食品饮料行业跟踪周报

澳优变革复盘：协同效应释放在途，全域经营能力补强

2026 年 11 月 17 日

证券分析师 苏铖
执业证书：S0600524120010
such@dwzq.com.cn
研究助理 林蔚
执业证书：S0600126090009
linw@dwzq.com.cn

增持（维持）

投资要点

- **澳优羊奶粉份额领先，携手伊利齐共进。**2003 年澳优成立于湖南长沙，初期以牛奶粉品牌运营及进口销售为主，依托海外生产与原装进口建立消费者品质认知，在国内婴配粉市场形成差异化定位，实现市场切入。自 2011 年起公司并购海外产业链进入羊奶粉赛道，此后相继整合全球多地优质奶源和生产资源，深化奶粉业务布局。1）分区域看，2025 年公司实现营业总收入 74.9 亿元，中国、欧洲、中东收入分别占比 63.5%、21.7%、7.0%。2）分品类看，2025 年中国区羊奶粉、牛奶粉收入分别占区域收入比重 54.2%、37.2%，同期佳贝艾特在中国进口婴幼童羊奶粉市场的销量与销售额份额均超过 80%。截至 26H1 伊利股份是公司实控人，持有 60.18%股份，伊利出于品类补全考量在 2022 年成为第一大股东，澳优与伊利充分互补，有效协同。

- **婴配粉景气偏弱，份额集中化，比拼全域经营。**近年婴配粉市场规模从 2018 年 1619 亿元收缩至 2025 年 1410 亿元，其中销量、吨价 CAGR 为-6.0%、4.3%，婴配粉销量受出生人口数下滑拖累，而吨价则更为坚挺，横向对比海外成熟消费市场，中国婴配粉吨价在 OECD 各国中处于相对较高位置，2025 年中国、韩国、日本婴配粉吨价分别为 35、24、17 千美元/吨。婴配粉市场表现偏弱，加之新国标实施进一步规范产品标准要求，长尾品牌出清加速，行业份额更向头部集中。近年内容电商等线上平台迅速兴起，逐步承接母婴店消费者认知教育及品牌推广职能，**全渠道运营能力成为企业抢占份额的核心**，伊利销售额市占率迅速跃升，2025 年“澳优+金领冠”市场份额已超过中国飞鹤，占据行业榜首。

- **管理配置调优，渠道复苏在途。**自完成对澳优全面要约收购，伊利集团持续推进组织管理整合：2022 年伊利先通过董事会席位及中国区负责人参与治理和经营；2023 年进一步引入财务、供应链管理人员，创始人颜卫彬退出核心管理岗位，任志坚由中国区 CEO 升任集团行政总裁；26 年 11 月在伊利集团内部任职 28 年的邵建波接任执行董事/行政总裁等职位。伴随经营管理团队深入调整，澳优与伊利协同进一步深化，渠道治理更加全面，**一是针对线下渠道**，从渠道运营/数字化管理方面深度赋能，通过罐内码升级方式打通国内外供应链全链路数据，精准匹配渠道供需，常态化管控渠道库存；**二是针对线上渠道**，借力集团内部会员运营/品牌营销等成熟输出能力，帮助澳优搭建可持续经营模式；**三是进一步发挥集团规模化优势**，国内外产能双向协同，并通过大宗原料集采规模优势强化成本管控。乳业龙头伊利集团持续推进澳优收入和盈利改善治理，26Q3 澳优收入表现边际好转，协同效应正在显露，我们预计下半年将对伊利集团实现正向收入贡献，盈利亦能实现较好修复。

- **板块核心观点推荐：**基金的白酒持仓 26Q3 略有回升，但仍然处于低位和低配，白酒有序出清底部信号明朗，短期已经表现出较好的防御性，9 月以来相对收益明显，2027 年基本面改善和报表修复驱动绝对收益可期。1）重点看好基本面先行企稳品种，如贵州茅台，迎驾贡酒，古井贡酒，今世缘，再是经营调整能力较强，出清轨迹明确的五粮液/泸州老窖/山西汾酒等。2）大众品产业逻辑方面零售变革量贩竞争力突出，重点关注开店和同店表现以及业态演进；重点看好乳业，乳业从上游向下传导边际改善明显，推荐蒙牛乳业、伊利股份、盈利释放通道的妙可蓝多。继续看好保健品龙头 H&H 国际控股，重视金达威和民生健康。餐供龙头安井食品保持高度稳健，市占率提升，业绩兑现度高。

- **风险提示：**宏观经济不及预期，食品安全风险，白酒库存去化不及预期而业绩下修超预期。

行业走势



相关研究

《乳品饮料 2026 年三季报总结：分化加剧，重点看好乳业》

2026-11-06

《9-10 月白酒板块表现复盘（二）：前路不平但乐观向前》

2026-11-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 周专题：澳优变革复盘，协同效应释放，全域经营补强 4
1.1. 澳优：羊奶粉份额领先，携手伊利齐共进 4
1.2. 婴配粉：景气偏弱，份额集中化，比拼全域经营 6
1.3. 管理配置调优，渠道复苏在途 10
2. 板块核心观点推荐 14
3. 风险提示 15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 澳优发展历程梳理.....4
图 2: 澳优收入结构拆分（分区域）.....5
图 3: 中国区澳优收入结构拆分（分品类）.....5
图 4: 澳优主要品牌矩阵梳理.....5
图 5: 澳优股权结构梳理（2026H1）.....6
图 6: 婴配粉市场规模及同比增速.....6
图 7: 婴配粉分品类销量占比.....6
图 8: 2010~2025 年中国出生人口数&出生率.....7
图 9: 婴配粉量价拆分.....7
图 10: 2003~2024 年适婚年龄段男女性别比.....7
图 11: 2000 年以来居民教育水平显著提高.....7
图 12: 2000~2024 年平均家庭户规模.....8
图 13: 1984~2024 年中国粗结婚率.....8
图 14: 2021~2025 年中国出生人口数及出生率/死亡率/人口自然增长率.....8
图 15: 2023~2024 年各奶粉价格带消费者购买占比.....9
图 16: 各国婴配粉吨价对比（2025A）.....9
图 17: 婴配粉新国标梳理.....9
图 18: 2016~2025 年婴配粉头部企业市占率（按销售额计）.....10
图 19: 中国婴配粉市场销售额 CR5.....10
图 20: 中国婴配粉市场渠道结构.....10
图 21: 澳优核心管理团队变迁梳理.....11
图 22: 澳优中国区业务收入及同比增速.....12
图 23: 2025 年以来伊利从三个维度赋能澳优.....12
图 24: 中国区羊奶粉收入及同比增速.....13
图 25: 2020 年佳贝艾特羊奶粉渠道治理逻辑.....13
图 26: 中国区牛奶粉收入及同比增速.....13
图 27: 新国标荷致 3 段婴配粉特点梳理.....13
图 28: 罐内码全球跨境系统追溯全环节梳理.....14

表 1: 澳优核心管理团队梳理（2026H1）.....11

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 周专题：澳优变革复盘，协同效应释放，全域经营补强

1.1. 澳优：羊奶粉份额领先，携手伊利齐共进

羊奶粉行业领先，协同布局高端牛奶粉。2003 年澳优成立于湖南长沙，自有品牌/产品配方依靠澳大利亚工厂代工生产，并进口回国销售，极大程度缩短自主建设供应链时间，同时依托海外生产与原装进口建立消费者品质认知，在国内婴配粉市场形成差异化定位，实现市场切入。澳优成立初期以婴幼儿配方牛奶粉品牌运营及进口销售为主，自 2011 年起并购海外产业链进入羊奶粉赛道，此后相继整合澳洲/新西兰等全球多地优质奶源和生产资源，深化奶粉业务布局。1）羊奶粉：2011 年澳优收购荷兰海普诺凯相关业务，并利用其羊乳加工资源推出佳贝艾特羊奶粉产品。佳贝艾特进入国内市场初期，羊奶粉品类认知教育相对欠缺，在 2008 年三聚氰胺事件冲击国产奶粉品牌信任资产背景下，公司将国内营销能力与海外制造资源深度链接，一是深度参与产品生产质量及新品开发，二是加码母婴渠道资源投放，通过高力度地推动作，将“进口奶粉”“羊奶粉”等品牌认知沉淀为产品复购。基于全球优质奶源，以及品类先发布局和消费者超前教育，公司成功打造羊奶粉明星品牌佳贝艾特，据弗若斯特沙利文，2025 年佳贝艾特在全球羊奶粉市场销量及销售额均位居榜首；此外据尼尔森数据，2018~2025 年佳贝艾特连续八年在中国进口婴幼童羊奶粉市场的销量与销售额份额超过 60%，其中 2025 年销量与销售额份额均超过 80%。2）高端牛奶粉：自 2011 年收购海普诺凯后，2013 年公司推出高端牛奶粉海普诺凯 1897 系列，此后成立海普诺凯 1897 业务单元，专门负责产品市场推广与分销。截至 26H1 海普诺凯牛奶粉已全面覆盖婴配粉、特配粉、儿童奶粉及成人粉等全生命周期品类，其中婴配粉涵盖荷致/萃护/喜致等系列，配粉更迭+品质升级，品类矩阵更加全面。2025 年澳优实现营业总收入 74.9 亿元，分区域看，中国、欧洲、中东分别实现收入 47.6、16.2、5.2 亿元，占比 63.5%、21.7%、7.0%；中国区分品类看，羊奶粉、牛奶粉分别实现收入 25.8、17.7 亿元，占比 54.2%、37.2%。

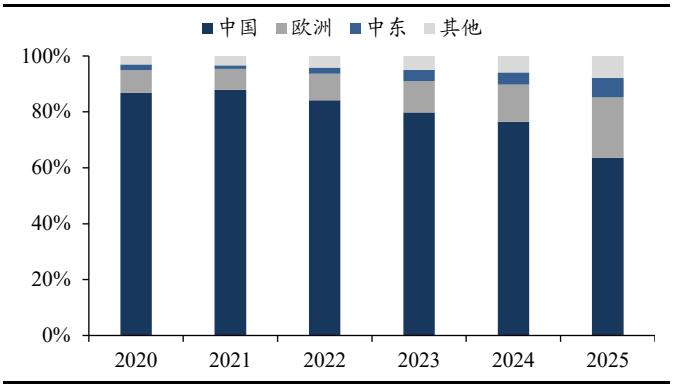
图1：澳优发展历程梳理



数据来源：Wind，公司公告，公司官网，东吴证券研究所

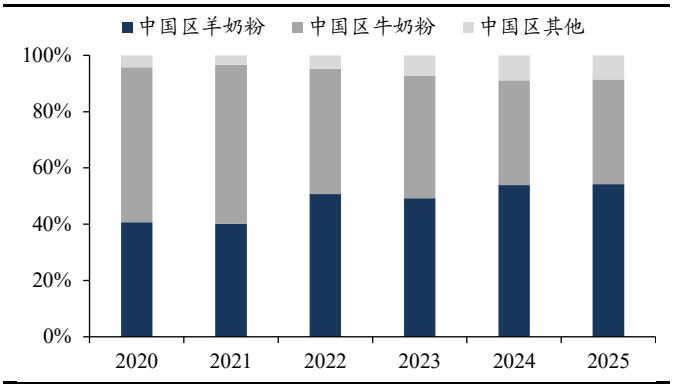
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：澳优收入结构拆分（分区域）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：中国区澳优收入结构拆分（分品类）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：澳优主要品牌矩阵梳理



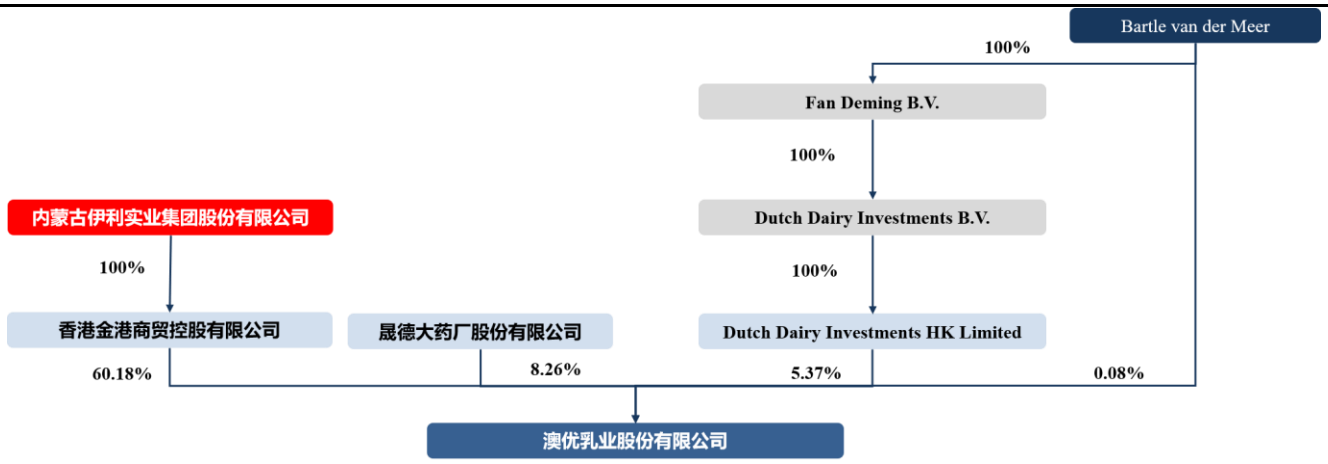
数据来源：东吴证券研究所整理

注：品牌价格带划分仅针对羊奶粉与牛奶粉

第一大股东伊利，携手澳优共进。截至 26H1 伊利股份是公司实控人，持有 60.18%股份，此外晟德大药厂股份有限公司、Dutch Dairy Investments HK Limited 分别直接持有 8.26%、5.37%股份。1）伊利股份：2021 年头部乳企伊利出于补全奶粉品类矩阵等考量，10 月同澳优签约收购方案，通过收购老股+认购新股方式取得基础 34.33%股份，并于 2022 年初完成交割，伊利成为单一最大股东，触发强制性全面要约，同年 3 月全面要约完成，伊利持有 59.17%股份；2022~2025 年伊利陆续增持，26H1 伊利持有澳优 60.18%股份。2）晟德大药厂：公司定位中国台湾专业生物技术投控企业，2014 年起投资澳优，投后工作包括协助澳优梳理品牌、制定多品牌营销策略、强化羊奶粉差异化，导入人力资源和组织发展体系，以及整合全球资源、策划新业务。3）Dutch Dairy：荷兰产业伙伴持股平台，由澳优前行政总裁 Bartle 通过旗下企业间接全资控制。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图5：澳优股权结构梳理（2026H1）

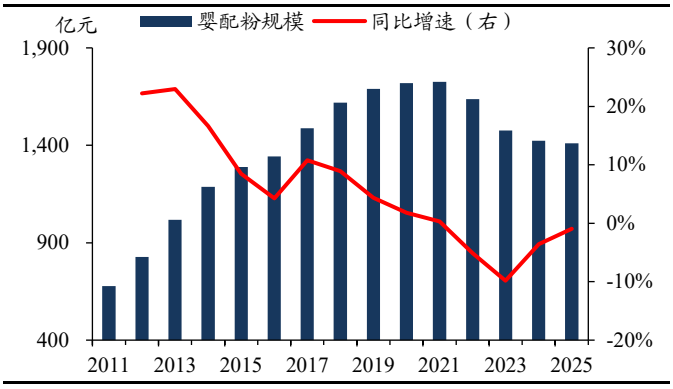


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 婴配粉：景气偏弱，份额集中化，比拼全域经营

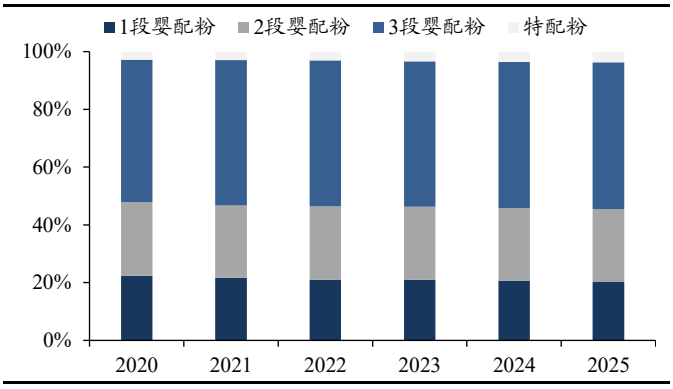
人口红利减弱，婴配粉景气度承压延续。婴幼儿配方奶粉是具有针对婴幼儿特定配方的奶粉产品，有助于支持婴幼儿健康成长。婴配粉主要分为 3 个阶段，1 段、2 段、3 段婴配粉分别针对新生~6 个月、6~12 个月、12~36 个月婴儿食用，此外亦有针对食物蛋白过敏/乳糖不耐受等 0~12 个月婴儿的特配粉，其中 3 段婴配粉销量结构占比最高，2025 年 1 段、2 段、3 段、特配粉销量占比分别为 20.3%、25.1%、50.9%、3.7%。婴配粉品类销量与新生人口数量紧密挂钩，自 2017 年开始中国人口红利逐步减弱，1 段/2 段婴配粉及特配粉率先受到冲击，3 段婴配粉影响滞后约 1 年，婴配粉销量自 2018 年触顶后迅速下滑，拖累整体景气度表现，市场规模从 2018 年 1619 亿元收缩至 2025 年 1410 亿元，期间 CAGR 为-2.0%，其中销量、吨价 CAGR 为-6.0%、4.3%。

图6：婴配粉市场规模及同比增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

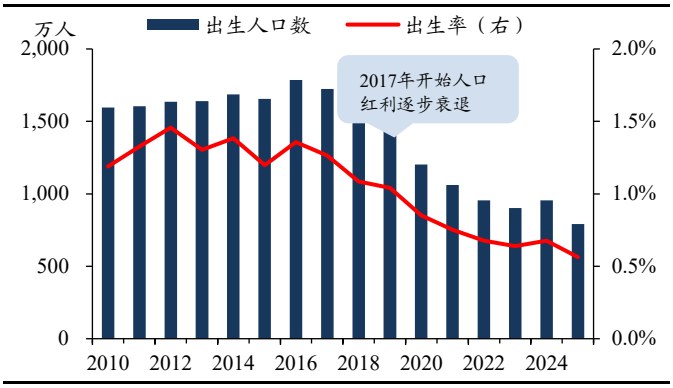
图7：婴配粉分品类销量占比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

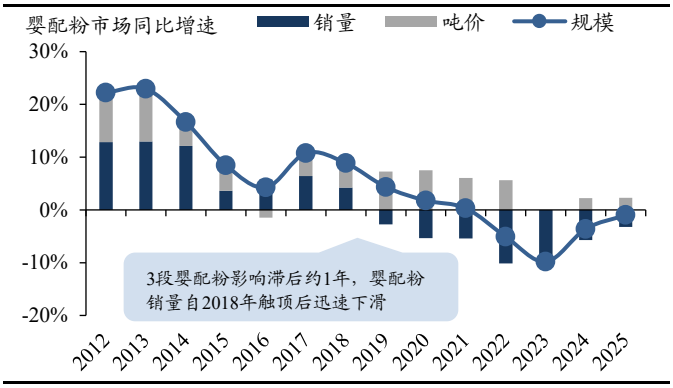
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图8：2010~2025 年中国出生人口数&出生率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

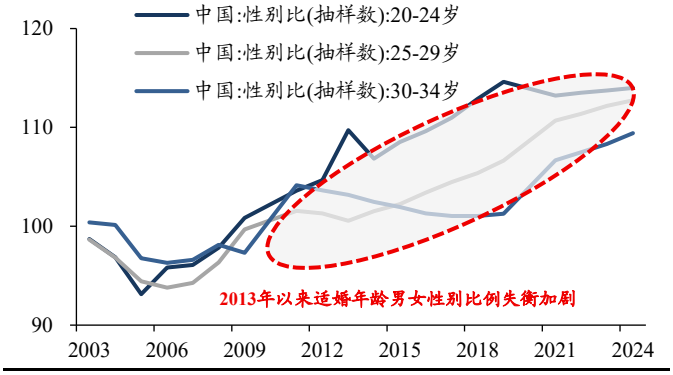
图9：婴配粉量价拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2017 年开始中国出生人口数连续下滑，主要系 1）育龄女性规模减少、女性结婚年龄推迟、结婚女性生育率下降，以及高等教育扩张带来女性受教育程度大幅提高，2）房价/养育/公共托幼服务/市场养育服务等经济负担高，同时家庭户规模缩小，家庭结构松散化，3）此外特殊公共卫生事件对婚育行为亦有一定影响，拖累生育率和出生人数，例如疫情冲击下居民就业/收入的不确定性增加，健康状况也受到一定影响，被迫延后或取消婚育计划，甚至怀孕女性流产风险亦相应增加。2021 年疫情期间国家放开全面三孩，允许所有夫妇均可生育三个孩子，但政策作用影响相对有限，2022 年出生人口数量较 2021 年 0.11 亿人下滑 10.0%至 0.10 亿人。

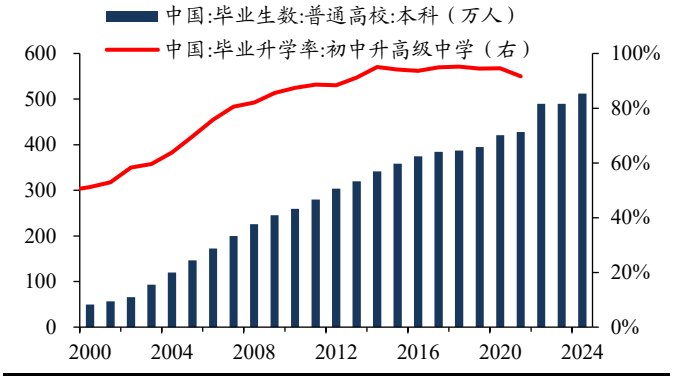
图10：2003~2024 年适婚年龄段男女性别比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：中国男女性别比按女=100 来计算

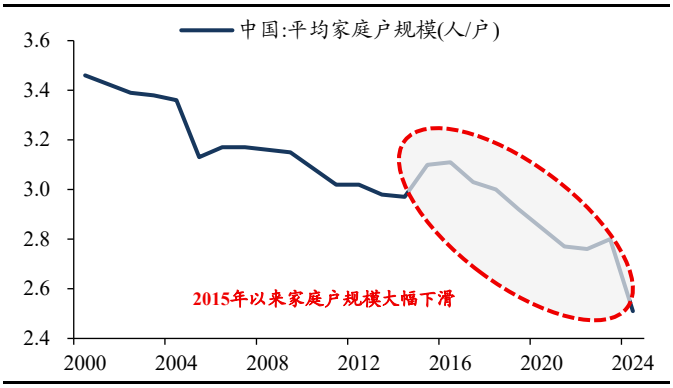
图11：2000 年以来居民教育水平显著提高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

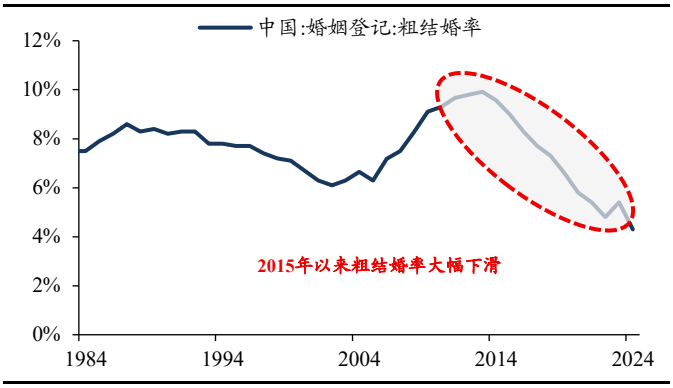
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图12：2000~2024 年平均家庭户规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

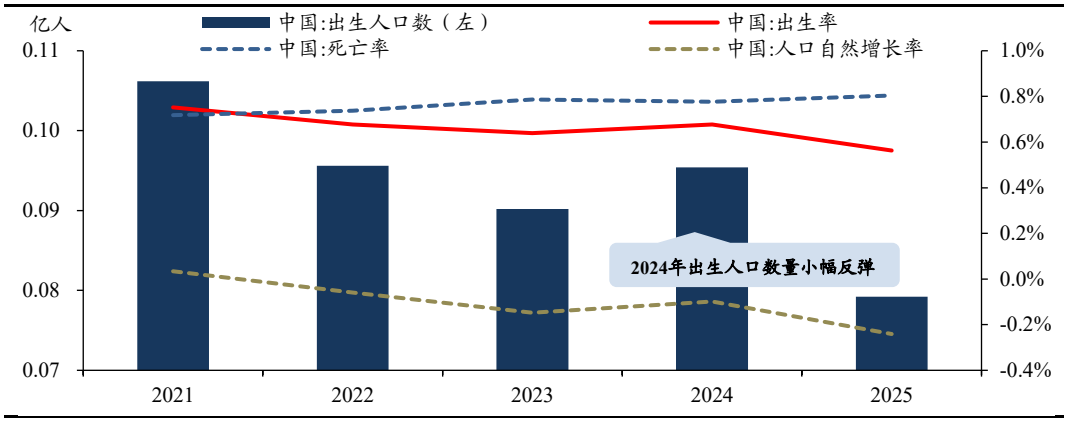
图13：1984~2024 年中国粗结婚率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2024 年出生人口数量小幅反弹，此后重回下滑趋势。2024 年出生人口数量同比增长 5.8%至 0.10 亿人，出生率同比提升 0.04pct 至 0.68%，出生人口数量小幅反弹主要系 1）部分家庭在疫情期间积压的生育计划逐渐释放，2）龙有吉祥寓意，龙年存在生育小高峰，但大势难抑，2025 年出生人口数同比下滑 17.0%至 0.08 亿人，出生率同比下滑 0.12pct 至 0.56%。

图14：2021~2025 年中国出生人口数及出生率/死亡率/人口自然增长率

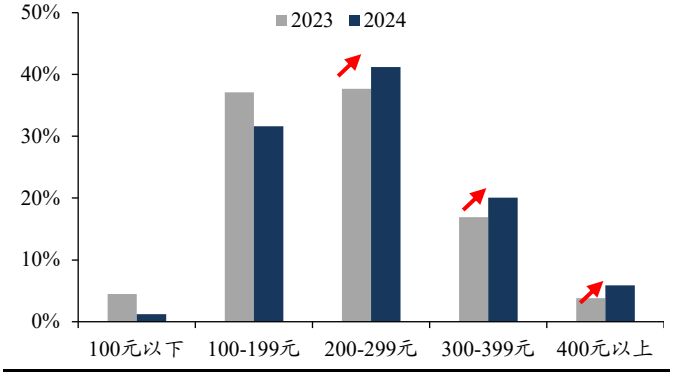


数据来源：Wind，东吴证券研究所

吨价更为坚挺，处于相对较高位置。自 2018 年以来销量表现疲软，吨价提升成为核心增长引擎，2018~2025 年销量、吨价 CAGR 分别为-6.0%、4.3%。在近年消费环境弱复苏背景下婴配粉吨价更为坚挺，主因品类使用者与购买者分离，购买者出于安全/营养等因素考量更愿意支付溢价，据艾媒咨询统计 2024 年 200~299 元、300~399 元、400 元以上奶粉价格带消费者购买占比同比+3.5pct、+3.2pct、+2.1pct；其次近年国内婴配粉政策标准逐步升级完善，2023 年婴配粉新国标正式实施，在常量营养素来源以及矿物质/维生素含量方面提出更严格要求，同时进一步规范产品标签内容，新国标政策趋严挤压低劣产品生存空间。横向对比海外成熟消费市场，中国婴配粉吨价在 OECD 各国中处于相对较高位置，2025 年中国、韩国、日本婴配粉吨价分别为 35、24、17 千美元/吨。

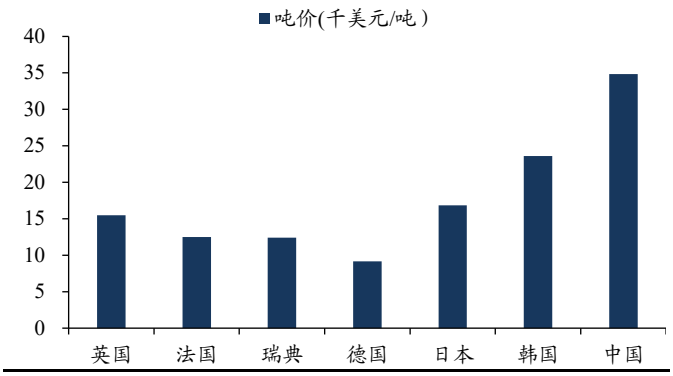
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图15：2023~2024 年各奶粉价格带消费者购买占比



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

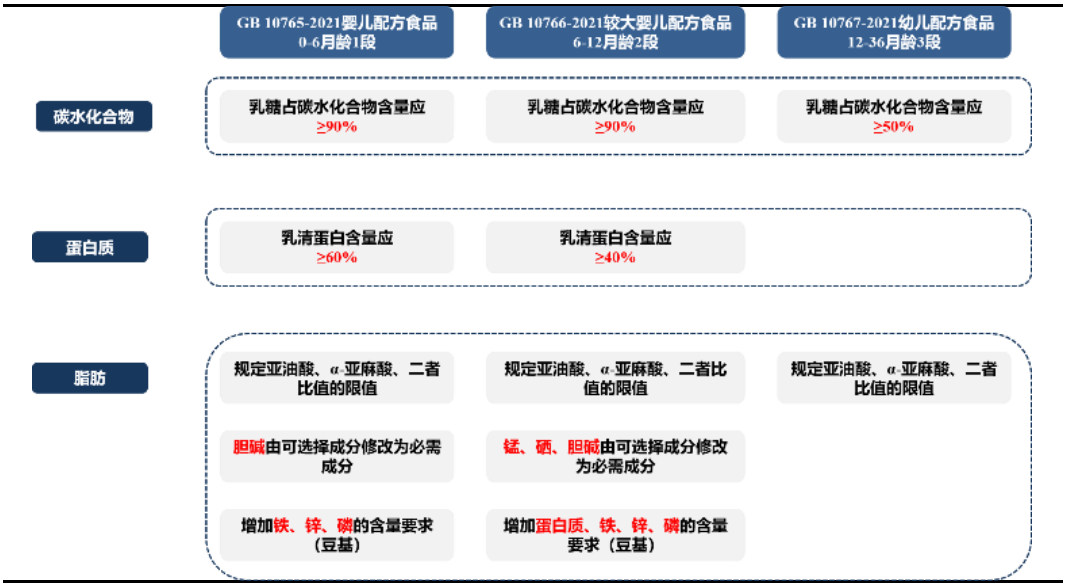
图16：各国婴配粉吨价对比（2025A）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

注：此处吨价口径选自 Baby Food，由于婴配粉占 Baby Food 销售额比重近 90%，故此处使用 Baby Food 吨价具有可借鉴意义

图17：婴配粉新国标梳理



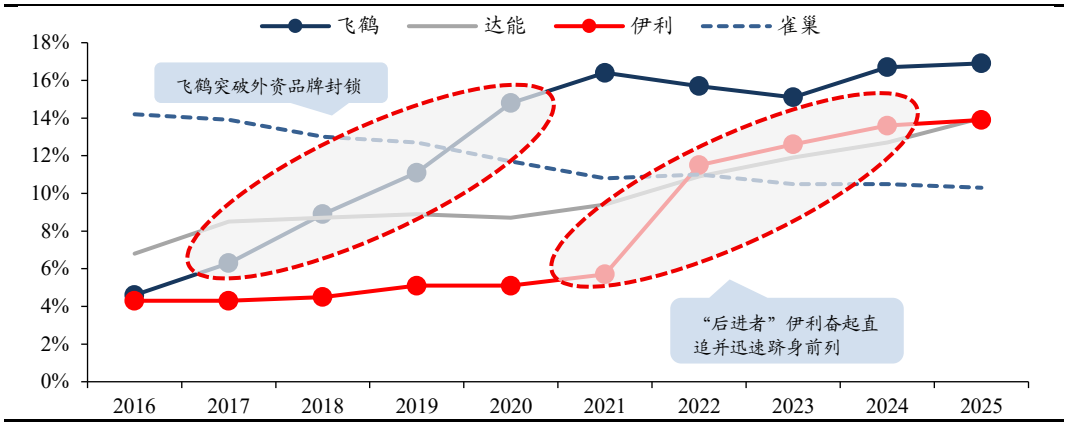
数据来源：食品安全国家标准，东吴证券研究所

行业承压延续，份额更向头部集中，比拼全域运营能力。婴配粉市场整体表现偏弱，加之新国标实施进一步规范产品标准要求，中小品牌由于配方研发、质量管控以及渠道运维等方面相对欠缺，新客减少/销量承压弱化固定成本摊薄能力，渠道费投和库存压力加大挤压盈利空间，长尾品牌出清加速，行业份额更向头部集中，2025 年婴配粉市场销售额 CR5 约 59.4%，相较 2021 年提升 9.9pct。过去母婴店是婴配粉销售核心渠道，主要系消费者在怀孕前对母婴产品既无需求也无品牌认知，消费者在产生需求时通常因缺乏母婴产品相关知识而难以自主做出购买决策，相较传统零售“客找货”销售模式，母婴店更承担推广功能，专门为消费者提供专业服务和体验。近年内容电商等线上平台迅速兴起，逐步承接母婴店渠道消费者认知教育及品牌推广职能，全渠道运营能力成为企业

请务必阅读正文之后的免责声明部分

抢占份额的核心，伊利股份依托长期母乳研究积淀，持续迭代核心配方，强化高端功能型产品布局，同时线上渠道运营提效发力，线下深化与全国母婴连锁店战略合作，强化渠道库存管理，近年销售额市占率迅速跃升，2025 年“澳优+金领冠”市场份额已超过中国飞鹤，占据行业榜首。

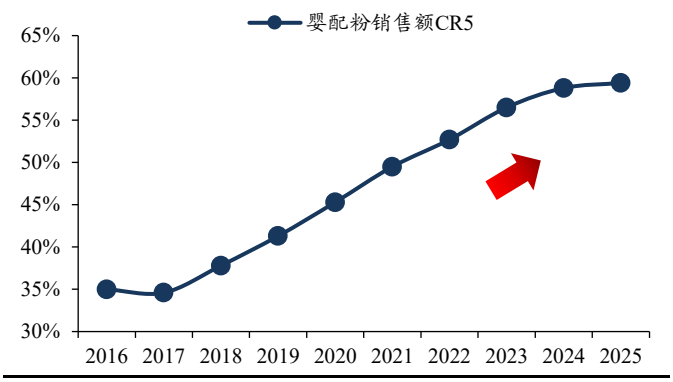
图18：2016~2025 年婴配粉头部企业市占率（按销售额计）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

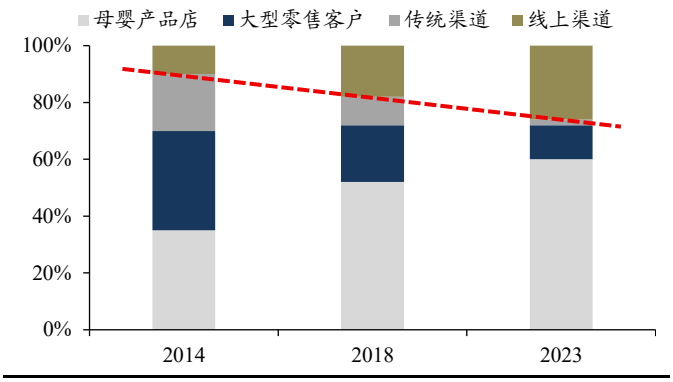
注：数据口径为婴儿食品（Baby Food），包括婴配粉（占婴儿食品主要比重），以及米粉等干燥婴儿食品、肉泥等预制婴儿食品和营养补剂等其他婴儿食品，其中伊利婴配粉市占率已于 2025 年超过飞鹤，跃居行业第一

图19：中国婴配粉市场销售额 CR5



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图20：中国婴配粉市场渠道结构



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

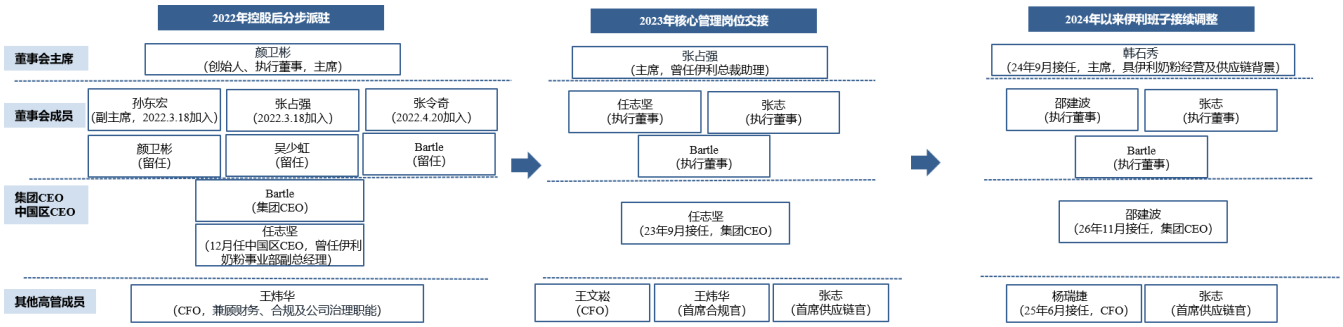
1.3. 管理配置调优，渠道复苏在途

伊利入主澳优，管理团队稳步交接，团队能力配置持续调优。自 2022 年完成对澳优全面要约收购，国内乳业龙头伊利集团持续推进组织管理整合。1）2022 年伊利先通过董事会席位及中国区负责人参与治理和经营：3 月要约收购结束后董事会重组，乔百君辞任非执行董事，伊利总裁助理、战略企划部负责人张令奇获任非执行董事，同时刘俊辉、万贤生辞任独立非执行董事，马骥、任发政加入；7 月伊利奶粉事业部副总经理任志坚加入澳优，同年 12 月出任中国区首席执行官，负责中国区业务战略及经营管理。2）2023 年进一步引入财务、供应链管理人员，创始人退出核心管理岗位：1 月伊利国际业务部供应链总监张志加入公司，负责生产、供应保障及质量管理，同期 Bartle 退任

请务必阅读正文之后的免责声明部分

集团行政总裁、继续担任执行董事，转向重点负责荷兰并购、乳品供应策略及资本开支项目，创始人颜卫彬接任集团行政总裁职位，并兼任董事会主席；2 月伊利财务管理部财务总监及并购部负责人王文崧接任首席财务官；9 月创始人颜卫彬、执行董事吴少虹辞任各自岗位，张占强升任董事会主席，任志坚由中国区 CEO 升任集团行政总裁并获任执行董事，张志在首席供应链官基础上获任执行董事。23H2 伊利系管理人员已覆盖董事会主席、集团 CEO、财务及供应链等关键环节，管理交接明显深化。3）2024 年以来经营团队能力配置深入调整：2025 年王文崧因工作变动辞任 CFO，24 年 10 月加入伊利的杨瑞捷接任，此前杨瑞捷已在宝洁任职 11 年，具有跨国家和地区财务管理经验；26 年 11 月任志坚因个人安排辞任执行董事、行政总裁及薪酬委员会成员，在伊利集团内部任职 28 年的邵建波接任，邵建波此前历任液态奶事业部生产大区总经理、质量总监、总部质量管理部总经理及企业事务部高级总经理，生产、质量、运营及综合管理经验突出。

图21：澳优核心管理团队变迁梳理



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：澳优核心管理团队梳理（2026H1）

姓名	年龄	职位	履历
韩石秀	50	董事会主席，非执行董事	2024 年 9 月获委任为澳优董事会主席兼非执行董事。1997 年 6 月加入伊利股份，历任液态奶事业部供应总监、物流总监、战略企划部负责人及奶粉事业部总经理，2024 年起担任集团总裁助理，在供应链及婴幼儿配方奶粉领域拥有逾 20 年经验。
Bartle VAN DER MEER	79	执行董事	2013 年 6 月获委任为澳优执行董事兼行政总裁，2023 年 1 月卸任行政总裁，主要负责集团荷兰业务的并购、乳品供应策略及管理，以及新增资本开支项目。为 Ausnutria B.V.联合创始人，自 1994 年公司成立以来持续参与战略管理，2020 年 1 月起担任董事会成员，并于 2020 年 1 月至 2023 年 7 月担任董事会主席。曾任职于荷兰合作银行（Rabobank）逾 25 年，1994 年起担任 Fan Deming B.V.执行董事，该公司持有澳优主要股东 DDI 的全部股权。
张志	43	执行董事，区域总监	2023 年 1 月加入澳优，担任首席供应链官，全面负责生产、供应链保障及质量管理，2023 年 9 月获委任为执行董事。此前曾任伊利股份国际业务部供应链总监，在伊利冷饮、奶粉等业务部门累计任职 19 年，拥有丰富的国际业务、供应链及运营管理经验。
邵建波	49	执行董事，行政总裁	2026 年 11 月加入澳优，同月获委任为执行董事兼行政总裁，全面负责集团业务战略、经营管理及营运发展。此前于伊利股份任职 28 年，历任液态奶事业部生产大区总经理、质量总监，以及总部质量管理部总经理、企业事务部高级总经理，拥有丰富的乳制品质量管理、运营管理及综合管理经验。

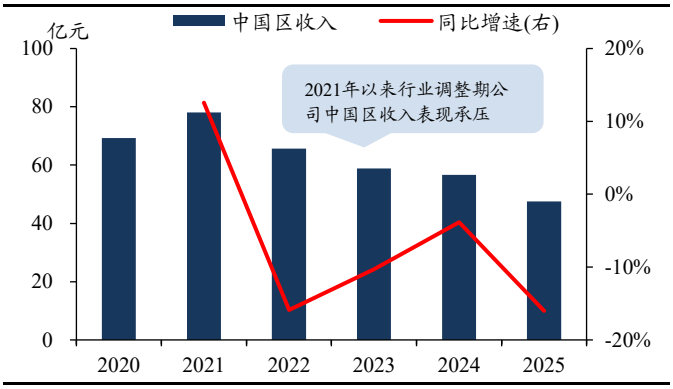
请务必阅读正文之后的免责声明部分

杨瑞捷	36	首席财务官	2024 年 12 月加入澳优，2025 年 6 月获委任为首席财务官。2024 年 10 月加入伊利股份，曾任财务管理部副总经理。此前于宝洁任职 11 年，负责不同国家及地区的财务管理工作，拥有丰富的快消品全价值链财务管理、跨文化协同及全球资源整合经验。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

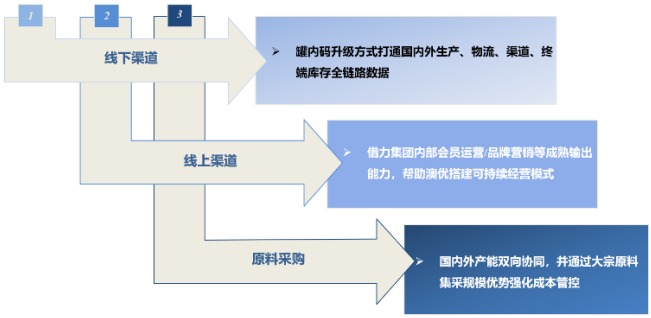
渠道治理更加精益，全域渠道运营强化有力。行业调整期公司线下渠道管控问题接连暴露，表现为 1）库存累积效应放大，经销商资金承压、渠道利润受损，2）产品窜货扰乱价盘，3）新旧产品切换不畅，新品存在市场适应问题，4）以及数字化系统升级期间出货调整等。伴随经营管理团队深入调整，澳优与伊利协同进一步深化，渠道治理更加全面，一是针对线下渠道，从渠道运营/数字化管理方面深度赋能，通过罐内码升级方式打通国内外生产、物流、渠道、终端库存全链路数据，实现需求和生产发货精准匹配，常态化管控渠道库存；二是针对线上渠道，借力集团内部会员运营/品牌营销等成熟输出能力，帮助澳优搭建可持续经营模式；三是进一步发挥集团规模化优势，国内外产能双向协同，并通过大宗原料集采规模优势强化成本管控。乳业龙头伊利集团持续推进澳优收入和盈利改善治理，26Q3 澳优收入表现边际好转，协同效应正在显露，我们预计下半年将对伊利集团实现正向收入贡献，盈利亦能实现较好修复。

图22：澳优中国区业务收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：2025 年以来伊利从三个维度赋能澳优

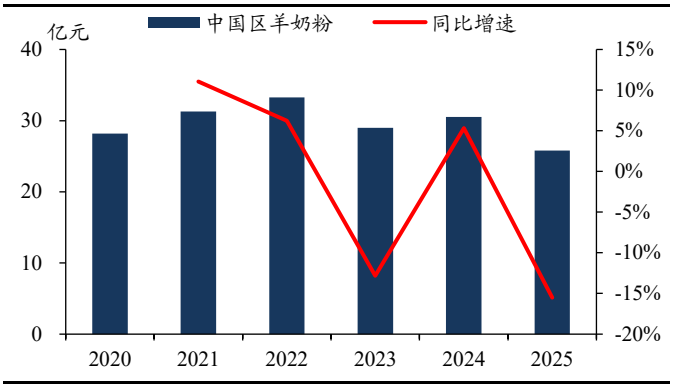


数据来源：东吴证券研究所整理

2020 年第一轮渠道治理：在行业销量下滑背景下，2020 年前后疫情爆发导致母婴店营销推广/面对面教育活动减少，佳贝艾特分销渠道销售放缓，加之部分母婴店暂停经营，新客开发乏力，库存积压伤害渠道利润，部分产品出现跨区域销售等问题，窜货扰乱市场价格，渠道秩序相应受到影响。佳贝艾特业务单元快速调整策略，重新整顿渠道：1）厂商层面推进渠道数字化变革，佳贝艾特启动数字化云码项目，以产品编码/渠道数据/会员数据等数字化项目连接渠道运营与会员精准营销，改善会员服务，并提升单客价值；2）渠道层面与经销商共同优化库存，实施严格奖惩机制；3）终端层面强化产品追踪体系，加强产品内码保护，并成立市场巡查小组，严防恶性窜货现象及跨地区销售产品。经过 2020 全年渠道整治，2021 年母婴店对佳贝艾特羊奶粉产品渠道信心回暖，市场价格趋稳，库存和终端销售水平重回正轨。

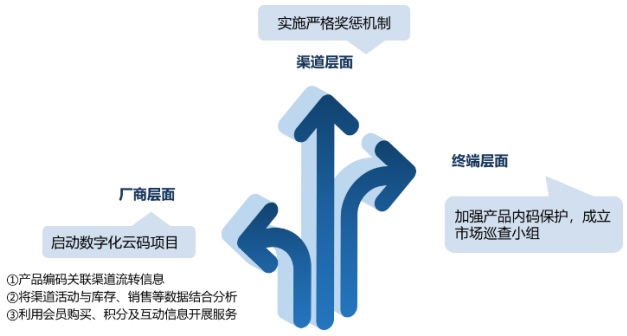
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图24：中国区羊奶粉收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

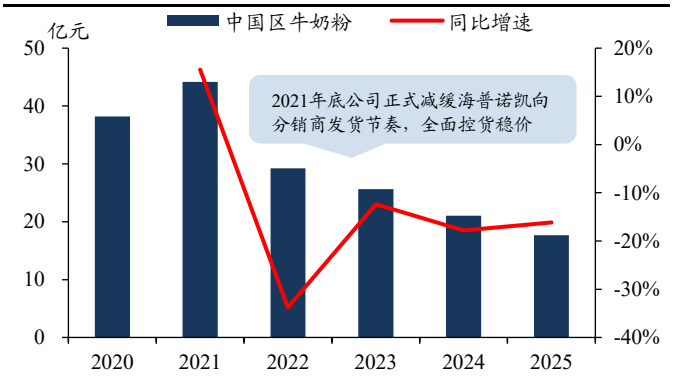
图25：2020 年佳贝艾特羊奶粉渠道治理逻辑



数据来源：东吴证券研究所整理

2021~2024 年第二轮渠道治理：同佳贝艾特羊奶粉一致，海普诺凯牛奶粉在行业调整+渠道推力阶段性受阻中动销不畅，存在一定库存累积效应，经销商资金承压、渠道利润受损。随着 2021 年佳贝艾特羊奶粉渠道调改成效逐步显露，6 月公司针对海普诺凯逐步实行控货政策，同时将进销存与消费者会员系统衔接，匹配经销商进货与终端动销，预警库存压力，并筛选出优质经销商。2021 年底公司正式调整海普诺凯销售政策，减缓向分销商发货节奏，同时分销渠道整体库存控制和窜货管控更加严格，缓解经销渠道库存与资金压力，例如海普诺凯 1897 加强窜货考核，对于产品分销到非授权门店，公司将按窜货条例处理。2024 年婴配粉新国标落地，海普诺凯新旧产品切换不畅仍一定程度受产品出货约束影响，此外还受 1）部分新国标产品获批时间晚于预期，2）新旧国标产品切换过程中存在市场适应问题影响。

图26：中国区牛奶粉收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27：新国标荷致 3 段婴配粉特点梳理



数据来源：东吴证券研究所整理

2025 年~26H1 第三轮渠道治理：随着 2025 年以来伊利系管理团队经营配置深入调整，澳优与伊利集团协同效应进一步释放，渠道治理更加深入。1）线下渠道：2025 上半年佳贝艾特/海普诺凯各系列产品全面启动内码升级，内码即每罐奶粉中唯一溯源码，通过数字化手段打通国内外生产、物流、渠道、终端库存全链路数据，实现需求和生产

请务必阅读正文之后的免责声明部分

发货精准匹配，常态化管控渠道库存，渠道运营更加精益化。在产品内码升级过程中，公司主动清理无内码渠道库存，改善渠道利润管理和经销商合作，奶粉产品出货量短期减少，但大幅改善在售产品新鲜度，并提升渠道透明度和消费者服务保障。2）线上渠道：复用伊利集团内部成熟的会员运营和品牌营销方法论，构建可持续经营模式。伊利自有品牌金领冠在线上渠道运营积攒丰富经验，公域渠道借力内容电商平台实现客群精准触达，私域渠道成功通过生育补贴结合会员运营搭建高效获客体系，并以内容营销沉淀高复购私域会员，提升用户粘性。复用伊利线上运营成功方法论，佳贝艾特借力小红书等内容电商平台，进一步深化消费者品类认知，例如品牌在小红书开展“早知道大会”和“溯源看世界”双 IP 活动，将喂养知识沟通与海外溯源内容结合，增加品牌曝光并深化品类教育；海普诺凯扩大罐内码应用边界，强化会员营销效率，一是围绕不同区域和活动安排权益投放，二是通过产品互动形成信息积累，支持后续用户分层服务，此外终端消费者扫码进一步反哺厂商强化渠道治理。26H1 澳优有效会员环比+27.3%，会员贡献环比+2.52pct，线上渠道运维持续深化。

图28：罐内码全球跨境系统追溯全环节梳理



数据来源：公司官方公众号，东吴证券研究所

2. 板块核心观点推荐

基金的白酒持仓 26Q3 略有回升，但仍然处于低位和低配，白酒有序出清底部信号明朗，短期已经表现出较好的防御性，9 月以来相对收益明显，**2027 年基本面改善和报表修复驱动绝对收益可期**。1）重点看好基本面先行企稳品种，如贵州茅台，迎驾贡酒，古井贡酒，今世缘，再是经营调整能力较强，出清轨迹明确的五粮液/泸州老窖/山西汾酒等。2）大众品产业逻辑方面零售变革量贩**竞争力突出，重点关注开店和同店表现以及业态演进；重点看好乳业**，乳业从上游向下传导边际改善明显，推荐蒙牛乳业、伊利股份、盈利释放通道的妙可蓝多。继续看好保健品龙头 H&H 国际控股，重视金达威和民生健康。**餐供龙头安井食品保持高度稳健，市占率提升，业绩兑现度高**。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 风险提示

宏观经济不及预期：消费意愿较弱可能压制礼赠及餐饮场景，白酒 L 型调整态势，未来行业复苏严重不及预期。

食品安全风险：食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

白酒库存去化不及预期而业绩下修超预期：白酒如果去库存仍不及预期，可能对 2026 年度业绩仍有负面影响。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn