

食品饮料

受益高端化羊奶粉崛起，建议关注澳优乳业

羊奶粉或成高端化趋势，近五年复合增速超 20%。消费升级背景下，婴配粉整体市场呈现高端化趋势，高端以上市场由 14 年时 22% 的市场份额增长至 18 年 38%，预计未来仍将继续扩张，23 年时将占比过半。其中，羊奶粉、有机奶粉、特配粉成为奶粉新的高端化趋势，有做大成为细分品类的潜质。目前中国婴幼儿羊奶粉约占总体婴配粉市场 5% 左右，仍属小众市场，但近五年复合增速超过 20%，且仍在加速，预计 2020 年可达百亿规模。未来通过进一步消费者培育，羊奶粉占有率预计初步可提升至 10%，未来更是有望成为与牛奶粉平分秋色的主流市场。

羊奶粉营养价值高，兼备低敏特性优于牛奶粉。羊奶主要营养物质（蛋白质、脂肪、钙）含量均高于牛奶，并且比例结构更贴近母乳。同时羊奶小分子易消化吸收，乳清蛋白占总体蛋白质比例更高，蛋白凝块细软，较牛奶更为适宜婴幼儿。相比牛奶含有大量过敏原： α s1-酪蛋白、 β -乳球蛋白以及 A1- β 蛋白，羊奶中以上三类过敏原含量很少，具有优良的低敏特性。约 2%-6% 的婴幼儿会出现不同程度的牛奶蛋白过敏症状，对于此类婴幼儿，低敏特性的婴配粉是刚需。

佳贝艾特同类竞品稀少，产品品质领跑整体行业。截至 19 年 6 月 30 日，已通过婴配粉注册的羊奶粉有 89 款，其中纯羊奶粉 38 款，而竞争力最强的进口纯羊奶粉仅有 11 款，而佳贝艾特定位进口纯羊奶粉，真正的同类竞品很少。相较 11 款进口纯羊奶粉产品，佳贝艾特占据最大进口奶源荷兰具有先发优势，奶粉配方更是明显优于同类竞品，未来受益注册制将继续抢占其余中小品牌份额，不断扩大市占率。

佳贝艾特营销投入领跑行业，渠道策略占据先发优势。

- 1) 营销投入方面，对比主要羊奶粉，佳贝艾特营销投入远超行业，聘请代言人为行业少有，交互式营销方面佳贝艾特更是领跑整体行业，冠名母婴类节目，完善的会员管理系统均提升了佳贝艾特的客户黏着力。同时与同类产品相比，佳贝艾特主打荷兰奶源概念，细分差异化显著。
- 2) 渠道策略方面，11 年澳优重整分销体系运行“双轨制”，从经销商手中收回营销推广工作，在全国成立了 17 家商贸公司，自己承担市场推广，经销商仅负责物流配送工作，分销体系不断完善。同时澳优还前瞻布局母婴渠道，于 05 年就开始布局，在其后渠道从商超向母婴转变的过程中并未受到大影响。16 年奶粉注册制施行后，三四线城市中小杂牌逐渐退出市场，早已布局母婴渠道的澳优二次受益。佳贝艾特 15-18 年复合增速高达 56%。19H1 同增 45%，凭借其领跑行业的产品与策略，预计未来仍能维持高增。

风险提示：需求下滑，行业竞争加剧，食品安全问题，贸易摩擦以及政策风险，夸大营销风险，关联交易及收入确认风险

证券研究报告

2019 年 10 月 14 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘鹏

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516070001

liupeng1@tfzq.com

郑蔚宇

联系人

zhengweiyu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业点评:QFII、RQFII 放开投资额度限制，食品饮料龙头收益》 2019-09-15
- 2 《食品饮料-行业点评:Costco 的买停看白酒核心品种的引流机会和消费者的性价比提升方向》 2019-08-28
- 3 《食品饮料-行业深度研究:健康起航，涌出胶原行业龙头企业》 2019-07-27



内容目录

1. 羊奶粉或成高端化趋势，近五年复合增速超 20%	3
2. 羊奶粉营养价值高，兼备低敏特性优于牛奶粉	4
3. 竞争格局：佳贝艾特龙头，建议关注澳优乳业	7
3.1. 佳贝艾特同类竞品稀少，产品品质领跑整体行业	7
3.2. 佳贝艾特营销投入领跑行业，渠道策略占据先发优势	9

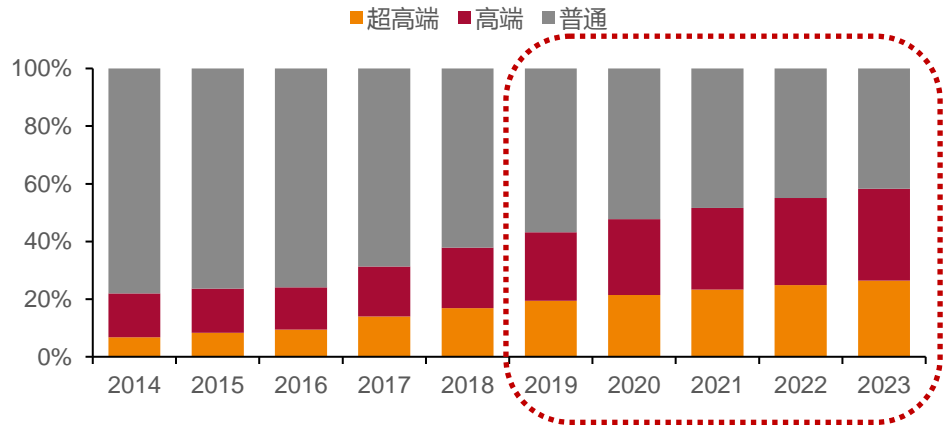
图表目录

图 1：2014-2023 年超高端、高端、普通婴配粉市场占比	3
图 2：2013-2020E 婴幼儿羊奶粉市场规模（MSP）	3
图 3：2013-2018 婴配粉整体市场规模（RSP）	3
图 4：2014-2017 全球羊乳制品销量、全球乳制品消费量增速	4
图 5：2013-2017 全球羊奶粉销量	4
图 6：2016 年欧洲各品类有机线产品占总品类比例	4
图 7：2018 年中国与世界人均羊奶消费量对比	4
图 8：人乳、牛乳、羊乳三种奶营养成分对比	4
图 9：牛奶、山羊奶、绵羊奶微量元素含量对比	4
图 10：羊奶脂肪球平均直径远小于牛奶脂肪球	5
图 11：母乳、牛乳、羊乳酪蛋白、乳清蛋白占比对比	5
图 12：奶类蛋白质构成以及三大主要蛋白过敏原	6
图 13：2019 年 1-6 月主要进口国占进口婴配粉总量比例（单位：%）	8
图 14：2018 年主要山羊乳产区产量（单位：百万吨）	8
图 15：佳贝艾特悦白产品图	11
图 16：2015-2019H1 佳贝艾特营收	11
表 1：羊奶过敏原蛋白质含量明显少于牛奶	6
表 2：主要品牌高端产品线	7
表 3：截至 2019 年 6 月 30 日通过婴配粉注册制的羊奶粉	7
表 4：主要进口羊奶粉配方对比	8
表 5：主要羊奶粉策略对比	9
表 6：澳优渠道营销变更	10

1. 羊奶粉或成高端化趋势，近五年复合增速超 20%

消费升级，高端婴配粉市场机遇显现。根据飞鹤定义，按照公斤计价 450 元以上为超高端，350-450 元为高端，350 元以下则为普通奶粉。根据飞鹤数据，高端以上市场由 14 年时 22% 的市场份额增长至 18 年 38%，消费升级大背景叠加婴幼儿消费受关注，预计未来仍将继续扩张，23 年时将占比过半。

图 1：2014-2023 年超高端、高端、普通婴配粉市场占比

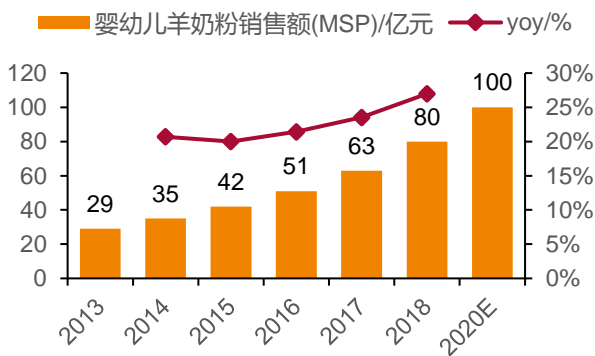


资料来源：飞鹤招股说明书，天风证券研究所

根据母婴行业观察，我国奶粉高端化的进化经历了几个阶段：2008 年之前强调 DHA 等益智因子；之后“乳铁蛋白+GOS 益生元”等强调增强宝宝抵抗力和呵护肠道；OPO 结构脂模拟母乳，减少宝宝便秘；近几年，A2 β-酪蛋白成为新的明星卖点。随着基础配方的同质化，公司需要在科研、临床中提炼出新的卖点。而根据我们观察，**羊奶粉、有机奶粉、特配粉有望成为奶粉新的高端化趋势**，有做大成为细分品类的潜质。本文主要对羊奶粉进行介绍。

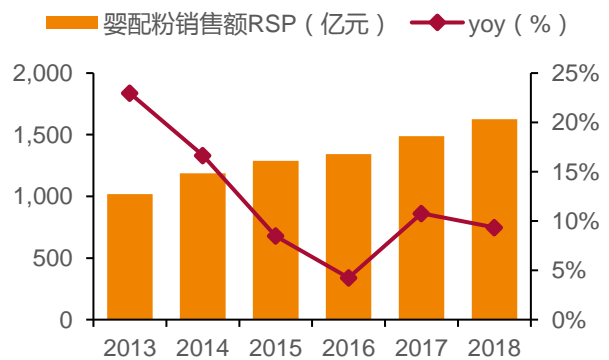
中国羊奶粉市场近五年复合增速超过 20%，且仍在加速，预计 2020 年可达百亿规模。中国婴幼儿羊奶粉市场规模自 2013 年 29 亿元快速成长至 2018 年的 80 亿元，各年行业增速均在 20% 以上，预计 2020 年可达百亿规模。婴配粉整体市场自 13 年后增速下滑，目前整体增速维持在 10% 左右，羊奶粉作为高端细分子类增速领跑整体市场。

图 2：2013-2020E 婴幼儿羊奶粉市场规模 (MSP)



资料来源：中国报告网，奶粉圈，天风证券研究所

图 3：2013-2018 婴配粉整体市场规模 (RSP)

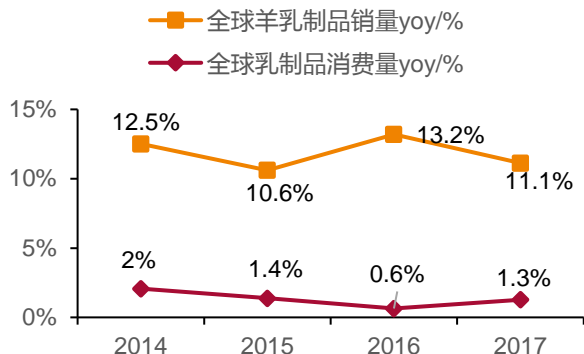


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

全球羊奶粉消费维持 10% 以上增速，远高于整体乳制品市场。全球羊乳制品消费保持稳定

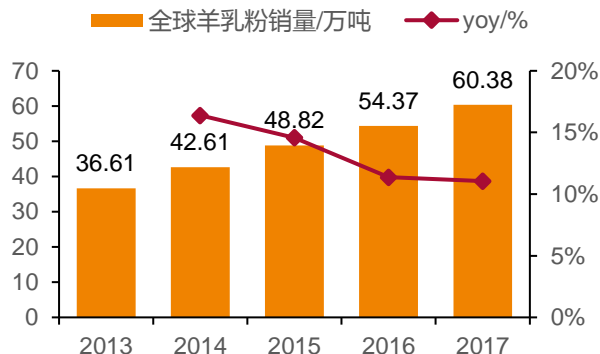
增长，自 2013 年 908 万吨增长至 2017 年的 1422 万吨，增速均在 10%以上，远超同期整体乳制品市场不足 2%的增速。全球羊乳的消费以鲜奶、羊乳粉和羊乳酪为主，羊乳粉作为主要子类，增速与整体羊乳制品相当，自 2013 年 36.61 万吨稳定增长至 2017 年的 60.38 万吨。

图 4：2014-2017 全球羊乳制品销量、全球乳制品消费量增速



资料来源：前瞻产业研究院，WIND，天风证券研究所

图 5：2013-2017 全球羊乳粉销量



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

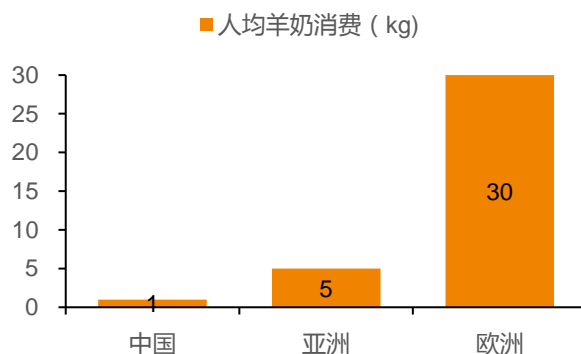
中国目前婴幼儿羊奶粉约占总体婴配粉市场 5%左右，通过消费者培育预计初步可达 10%。对比与羊奶同属小众市场的有机牛奶，根据 IFOAM 给出的欧洲主要八国数据，有机牛奶普及率最高的三个国家——瑞士、奥地利和法国有机牛奶渗透率均已超过 10%。目前欧洲地区有机牛奶市场占有率较高，而亚太地区尤其是中国是羊奶主要市场，同为小众市场，欧洲国家有机牛奶占有率数据对中国羊奶市场有重要参考意义。未来通过进一步消费者培育，羊奶粉有望不断提升在婴配粉市场占有率，预计初步可达 10%。目前中国人均羊奶消费较欧美发达国家差距巨大，未来仍有很大潜力，有望成为与牛奶粉平分秋色的主流市场。

图 6：2016 年欧洲各品类有机产品占总品类比例

产品类别	奥地利	比利时	芬兰	法国	德国	荷兰	挪威	瑞士
饮料		0.9% ¹	0.6%	3.0% ²	1.7%			2.7%
面包烘焙制品		1.7%	1.2%	2.5% ³	7.1% ⁴	3.2%	1.0%	4.6%
芝士	8.5%	1.7%	0.9%	1.2%	3.6%		0.5%	6.0%
鸡蛋	17.2%	11.2%	12.0%	22.1%	16.7%	12.7%	7.5%	22.7%
水果	10.7%	3.5%		4.3%	6.7%		1.7% ⁵	10.1%
肉类及肉制品	3.5% ⁶	1.3%	0.6%	1.6%	2.1%	2.8%	0.3%	4.8% ⁷
牛奶	15.7%	3.0%	3.2%	10.8%	8.1%		4.0%	18.9%
牛奶及乳制品		2.1%		3.2%	8.6%	4.8%	1.8%	11.0%
蔬菜	12.6%	5.4%	3.2% ⁸	4.0%	8.6%	3.9% ⁹	3.6%	14.6%

资料来源：小食代，天风证券研究所

图 7：2018 年中国与世界人均羊奶消费量对比



资料来源：央视网，天风证券研究所

2. 羊奶粉营养价值高，兼备低敏特性优于牛奶粉

羊奶营养价值显著高于牛奶，更为贴近母乳。奶类主要营养物质有四种：蛋白质、脂肪、乳糖和钙，羊奶的蛋白质、脂肪、钙含量均高于牛奶；乳糖含量略低于牛奶，但羊奶中含有丰富的 ATP，ATP 可促进乳糖的分解变化和利用，对于乳糖不耐症患者可以减轻不适应症状。微量元素方面，维 C、维 B1、盐酸含量羊奶均显著高于牛奶，有更高的附加营养价值。同时在营养物质构成方面，羊奶相较牛奶营养结构更为贴近母乳，更适宜婴幼儿群体。

图 8：人乳、牛乳、羊乳三种奶营养成分对比

图 9：牛奶、山羊奶、绵羊奶微量元素含量对比



三种奶中（每100g）营养成分对比

	人乳	牛乳	羊乳
蛋白质 g	1.0	3.3	3.6
脂肪 g	4.4	3.7	4.1
乳糖 g	6.9	4.7	4.5
钙 mg	32	119	134

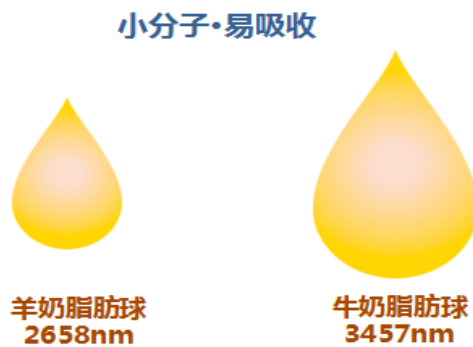
资料来源：腾讯网，天风证券研究所

营养素	单位	牛奶	山羊奶	绵羊奶	特点
钙	mg/100g	122	134	193	天然高含量乳钙是牛奶的1.5倍 促进骨骼发育好成长
维生素C	mg/100g	0.94	1.29	4.16	天然维生素C含量是牛奶的4倍， 可以促进铁的吸收，维持骨骼 和牙龈健康并有助于减少感冒 症状的发生
维生素B ₁	mg/100g	0.045	0.068	0.08	天然维生素B ₁ ，烟酸有助于维 持神经系统健康，宝宝聪敏过人
烟酸	mg/100g	0.08	0.27	0.416	

资料来源：中华好品牌，天风证券研究所

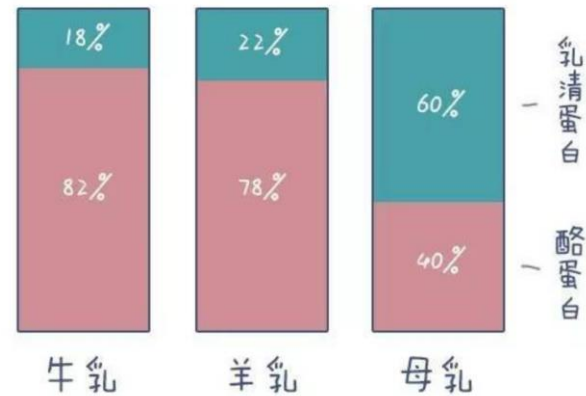
羊奶小分子易消化吸收，较牛奶更为适宜婴幼儿。羊奶的脂肪球仅有牛奶脂肪球 3/4 大小，相较于大分子的牛奶，羊奶更易消化吸收。同时对比母乳、牛乳、羊乳三者的乳清蛋白和酪蛋白构成比例，羊奶的乳清蛋白在总体蛋白中占比高于牛奶。乳清蛋白相较酪蛋白更易消化吸收，形成的蛋白凝块更为细软，适宜肠胃功能尚未发育完全的婴幼儿。

图 10：羊奶脂肪球平均直径远小于牛奶脂肪球



资料来源：爱婴岛公众号，天风证券研究所

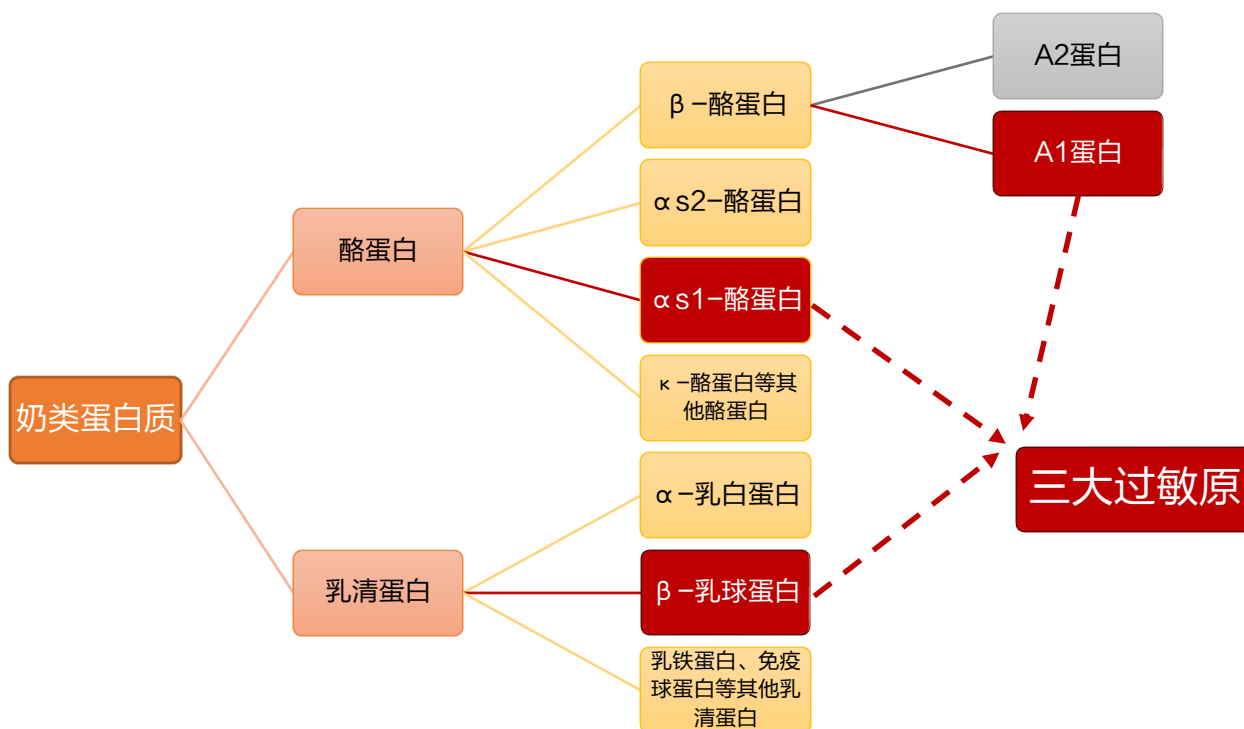
图 11：母乳、牛乳、羊乳酪蛋白、乳清蛋白占比对比



资料来源：环球网，天风证券研究所

约 2%-6% 婴幼儿会出现蛋白过敏，主要由三大过敏原引起。奶类中主要包含两大类蛋白质：酪蛋白与乳清蛋白。其中酪蛋白主要包含 α s1-酪蛋白、 α s2-酪蛋白、 β -酪蛋白（分为 A1 蛋白和 A2 蛋白）；乳清蛋白主要包含 α -乳白蛋白、 β -乳球蛋白。根据研究证明， α s1-酪蛋白、 β -乳球蛋白以及 β -酪蛋白中的 A1 蛋白是主要过敏原。根据儿童临床医学研究，约 2%-6% 的婴幼儿存在不同程度的牛奶蛋白过敏现象。牛奶蛋白过敏在新生儿中更为高发，每年约 80 万新生儿会出现此症状，按照 2018 年出生人口 1523 万人核算，牛奶蛋白过敏群体占总体新生儿总数的 5.3% 左右，对于此类婴幼儿，羊奶粉或深度水解特配粉是必需。

图 12：奶类蛋白质构成以及三大主要蛋白过敏原



资料来源：论文《山羊奶与牛奶和人奶营养成分的比较》，作者：顾浩峰，张富新，梁蕾，孙翔宇，张怡，天风证券研究所

羊奶粉过敏性蛋白质含量低于牛奶，低敏特性构筑其产品刚需，健康特性助力市场渗透。对比羊奶和牛奶主要过敏原： α s1-酪蛋白和 β -乳球蛋白含量，羊奶含量明显低于牛奶，拥有低敏特性。约2%-6%的婴幼儿会出现不同程度的蛋白过敏现象，对于这类特殊婴幼儿而言，低敏特性奶粉是刚需。羊奶中A2蛋白含量高于普通牛奶，而A2蛋白较A1蛋白被证明更为健康，对于普通婴幼儿而言，羊奶粉的健康特性使其成为优于牛奶粉的选择，有助于羊奶粉的市场渗透。

表 1：羊奶过敏原蛋白质含量明显少于牛奶

	蛋白质	山羊奶	牛奶	人奶
酪蛋白	α s1-酪蛋白 (g/100g 酪蛋白)	5.6	38.0	-
	α s2-酪蛋白 (g/100g 酪蛋白)	19.2	12.0	-
	β -酪蛋白 (g/100g 酪蛋白)	54.8	36.0	60-70
	κ -酪蛋白 (g/100g 酪蛋白)	20.4	14.0	7.0
乳清蛋白	α -乳白蛋白 (g/100ml)	0.06-0.11	0.11	0.30
	β -乳球蛋白 (g/100ml)	0.18-0.28	0.4	0
	乳铁蛋白 (mg/100ml)	2-20	2-20	200
	转铁蛋白 (mg/100ml)	2-20	2-20	5
	催乳素 (mg/100ml)	4.40	5.00	4-16
	叶酸结合蛋白 (mg/100ml)	1.20	0.80	-
	免疫球蛋白 IgA (mg/100ml)	3.0-8.0	14.0	100.0
	免疫球蛋白 IgM (mg/100ml)	1.0-4.0	5.0	10.0
免疫球蛋白 IgG (mg/100ml)	10.0-40.0	59.0	4.0	

资料来源：论文《山羊奶与牛奶和人奶营养成分的比较》，作者：顾浩峰，张富新，梁蕾，孙翔宇，张怡，天风证券研究所

3. 竞争格局：佳贝艾特龙头，建议关注澳优乳业

3.1. 佳贝艾特同类竞品稀少，产品品质领跑整体行业

目前婴配粉行业主要龙头企业均布局羊奶粉与有机奶粉领域，并且形成进口品牌主要布局有机奶粉，国产品牌主要布局羊奶粉的局面。目前常见羊奶粉产品多定位超高端，未来受益整体奶粉市场高端化趋势，将不断提升在总体婴配粉市场的占有率。

表 2：主要品牌高端产品线

澳优	惠氏	雅培	伊利	蒙牛	飞鹤	合生元	达能	美赞臣	美素佳儿	其余品牌羊奶粉
悠蓝 573 元	启赋蕴 萃 543 元	菁挚有 机 539 元	塞纳牧 523 元	朵拉小 羊 535 元	智纯臻 稚 583 元	SN-2Plu s 羊奶粉 460 元	水解蛋 白特配 870 元	深度水 解特配 880 元	皇家美 素佳儿 490 元	蓓恩喜 573.75 元
佳贝艾特 悦白 534 元	启赋 453 元	菁挚呵 护 436 元	金领冠 珍护 376 元	瑞哺恩 有机 497.5 元	星飞帆 526 元	爱斯时 光有机 448 元	早产特 配 545 元	蓝臻 523 元		蓝河绵 羊奶粉 572.5 元
淳璀 520 元		菁挚纯 净 431 元		瑞哺恩 亲悠 460 元	超级飞 帆 376 元	派星 378 元	爱他美 卓萃 406 元	早产儿 特配 478 元		卡洛塔 妮 488 元
荷致 509 元							代谢障 碍特配 390 元	部分水 解特配 446 元		羊羊 100 新金钻 485 元
海普诺凯 萃护 448 元								无乳糖 特配 370 元		圣元圣 特拉慕 477 元
佳贝艾特 悠装 410 元										可瑞康 394 元

资料来源：天猫旗舰店、京东旗舰店，天风证券研究所

注：价格均换算至公斤计价；采用天猫旗舰店或京东自营一段奶粉价格换算而来

佳贝艾特同类竞品稀少，产品品质领跑整体行业。截至 19 年 6 月 30 日，已通过婴配粉注册的羊奶粉有 89 款，其中纯羊奶粉 38 款，而竞争力最强的进口纯羊奶粉仅有 11 款，佳贝艾特定位进口纯羊奶粉，真正的同类竞品很少。相较 11 款进口纯羊奶粉产品，佳贝艾特占据最大进口奶源荷兰具有先发优势，奶粉配方更是明显优于同类竞品。目前佳贝艾特在进口羊奶粉中市占率约 62.5%，未来受益注册制将继续抢占其余中小品牌份额，不断扩大市占率。

表 3：截至 2019 年 6 月 30 日通过婴配粉注册制的羊奶粉

乳企	已注册羊奶粉品牌	乳企	已注册羊奶粉品牌	乳企	已注册羊奶粉品牌
澳优	佳贝艾特悠装、佳贝艾特悦白	杨凌圣妃	贝佳怡、好多羊、乐立滋	美力源	爱优素、美益源、美力源
圣元	圣特拉慕	力维康优 贝	雅臻	秦龙	欧能达、卡迪夫、卡倍多
蓝河	春天羊、蓝河	农垦英博 华威	英博	索康	欧恩贝
贝特佳	贝特佳	恒生	贝格塔尼	托普康儿	谱力纳

百跃	百跃古象、百跃纽贝能素、百跃益贝比、金瑞优、优能佳、贝博儿、百跃谱恩、御宝跃贝儿、百跃	纽籁特	法博	维爱佳澳洲	维爱佳
完达山	菁润	欧贝嘉	欧士达	喜洋洋	雅慧、贝贝羊、纽贝兰朵
定边	秦乳	雅士利	朵拉小羊、多美滋、初颖	向阳湖	羊羊宜贝、向阳湖、羊羊
多加多	可诺贝儿, 考拉米奇	宜品	蓓康僖启铂、蓓康僖	新西兰乳羊	卡洛塔妮
		和氏	澳贝佳, 美贝嘉、和氏莎能、和氏宝贝	新益美	倍恩喜
关山	小羊妙可、佳瑞妙可、加爱	美庐	爱优诺	康维多	荷莱蕊
红星美羚	富羊羊、德瑞兰帝、羚恩贝贝	明一	天籁牧羊	展辉	萌臻
宏兴	欧莉莎、蓓萌、欧乐仕	欧比佳	羊滋滋	澳斯	欧铂佳、雅姆、玺羊羊
欢恩宝	欢博、欢恩宝	银桥	秦俑冠佳、艾宝瑞	鞍达	安纽希
金牛	福羊、卡洛艾特、爱羊羊	纽贝滋	纽贝滋	安诺	小帅羊、羚滋、欧歌
农庄乳业	可贝思	雅泰乳业	珍纽倍、馨贝贝、朵恩	美可高特	美可高特、美可高特纯冠、美高贝贝

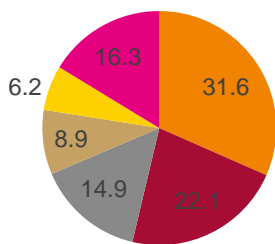
资料来源：母婴焦点，天风证券研究所

注：标红为国产奶源纯羊乳蛋白羊奶粉，标黄为进口奶源纯羊乳蛋白羊奶粉

进口奶粉荷兰为第一大奶源，佳贝艾特占据荷兰奶源具先发优势。根据 19H1 数据，中国进口婴幼儿奶粉主要有五大奶源地，其中荷兰是第一大奶源地，占据约 31.6% 的市场份额。截至 19 年 6 月 30 日已通过婴配粉注册制的羊奶粉中，仅有澳优旗下佳贝艾特和康维多旗下荷莱蕊采用荷兰奶源，其余进口羊奶粉大多采用新西兰、澳洲奶源，而欧洲作为主要羊奶源，占比 16.64% 远超新西兰、澳洲地区。同时澳优旗下拥有欧洲最大羊奶粉供应商海普诺凯，在奶源供应上拥有先发优势。

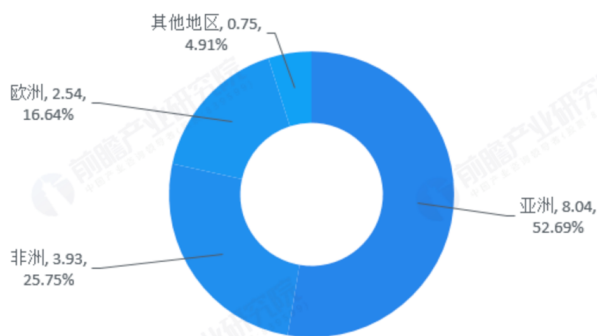
图 13：2019 年 1-6 月主要进口国占进口婴配粉总量比例（单位：%）

■ 荷兰 ■ 新西兰 ■ 爱尔兰 ■ 法国 ■ 德国 ■ 其他



资料来源：奶粉智库，天风证券研究所

图 14：2018 年主要山羊乳产区产量（单位：百万吨）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

佳贝艾特配方优于同类细分产品。根据 7 款主要进口纯羊奶粉的配方对比，佳贝艾特在配方上优势突出。佳贝艾特奶基采用荷兰奶源的脱脂羊奶粉，优于其余 6 款竞品，同时微量元素和强化配方添加也最为全面，整体营养价值远超同类竞品。

表 4：主要进口羊奶粉配方对比

佳贝艾特悦	佳贝艾特悠	蓝河	蓝河春天羊	卡洛塔妮	倍恩喜	维爱佳
-------	-------	----	-------	------	-----	-----

	白		装				
奶基原料	脱脂羊奶粉 (干法)	脱脂羊奶粉 (干法)	全脂绵羊乳 (干湿复合)	全脂羊奶粉 (干湿复合)	全脂羊乳 (干湿复合)	全脂羊奶粉 (干法)	全脂羊奶粉 (干法)
奶源地	荷兰	荷兰	新西兰	新西兰	新西兰	新西兰	澳大利亚
产地	荷兰原装进口	荷兰原装进口	新西兰原装进口	新西兰原装进口	新西兰原装进口	新西兰原装进口	澳大利亚原装进口
争议性成分	葡萄糖浆固 体	葡萄糖浆固 体/棕榈油	-	-	-	-	棕榈油
烟酸	+	+	+	+	+	+	
铜	+	+	+	+	+	+	
碘	+	+		+		+	
硒					+	+	
DHA (%总脂肪酸)	0.33	0.24	0.25	0.32	-	0.22	0.10
ARA (%总脂肪酸)	0.49	0.31	0.38	0.40	-	0.38	0.20
胆碱 (mg/100kj)	2.60	2.60	+5.76	+5.73	4.70	-	2.20
肌醇 (mg/100kj)	2.10	2.10	1.83	2.29	1.40	1.80	1.22
牛磺酸 (mg/100kj)	+2.00	+2.00	+1.92	+2.05	+1.80	+1.90	0.59
左旋肉碱 (mg/100kj)	0.76	0.75	0.54	0.76	0.35	-	-
核苷酸 (mg/100kj)	+1.05	+1.00	+1.12	+1.29	-	-	0.73
膳食纤维 (g/100kj)	0.09	0.09	0.12	0.14	0.10	0.17	--
特殊强化配方	OPO/益生 菌	益生菌	叶黄素	叶黄素/益生 菌	-	叶黄素	乳铁蛋白

资料来源：产品标签信息，天风证券研究所


注：加号表示超过中国国标，含量丰富，无加号表示该成分仅符合中国国标，“-”表示缺失该项数据

3.2. 佳贝艾特营销投入领跑行业，渠道策略占据先发优势

佳贝艾特营销投入领跑行业，细分差异化显著。对比主要羊奶粉，佳贝艾特营销投入远超行业，聘请代言人为行业少有，交互式营销方面佳贝艾特更是领跑整体行业，冠名母婴类节目，完善的会员管理系统均提升了佳贝艾特的客户黏着力。同时与同类产品相比，佳贝艾特主打荷兰奶源概念，细分差异化显著。

表 5：主要羊奶粉策略对比

品牌/产品	差异化点	广告语	代言人	营销手段	渠道	图片
澳优 佳贝艾特悦白	荷兰奶源地、 百年乳企生产	佳贝艾特 加倍爱 TA	黄磊	冠名《疯狂的麦咭》《爱 宝贝，晒一晒》；央视/ 高铁广告；app store 上 架会员 app	各线城市深耕、远 销 66 个国家地区； 线上线下打通	
圣元 圣特拉慕	仿生配方，更 适合中国宝宝 体质	醇羊奶粉 臻好品质	-	抖音上推出“小羊慕慕” 形象，微信上搭建圣特 拉慕交流平台	线上新媒体营销 为线下门店引流	
倍恩喜	-	“乳”此不凡	-	高铁广告；全国展开线 下亲子活动；李维嘉担 任慈善大使	每月全国举办亲 子活动上千场，对 消费者和渠道的 服务做到家门口	

卡洛塔妮	-	锁住天然 尽享原始营养	-	-	-	
羊羊 100 新金钻	口感贴合母 乳，专注中国 宝贝营养研究	羊羊 100 妈妈快买	-	金鹰卡通《人偶总动员》	主做四五线城市 下沉市场，出货价 低渠道利润空间 大	
蓝河绵羊奶粉	唯一一款做绵 羊乳纯羊奶粉	吸收好 不得了	-	冠名《脱口秀大会 2》； 高铁广告；“妈妈有惊 喜” app	与母婴垂直平台 结合，线上社群运 营为线下引流	
完达山菁润	贴近天生，更 适合中国宝宝 体质	品质好羊奶 放心好吸收	-	-	-	
朵拉小羊	三大股东：中 粮、ARLA、 DANONE 品质 背书	自由成长 自然有爱	黄景瑜	冠名综艺《漫游全世 界》；优漫卡通《妈咪你 最美》，联合宝宝树推出 “敏感宝宝呵护圈”	主攻线下渠道，以 西南、华中、华东、 华北区域为先导 辐射全国	
合生元 SN-2PLUS 羊 奶粉	SN-2PLUS 特 殊配方	天然易消化 营养好吸收	刘烨/米兰达·可儿	-	-	

资料来源：天猫、京东旗舰店，中国婴童网，天风证券研究所

重整分销体系运行“双轨制”，营销体系逐渐完善。自 05 年实行至 11 年的“大包制”政策使得澳优成为渠道主推品牌，快速扩大销量、知名度。澳优在占据一定市场份额后，并未盲目追求业绩，而是于 11 年升级自身的营销策略，开始实行“双轨制”与事业部管理模式。从经销商手中收回营销推广工作，在全国成立了 17 家商贸公司，自己承担市场推广，经销商仅负责物流配送工作。重整分销体系后，11 年出现短暂的业绩下滑利润仅有 0.5 亿元，但紧接着受益分销体系完善，澳优迎来了延续至今的高速增长时期。

表 6：澳优渠道营销变更

时间	渠道经销策略
2003-2005 年	商超为主，依赖导购路径，采用经典营销三部曲：抢陈列、上导购、搞促销；全国设立 11 个大区，下面设立各项事业部
2005 年	“大包制”底价策略，借力母婴渠道经销商；高渠道利润，以底价出货给经销商，经销商负担原来由厂家负责的区域市场推广费用、通道费用、促销员费用、客户服务费用，且不退货；11 个大区并为 5 个大区，人员缩减至 80 多人
2011 年	重整分销体系，“双轨制”；经销商可选择继续采用大包制自己推广或只担当物流配送商的角色，市场推广工作回收至澳优

资料来源：连线家，天风证券研究所

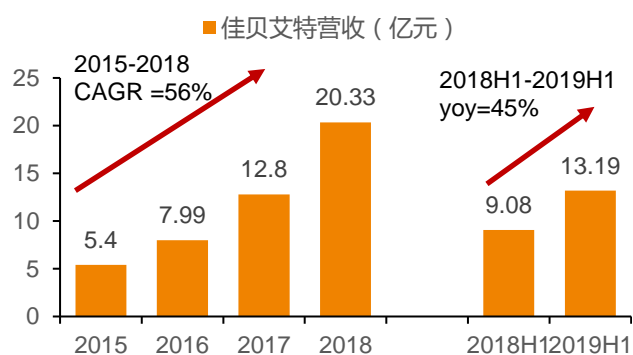
前瞻布局母婴渠道两次受益，占据先发优势。澳优于 05 年就开始布局母婴渠道，当时整体婴配粉市场仍是以商超渠道为重，澳优极具前瞻性的抢占母婴渠道，在其后渠道从商超向母婴转变的过程中并未受到大影响。目前母婴渠道占总体渠道的 50%以上，主要分布在三四线城市。16 年奶粉注册制施行后，三四线城市中小杂牌逐渐退出市场，早已布局母婴渠道的澳优二次受益，占据先发优势抢占空余市场份额，营收高速扩张，15-18 年复合增速高达 56%。19H1 佳贝艾特营收同增 45%，凭借其领跑行业的产品与策略，预计未来仍能维持高增。

图 15: 佳贝艾特悦白产品图



资料来源: 佳贝艾特官网, 天风证券研究所

图 16: 2015-2019H1 佳贝艾特营收



资料来源: 澳优年报, 澳优中报, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com