

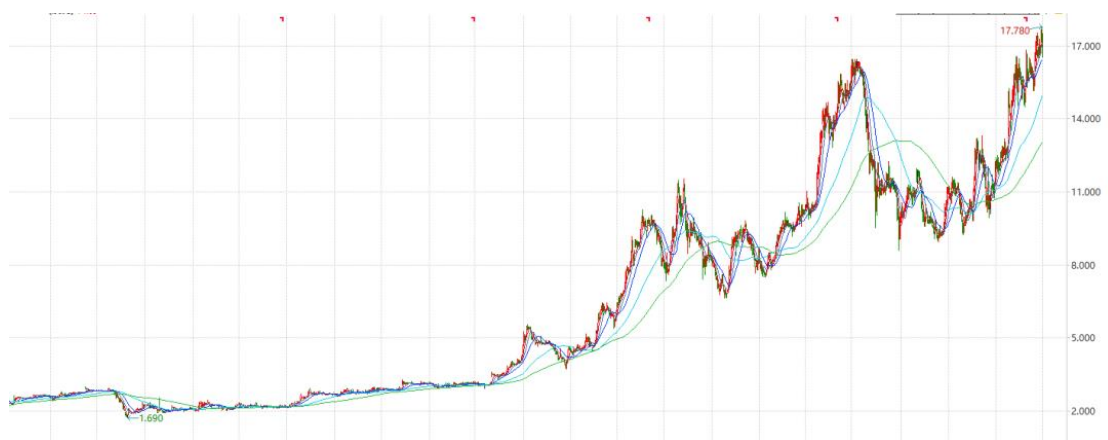
奶粉产业链梳理 头部公司靠什么持续获得高增长？

今天我们研究的行业，是一个消费品赛道。近期数据显示，2020 年 5 月通胀水平为 2.4%，而这款消费品，国产品牌售价本周增速为 9.22%，海外品牌售价本周增速为 7.16%，提价幅度居然远超通胀。非常有意思的是，这，是一个因卫生事件催化而持续涨价的赛道。其中，行业中龙头公司的走势如下：



图：龙头公司 A 走势

来源：Wind



图：龙头公司 B 走势 来源：Wind



图：龙头公司 C 走势

来源：Wind

在这条产业链上，龙头公司 A，2019 年营业收入增速为 32.33%，净利润增速为 75.47%；龙头公司 B，2020 年一季度，其营业收入增速为 27.64%，净利润增速为 77.86%；龙头公司 C，2019 年，其营业收入增速为 7.93%，净利润增速为 19.20%；

上述几家代表公司，分别是中国飞鹤 (.HK)、澳优 (.HK)、H&H 国际控股 (.HK)，其所在的产业链是：奶粉。

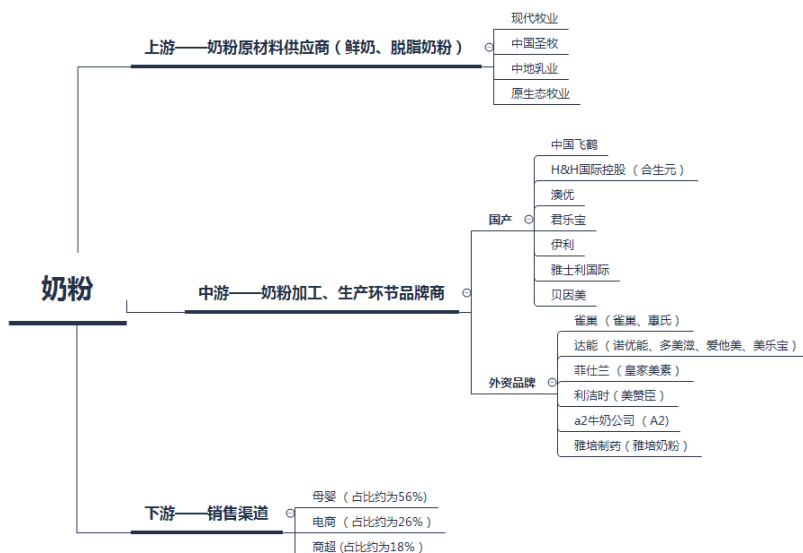
对于奶粉这条产业链，眼下我们需要解决的几个核心问题：

一是，奶粉行业的增长主要看什么？过去的高增长可否延续？

二是，奶粉行业的竞争格局如何？在出生率下滑的背景下，行业中的头部公司，靠什么才能获得高增长？

三是，这个行业近期价格增速，远跑赢通胀，那么这个趋势，会持续么？

(壹)



图：奶粉产业链

来源：塔坚研究

奶粉行业，按照生产制造流程来划分，总共分为三个环节：

上游，主要是奶粉生产所需的原材料供应商。

奶粉的加工工艺，大致可分为三种，一种叫干法工艺（将大包粉和其他营养元素混合后装罐）、一种叫湿法工艺（将营养素、新鲜牛奶、复原乳混合后干燥成粉装罐）、一种叫干湿混合（将个别热敏成分与湿法生产的基粉混合）。其中，干法工艺，采用大包粉、新鲜度不好把控，而湿法工艺，采用生鲜乳，奶粉新鲜度好，干湿工艺则能保证热敏成分不被破坏。

因此，从干法，到湿法、再到干湿混合工艺，这也是一条产品质量的升级路径，生产原料走新鲜化路径。



图：奶粉加工工艺流程

来源：招商证券

所以，由于中游奶粉加工工艺，主要为上述三种，这也就决定这条产业链上游的代表公司多为乳牛畜牧公司，比如现代牧业（蒙牛核心供应商）、原生态牧业（飞鹤核心供应商）。

中游，主要是奶粉品牌商，比如飞鹤、伊利、雅士利、圣元、贝因美、澳优、雅培、美赞臣等。

下游，主要是奶粉的销售渠道，占比从高到底依次为母婴店（56%）、电商（26%）和商超渠道（18%）。

（贰）

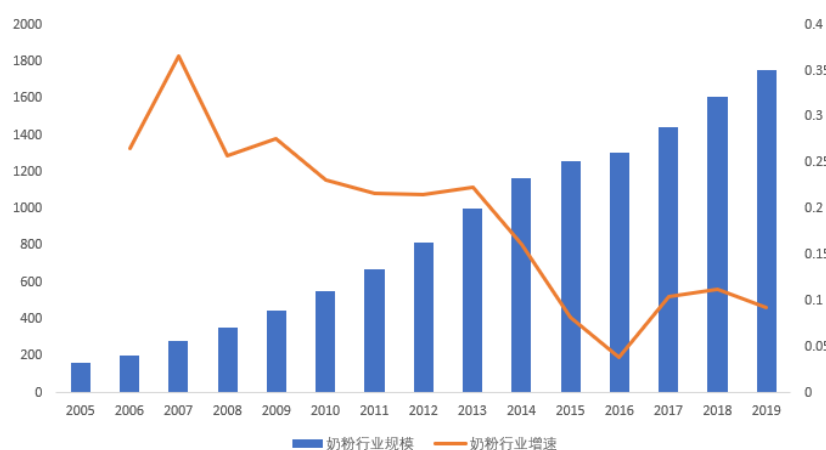
奶粉，这门生意有点特殊，它的目标用户是婴幼儿（主要集中在 0-3 岁儿童），但它的采购方是婴幼儿的父母。由于购买者与使用者分离，且使用者又很难做出对产品的精准反馈（小孩不会说话），加大了对奶粉选购的难度。

这种情形下，父母在选购奶粉时，更依赖于品牌商的引导，需要重点注意的是，根据一般的经验，一旦选择了奶粉品牌，尤其是针对 0 到 3 岁的幼儿，在较长的时间内，是不会随意更换奶粉品牌的，存在较强的转换成本。

而历史上，三聚氰胺等奶粉相关的安全事件的发生，使得家长在选购产品上，对奶粉的质量存在极大的担忧。这样的心态，使家长群体更愿意花高价购买“放心”奶粉，消费者“价高质优”的心态，催使购买婴幼儿奶粉这件事，成为了一种“非理性消费”。

根据艾瑞咨询统计，家长在选购奶粉时，关注的因素由高到低，分为是品牌（占比 30%）、质量安全（占比 25%）和营养成分（占比 20%）。

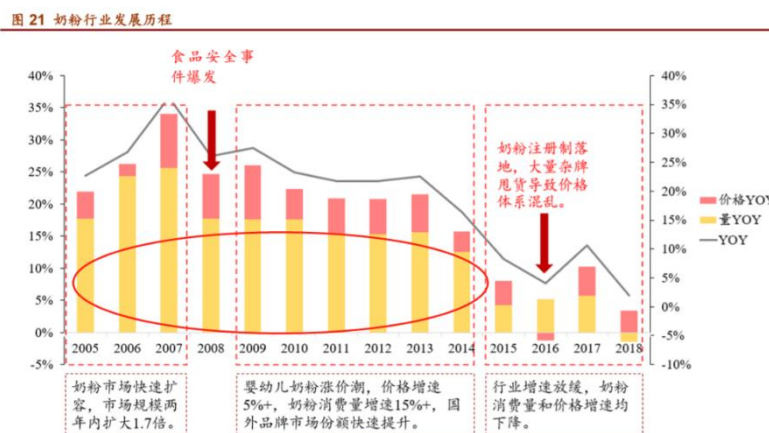
(叁)



图：奶粉行业规模及增速情况

来源：塔坚研究

根据招商证券统计，2005 年到 2014 年，奶粉行业处于高速增长期，年化增速为 24.50%。2015 年开始，行业增速开始放缓，年化增速降为 6.87%。接着，我们将行业的增长，拆分来“增量”和“提价”两个因子，具体来看复盘历史情况：



图：奶粉行业发展历史梳理

来源：欧睿、招商证券

2005 年到 2007 年，奶粉行业消费量扩张 1.7 倍；

2009 年到 2014 年，奶粉行业消费量增速 15%，价格增速 5%。

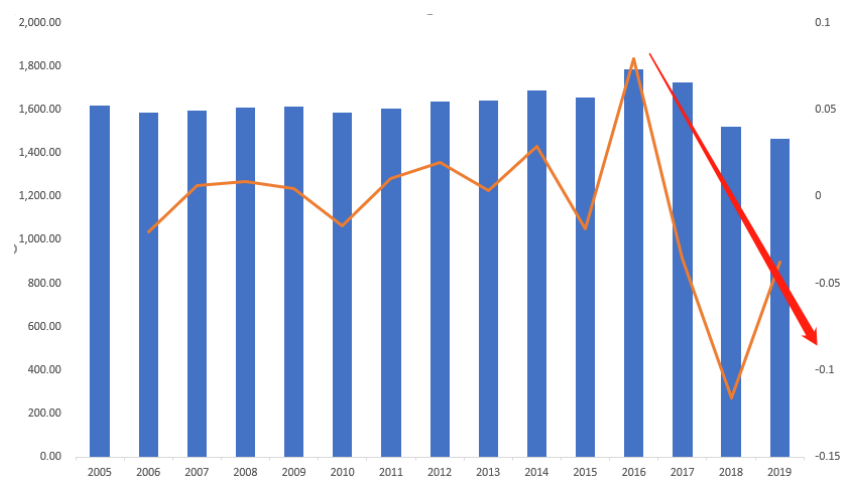
2015 年开始，整体行业增速开始下滑，主要原因在于消费量，即量的因子对行业增速的影响力在减弱，同期，提价对行业增长的贡献开始加大。

那么，预判未来奶粉行业的市场规模，用公式可这样表达：

$$\text{奶粉行业增速} = \text{婴幼儿数量增速} * \text{人均奶粉消费量增速} * \text{客单价增速}。$$

(肆)

奶粉行业，量方面的驱动，主要来源于两方面：一是 0-3 岁婴幼儿数量、一是婴幼儿人均奶粉消耗量。对于 0-3 岁婴幼儿数量，我们重点关注每年出生人数情况：



图：出生人数

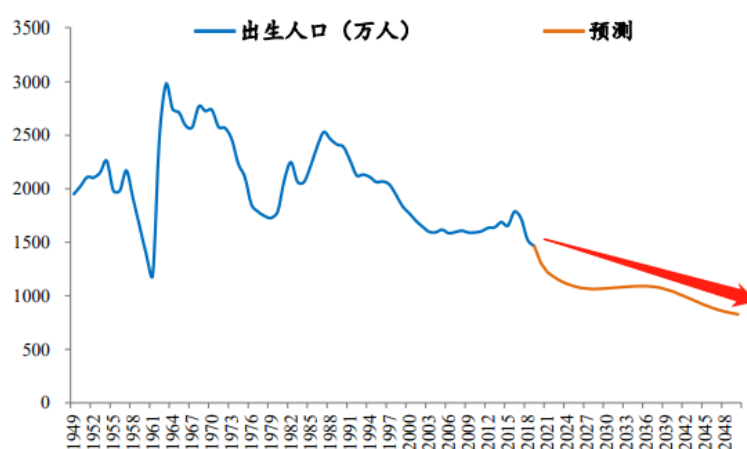
来源：Wind、塔坚研究

注意，2005 年到 2016 年，我国新生儿数量波动不大，并且有小幅增长趋势，但 2016 年之后，新生儿数量开始出现下降。比如 2017 年到 2019 年，新生儿数量增速分别为-3.53%、-11.61%、-3.81%。

这一点，也与上文对奶粉行业复盘时，得到的结果相吻合，即当新生儿数量出现下滑时，整个奶粉行业从高增长，马上切换到增速放缓的局面。

而未来，出生人数大概率会持续下滑，这背后的原因主要有结婚率下降、晚婚趋势显著（这两点，我们在之前对珠宝行业的研究报告中详细阐述过，详见专业版报告库，此处不再详细推导）。

据恒大研究院预测，到 2030 年我国出生人数将下降到 1100 万人。



图：出生人数预测

来源：恒大研究院

若按照恒大研究院预测来看，未来我国新生儿数量的增速为-2.55%。

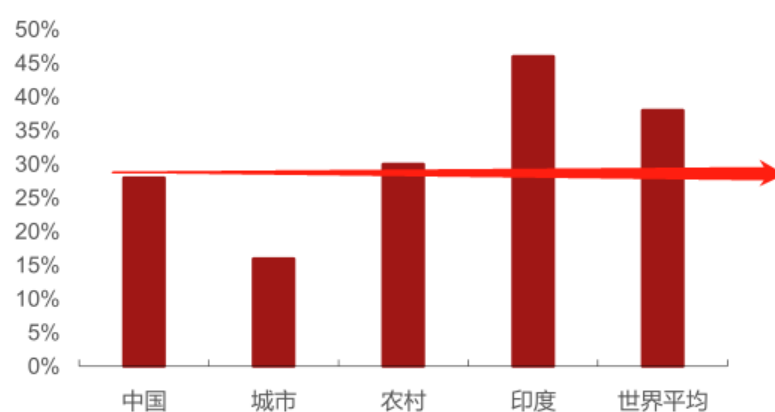
再来看人均奶粉消耗量情况：

影响奶粉消耗量的主要因子，就是母乳喂养率。因为对于婴幼儿来说，奶粉或者母乳是其主食，在使用量上，较为恒定。若从母乳端获取的少，则自然需要从奶粉端作为补充。因此奶粉消耗量和母乳之间，是此消彼长的关系。

母乳喂养的优势主要有，提高婴儿免疫力、易于吸收、帮助母亲产后恢复。当下，世界卫生组织大力倡导母乳喂养更适合宝宝发育成长，计划在 2030 年 0-6 月纯母乳喂养率达到 50%水平，而 2014 年我国是 30%水平。

此外，我国政策方面，也在鼓励母乳喂养，比如政策上指出不得对 0-12 个月婴儿食用的婴幼儿奶粉进行广告宣传。这一点，我们在各大婴幼儿奶粉的官网上也会看到，通常官网首页就是“倡导母乳喂养”的字眼。

图 30 2014 年母乳喂养率比较



图：母乳喂养率情况

来源：联合国儿童基金会、招商证券

虽然母乳喂养的好处较多，从整体来看，我国母乳喂养率低于世界平均水平，同时城市母乳喂养率更低。这背后的原因，可能主要在于城市人均收入较高，母乳喂养虽然好处多，但对母亲来说也较为消耗体力，因此城市人群中的妈妈，一部分选择用奶粉来代替母乳喂养。

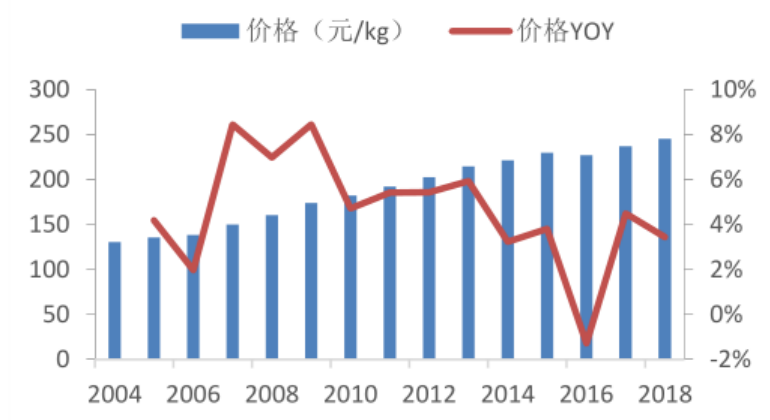
所以，从我国城镇化率持续提升的角度来看，母乳喂养率可能会继续下跌，但从国家和世界卫生组织提倡的角度，母乳喂养率又会有提升趋势。

上升和下跌的情况都有可能出现，这意味着，人均奶粉消耗量的波动空间有限，因而，我们预测这个因子的增速暂且为 0。

（伍）

梳理完奶粉行业量方面的因子后，我们接着来看客单价方面情况。

图 35 2008 年以来奶粉价格 CAGR 为 5.92%



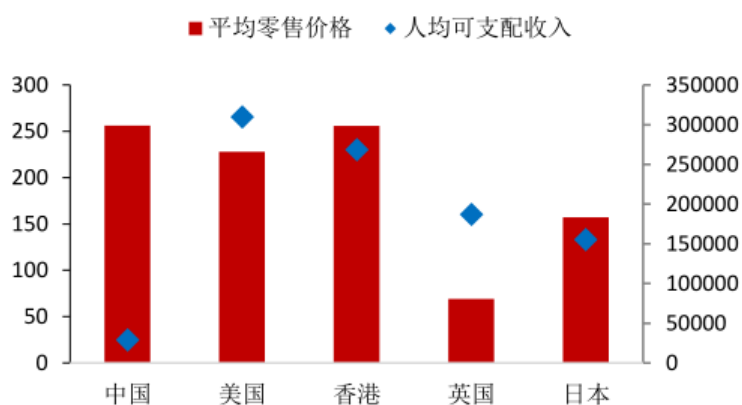
图：奶粉价格情况

来源：欧睿

根据欧睿数据，2008 年到 2018 年，奶粉价格的复合年化增速为 5.92%。且从奶粉的绝对价格上来看，目前内地的奶粉价格高于美国、日本、英国、中国香港地

区。但内地奶粉市场的高价格情况，却与我国居民不高的人均可支配收入水平，相当不符。

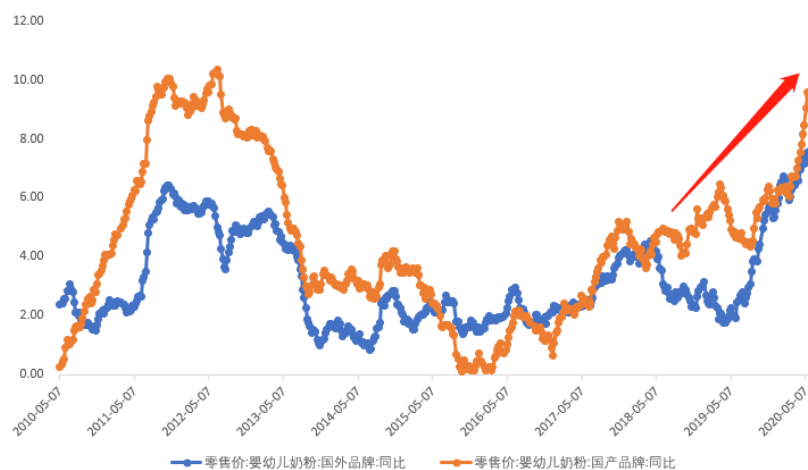
图 36 中国奶粉零售价格相对人均可支配收入最高



图：奶粉价格 VS 人均可支配收入

来源：欧睿

注意，这个现象特别有意思，我国奶粉售价极高，对应可支配收入较低，这意味着，我国目前的奶粉定价相对较高。注意，这是一个非常重要的大逻辑——往未来看，奶粉行业的提价，大概率不会是一个普遍现象，并不是所有的品牌，都拥有持续的提价权。



图：国内、国外奶粉零售价增速情况

来源：塔坚研究

根据商务部发布的有关奶粉终端售价数据来看，2019 年开始，国内和国外品牌奶粉的价格又出现高增长情况。

而今年奶粉价格的高增长，尤其是国产品牌提价逻辑主要在于，受卫生事件影响，海外品牌奶粉供应紧俏，父母不得不转为采购国产品牌，推涨国产品牌奶粉的涨价。

而后期，奶粉价格的走势，其实与消费者心态变动、产品结构升级等因素有关，同时不排除政策方面为了估计生育医院而对奶粉有补贴或限价措施。

因此对于未来奶粉价格的走势，我们给予情景假设分析：

保守情况：奶粉，作为非理性必选消费，保守估计客单价增速维持通胀水平 3%；

乐观情况：参考 2017 年至今奶粉终端价格增速均值 4.9%；

	年化增速（保守）	年化增速（乐观）
出生人数增速	-2.55%	-2.55%
人均奶粉消耗量增速	0	0
客单价增速	3%	4.90%
奶粉行业增速	0.37%	2.23%

图：奶粉行业增速

来源：塔坚研究

综上所述，受出生人数、人均奶粉消耗量、客单价三个因素的影响，这个赛道未来年化增速大致在 0.37%到 2.23%之间。此外，招商证券预测奶粉行业未来的复合增长在 1%左右。

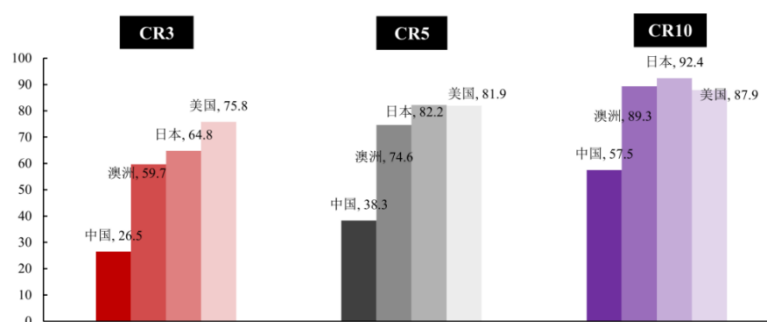
但考虑到价格波动，是奶粉行业未来增长的重要因子，后续对奶粉价格的演绎，还需要做持续的跟踪。

（陆）

注意，虽然行业近 4 年复合增速在 6%左右，但奶粉行业的龙头公司却有较高的增速，比如飞鹤 2019 年营收同比增速 32.33%，雅士利 2019 年营收同比增速 13.38%。

这一点，主要在于集中度提升的逻辑。目前，行业竞争格局较为分散，龙头公司通过扩张其市场份额，获得高于行业增速的水平。

目前，我国奶粉市场集中度远低于发达国家水平。根据方正证券统计，2018 年，美国、日本、澳洲奶粉的 CR5 分别为 82%、82%、74.6%，而我国 CR5 却仅为 38%。



图：奶粉行业竞争格局

来源：方正证券

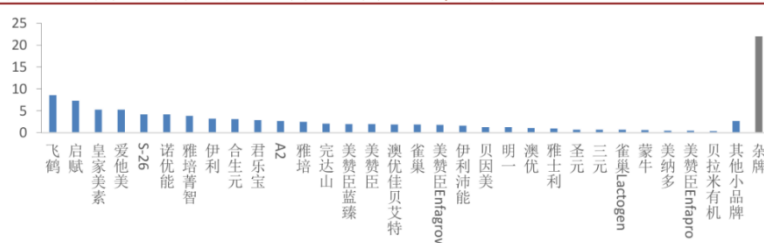
相比而言，海外市场集中度较高，这背后的原因，其实与政策关联较大。海外国家，对于婴幼儿奶粉有一定的补贴，且质量上的监管力度较大。比如美国的 FDA 对奶粉质量把控十分严格，本身可通过这项标准的企业为数不多。此外，欧洲、日本市场本身占地面积小，而奶粉的生产材料是生鲜乳，考虑到原材料存量有限，获取难度不低，一定程度上在地域方面也限制了企业的数量。

政策方面，内地监管层在 2016 年出台《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》，其中提到每个企业原则上不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方，旨在通过限制企业配方数，减少企业恶性竞争，树立优质国产品牌。

注册制实施之前，我国有 2600 多个品牌，其中国内品牌超过 2300 个，国外品牌有 309 个。截至 2018 年底，共计有 403 个品牌通过了奶粉注册制，其中包括 306 个国内品牌和 97 个国外品牌。

被清除出去的品牌主要以三四线城市销售的小品牌为主，这加速了行业集中度的进一步提升。[1]

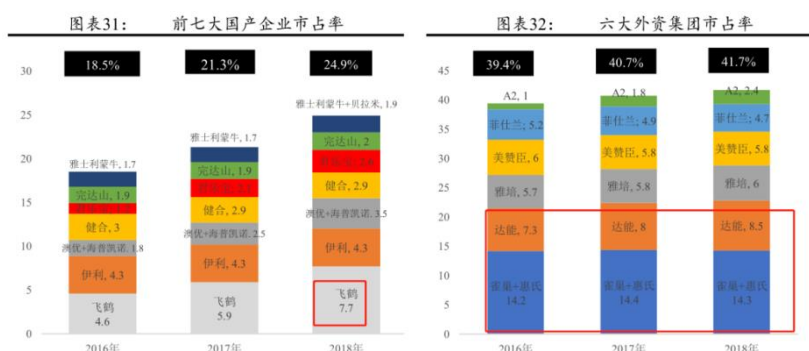
图 44 2018 年中国奶粉市场前 30 品牌市场占有率 75.3%，杂牌占比 22%



图：奶粉市场各品牌市占率

来源：欧睿数据

根据欧睿数据披露，2018 年奶粉市场中，22% 的市场份额属于杂牌厂商，而注册制对于杂牌厂商的打击，有利于头部品牌上市场份额的进一步集中。



图：国产企业和外资集团市占率情况

来源：方正证券

从方正证券统计的数据来看，2016 年注册制发布后，国产品牌市占率提升趋势十分明显（CR7，从 18.5%提升到 24.9%，提高 6.4 个百分点），而同期外资品牌的市占率情况波动不大（CR7，从 39.4%提升到 41.7%，提升 2.3 个百分点）。

考虑到注册制会出清杂牌奶粉，同时有利于头部品牌集中度的进一步提升，因此，我们简化假设，在政策激励下，若未来 10 年 CR3 可达到澳洲水平，即我国 CR3 市占率从 26.5%，提升到 59.7%水平，则市占率提升，可为头部公司贡献 8.46% 年化增长。

此处，再叠加行业增速来看，头部公司整体收入增速，未来 10 年，预期增速中枢在 8.87%到 10.87%之间。

	年化增速（保守）	年化增速（乐观）
出生人数增速	-2.55%	-2.55%
人均奶粉消耗量增速	0	0
客单价增速	3%	4.90%
奶粉行业增速	0.37%	2.23%
头部公司增速（考虑未来十年市占率提升贡献8.46%增长）	8.87%	10.87%

图：奶粉行业头部公司增速

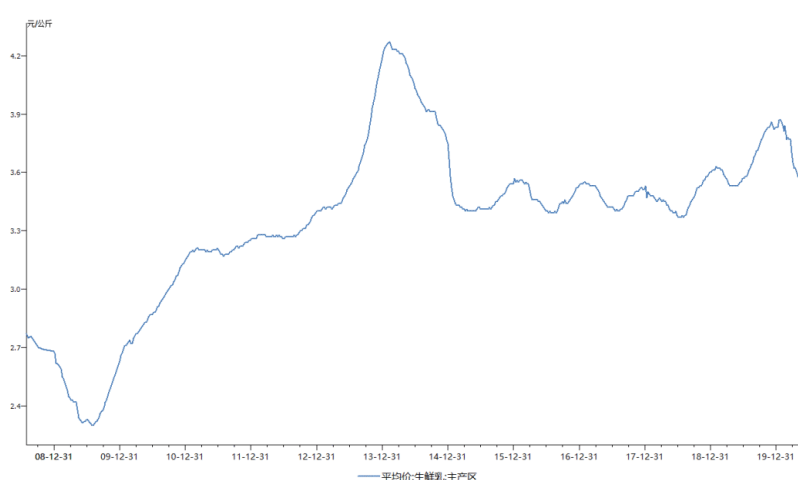
来源：塔坚研究

（柒）

分析完奶粉行业的增长逻辑，以及头部公司的增速空间后，我们来梳理下奶粉行业的高频宏观指标。

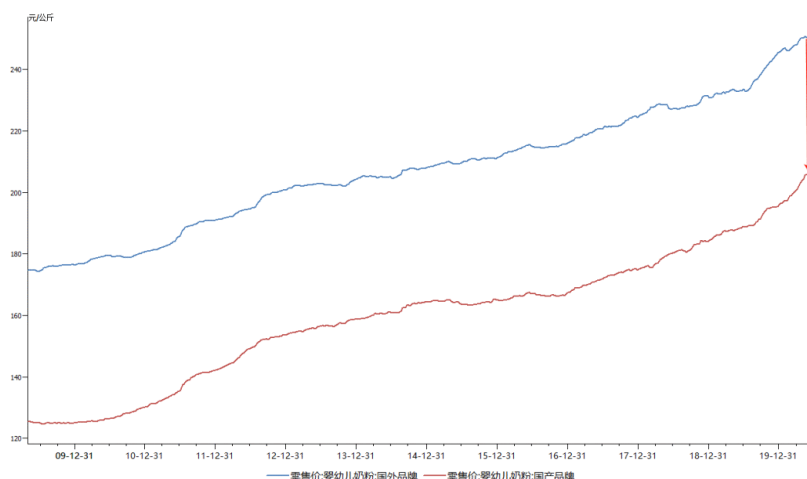
1) 生鲜乳价格走势（周频数据）

上文我们在产业链梳理时，提到奶粉的加工工艺本身也是一种消费升级迭代，对于奶粉来说，其原材料主要是鲜奶，因此要关注生鲜乳的价格走势，透过生鲜乳的价格，来预判奶粉企业的成本端压力情况，以及未来是否有提价预期。



图：生鲜乳价格走势来源：Wind

2) 国内、国外品牌奶粉终端价格走势（周频数据） 目前，我国奶粉市场从政策上来看，处于鼓励国产奶粉发展阶段，但由于历史上发生过几次质量事件，导致消费更青睐海外品牌，使得海外品牌商品在售价上明显高于国产。后续我们重点关注海外和国内品牌奶粉的价差和各自的增速情况，若出现价差缩减、国内品牌价格增速稳定高于海外品牌现象，则表明国产品牌效应出现了大幅提升，国货替代逻辑得到印证。因此这个数据需要持续跟踪并作阶段性印证。



图：国内外终端婴幼儿奶粉价格 来源：Wind

(捌)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	注册制通过的系列数
飞鹤	4.30%	4.30%	4.00%	4.40%	5.20%	5.30%	5.10%	7.00%	10.40%	13.30%	12.00
惠氏	6.00%	7.00%	7.00%	8.00%	9.80%	10.50%	11.30%	11.50%	11.20%	10.90%	4.00
达能	9.00%	8.60%	9.00%	7.00%	6.40%	6.30%	7.50%	9.50%	10.10%	10.10%	4.00
雅培	4.80%	4.90%	4.80%	4.90%	7.20%	6.30%	6.40%	6.60%	6.60%	6.70%	7.00
美赞臣	8.30%	9.90%	8.00%	7.80%	7.10%	6.00%	6.70%	6.50%	6.30%	6.10%	6.00
伊利	8.30%	8.80%	5.40%	5.70%	5.30%	5.40%	4.80%	4.80%	5.10%	5.30%	10.00
澳优	1.60%	1.10%	1.00%	1.00%	1.10%	1.40%	2.00%	2.80%	4.00%	5.00%	13.00
合生元								4.40%	4.70%	4.90%	9.00
贝因美	8.40%	9.40%	9.00%	8.50%	6.10%	4.60%	2.80%	2.10%	1.80%	1.60%	4.00

图：行业头部公司市占率和注册制下系列入围数量来源：欧睿、塔坚研究

以上行业逻辑解决后，还有一个问题，从经营对比层面，各大玩家数据是怎样的：

1) 市占率：

从近 10 年的市占率变化上来看，飞鹤从 2010 年的 4.3%，提升到 2019 年 13.30%水平，成为行业内市占率较高的公司，高于外资品牌惠氏、达能、和雅培。

2) 奶粉注册制下系列品牌数：

奶粉注册体系下，获得批准的品牌数量越多，说明企业可以走差异化品牌路

线，旗下可供出售的产品线多。

按照目前获批的情况来看，获得系列品牌数前五家公司分别为飞鹤、澳优、伊利、合生元、雅培。

3) 产品结构:

飞鹤——超高端产品星飞帆系列收入占比为 49%，

伊利——奶粉产品中，以中端为主（收入中拆不开具体比例，但通过产品价格判断目前处于中端系列）；

澳优——走高端羊奶路线，其中 2018 年其羊奶总销量占行业的 62.5%，是羊奶行业中的龙头；

合生元——定位中高端，目前切入羊奶粉赛道；此外，外资奶粉品牌都是走中高端、高端化路线，主要布局在一二线城市。研究至此，总结一下逻辑：

奶粉行业，量的驱动力未来将会是负增长，因此行业增量空间几乎到顶，直到出现下一波婴儿潮出现才可能提升。此外，价格的波动，将成为行业长期的一个重要驱动因素。考虑到奶粉行业集中度不高，用户呈现非理性消费特性，品牌是行业的重要护城河。品牌度显著的企业，具备提价权。因而，这个行业的核心，和白酒一样，就看高端品牌，未来发展的本质，是高端品牌抢中低端品牌的生意。

（玖）

好，行业增长驱动力看完后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链图谱。

证券简称	总市值	总资产	营业收入	净利润	净资产收益率	资产负债率	研发投入	研发费用率	经营活动现金流	每股净资产	市盈率	市净率	ROIC	ROIC (剔除现金)	机构数
上海 (原材料供应商)															
现代牧业	51	4.35	2.80	5.05	11.28	4.31	5.74	7.70	31.37	33.50	14.63	28.12		6.34	4
中垦畜牧	18	5.89	0.84	1.32	17.33	-3.99					36.56	28.04		26.80	1
中地乳业	7	5.12	2.39	4.84	5.25	15.31					6.53	-3.20		4.26	1
蒙牛乳业	70	4.58	5.30	5.30	20.37	10.30					8.78	17.32		27.33	1
中国飞鹤	1,296	38.02	31.02	41.82	28.24	24.92	25.76	24.89	20.66	20.83	31.37	20.24		79.03	15
H&H国际控股	208	12.57	5.02	13.25	7.82	18.93	7.71	10.71	18.52	22.88	20.12	26.22		66.16	6
澳优	259	18.04	18.40	24.27	27.28	26.59	24.65	22.79	28.39	28.54	25.18	31.69		26.45	31
雅士利国际	22	1.48	1.82	2.00	13.31	13.28	14.50	9.68	-26.48	17.49	18.29	-3.72		37.13	2
贝因美	47	-0.80	-3.08	-3.80	13.49	13.81	13.03	-14.39	13.48	200.00	-27.21	-18.49		49.49	1
蒙乳业	44	15.24	15.35	16.24	-14.78	15.84	12.96	20.15	14.48	26.88	26.99	18.28		31.00	1
飞鹤乳业	895	4.50	5.80	7.93	31.64	19.97	23.43	18.32	68.32	28.32	44.28	45.22		21.34	1
乳业集团-2F	7,453	6.15	14.87	11.31	20.75	20.72	21.85	18.34	-28.32	66.92	110.32	206.34		14.93	2

图：奶粉产业链情况 来源：塔坚研究

从产业链图来看，上游的历史复合增速在 10%左右，未来增速在 5%-7 之间，而中游奶粉品牌商，历史增速在 20%-50%，未来增速在 15%-30%之间，下游渠道商，历史和未来增速都在 20%左右。

整体来看，奶粉产业链上，中游品牌商的收入增速较为突出，主要原因在于行业集中度处于快速提升中，头部公司有高增长预期。此外，由于飞鹤（12 个）和澳优（13 个），在注册品牌数量上表现突出，因此获得券商高于同业的增速预期。

此外，奶粉这门生意，属于非理性消费，这就表明中游的品牌商更具有议价能力。放眼整条产业链，中游的奶粉品牌商，其回报情况明显优于上游牧业企业和下游渠道商。

(拾)

证券简称	ROA	ROE	ROIC	ROIC (剔除现金)
中国飞鹤	33.02	41.82	31.02	43.69
贝因美	-0.80	-5.88	-3.08	-1.27
雅士利国际	1.48	2.00	1.92	2.18
H&H国际控股	12.57	19.25	9.02	20.86
澳优	15.04	24.17	18.40	31.74

图：回报情况 来源：塔坚研究

从整体回报水平来看，飞鹤位列龙头梯队，其次是澳优、H&H 国际。我们接着再将回报指标细拆，看看几个代表公司各自在哪个环节更具备相对优势。

证券简称	总营业收入	净利润	现金流	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
中国飞鹤	137.69	39.35	51.81	70.03	27.95	6.63	0.53
贝因美	27.52	-1.03	-0.50	49.49	40.08	11.46	2.23
雅士利国际	34.34	1.12	1.77	37.13	28.07	6.49	0.29
H&H国际控股	109.44	10.05	14.39	66.16	41.06	5.83	3.33
澳优	67.44	8.78	9.71	52.45	26.27	8.28	0.50

图：经营数据来源：塔坚研究

从经营数据上来看，飞鹤和 H&H 国际毛利率较高，其次是澳优和贝因美。这背后的原因主要是飞鹤主推高端产品，其近几年其不断高出高端产品，同时精简中低端产品线，通过产品结构升级，来不断提高公司的毛利率水平。而对于 H&H 国际来说，奶粉方面其高端化程度不如澳优，但是由于旗下还有益生菌产品（占比 11.49%，毛利率 76.79%），拉高了整体毛利率水平。

证券简称	总资产周转率 [报告期] 去年年报	存货周转率 [报告期] 去年年报	应收账款周转率 [报告期] 去年年报 [单位] 次	固定资产周转率 [报告期] 去年年报
中国飞鹤	0.79	6.11	33.15	4.26
贝因美	0.58	2.68	3.63	1.79
雅士利国际	0.45	2.55	21.62	2.21
H&H国际控股	0.71	2.37	11.10	22.96
澳优	0.89	1.78	17.44	4.56

图：周转率情况 来源：塔坚研究

从周转率这个指标来看，H&H 国际的固定资产周转率奇高，主要是它旗下公司数量较少，据不完全统计是 3 家工厂。而飞鹤旗下 7 家工厂、澳优旗下 9 家工厂。此处，是一个重要的调研点，需要进行调研询问各家的固定资产尤其工厂方面的情况。

再看存货周转率情况，飞鹤表现较为突出，说明产品较为畅销。考虑到奶粉行

业作为一种消费品，其品牌和畅销程度是重要的财务指标。所以，我们重点来看一下代表公司存货周转率变动情况，以及销售费用对收入的拉动效应。

证券简称	存货周转率 [报告期] 2017年报	存货周转率 [报告期] 2018年报	存货周转率 [报告期] 2019年报
澳优	2.37	2.08	1.78
中国飞鹤	6.09	6.40	6.11
贝因美	1.59	1.99	2.68
雅士利国际	1.90	2.35	2.55
H&H国际控股	3.17	2.63	2.37

证券简称	2017	2018	2019
澳优	4.06	3.74	3.81
中国飞鹤	2.76	2.84	3.58
贝因美	1.74	2.45	2.50
雅士利国际	2.56	2.66	3.56
H&H国际控股	2.99	2.74	2.44

图：存货周转率、及销售费用拉动情况 来源：塔坚研究

代表公司中，飞鹤的存货周转率水平高于同业，且近三年波动不大，同期销售费用对收入的拉动呈现显著提升趋势，说明品牌护城河在不断稳固，这点也和其市占率从 2016 年的 4.6% 提升到 2018 年的 7.7%，互相映衬。而其他公司。比如，澳优的存货周转率在下降、H&H 国际的周转率和品牌效应都在下降。因此整体来看，飞鹤产品的畅销情况和品牌影响力，都呈现正向递增趋势。

资产类	中国飞鹤	H&H国际控股	澳优	雅士利国际	贝因美
固定资产净值	39.41	4.73	13.78	15.60	14.95
商誉	0.48	54.67	2.90	9.91	
存货	6.86	15.50	20.51	9.24	5.39
应收账款及票据	3.14	11.07	4.20	1.53	7.86
负债类	中国飞鹤	H&H国际控股	澳优	雅士利国际	贝因美
应付账款及票据	10.42	8.38	3.38	5.53	5.03
预收账款	1.24	1.35	5.45	1.27	0.29
带息债务	48.10	58.76	12.04	0.55	15.21
资本性支出	15.75	1.33	2.97	1.06	1.14
单位效益	中国飞鹤	H&H国际控股	澳优	雅士利国际	贝因美
收入/CAPEX	8.74	82.48	22.70	32.48	24.24
净利润/CAPEX	2.50	7.57	2.96	1.06	-0.91
现金流/CAPEX	3.29	10.85	3.27	1.68	-0.44

图：资产负债及单位效益 来源：塔坚研究

从资产负债结构上来看，奶粉行业的核心资产科目是存货和固定资产（厂房设备等），其中 H&H 国际控股商誉较高，主要因为收购澳洲保健品巨头

Swisse 后获得的。从单位 CAPEX 贡献角度来看，H&H 国际控股的单位效益较高，主要是因为其厂房较少，资本性支出不高。注意，此处是一个值得我们后续思考的问题：其厂房明显少于国内其他厂家，且奶源来自国外，超强的单位资产效益，是如何获得的。

(拾壹)

以上，整体研究完之后，从风险角度，我们来看一下：.....

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅**专业版报告库**。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属

性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。