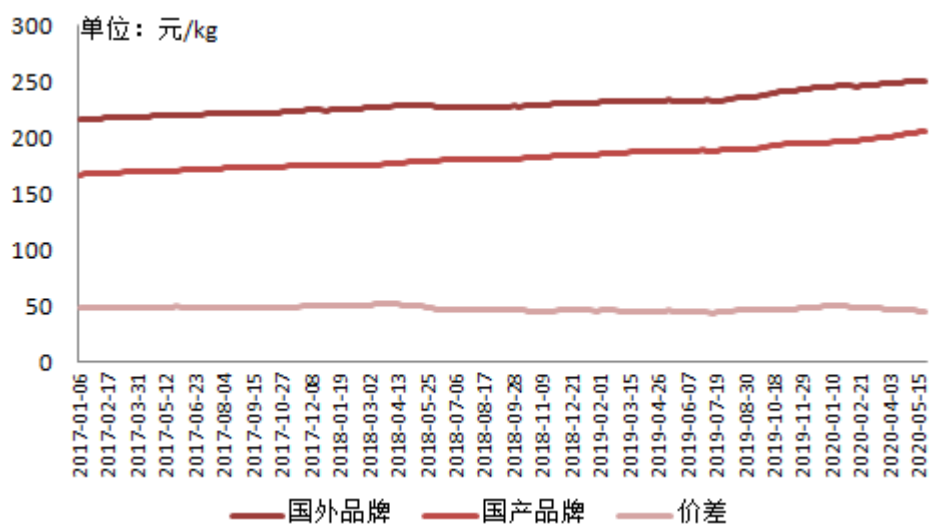
图 6：我国母乳喂养率有所回升



数据来源：国家卫计委，东莞证券研究所

高端奶粉需求增长，奶粉涨价成趋势。随着居民可支配收入提高和对奶粉品质的追求，消费者对高端奶粉的需求持续增加，奶粉产品涨价已成趋势。根据商务部数据，国内外品牌婴幼儿奶粉零售价总体保持上涨趋势，价差始终围绕在 50 元/kg 左右。

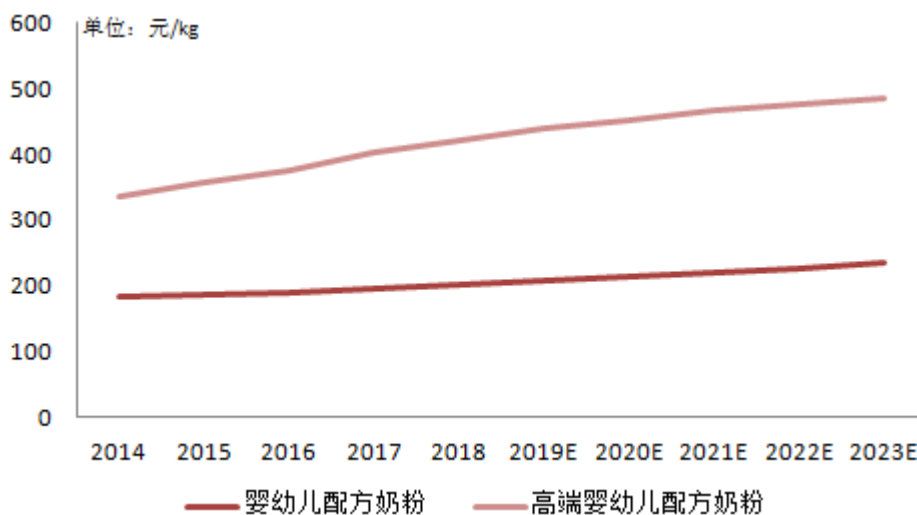
图7：2017-2020年我国婴幼儿奶粉平均零售价走势



数据来源：商务部，东莞证券研究所

高端奶粉涨价幅度更大。根据弗若斯特沙利文报告，我国高端婴幼儿配方奶粉产品的平均零售价从 2014 年的 336.3 元/kg 稳步上升至 2018 年的 421.7 元/kg，复合年增长率 5.8%。并且预计到 2023 年上涨至 486 元/kg，复合年增长率 2.9%。

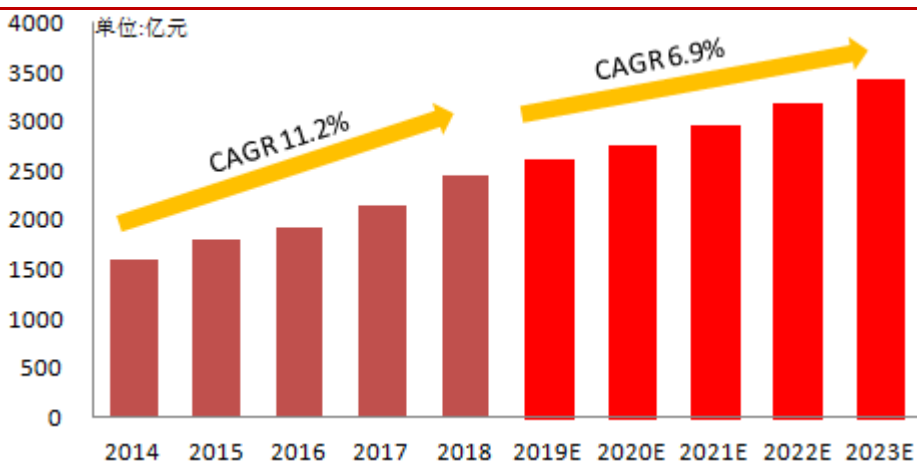
图8：我国高端婴幼儿奶粉平均零售价走势



数据来源：弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

婴幼儿奶粉市场规模保持增长，但增速放缓。考虑出生率下降趋势，预计未来我国婴配奶粉市场规模增速将放缓。但有赖于市场对高端奶粉的需求持续增加及零售价上涨，婴配奶粉市场规模仍将实现持续增长。根据弗若斯特沙利文报告，我国婴配奶粉市场规模由2014年的1605亿元增加至2018年的2450亿元，复合年增长率为11.2%，并预计到2023年增加至3427亿元，2018-2023年复合年增长率为6.9%。

图9：我国婴幼儿配方奶粉市场规模及增速



数据来源：弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

3. 婴幼儿奶粉消费高端化趋势明显

3.1 高端奶粉市占率持续上升

根据弗若斯特沙利文报告，近五年超高端、高端奶粉市场的增速明显快于普通奶粉市场的增速，2014-2018年复合年增长率分别为39.5%、20.5%、5%。超高端、高端奶粉的市占率从2014年的22%上升至2018年的38%。

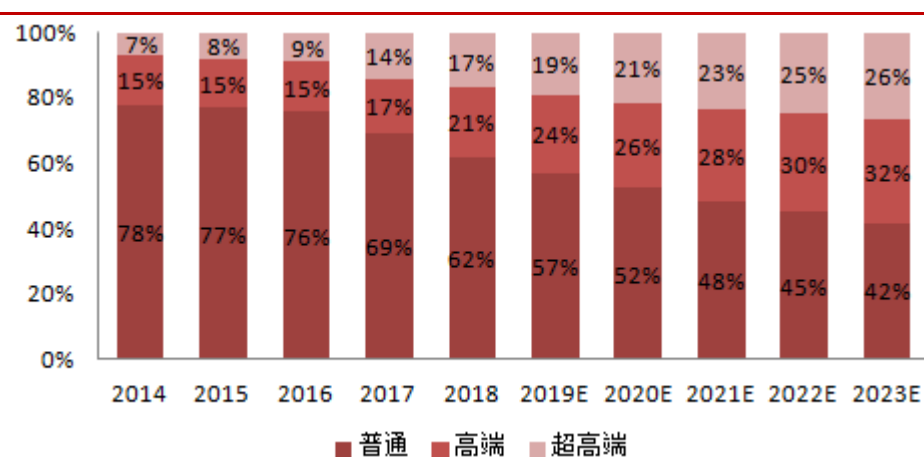
预计我国婴幼儿配方奶粉市场规模仍稳步上升，2018-2023 年复合增长率为 6.9%，其中高端奶粉（含超高端、高端）有望继续成为整个婴幼儿配方奶粉行业的增长动力。预计高端奶粉市场到 2023 年将达到 1998 亿元，2018-2023 年复合年增长率为 16.6%，市占率从 2018 年的 38% 上升至 2023 年的 58%。其中超高端奶粉复合年增长率为 16.9%，市占率从 2018 年的 17% 上升至 26%；高端奶粉复合年增长率为 16.3%，市占率从 2018 年的 21% 上升至 32%。

表1：超高端和高端奶粉市场规模增速更快

	2014-2018 CAGR	2018-2023E CAGR
总额	11.2%	6.9%
超高端	39.5%	16.9%
高端	20.5%	16.3%
普通	5.0%	-1.2%

资料来源：弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

图10：超高端和高端奶粉市占率持续上升



数据来源：弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

3.2 羊奶粉和有机奶粉成高端化重要赛道

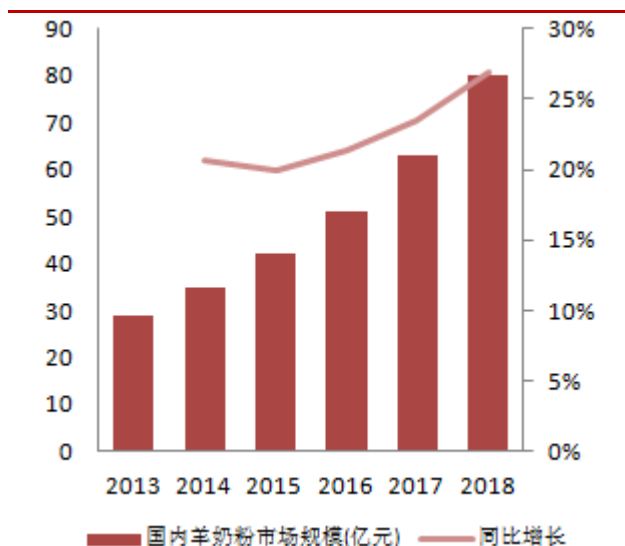
羊奶粉和有机奶粉都是婴幼儿配方奶粉行业的蓝海，目前市场规模仍很小，但增长很快。

羊奶粉相对牛奶粉具有更接近母乳成份，更易吸收，不易过敏等特质。有机奶粉的核心优势则在于全流程天然无污染。

近年来羊奶粉和有机奶粉分别保持 20%/40% 以上的增速。如果按照羊奶粉企业出厂价计算，我国羊奶粉的市场规模从 2013 年的 29 亿元增至 2018 年的 80 亿元，复合年增长率 22.5%。如果按照销售额计算，根据弗若斯特沙利文报告，我国羊奶粉市场规模预期从 2018 年的 172 亿元增至 2023 年的 376 亿元，复合年增长率为 16.9%。

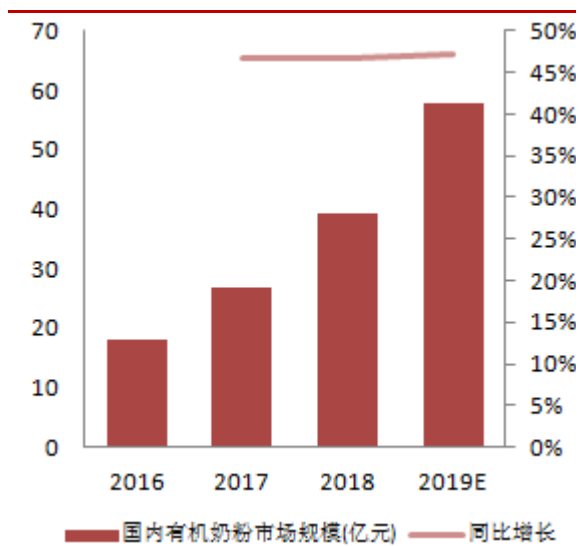
有机奶粉的市场规模尚小，但增速很快。从 2016 年的 18 亿元增至 2019 年的 58 亿元，复合年增长率达 47%。

图 11：国内羊奶粉市场规模及增速



数据来源：中国报告网，东莞证券研究所

图 12：国内有机奶粉市场规模及增速



数据来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

3.3 不同档次奶粉的主要品牌分布

超高端奶粉（450 元/kg 以上）主要以外资品牌为主：雅培菁挚、美赞臣蓝臻、皇家美素佳儿、惠氏启赋。国产品牌：飞鹤星飞帆、飞鹤臻稚有机，澳优佳贝艾特，伊利金领冠塞纳牧。国产品牌在超高端上的突破主要在于：有机奶粉、羊奶粉及产品差异化。

高端奶粉（350-449 元/kg）国产品牌和外资品牌竞争激烈：国产品牌主要包括飞鹤臻爱倍护、臻爱飞帆及精粹益加，伊利金领冠珍护、睿护，合生元派星等。外资品牌：爱他美白金版、雅培亲护，美赞臣亲舒等。

普通奶粉（350 元/kg 以下）品牌较多。外资品牌有惠氏 S-26、雀巢能恩和达能诺优能。国产品牌则较多，如君乐宝、雅士利、贝因美的主力产品是集中在该价格带上。

表2：不同档次奶粉主要品牌分布

不同档次奶粉	外资品牌	国产品牌
超高端奶粉（450 元/kg 以上）	雅培菁挚、美赞臣蓝臻、皇家美素佳儿、惠氏启赋	飞鹤星飞帆、飞鹤臻稚有机，伊利金领冠塞纳牧，澳优佳贝艾特
高端奶粉（350-450 元/kg）	爱他美白金版，雅培亲护，美赞臣亲舒	飞鹤臻爱倍护、臻爱飞帆及精粹益加，伊利金领冠珍护、睿护，合生元派星
普通奶粉（350 元/kg 以下）	惠氏 S-26、雀巢能恩、达能诺优能、美素佳儿	飞鹤星阶优护、飞帆及贝迪奇产品系列，君乐宝、雅士利、贝因美

资料来源：东莞证券研究所整理

4. 国产头部品牌崛起

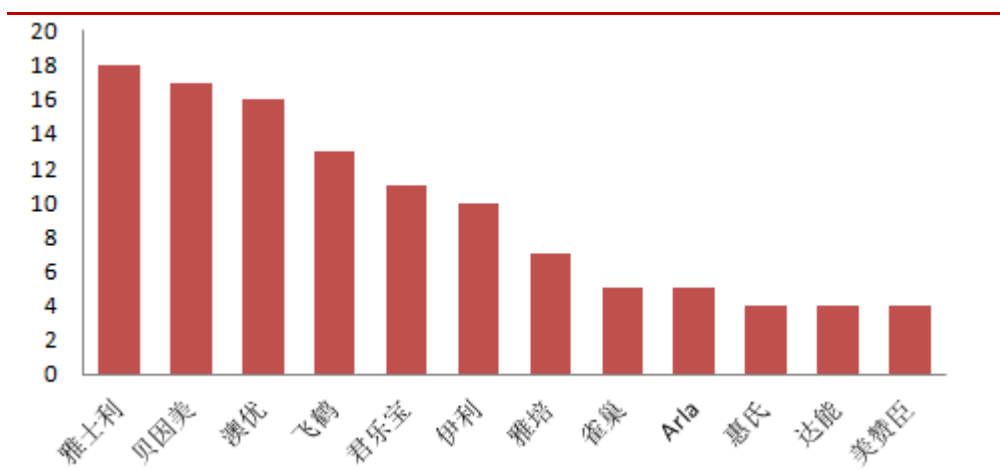
4.1 政策助推国产品牌回暖

在 2008 年三聚氰胺事件之前，我国婴幼儿配方奶粉市场是以国产品牌占据相对较大的市场份额。事件发生后，消费者对国产奶粉的信心受到冲击，导致国内奶粉市场被外资品牌主导。直到 2016 年婴配奶粉配方注册制实施后促进市场监管规范，助推国产品牌逐渐回暖。

婴配乳粉配方注册制实施。《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》自 2016 年 10 月实施，要求“每个企业原则上不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方”。每个配方系列包括婴儿配方乳粉（1 段），较大婴儿配方乳粉（2 段），幼儿配方乳粉（3 段）。因此，大量贴牌、代工、假洋牌奶粉被出清，同时部分进口品牌因无配方注册资格而无法进行线下销售。至 2018 年审核完成时，70%以上的奶粉品牌被淘汰。而这些中小品牌主要集中在下线市场，下线市场又是国产品牌的优势市场，因此这部分下线市场的释放给了国产头部品牌份额提升的良机，并推动了行业集中度的持续提高。

目前已注册奶粉配方数量排名靠前的以国产奶粉品牌为主。

图13：奶粉企业已注册奶粉配方数量



数据来源：国家市场监管总局，东莞证券研究所

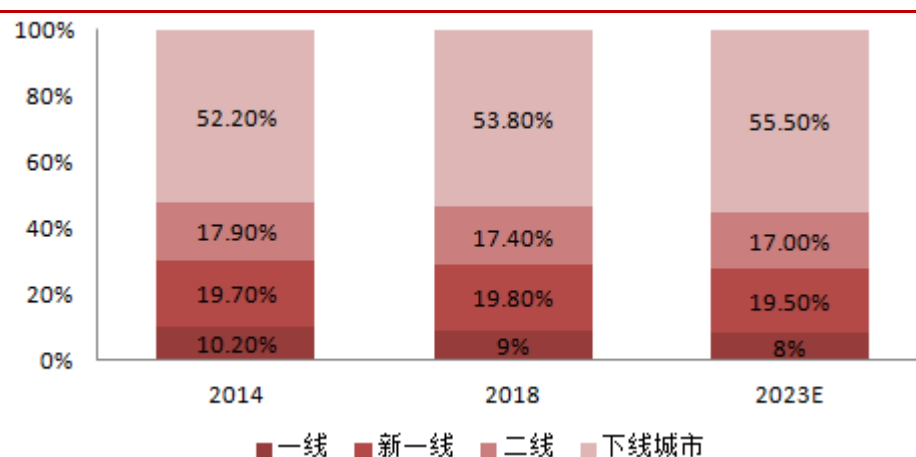
国产婴幼儿奶粉提升方案出台。2019 年 6 月国家发改委等七部门联合出台《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，明确要大力实施国产婴幼儿配方奶粉“品质提升、产业升级、品牌培育”行动计划，国产婴幼儿配方乳粉产量稳步增加，力争自给率稳定在 60%以上；产业结构进一步优化，淘汰落后产能，行业集中度继续提升；产品竞争力进一步增强，国产品牌婴幼儿配方乳粉在国内市场的排名明显提升；鼓励有实力，信誉好的企业在国外设立加工厂，并将产品以自有品牌原装进口。

4.2 国产品牌下沉市场更具优势

下线城市婴幼儿奶粉消费增长潜力较大。下线城市婴幼儿配方奶粉市场规模占据整体市

场的一半以上，且近五年实现更快速增长。下线城市持续推进城市化水平及大众收入水平提高，消费力提升；且下线城市人口较多，出生率亦高于一二线城市；且自 2016 年实施婴幼儿奶粉配方注册制后，许多杂牌、贴牌奶粉出清，而这些奶粉主要集中在下线城市。因此，下线城市的奶粉消费增长潜力较大。

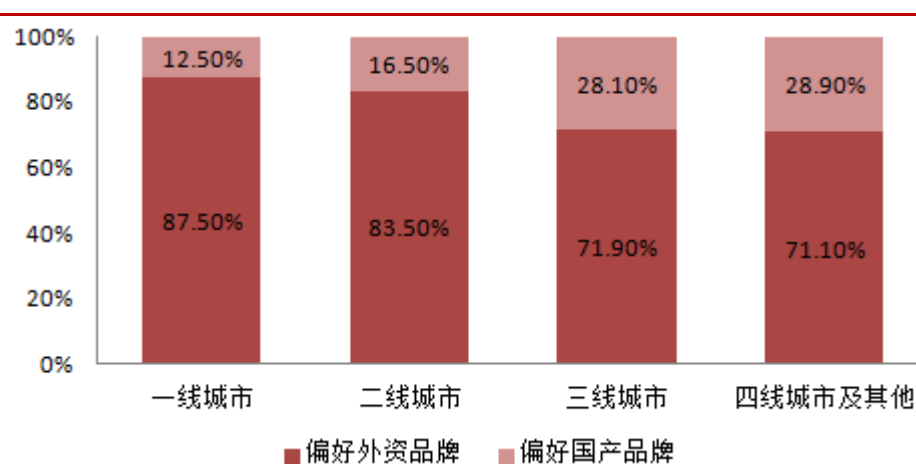
图14：下线城市婴幼儿配方奶粉市场份额持续上升



数据来源：弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

国产品牌下沉市场较外资品牌更具优势。基于下线城市婴幼儿奶粉市场的极大潜力，国产品牌和外资品牌纷纷积极布局下沉市场。但低线市场需要大力投入渠道建设，外资品牌的渠道下沉能力不如国产品牌。外资品牌重品牌建设，轻渠道建设和门店体验，本土化水平低，地推能力不够强，主要依赖商超铺货，目前主要局限于一线城市。相对而言，国产品牌的渠道下沉力度和营销推广方式更适合下线城市。国产品牌的销售渠道更扁平化，能够给予经销商和终端门店更高的返佣，尤其是头部品牌随着品牌力加速提升，成为其弯道超车的契机。根据尼尔森数据显示，2018 年国产奶粉在下线市场的市占率为 52%，增速为 20%，高于外资奶粉 7% 的增速。

图15：各级城市对国产和外资奶粉品牌的偏好占比

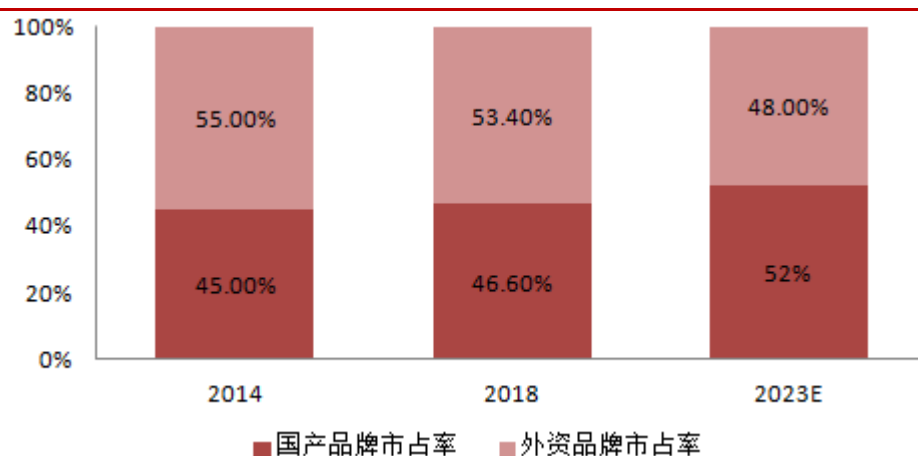


数据来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

4.3 国产头部品牌市占率快速提升

自 2016 年国家对婴幼儿配方奶粉行业出台多项规范措施和扶持政策以来，国产品牌的市场份额逐渐回升。

图16：国产奶粉品牌市占率逐渐提高



数据来源：弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

自奶粉配方注册制实施后，我国婴幼儿奶粉行业集中度持续提高。根据欧睿咨询数据，行业 CR10 的市占率从 2016 年的 60%提高至 2019 年的 76%。

并且 CR10 市占率的提升主要由国产品牌贡献。在国家利好政策的支持下，国产品牌的市占率提升更快。2016-2019 年外资品牌 CR5 的市占率维持在 41%左右，而国产品牌 CR5 的市占率则从 2016 年的 18.8%提升至 2019 年的 34%，提升了 15.2pct。

其中国产龙头飞鹤在近几年的市场份额实现了快速提升，2019 年成为仅次于雀巢的第二大奶粉品牌，市占率从 2016 年的 5.1%大幅上升至 2019 年的 13.3%，并且与雀巢的差距甚微。除飞鹤外，国产品牌 CR5 的其余四大品牌君乐宝、伊利、澳优、合生元 2019 年的市占率均在 5%左右。

表3：我国婴幼儿奶粉品牌市占率变化情况

排序	2016 年		2018 年		2019 年	
	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
no.1	雀巢	13.90%	雀巢	14.10%	雀巢	13.50%
no.2	达能	8.10%	达能	9.50%	飞鹤	13.30%
no.3	美赞臣	6.70%	飞鹤	8.60%	达能	10.10%
no.4	雅培	6.30%	雅培	6.80%	雅培	6.70%
no.5	美素佳儿	5.80%	美赞臣	6.50%	美赞臣	6.10%
no.6	飞鹤	5.10%	美素佳儿	5.30%	君乐宝	5.50%
no.7	雅士利	4.80%	伊利	5.00%	伊利	5.30%
no.8	伊利	3.70%	雅士利	4.80%	美素佳儿	5.10%
no.9	合生元	3.20%	澳优	3.90%	澳优	5%
no.10	澳优	2.00%	合生元	3.20%	合生元	4.90%

CR10	59.6%	67.7%	75.5%
外资品牌 CR5	40.8%	42.2%	41.5%
国产品牌 CR5	18.8%	25.5%	34.0%

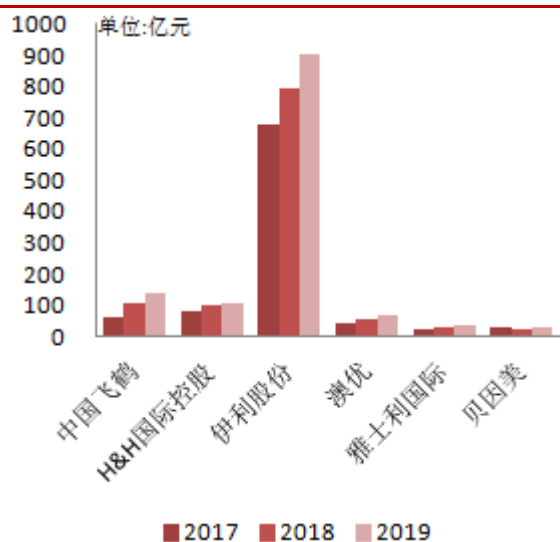
资料来源：欧睿咨询，东莞证券研究所整理

5. 上市公司财务指标对比

5.1 收入和净利润增速

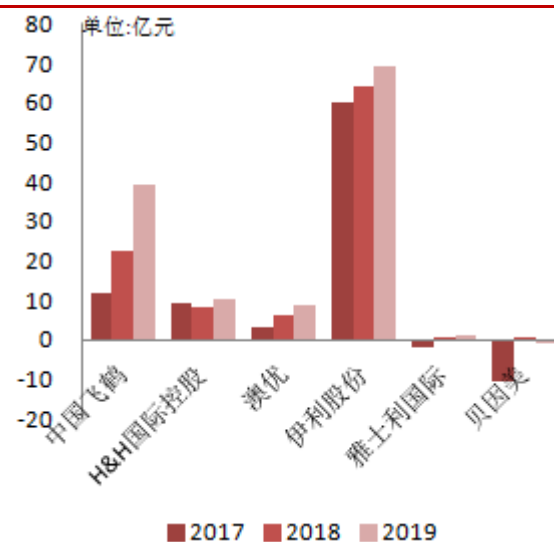
国产品牌奶粉上市公司包括 A 股的伊利股份、贝因美及 H 股的中国飞鹤、澳优、雅士利国际、H&H 国际控股。其中伊利股份的主营业务为液态乳，2017-2019 年的奶粉及奶制品业务收入分别为 64.28 亿元、80.45 亿元、100.55 亿元，占总营收的比例分别为 9.45%、10.11%、11.14%。按此排序，奶粉业务营收规模依次为飞鹤、合生元、伊利、澳优、雅士利、贝因美。

图 17：近三年奶粉上市公司营收



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：近三年奶粉上市公司归母净利润



数据来源：Wind，东莞证券研究所

近三年仅飞鹤和澳优实现持续且快速的归母净利润增长。

表4：近三年奶粉上市公司业绩增速

证券代码	证券简称	近三年营收复合增速	近三年归母净利润复合增速
6186.HK	中国飞鹤	52.85%	84.15%
1717.HK	澳优	30.84%	68.84%
1230.HK	雅士利国际	22.63%	122.01%
1112.HK	H&H 国际控股	16.27%	3.8%
600887.SH	伊利股份	15.14%	7.49%
002570.SZ	贝因美	2.32%	68.77%

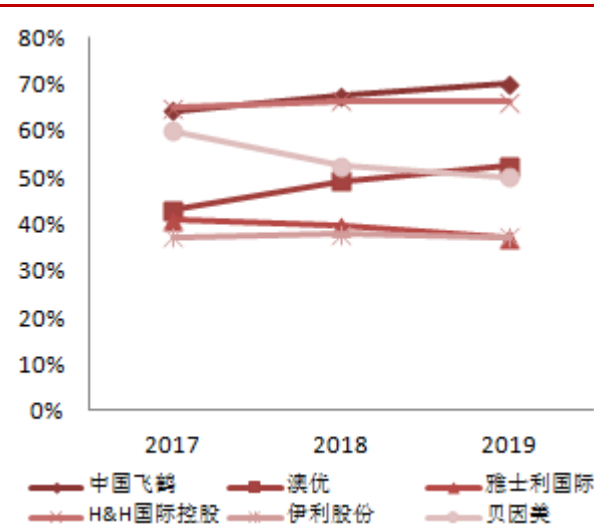
资料来源：Wind，东莞证券研究所

5.2 毛利率、净利率、销售费用率

2019 年飞鹤的毛利率高达 70%，高于同行平均水平 52%，源于公司的主营产品为毛利率较高的高端产品（尤其是超高端产品）。同样走高端路线的合生元的毛利率仅次于飞鹤，达 66%。澳优、贝因美、伊利奶粉业务的毛利率水平均在 50% 左右。

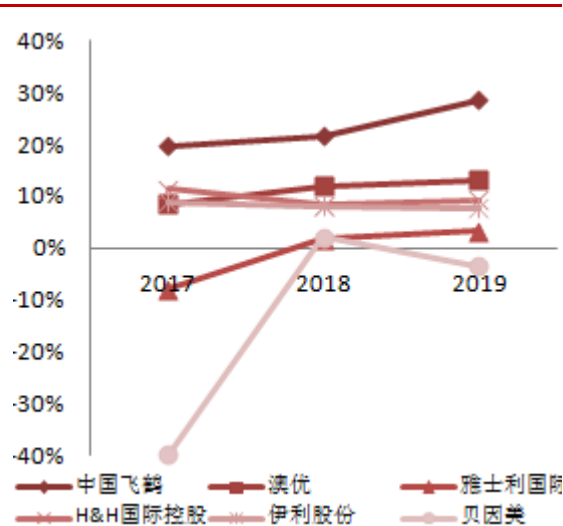
2019 年飞鹤的净利率高达 29%，逐年提升明显，同样远高于同行。一方面是毛利率保持较高，另一方面是随着品牌知名度和营销效率提升，销售费用率逐年下降。

图 19：近三年奶粉上市公司毛利率



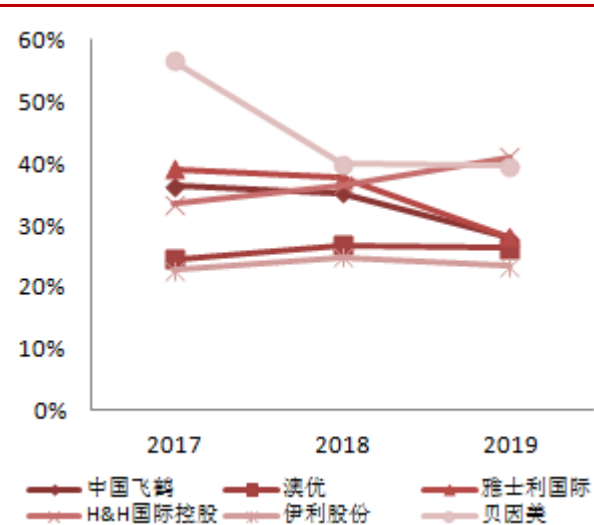
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 20：近三年奶粉上市公司净利率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 21：近三年奶粉上市公司销售费用率



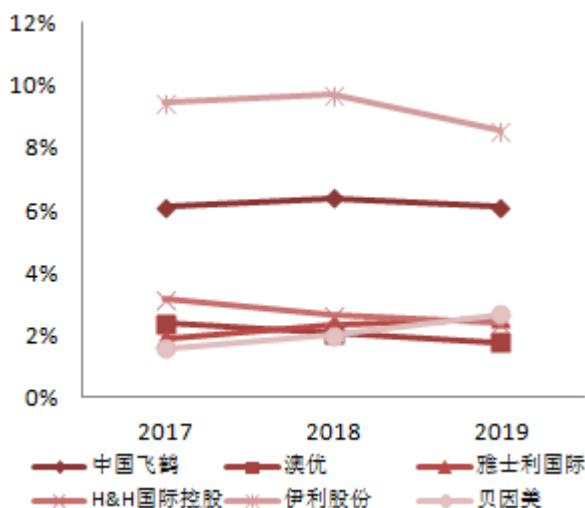
数据来源：Wind，东莞证券研究所

5.3 存货周转率

剔除主营业务为液体乳的伊利股份，飞鹤的存货周转率明显高于同行，存货周转天数不到 60 天。飞鹤 2019 年实行新的销售政策，要求线下产品必须在生产日期后的 6 个月内

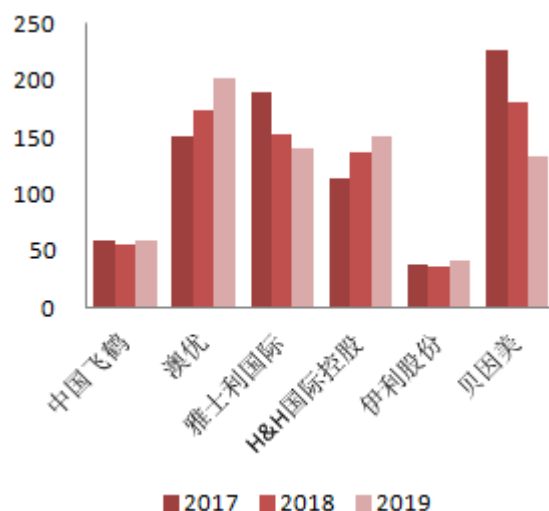
售出，以确保市面上飞鹤产品的新鲜度。而对于电商渠道，自营网上商店订单从工厂到终端客户仅需 28 天。

图 22：近三年奶粉上市公司存货周转率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 23：近三年奶粉上市公司存货周转天数

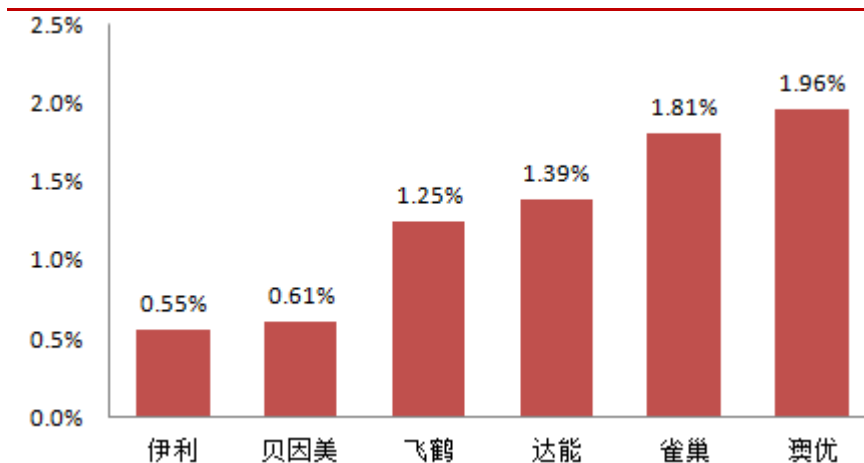


数据来源：Wind，东莞证券研究所

5.4 研发投入

国产品的研发能力仍显落后，研发费用/营收比值相对外资品牌要低。而飞鹤和澳优相对来说在国产品牌中的研发投入较多。

图24：部分奶粉企业研发费用/营业收入比较



数据来源：Wind，东莞证券研究所

6. 中国飞鹤(6186.HK)：国内知名婴幼儿奶粉高端品牌

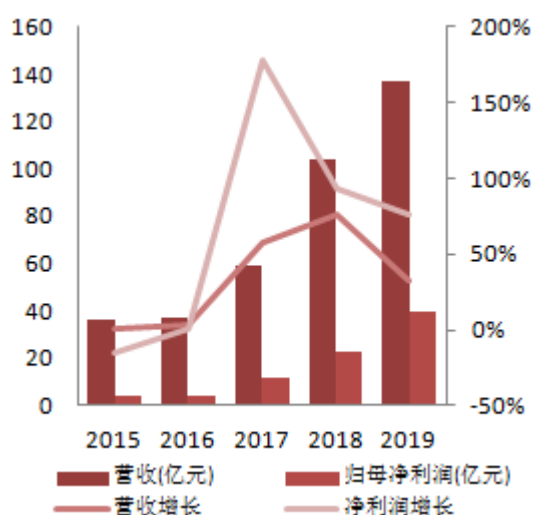
业绩保持高增长，高端占比持续上升。飞鹤近五年业绩保持高速的增长势头，是首个营收过百亿的国产奶粉企业。2015-2019 年营收从 36.15 亿元增长至 137.22 亿元，复合年增长率为 40%，净利润从 4.12 亿元增长至 39.35 亿元，复合年增长率达 76%。2020Q1

营收同比增长 30% 以上。

公司自 2010 年开始推出超高端“星飞帆”产品系列，并重新定位为高端品牌，目前已成为我国婴幼儿奶粉高端市场的领头羊，在 2018 年排名第 2，市占率 13.1%，其中主打的超高端婴幼儿配方奶粉“星飞帆”、“臻稚有机”在超高端市场以 24.7% 的市占率排名第 1。

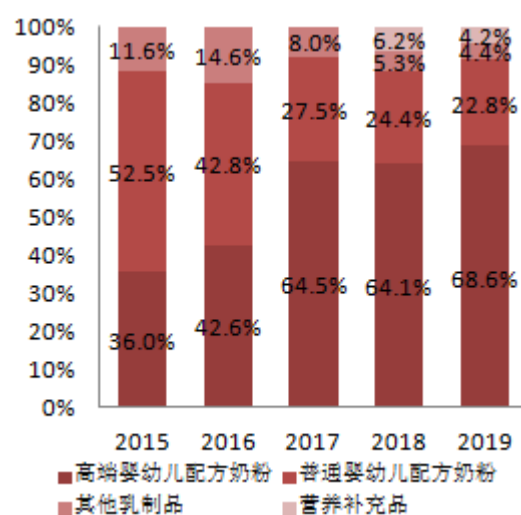
近几年高端产品占比不断提高，未来规划超高端产品占到 60% 左右，高端产品占到 30% 左右，放弃利润率较低的低端产品系列。公司的高端定位符合我国高端婴幼儿配方奶粉市场更快速增长的趋势，预计其业绩能够维持高速增长。

图 25：近三年飞鹤业绩实现高速增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 26：高端婴幼儿奶粉收入占比持续上升



数据来源：Wind，东莞证券研究所

以鲜奶为主要原材料，采用湿混一喷雾干燥工艺生产。原材料方面，公司的所有婴幼儿配方奶粉产品采用鲜奶为主要原材料，工厂临近鲜奶供应商，确保鲜奶于接收 24 小时内使用。而国内大部分婴幼儿奶粉使用成本较低且保质期较长的进口奶粉作为主要原材料。疫情影响下，原材料主要源于国内的企业，其供应链稳定性更高。相对而言，进口奶粉原料企业则面临不确定性。

制造工艺方面，公司采用湿混一喷雾干燥工艺生产，而普通奶粉一般采用干混工艺生产，二者的区别主要在于湿混法更容易于水中溶解，以确保各营养成分均匀分布。公司产品还添加 OPO 结构脂、水解乳清蛋白、乳铁蛋白等优质配料制造。

表5：婴幼儿配方奶粉制造工艺比较

婴幼儿配方奶粉制造工艺比较			
比较	湿混一喷雾干燥工艺	干混	
		干混工艺	综合工艺
定义	成份被混合、均质化、巴氏杀菌及喷雾干燥，以生产粉末产品。需要对湿混技术及冷链运输的严格条件及质量控制要求。	脱水粉末形态的成份予以混入，以达至完整婴幼儿配方奶粉产品所需宏观及微观营养成分均匀混合。	基粉（主要由蛋白质及脂肪成份组成）使用湿混及喷雾干燥工艺生产，然后与碳水化合物、矿物质及维他命成份干混。

新鲜度	高	低	中
营养成分分布 均匀性	高	低	中
可溶性	高	低	中
安全性	高	低	中
成本	高	低	中

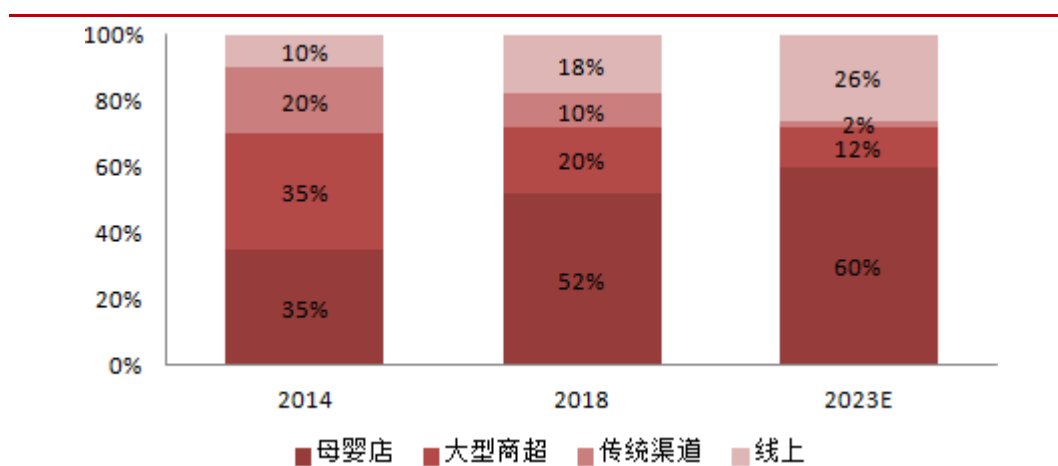
资料来源：飞鹤招股说明书，东莞证券研究所

精准营销，成功塑造高端国产品牌。飞鹤把广告词变更为“更适合中国宝宝体质”并邀请国际明星章子怡担任代言人，使其品牌知名度迅速提升，短短几年销量实现高速增长，成为目前国内知名的婴幼儿配方奶粉品牌。2015-2019 年销售费用复合年增长率 35%，2019 年销售费用率为 28%。在发挥分众传媒庞大覆盖能力的同时，通过丰富的活动和面对面交流传递品牌价值，2018 年线下活动举办了 30 多万场，2019 年举办了 50 多万场，且重点放在潜力巨大的下线城市。2020 年疫情发生后，公司率先将面对面消费者教育活动从线下转移到线上，推广人员通过微信群与消费者持续进行互动，并在业内率先开展线上直播活动，自 2020 年 2 月初截至 3 月 15 日，线上直播互动活动接近 9 万场。



快速扩张全国性经销网络，渠道建设完善。公司 2019 年在全国发展了 1800 多个经销商，拥有终端零售网点达到 10.9 万多个，近三年复合增长率 23.4%。公司与母婴店建立合作伙伴关系，对于规模较大的母婴店（如孩子王和爱婴岛），还投放专门的资源发展和加强关系，务求缩小与终端消费者的差距。公司的单层分销系统（经销商直接向零售商销售产品）、管理良好的全国性分销网络和母婴店的高渗透率为其赢得渠道竞争优势。此外，公司的条码扫描功能可精准追踪经销商的库存，从而避免库存积压以确保产品质量，一般保持库存与销售比率 1.5~2 倍的水平。

图27：母婴店和线上渠道市占率快速提升



数据来源：弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

产能将大幅提高，支撑业绩高增长势头。截至 2019 年底公司拥有婴幼儿配方奶粉厂房 5 个，即黑龙江省齐齐哈尔市克东厂房、甘南厂房、龙江厂房、泰来厂房，及吉林省白城市镇赉厂房，年产能约 11 万吨。目前吉林厂房及加拿大安大略省金斯顿厂房在建，以及克东厂房及龙江厂房正在扩建。以上厂房全部投产后年产能将达 24 万吨，即 2020-2021 年产能将翻番。其中拥有羊奶婴幼儿配方奶粉年产能 4 万吨（泰来厂房和金斯顿厂房各 2 万吨），预计羊奶粉业务将于明年贡献收入。

表6：飞鹤婴幼儿配方奶粉产能分布概况

厂房	投产年份	奶粉设计年产能（万吨）	主要产品
克东厂房	2004 年	1.2	婴幼儿配方奶粉；液态奶
甘南厂房	2008 年	4.56	高端婴幼儿配方奶粉
龙江厂房	2014 年	2.8	高端婴幼儿配方奶粉
飞鹤镇赉厂房	2015 年	0.72	婴幼儿配方奶粉
泰来厂房	2019 年	2	羊奶婴幼儿配方奶粉
吉林厂房	预计 2020H1	2	婴幼儿配方奶粉
金斯顿厂房	预计 2020H1	4	牛奶和羊奶婴幼儿配方奶粉
克东厂房扩建	预计 2020H1	4	婴幼儿配方奶粉
龙江厂房扩建	预计 2021H1	3.1	高端婴幼儿配方奶粉
合计产能：		24.38	

资料来源：飞鹤招股说明书，东莞证券研究所

7. 风险提示

奶粉安全风险；

市场需求下降风险；

原材料价格上涨风险；

市场竞争加剧。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn