

产业链深度梳理

今天，我们来跟踪奶粉产业的近期情况。

中国飞鹤——2020 年，营业收入为 185.92 亿元，较上年同期增长 35.26%，归母净利润为 74.37 亿元，同比增长 57.25%。

澳优——2020 年全年，营业收入为 80.1 亿元，较上年同期增长 18.63%，归母净利润为 10.04 亿元，同比增长 14.31%。

2021 年一季度，实现收入 22.17 亿元，较上期增长 13.15%；归母净利润 3.31 亿元，同比增长 22.95%。

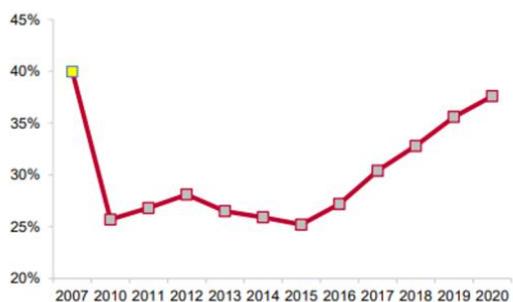
从机构对行业情况的预期来看：

中国飞鹤——2021-2022 年，wind 机构一致预测收入规模为 237.87 亿元、292.62 亿元，同比增速为 27.94%、23.02%，归母净利润增速-1.19%、22.62%。

预测净利润增速为负，主要是上年收购原生态 71.26%股权形成的负商誉计入损益，导致去年基数较高。

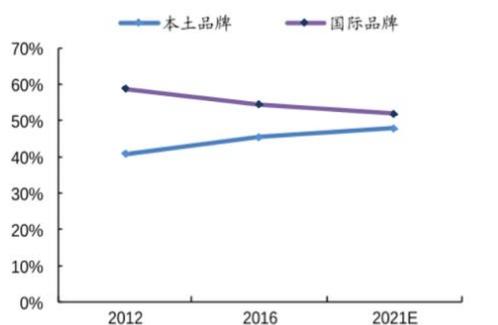
澳优——2021-2022 年，wind 机构一致预测收入规模为 94.15 亿元、110.05 亿元，同比增速为 17.8%、16.90%，归母利润增速 26.23%、22.12%。

图表 4: 中国奶粉行业 CR3 变化



来源: 欧睿、中国青年报、中泰证券研究所

图 16: 国产奶粉的市占率



数据来源: 弗若斯特沙利文, 飞鹤招股说明书, 信达证券研发中心

图: 奶粉行业市场份额变化

来源: 中泰证券, 信达证券

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，代表公司有现代牧业、原生态牧业。

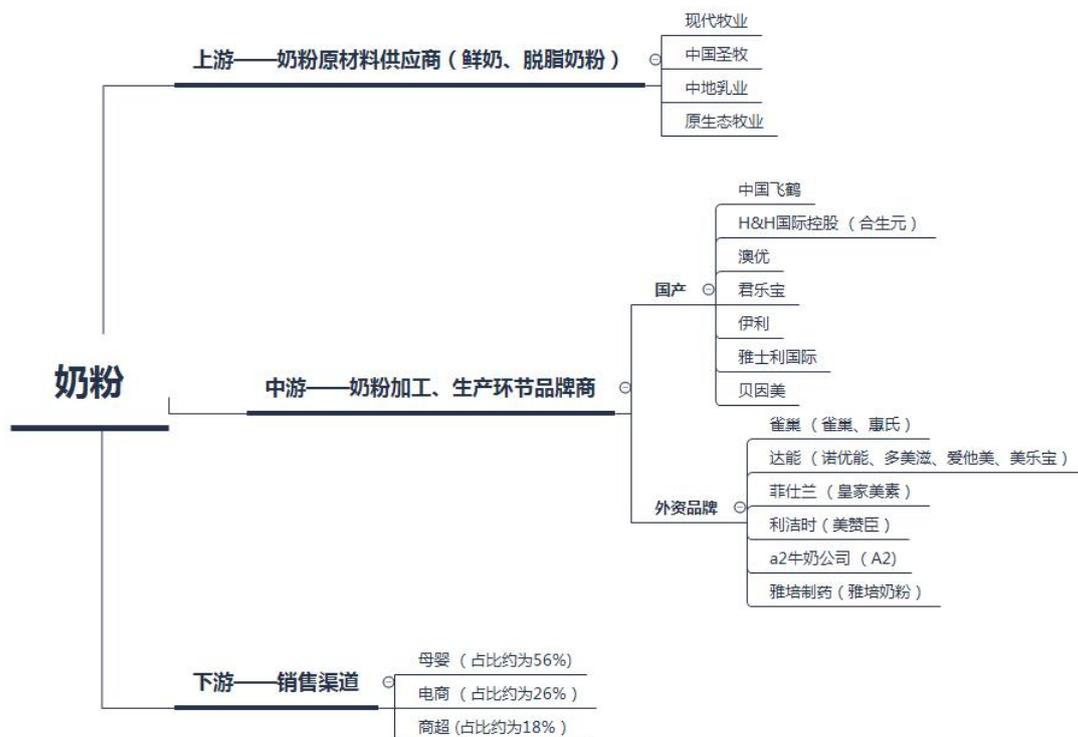
中游，主要是奶粉品牌商，比如飞鹤、伊利、雅士利、圣元、贝因美、澳优、雅培、美赞臣等。

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%）、商超渠道（18%）。

本次跟踪，有几个值得思考的问题：

- 1) 两家的关键经营数据有什么变动，数据变动背后的逻辑是什么？
- 2) 这个行业，如何布局、具备哪些素质，才能建立长期竞争优势？

(壹)



图：奶粉产业链

来源：塔坚研究

先来看收入体量，2020 年，飞鹤（185.92 亿元）>澳优（80.1 亿元）

从收入结构上来看：

1) 中国飞鹤——以高端和超高端婴幼儿配方奶粉为主，2016 年至 2020 年 H1，飞鹤高端奶粉（含超高端）营收占比由 42.59%提升至 77.80%，其中，2010 年推出的均价超过 450 元/KG 的星飞帆成为大单品，贡献较大，收入从 2.9 亿增加至 51.1 亿，年复合增速达到的 104.9%。

表 16: 公司产品矩阵

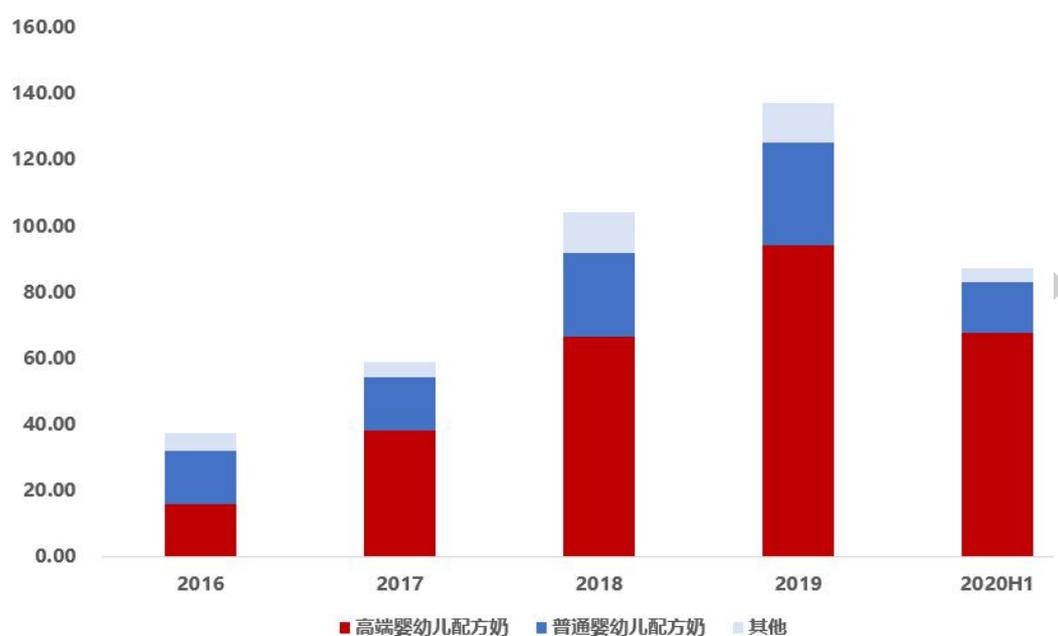
产品定位	超高端		高端			普通			
产品系列	臻稚有机	星飞帆	臻爱倍护	臻爱飞帆	精粹益加	贝迪奇	星阶优护	飞帆	
产品图片									
产品价格 (元/kg)	一段	582.9	525.7	375.6	422.5	422.5	422.5	342.2	264.4
	二段	540.0	440.0	364.4	410.0	410.0	410.0	331.1	253.3
	三段	511.4	440.0	331.1	372.5	372.5	372.5	308.9	220.0
	四段		382.9						
产品原料&卖点	纯湿法工艺，全段乳基原料使用有机奶，必需氨基酸比例与母乳相似，DHA:ARA 科学配比	专注母乳配方，四段划分，含α-乳白蛋白粉，叶黄素，一至三段含 OPO 结构脂，CPP，四段添加乳清蛋白粉（水解工艺）	专注促进婴幼儿免疫系统发育，乳铁蛋白，乳清蛋白粉（水解工艺）双蛋白组合，内α乳蛋白，益生菌，大量氨基酸	为母婴专卖店渠道开发并专注促进婴幼儿免疫系统发育，内含乳铁蛋白，益生菌，叶黄素，核苷酸	为母婴专卖店渠道开发并专注促进婴幼儿免疫系统发育，内含乳铁蛋白，益生菌，叶黄素，核苷酸	为母婴专卖店渠道开发并专注于提供有助于婴幼儿身体及大脑发育所需的营养，内含天然核桃油，DHA, ARA 等	专注于提供不同发育阶段所需的营养，内含乳清蛋白粉，OPO 结构脂，核苷酸+益生菌 益生元	含 OPO 结构脂，核苷酸，DHA, ARA, 胆碱，叶黄素，ω-3 脂肪酸	
广告营销	回归自然，纯净呵护	金奖品质，专注中国母乳研究	LH 双蛋白创新营养组合	臻爱倍护，亲和宝宝	精粹益加，宝宝益吸收	贝优+营养，呵护宝宝成长	星阶优营养，分阶护成长	经典造就卓越品质	
产品推出时间	2017	2010	2012	2012	2014	2011	2014	2007	

资料来源：招股说明书、搜狐新闻、安信证券研究中心

图：中国飞鹤产品矩阵

来源：安信证券

除此之外，2020 年 H1 收入结构中，普通婴幼儿配方奶粉占比 17.71%，其他乳制品、营养补充剂占比 3.91%。



图：中国飞鹤收入结构

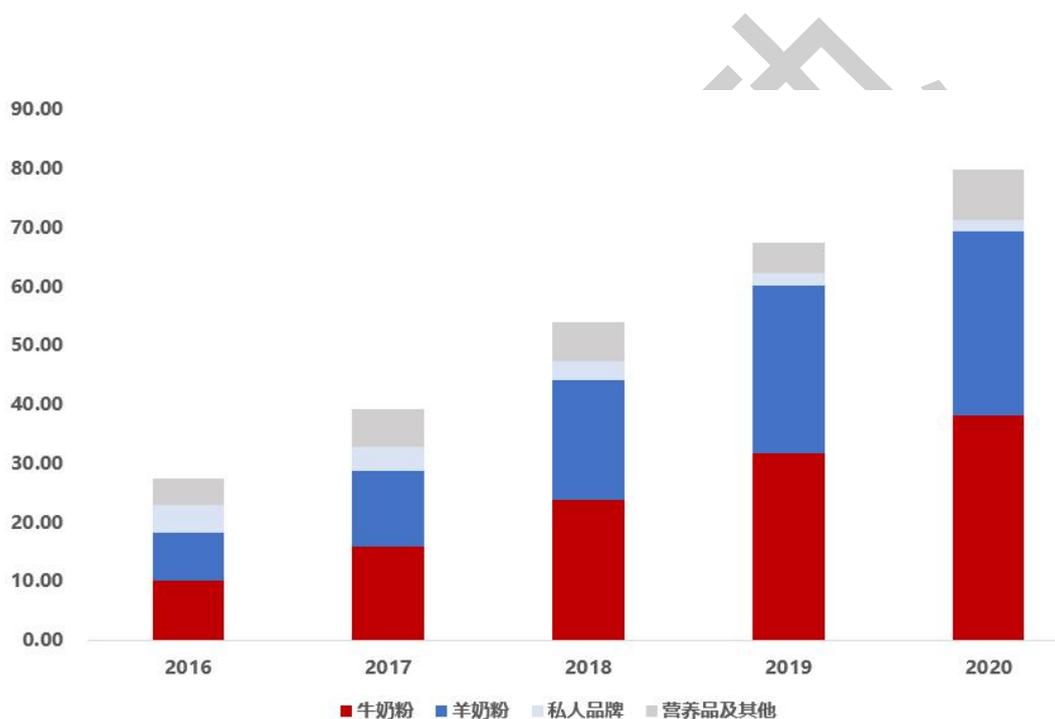
来源：塔坚研究

2) 澳优——主要业务包括自有品牌奶粉、私人品牌奶粉、营养品、副产品及其他。其中：

自有品牌奶粉为其核心业务板块，包括牛奶粉、羊奶粉，收入占比分别为 47%、38%，代表性品牌有“海普诺凯 1897”、“佳贝艾特”。

私人品牌奶粉业务，主要为奶粉代加工，随着自有品牌的高速发展，此块业务占比逐渐下降。

营养品为 2016 年新晋业务板块，代表产品是“Nutrition Care”澳优天然健康营养品系列产品。



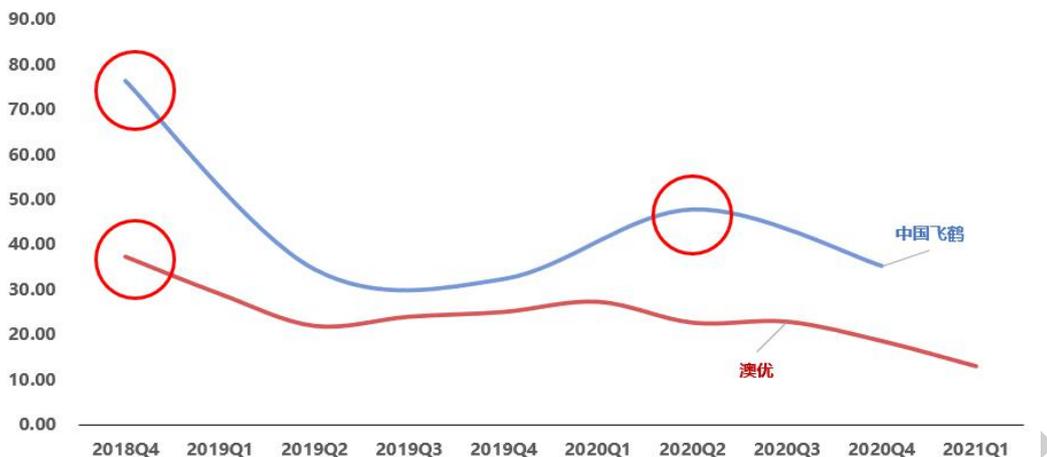
图：澳优收入结构

来源：塔坚研究

(贰)

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势：

1) 收入增速



图：季度累计收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

整体增速上，飞鹤>澳优。

2015年，开展“更适合中国宝宝体质”战略，在外资主打“全球配方”的时候差异化定位，并且通过全面的营销活动，树立起了“高端”和“适合中国宝宝”的品牌形象。

品牌力的提升，推动了其超高端产品星飞帆爆发，星飞帆系列收入从2.9亿增加至2018年的51.1亿元，年复合增速达到的104.9%，拉动2018年实现高增速（76.54%）。

渠道方面，凭借超高端产品的高盈利能力，其积极让利渠道，同时严控窜货和价格管理，经销商利润率达到 30%，终端利润率在 15%-20%之间，渠道销售意愿较高。

表 1、主要奶粉品牌渠道利润率拆分

项目	经销商	终端
杂牌		~60%
贝因美爱加	~20%	~30%
飞鹤星飞帆	~30%	~15-20%
君乐宝	~12-18%	~15-20%
金领冠珍护	~15%	~25%
金领冠经典	~12%	~18%
美素佳儿	~3%	~9%
合生元	~10%	~30%
惠氏	~2%	~10%

资料来源：渠道调研，兴业证券经济与金融研究院整理

趋势变化上，2020 年飞鹤增速逆势高增，澳优保持平稳，其中：

飞鹤——

2020 年 Q2，其收入高增长，主要源于飞鹤在渠道策略上的迅速反应，卫生事件期间快速转型线上，上半年组织了 9 万场多线上互动活动，一季度线上销售同比增长超 200%。

同时，举办约 70 万场线上+线下活动，覆盖 600 万消费者，包括邀请育儿专家、营养师讲授孕期、育儿、产后护理知识，举办亲子类型的游戏

比赛，活动转化率平均超过 20%，部分地区达到 30%，处于业内较高水平。

此外，据海关统计，2020 年，进口婴幼儿奶粉数量延续了下降趋势，全年下降 3%。2021 年 1-5 月，我国共进口婴幼儿奶粉 10.51 万吨，同比减少 23.3%。



图：婴幼儿奶粉进口数量及同比增长率

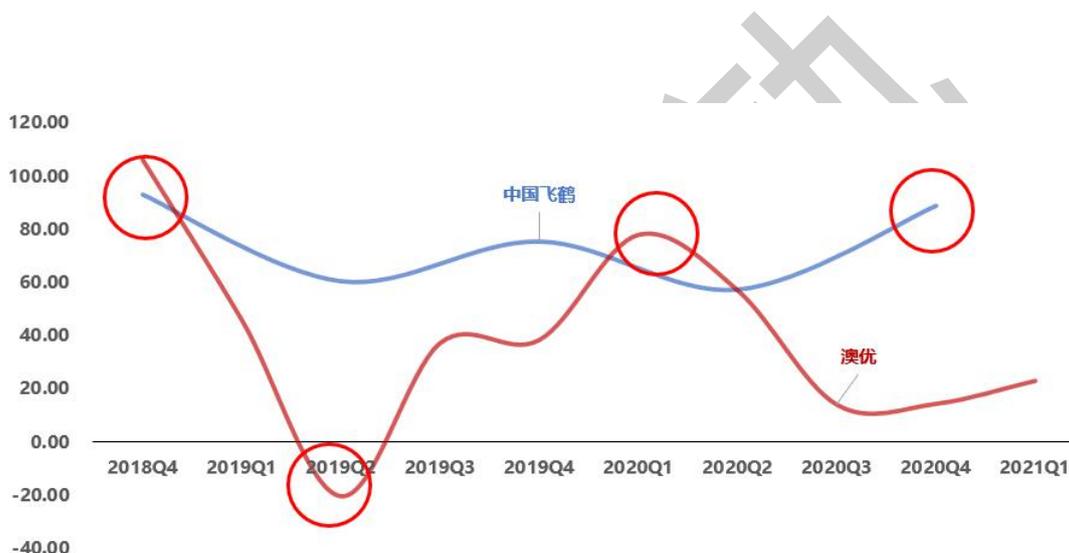
来源：Wind

澳优——

2018 年，收入高增速，主要是佳贝艾特羊奶粉获得市场认可，2018 年收入同比增长 58.85%，澳优羊奶粉在中国进口羊奶粉中市场份额为 62.5%，已连续 5 年稳居榜首。

另外，澳优有机奶粉以及营养品业务收入增速超预期，2018 年，二者同比增速分别为 87.9%、80.7%，带动收入快速增长。

2) 净利润增长



图：季度累计利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

与飞鹤相比，澳优的净利率增速波动较大，主要是受非经常性损益影响。

飞鹤——净利润增速始终高于收入增速，盈利能力提升，根本原因还是高端奶粉占比提升，毛利率走高。

2020 年 Q4 增速较高，主要是在收购原生态 71.26%股权形成的负商誉计入损益，合计 17.30 亿元，剔除该事项影响后，净利润增速为 45.03%，超出营收增速的部分主要由毛利率上升拉动。

澳优——2019 年 Q2 增速为负，一是收购海普诺凯可变对价形成的公允价值变动亏损 1.74 亿元计入损益，二是上期收购业务形成收益 0.62 亿元，其中通过多次交易完成对 Ozfarm 收购，原持有股份调整产生收益 0.35 亿元。

2020 年 Q1 增速达到高点：高毛利自有品牌奶粉业务占比提升（由 2019 年 Q1 的 82%提升至超 88%），同时卫生事件期间线下推广活动减少，毛利率提升叠加费用率下降使得业绩增长超预期。

(叁)

对增长态势有所感知后，我们接着再将两家公司的收入和利润情况拆开，看 2020 年年报数据。

公司名称	营业收入	净利润	销售毛利率	销售净利率	营业收入增速	净利润增速
中国飞鹤	186.24	74.37	72.50	39.93	35.26	89.01
澳优	80.01	10.00	49.86	12.50	18.63	14.31

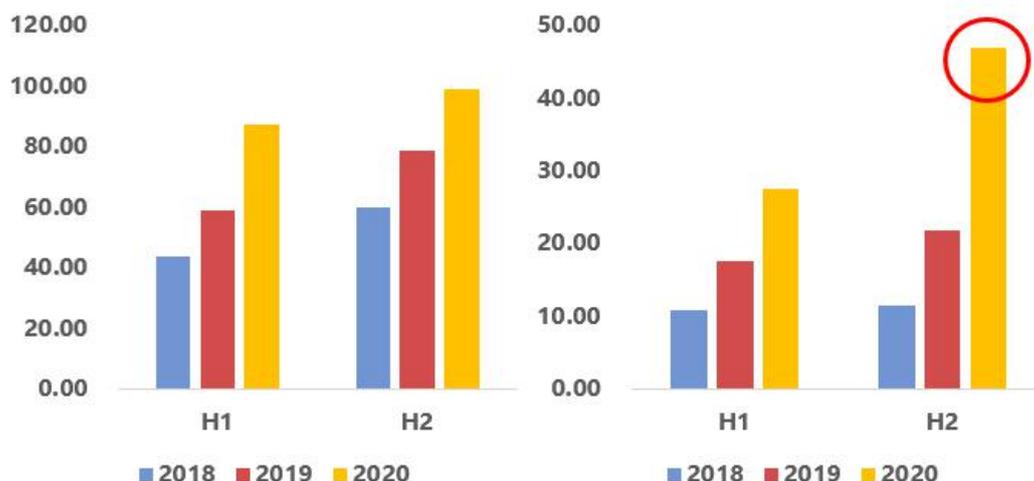
图：2020 年年报数据（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

2020 年，飞鹤（186.24 亿元）>澳优（80.01 亿元）；增速方面，飞鹤（35.26 %）>澳优（18.63 %）。

具体来看：

1) 中国飞鹤——2020 年，营业收入为 185.92 亿元，较上年同期增长 35.26%，归母净利润为亿 74.37 元，同比增长 57.25%。



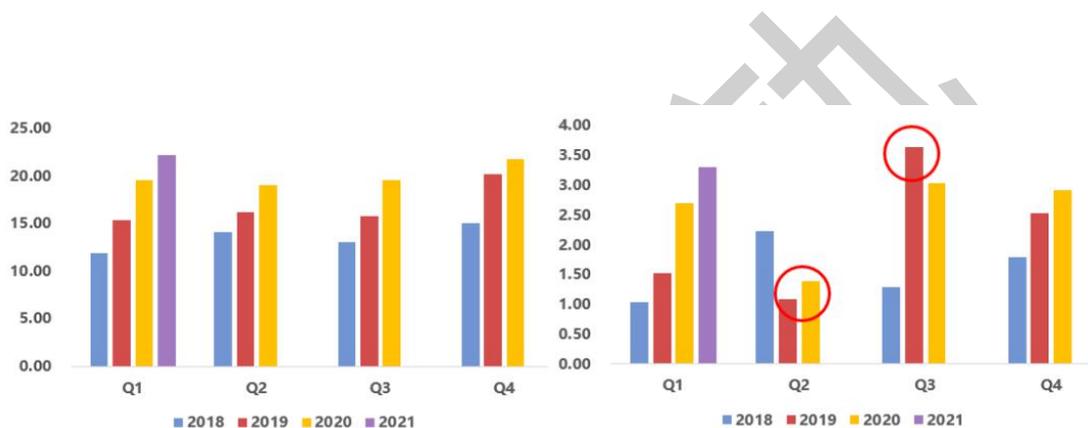
图：中国飞鹤单季度收入（左）、单季度净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

2020 年 H2 爆发，一方面飞鹤在卫生事件期间迅速转型线上，维持高端产品高增长，二是卫生事件期间，专供母婴渠道的普通婴幼儿配方奶粉销量下降，二者共同导致毛利率高的产品占比提升，拉动毛利率向上。

2) 澳优——2020 年全年，营业收入为 80.1 亿元，较上年同期增长 18.63%，归母净利润为 10.04 亿元，同比增长 14.31%。

2021 年一季度，实现收入 22.17 亿元，较上期增长 13.15%；归母净利润 3.31 亿元，同比增长 22.95%。



图：澳优单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）

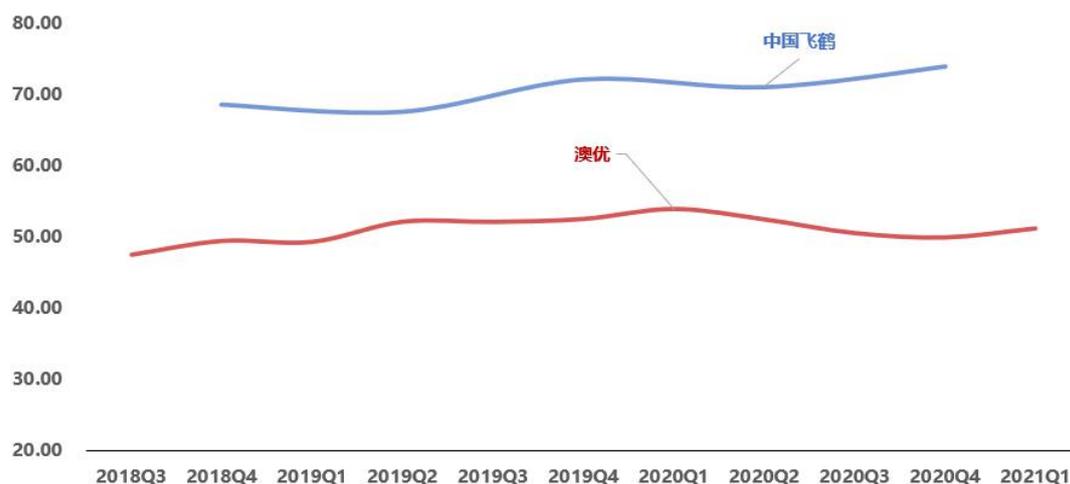
来源：塔坚研究

2019 年波动，主要是非经常性损益影响，2019 年上半年，其收购海普诺凯采用可变对价，季度间公允价值变动较大。

(肆)

对比完增长情况，我们再来看利润率、费用率的变动情况：

从成本结构看，奶粉的成本主要由原材料（85-90%）、直接人工（2%）、制造费用及其他（8-10%）构成，其中，主要材料包括鲜奶、乳清粉、混合植物油、脱脂奶粉、 α -乳清蛋白及乳糖等。



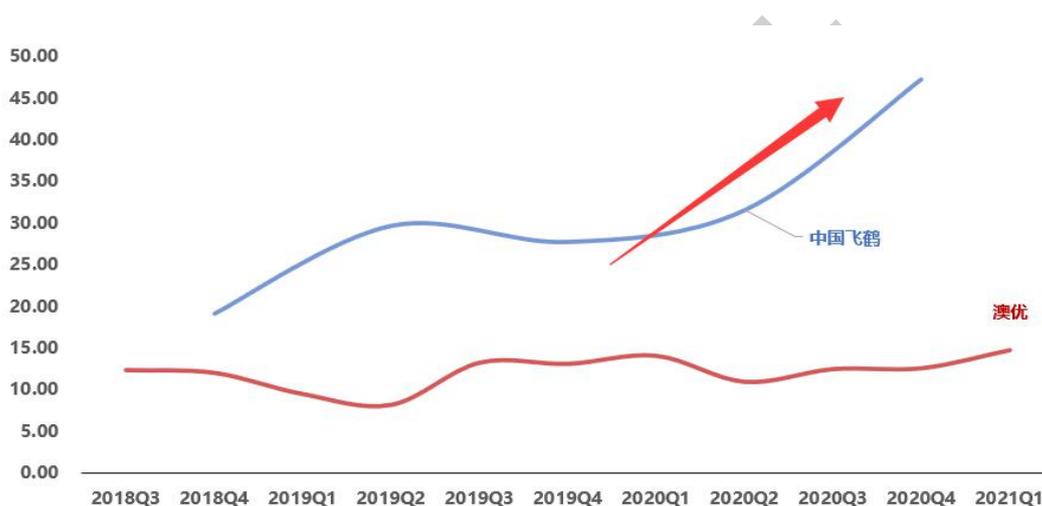
图：毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究

先看毛利率——飞鹤的毛利率约为70%，而澳优仅为50%左右，飞鹤毛利率领先，与其差异化的品牌定位“高端”、“适合中国宝宝体质”有关，其产品享受一定品牌溢价。

并且，产品结构的调整，进一步拉大了这一差距，2016年飞鹤的毛利率约54.61%，澳优为41.05%，随着其超高端大单品星飞帆（毛利率高达77%）放量，收入占比提升，飞鹤毛利率随之攀升，2019年、2020年均超过70%。

净利率方面——飞鹤提升幅度较快，一是营收高速增长摊薄了销售费用，二是 2020 年收购原生态 71.26% 股权，形成的负商誉计入损益，合计 17.30 亿元，剔除该事项影响后，2020 年净利率为 30.7%，与 2019 年水平相当。



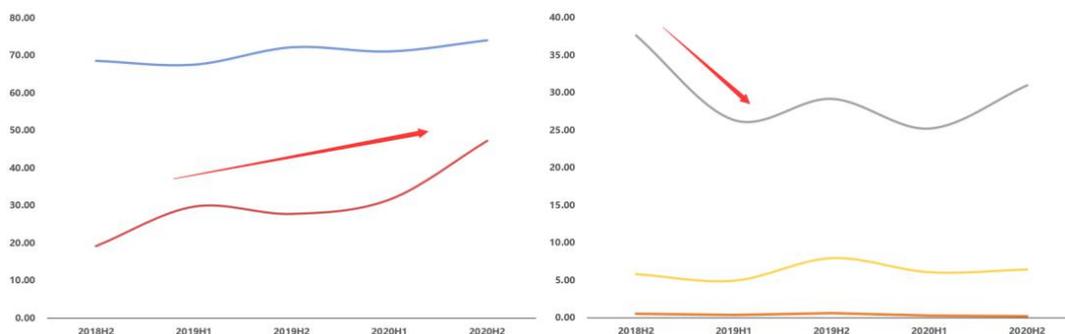
图：净利率（单位：%）

来源：塔坚研究

(伍)

对利润率变动情况有感知后，我们再将两家公司拆开，分别看利润率和费用率的变动情况：

中国飞鹤——



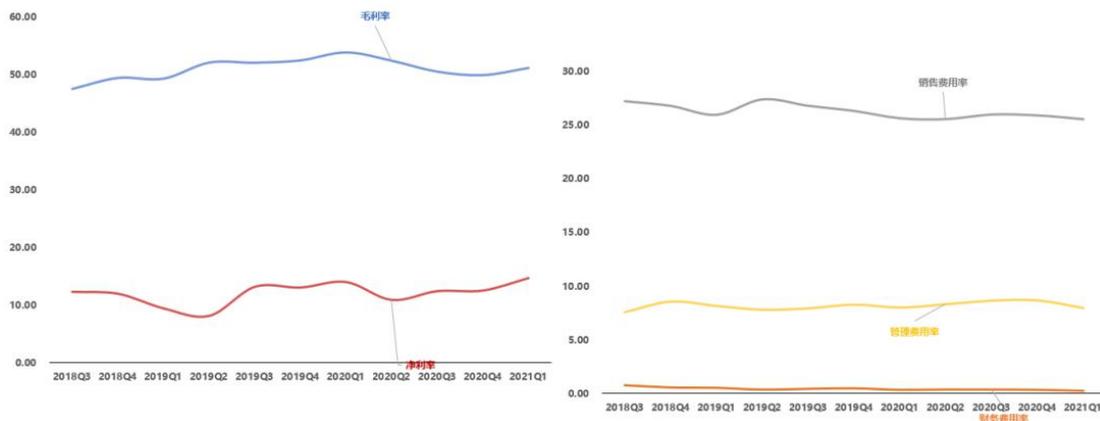
图：中国飞鹤费用率情况

来源：塔坚研究

2019 年 H1 销售费用率下降明显，一方面是营收增速较快摊薄了销售费用，另一方面，飞鹤在澄清 Blue ORCA 做空报告时提及，2018 年其主要通过央视一套进行广告宣传，2019 年加强了对电视广告投放成本的控制，部分广告业务转投央视九套和四套。

鹤净利润呈上升态势，是销售费用率减少+非经常性损益增加双重作用的结果。 2020 年 H1 销售费用率为 25.23%，同降 1.13%，主要是卫生事件期间线下宣传投入减少，全年销售费用率为 28.26%，同增 0.31pct，主要是广告宣传成本和员工薪资增加。

2020 年管理费用率为 6.24%，下降 0.39pct，变动比较平稳。



图：澳优费用率情况

来源：塔坚研究

澳优的费用率变动相对平稳，净利润波动主要是受非经常性损益扰动。

2020 年，其销售费用率为 25.83%，下降 0.44pct，2021 年 Q1，销售费用率 25.52%，同降 0.11pct，整体保持稳定，其中品牌推广费用比上年同期增加 1pct。

(陆)

成本、费用问题都解决后，我们再来看另外一项重要的经营环节：资本支出。

飞鹤——2020 年资本支出 8.22 亿元，占营收的 4.41%，主要用于购置物业、厂房及设备。截止 2020 年底，飞鹤有 8 个生产基地，合计产能

23.2 万吨。

从飞鹤的产能规划来看，位于东北和加拿大的厂房基本在 2021 年 H1 前全部投产，未来 5 年，根据调研数据，飞鹤资本支出不超过 20 亿元，扩产速度放缓，其中预计投资 8-15 亿建 2-3 个原生态牧场。

省份	地区	工厂	投产时间	资本支出：百万元	产能：吨
吉林省	白城市镇赉县	飞鹤镇赉厂房	2015年，预计2020H1投产	400 截至2019Q1投入： 99.1	预计20000
黑龙江省	齐齐哈尔市克东县	克东厂房	2004年，2018.10扩产，预计20H1完工	530 截至2019Q1投入： 75.4	预计从12000提升至52000 (第一年32000，第二年40000，第三年达产)
	齐齐哈尔市甘南县	甘南厂房	2008年		45600
	齐齐哈尔市龙江县	龙江厂房	2014年，2019.5扩产，预计2021H1完工	442.8 截至2019Q1投入： 37.2	预计从28000提升至59000 (第一年43500，第二年49700，第三年达产)
	齐齐哈尔市拜泉县	拜泉厂房	2016年6月投产豆粉，2017年终止；2018年10月开始生产成人奶粉	-	7200
	齐齐哈尔市泰来县	泰来厂房	预计2020年投产	400 截至2019Q1投入： 244.9	预计20000(羊奶粉)
	哈尔滨市	哈尔滨工厂	-	预计800	预计40000
加拿大	安大略省	Kingston厂房	预计2020年投产	约1711.7 截至2019Q1投入： 1225.6	预计牛奶粉20000、羊奶粉20000

图：飞鹤产能规划情况

来源：中泰证券

澳优——2020 年资本支出 5.31 亿元，占营收的 6.6%，主要用于在荷兰购建新基粉生产基地。

2020 年上半年，董事会批准了在荷兰 10.95 亿元的新基粉设施投资，主要加工羊奶（3.5 万吨加工量）和羊乳清，施工项目受卫生事件影响进度稍有延后，预计 2022 年可落成。

由于澳优主要资本支出项目尚未产生效益，单位资本支出带来毛利增量，飞鹤（4.71）>澳优（0.85），不过单位固定资产带来的毛利方面，澳优（2.16）>飞鹤（1.88）。

可比厂商	资本支出	资本支出占营收比重	单位资本支出带来毛利增量	单位固定资产带来毛利
中国飞鹤	8.22	4.41%	4.71	1.88
澳优	5.31	6.64%	0.85	2.16

图：可比厂商 2020 年资本支出对比（单位：亿元）

来源：塔坚研究

(柒)

欧睿数据显示，2019 年国内奶粉零售规模 1626.79 亿元，同增 4%，其中 2010-2015 年复合增速 18%，2015-2019 年复合增速 7.58%。增速明显放缓，主要与出生人口数量有关。

奶粉市场规模，用公式来表示：

$$\text{奶粉市场规模} = \text{基期奶粉规模} * (1 + \text{出生人口增速}) \times (1 + \text{人均消费量增速}) \times (1 + \text{价格增速})$$

几大驱动因子，我们分别来看：

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

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。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做

产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。