

投资评级:增持(首次)

财通证券婴配奶粉行业专题

斗折蛇行，未来可期

最近一年行业指数走势



联系信息

刘骞飞

分析师

SAC 证书编号: S0160519120003

liuaf@ctsec.com

相关报告

投资要点:

- **国产婴幼儿配方奶粉是不是个没有机会的行业?** 老龄化社会下, 预计我国出生人口数量短期内难以回升, 但短期下滑可能性同样较低。我们初步认为未来人口出生率继续降低的可能性有限, 预计将维持当前水平, 即每年 1300-1500 万人口增量。出生人口稳定低增长背景下, 行业将进入降速增长时代, 结构优化是必然趋势。
- **格局判断: 无序到有序的过度, 未来看集中度提升。** 2015 年以前行业基本处于无序竞争状态: 行业供给过剩, 终端大打价格战。根据乳业资讯网报道, 仅 2013 年内资企业配方奶粉投资新产能超过 150 万吨, 基本相当于当年产量。供给扩张需求下滑, 外加政策上的反垄断调查带来的影响, 行业开始打出价格战。2016 年开始行业格局逐步恢复: 2016 年奶粉注册制政策的发布助推行业从无序竞争转向有序竞争, 首先是加速了原本落后产能出清与低端品牌的淘汰, 而留出的空白则将由已获配方的品牌所填补。
- **渠道布局: 内外资奶粉差异化打法。** 我们认为未来内资奶粉有望继续提升市场份额。母婴门店连锁化率提升助推品牌。未来母婴门店将成为线下配方奶粉行业的主要渠道, 其独有的优势带来了较强的线下拉新能力。母婴门店连锁化率的提升一方面与上游品牌化供应商形成了稳定长期的供应关系, 另一方面由于配方奶粉依赖于线下地推拉拢新客, 因此高费用投放的品牌厂商更能占据有力的渠道优势。
- **投资建议: 存量背景下, 聚焦内资奶粉的结构性机会。** 我国婴配奶粉行业仍处于低出生率的宏观背景下, 新生儿或将维持在 1500 万人以下, 未来几年行业整体规模将维持低增长甚至 0 增长。但我们认为, 随着消费升级衍生出的健康需求, 落后产能将逐步出清, 行业品牌化及渠道下沉将是大趋势。在此背景下, 行业结构性机会仍在, 上游重点关注奶源及供应链, 下游关注渠道连锁化带来的品牌集中度提升机会。
- **风险提示:** 食品安全风险; 出生率及出生人口数量大幅下滑致使行业继续萎缩; 渠道激烈竞争引发价格战。

食品加工

证券研究报告

行业专题报告

行业研究

财通证券研究所

内容目录

1、 国产婴幼儿配方奶粉是不是个没有机会的行业？	4
1.1 国产婴幼儿配方奶粉：斗折蛇行，未来可期	4
1.2 行业背景：短期看结构，长期看延伸	5
1.3 国产婴配奶粉行业：数年“灾后重建”，逐步走向规范化发展	9
1.4 婴配奶粉行业格局：大容量+低增长	10
2、 行业供应链格局：供给需求严要求，品牌进入加速集中阶段	14
2.1 上游生产端格局：配方、奶源及生产工艺	14
2.1.1 详解注册制：意义及影响	14
2.1.2 生产工艺：干法、湿法、干湿混合法	16
2.1.3 详解配方成分：功能型延伸为新方向	17
2.1.4 奶源地梳理：极为重要的一环	19
2.1.5 格局判断：无序到有序的过度，未来看集中度提升	21
2.2 渠道及需求端格局：价格带，跨境新政，三四线城市渗透率提升	21
2.2.1 价格带：外资品牌普遍较高，内资品牌上移突破	21
2.2.2 渠道布局：内外资奶粉差异化打法	22
2.2.3 跨境新政严监管，有助于拉平内外资起跑线	24
3、 投资建议：存量背景下，聚焦内资奶粉的结构性机会	24
4、 风险提示	25

图表目录

图 1：我国出生率及出生人数一直呈现下滑趋势	6
图 2：我国 65 岁以上人口占比	7
图 3：日本 65 岁人口占比	7
图 4：1990 年后日本出生率情况	7
图 5：近几年我国出生人口数量	8
图 6：近几年我国婴配奶粉规模	8
图 7：国产/进口品牌零售价	8
图 8：中国婴幼儿配方奶粉零售销量	8
图 9：2014 年国产/进口品牌份额占比	9
图 10：2018 年国产/进口品牌份额占比	9
图 11：6 个月内婴儿喂养方式分布	11
图 12：婴幼儿配方乳粉注册流程及时限	16
图 13：我国婴幼儿配方奶粉零售均价	22
图 14：菲仕兰子母奶粉	23
图 15：惠氏 SMA 系列	23
表 1：婴幼儿配方奶粉行业政策一览	5
表 2：1 段奶粉人均建议消费量	11
表 3：1 段奶粉消费群体总数测算	12
表 4：2、3 段奶粉人均建议消费量	13
表 5：2、3 段奶粉消费群体总数测算	13
表 6：3 段奶粉敏感性测算	14
表 7：新《婴幼儿配方乳粉配方注册管理办法（征求意见稿）》主要修订内容	15

表 8: 婴幼儿配方奶粉生产工艺对比.....	16
表 9: 婴幼儿配方奶粉分段主要区别.....	18
表 10: 婴幼儿配方奶粉产品主要卖点梳理.....	18
表 11: 婴幼儿配方奶粉工厂及奶源地梳理.....	19
表 12: 婴配奶粉产品 2013 年集体降价.....	21
表 13: 我国连锁母婴零售商龙头企业.....	23
表 14: 母婴类税改前后.....	24

1、国产婴幼儿配方奶粉是不是个没有机会的行业？

婴幼儿配方奶粉（以下或称为“婴配奶粉”、“婴幼儿配方乳粉”或“配方乳粉”）是指为了满足婴儿的营养需要，在奶粉中加入各种营养成分，以达到接近母乳的效果。相比较普通奶粉，**婴配奶粉的成分更接近母乳**，将酪蛋白改变为乳清蛋白，并去除饱和脂肪酸，添加多种适合宝宝吸收的微量元素等。

1.1 国产婴幼儿配方奶粉：斗折蛇行，未来可期

国产婴幼儿配方奶粉规模化生产于 20 世纪 80 年代，发展至今已有数十年历史。上世纪 80-90 年代，我国婴配奶粉的研制逐步取得了成果，并在 90 年代开始推出市场。

1984-2007 年：第一个黄金发展时期

1987 年 7 月，我国国家经济委员会正式将乳制品作为主要行业发展方向和重点。90 年代，三鹿集团通过深度全国化运营实现了快速发展。国际品牌方面，80-90 年代，国际品牌惠氏、多美滋、美赞臣、雅培等也通过成立办事处、合资、建厂等方式着手布局中国业务。当时外资奶粉的竞争力并不如国产奶粉，国产品牌市场占有率高达 6 成以上，当年的龙头企业三鹿曾蝉联 17 年中国奶粉销售额第一位。

2008-2012 年：结构调整，内资外资份额更迭

2008 年发生的三聚氰胺事件使国产奶粉品牌遭受重创，当年龙头企业三鹿集团自检称 700 吨产品受到三聚氰胺的污染。此后，国家质检总局检验出其他多个厂家奶粉同样存在三聚氰胺，一时间国产奶粉的口碑和信誉直线下滑。受污染的产品虽在当年得到控制，但国产奶粉在消费者口碑中已然受损。据调查，2011 年仍有 7 成消费者不敢购买国产奶粉。

由于婴幼儿配方奶粉的刚需性，进口奶粉品牌在国产奶粉遭遇危机时迅速填补国产奶粉重创后的市场空白。国内消费者通过各种途径抢购洋奶粉。由于消费者对于国外奶粉的过度热捧，使得国外产品不断涨价。而同时段的国产品牌，则主要拓展区域市场，做渠道下沉。

2013-2015 年上半年：行业整合，监管趋严

2013 年，由三聚氰胺事件引发的奶业动荡进入了更深层次的博弈。2013 年 3 月，香港开始实施奶粉限购。同时，由于价格不断上涨，国家发改委开始对多家奶粉生产企业展开反价格垄断调查，使得奶粉价格上涨势头得到一定程度的遏制。同年 8 月，恒天然爆出肉毒杆菌事件，后被证实为乌龙事件。但由于当时奶粉行业消费者信心仍处于“灾后重建”的脆弱状态，该事件导致采用恒天然进口乳清蛋

白粉的达能多美滋品牌遭受重创，品牌力严重受损。

2015年下半年：政策组合拳下的行业结构转变

2016年是婴配奶粉行业政策重大转变的一年：首先是2015年9月，食药监局颁布了《婴幼儿配方乳粉配方注册管理办法（试行）》的征求意见稿，规定一个产品配方只能生产一种产品，每个企业不得超过3个系列9种产品配方等；10月1日，新修订的食品安全法正式实施，将婴幼儿奶粉由备案制改为注册制，意味着我国对婴幼儿奶粉的管理上升到药品级别。2016年，跨境电商新政提高了进口奶粉的综合购买成本。2019年6月，七部门引发《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，提出了力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在60%以上的目标，同时鼓励国内企业境外收购和建设奶源基地。

表 1：婴幼儿配方奶粉行业政策一览

政策名称	正式实施日期	重点内容
《中华人民共和国食品安全法》	2015年10月1日	婴幼儿配方乳粉的产品配方应当经国务院食品药品监督管理部门注册。
《婴幼儿配方乳粉配方注册管理办法》	2016年10月1日	(1) 同一企业申请注册两个以上同年龄段产品配方时，产品配方之间应当有明显差异，并经科学证实。 (2) 每个企业原则上不得超过3个配方系列9种产品配方（1段、2段、3段各三种）。
《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	2016年4月8日	进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的70%征收（食品类新综合税率为17% * 70% = 11.9%）。
《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》	2019年5月23日 (发布时间)	(1) 力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在60%以上。 (2) 大力提倡使用生鲜乳生产婴幼儿配方乳粉；促进企业兼并重组和提档升级；支持国内企业在境外收购和建设奶源基地等。

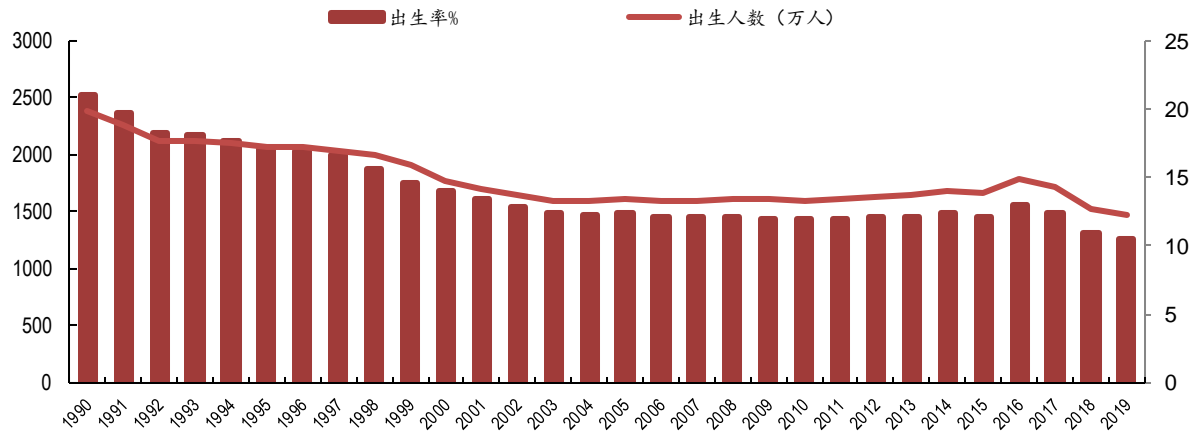
数据来源：财通证券研究所整理

从监管政策风向来看，我国对于婴幼儿配方奶粉的监管定调呈现以下几点：(1) 从严监管；(2) 鼓励公平竞争；(3) 支持国产企业补短板。

1.2 行业背景：短期看结构，长期看延伸

目前我国婴幼儿配方奶粉面临一个不争的事实，即是近几年新生儿数量的下降。2016年我国正式放开二胎政策，使得生育率以及新生儿人口出现小幅回暖，但在二胎政策放开的第二年即继续延续回落趋势。2018年我国新生儿人口数量为1523万人，2019年为1465万，较2018年继续下滑。

图1：我国出生率及出生人数一直呈现下滑趋势



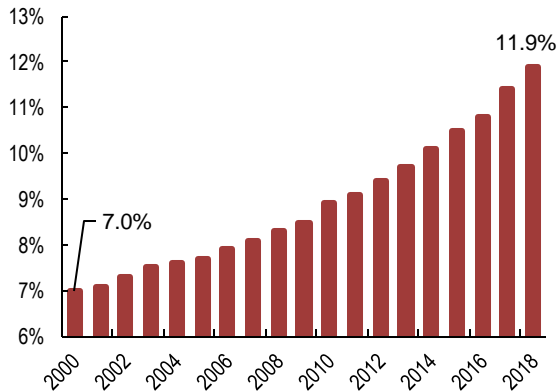
数据来源：Wind，财通证券研究所

新生儿数量的下滑是否会造成消费需求的大幅锐减？

(1) 老龄化社会下，预计我国出生人口数量短期内难以回升，但短期下滑可能性同样较低。按照联合国传统标准，一个地区 65 岁老人占总人口比例达到 7%，即视为老龄化社会。我国 2001 年 65 岁以上老年人口占比为 7%，已达到老龄化社会标准。至 2018 年我国 65 岁以上人口占比提升至 11.9%，历时 17 年。

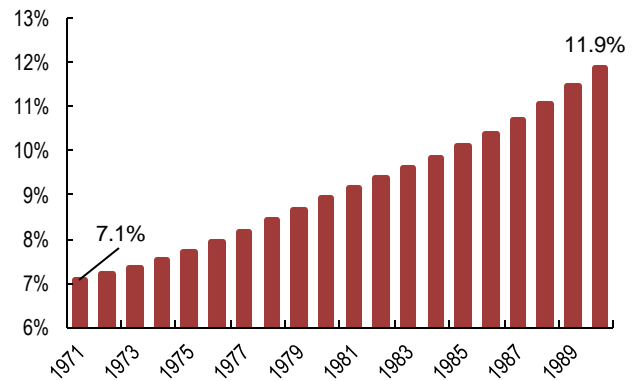
对照日本人口结构来看，日本 1971 年进入老龄化社会，并且于 1990 年 65 岁人口占比即达到我国当前水平（11.9%），历时 19 年。1990 年日本出生率为 10%，此后 10 年内保持相对稳定的状态。我国 2018 年人口出生率为 10.9%，2019 年虽然继续减少，但类比日本 1990-2000 年间的出生率情况，且考虑到二胎政策红利托底，我们初步认为未来人口出生率继续降低的可能性有限，预计将维持当前水平，即每年 1300-1500 万人口增量。

图 2：我国 65 岁以上人口占比



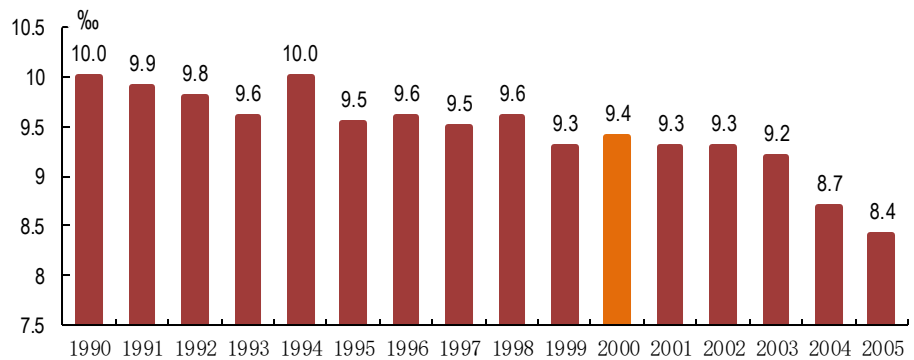
数据来源：国家统计局，Wind，财通证券研究所

图 3：日本 65 岁人口占比



数据来源：日本统计局，Wind，财通证券研究所

图 4：1990 年后日本出生率情况

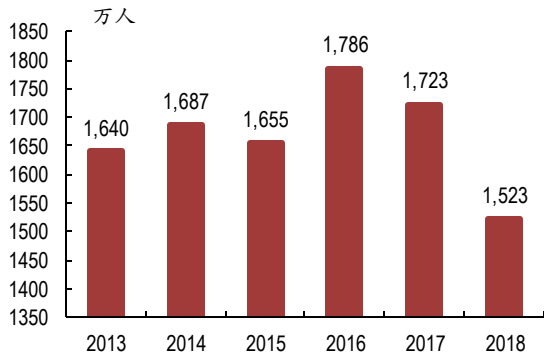


数据来源：日本统计局，Wind，财通证券研究所

(2) 我国婴幼儿配方奶粉总量逆势提升

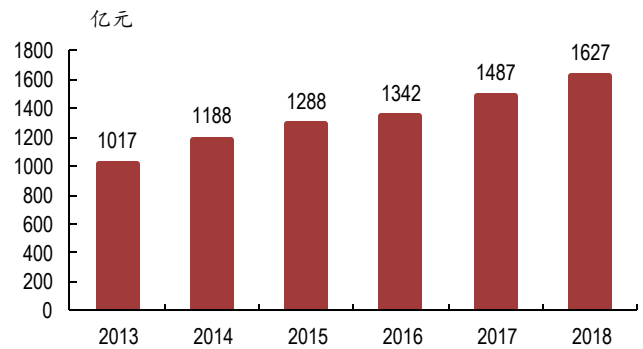
近几年虽然我国出生率及出生人口数量处于下滑趋势，但婴幼儿配方奶粉销售规模不降反升，原因在于配方奶粉产品的销售均价以及渗透率的持续提升。最近几年我国的出生人口数量与奶粉销售额并不呈现正相关关系。2016 年由于二胎政策的放开，我国出生人口数量短期回升，随后继续下降，而近几年我国婴配奶粉行业规模则持续提升。

图 5：近几年我国出生人口数量



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

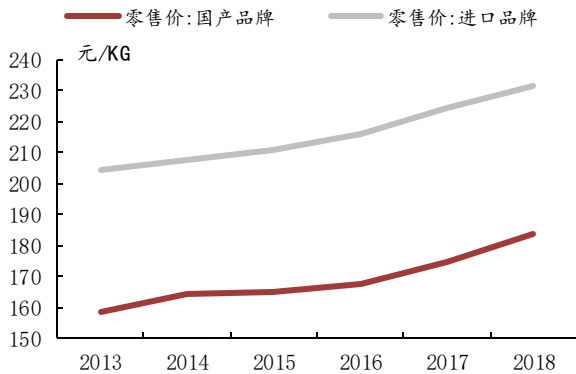
图 6：近几年我国婴配奶粉规模



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

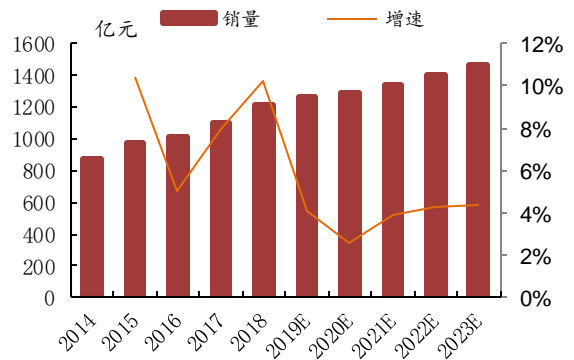
究其原因，我们认为近几年国内市场婴配奶粉零售均价的提升为总规模的提升贡献了一部分的增量，但更重要的是来自渗透率的提升。2014-2018 年期间，国产/进口婴幼儿奶粉零售价分别提升 16.0%/13.4%。而根据弗若斯特沙利文统计，我国婴幼儿配方奶粉的零售销量从 2014 年的 876 千吨提升至 1209.1 千吨，五年间销量同比提升 38.0%。

图 7：国产/进口品牌零售价



数据来源：海关总署，财通证券研究所

图 8：中国婴幼儿配方奶粉零售销量



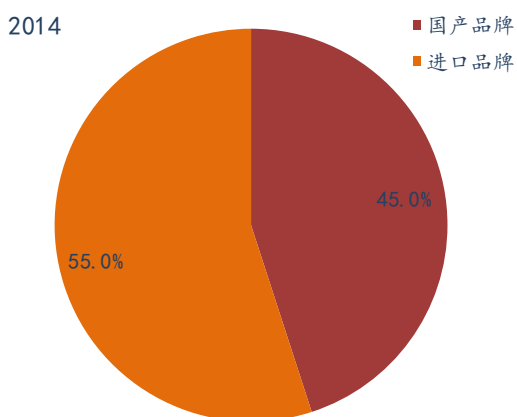
数据来源：弗若斯特沙利文，飞鹤招股说明书，财通证券研究所

(3) 出生人口稳定低增长背景下，行业将进入降速增长时代，结构优化是必然趋势。从 2019 年开始，我国婴配奶粉行业进入“降速增长”时代。根据弗若斯特沙利文预测，2019-2023 年中国婴幼儿配方奶粉销售额复合增长率为 6.9%，其中销量复合增长率为 3.8%，均价复合增长率为 3.0%。

2019 年我国出生人口数量的大幅下滑，使婴配奶粉销售增速下降，但渗透率的提升有望降低出生人口数量下滑带来的影响：1、2 段奶粉的销售额主要取决于当年的出生人口数量，而 3 段奶粉的销售额则滞后 1-2 年。而随着我国渗透率的提升，2017-2018 年的出生人口逐步成为 3 段消费群体。因此，我们判断 2019 年 3 段奶粉的增长将缓和 1、2 段奶粉下滑带来的影响。

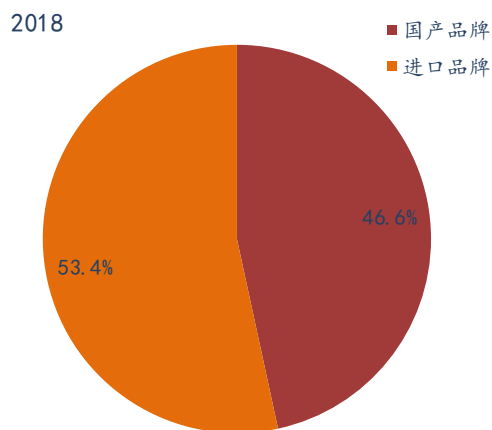
行业低速增长下，我们认为未来结构优化的方向将是品牌化与国产化。根据《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，我国力争婴幼儿配方奶粉自给率达到 60%，同时鼓励婴幼儿配方奶粉企业兼并重组、境外收购和建设奶源基地等方式提高行业集中度，淘汰落后产能。目前，国产品牌仍然面临均价低于进口、一二线城市品牌影响力弱的问题，扭转尚需时间，但近几年国产品牌份额已然在提升。

图 9：2014 年国产/进口品牌份额占比



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

图 10：2018 年国产/进口品牌份额占比



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

1.3 国产婴配奶粉行业：数年“灾后重建”，逐步走向规范化发展

由于历史原因，国产品牌在消费者心智中的地位一直弱于国外品牌。我国婴配奶粉行业起步并不算晚，新中国成立后，大量私营、外资乳品企业转为国有，同时国营乳制品企业开始成立，国内奶粉生产逐步实现工业化。彼时内资品牌经过长时间的市场营销与拓展，赢得了国内消费者更好的口碑。而后，由于三聚氰胺事件的爆发使得内资品牌口碑一落千丈。国外品牌则借助这一契机，逐步抢占国产奶粉退出后的市场空白，市场占有率及产品价格不断提升。

国产品牌口碑不如进口品牌的原因？

食品安全问题一向是行业发展中所需关注的最重要的问题，而父母对于新生宝宝的关注则更决定了食品安全的重要性。2003 年阜阳“空壳奶粉”事件使我国全面开始围剿劣质奶粉，并将 54 家奶粉企业列入黑名单。另外，2008 年的三聚氰胺

事件让整个行业受损严重，国产品牌遭遇严重的信任危机，当时的龙头企业三鹿轰然倒下，而其他国产品牌诸如贝因美、雅士利、飞鹤等暂居区域市场。

值得注意的是，食品安全事件并不只是损伤国产品牌的口碑。2013年恒天然的肉毒杆菌乌龙事件也直接导致达能多美滋品牌的严重受损。由于婴幼儿配方奶粉的目标受众为新生儿，作为消费者的父母对于食品安全问题会尤其敏感。

1.4 婴配奶粉行业格局：大容量+低增长

我国婴幼儿配方奶粉行业属于典型的“大容量+低增长”行业：我国新生儿数量不断下滑，去年新生儿人口数量已下降至 1500 万以下，且低生育率的情况在未来几年仍可能继续维持。与之相对应的，是人均消费量的提高：我国婴幼儿配方奶粉零售均价近几年持续提升，同时整个母婴市场规模也保持正增长。

行业容量是否会因出生率的下滑以及母乳喂养率的提高而大幅萎缩？

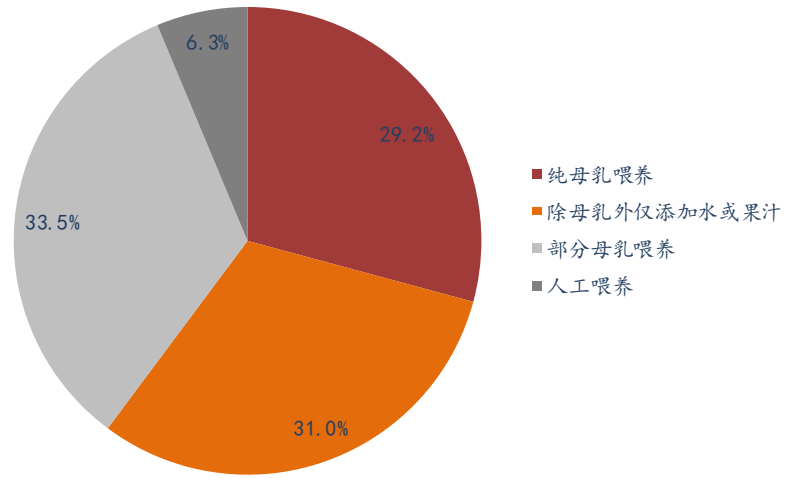
市场对于婴幼儿配方奶粉行业需求仍有下滑的担忧：的确，近年来新生儿数量边际下滑，2019 年新生儿数量跌破 1500 万关口。另外，根据 2019 年《中国母乳喂养影响因素调查报告》数据，我国婴儿 6 个月内纯母乳喂养率为 29.2%，距离 2020 年 50% 的目标还有较大的差距。而我国及世界卫生组织均建议对 0-6 个月的宝宝进行纯母乳喂养。因此市场对于行业的预期并非扩容，而是萎缩。

我们认为简单的利用母乳喂养率提升以及新生儿人口低位的简单逻辑并不足以武断的认为行业将出现下滑，因为这忽略了行业内部的结构优化问题，即 2、3 段奶粉的增长是否能够抵消 1 段奶粉的下滑。为了探究我国婴幼儿配方奶粉未来的成长方向和空间，我们对需求量进行了测算。以下是我们的测算过程：

1 段奶粉需求量测算：

- (1) **关于母乳喂养率：**目前市场上对于母乳喂养率的数据均引用中国发展研究基金会发布的《中国母乳喂养影响因素调查报告》，报告显示 2018 年我国 6 个月内婴儿纯母乳喂养率为 29.2%。我们通过查阅该报告详细内容后发现，其对喂养方式分为四种情况：1) 纯母乳喂养；2) 除母乳外仅添加水或果汁；3) 部分母乳及部分奶粉等喂养；4) 人工喂养，即不采用母乳。通过该项分类，我们发现 3、4 两项喂养方式为奶粉消费群体（占比 40%），而 1、2 两项喂养方式非奶粉消费群体（占比 60%）。

图 11：6 个月内婴儿喂养方式分布



数据来源：中国发展研究基金会，财通证券研究所

(2) 关于 1 段奶粉人均建议消费量：按照各大婴幼儿配方奶粉企业给出的喂养建议（此处以贝因美为例，每量匙 4.5g），我们测算 1 段奶粉的人均建议消费量为 24KG。

表 2：1 段奶粉人均建议消费量

幼儿年龄	每次喂养量（量匙）	每日喂哺次数	天数	总量（g）
0-1 周	2	7.5	7	473
1-2 周	3	6.5	7	614
2-4 周	4	6.5	14	1638
1-2 月	5	5.5	30	3713
2-4 月	6	5.5	60	8910
4-6 月	7	4.5	60	8505
总计			178	23852

数据来源：贝因美京东自营店，财通证券研究所

关于消费群体总数的界定：婴幼儿配方奶粉的消费者为新生儿，我国以年度为单位公布每年出生人口数量及出生率。但是严格意义上讲 1 段奶粉的消费人群并非全部当年新生儿，理论上来说应当为：部分上一年 7-12 月新生儿+当年 1-6 月新生儿+部分当年 7-12 月新生儿。由于数据披露频率上的制约，我们界定消费人群数量时假设出生人口年内匀速增长，因此代入数据得到 2018 年 1 段奶粉的消费群体总数为 1573 万人。

表 3：1 段奶粉消费群体总数测算

时间	出生人口（千万）
2017H2	861.5
2018H1	761.5
2018H2	761.5
2018 年消费人群总数	1573

数据来源：国家统计局，财通证券研究所

因此，我们根据以下公式：

$$\text{理论测算需求量} = \text{消费人群总量} * \text{奶粉消费群体占比} * \text{人均建议消费量}$$

得到结果为：2018 年我国 1 段奶粉理论需求量为 15.1 万吨。而根据欧睿数据，2018 年我国婴幼儿配方奶粉 1 段总销售量为 16.1 万吨，这其中或包含部分提前消费（例如妈妈提前囤货等）。我们通过测算后得到结论，1 段婴幼儿配方奶粉市场已接近饱和状态。

未来 1 段奶粉提升空间？

我们测算目前 1 段奶粉的消费量已趋近于饱和状态，而消费人群总量（出生人口）短期也没有提升空间，因此我们认为未来 1 段奶粉若要提高销量，则需扩大奶粉消费群体比例。但世界卫生组织建议以及我国偏低的纯母乳喂养率背景下，1 段奶粉总需求量的提升任重道远。

2、3 段奶粉渗透率测算：

世界卫生组织建议 6 个月龄时开始添加有足够营养和安全的辅食，同时继续母乳喂养至 2 岁及以上。根据《中国母乳喂养影响因素调查报告》，2 段奶粉消费人群的母乳喂养率（非纯母乳喂养率）逐月下降，但报告并未给出详细分类比例。因此我们通过测算渗透率来确定 2、3 段奶粉的提升空间。

- (1) **关于 2、3 段奶粉的人均建议消费量：**我们测算 2、3 段奶粉的人均建议消费量分别为 27KG、68KG。

表 4：2、3 段奶粉人均建议消费量

幼儿年龄	奶粉量	每日喂哺次数	天数	总量
6-8 月	8	4.5	60	9720
8-12 月	8	4	120	17280
2 段总计		27000		
12-36 月	7	3	720	68040
3 段总计		68040		

数据来源：贝因美京东自营店，财通证券研究所

- (2) **关于消费群体总数的界定：**2 段奶粉的消费群体应当为：部分上一年 1-6 月新生儿+上一年 7-12 月新生儿+部分当年 1-6 月新生儿；3 段奶粉的消费群体应当为：部分 3 年前新生儿+2 年前新生儿+部分去年新生儿；因此代入数据得到 2018 年 2 段、3 段奶粉的消费群体总数分别为 1673 万人、3475 万人。

表 5：2、3 段奶粉消费群体总数测算

时间	出生人口（千万）	时间	出生人口（千万）
2017H1	861.5	2015	1,655
2017H2	861.5	2016	1,786
2018H1	761.5	2017	1,723
2018 年 2 段 消费人群	1673	2018 年 3 段 消费人群	3475

数据来源：国家统计局，财通证券研究所

我们假设全部所有适龄消费群体均采用建议喂养量，根据以下公式：

$$\text{理论测算需求上限} = \text{消费人群总量} * \text{人均建议消费量}$$

得到结果为：2018 年我国 2 段奶粉理论需求上限为 45.2 万吨，3 段奶粉理论需求上限为 218.9 万吨。根据欧睿数据，2018 年我国 2、3 段奶粉销量分别为 18.0 万吨、30.2 万吨。据此，我们测算我国 2、3 段婴幼儿配方奶粉渗透率分别为 56%、14%。

未来 2、3 段奶粉的提升空间？

我们认为 2、3 段婴幼儿配方奶粉渗透率仍有提升空间，原因在于奶粉的刚需性及消费意识的提升。同作为婴幼儿必须消费品，纸尿裤在美国、日本的渗透率高达 90%，在中国渗透率也达到 60%。和 1 段奶粉提倡纯母乳喂养不同，由于生育 6 个月后妈妈基本结束产假回归工作岗位，因此 2 段奶粉的刚需属性或更强于 1 段奶粉。

3 段奶粉渗透率低的原因主要在于随着幼儿年龄的增大，对于母乳的依赖性没有那么强，可选辅食也更多。但奶粉的营养价值远高于其他辅食，因此随着人们健康意识的提高，3 段奶粉也有较大的提升空间。而对于近两年出生人口数量的下降或将影响整体的潜在需求，但我们认为对于目前 3 段奶粉较低的渗透率来讲，行业销售量并不会受到大幅冲击。通过敏感性测算，2020 年出生人口若变化 10%，对于当年 3 段婴幼儿奶粉消费量影响比例仅为 2.5%。

表 6：3 段奶粉敏感性测算

假设	2020 年出生人口 (万人)	2020 年消费群体 (万人)	3 段奶粉销量 (万吨)	影响比例
乐观假设	1612	3032	28.5	2.5%
中性假设	1465	2959	27.8	-
悲观假设	1319	2886	27.1	-2.5%

数据来源：国家统计局，财通证券研究所

2、行业供应链格局：供给需求严要求，品牌进入加速集中阶段

2.1 上游生产端格局：配方、奶源及生产工艺

曾经的婴幼儿配方奶粉门槛并不高，原因在于行业生产工艺规范化程度不高，产品上市门槛低。过往行业内配方过多，且配方随意定制，更换频繁。而在注册制的正式推行后，婴幼儿配方奶粉行业迎来了更加规范化的发展。

婴幼儿配方奶粉购买者并非实际消费者，而作为父母对于下一代的关心决定了其对配方奶粉的要求极高。随着我国消费者整体认知的提升，很多新晋父母尤其是妈妈们对于母婴产品的了解程度有了很大的提升。与此同时，我国监管对于婴幼儿食品制定的标准也在不断提升，同时在方向上做出指引。我们认为，不管是消费者还是监管对于配方、奶源以及生产工艺的高标准严要求，将不断提升行业整体集中度以及品牌化发展。

2.1.1 详解注册制：意义及影响

《婴幼儿配方乳粉配方注册管理办法》（以下简称《办法》）于 2015 年 9 月初公开征求意见稿，并于 2016 年 10 月开始正式实施。《办法》的核心内容是规定了每个企业原则上不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方，即 1、2、3 段各 3 种配方。2019 年 6 月，国家市场监督管理总局对原《办法》进行了修订并起草了新《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法（征求意见稿）》以下简称新《办法》。新《办法》对多处规定进行细化修订，加大了违规惩罚力度，同时缩短了检验流程时限等。

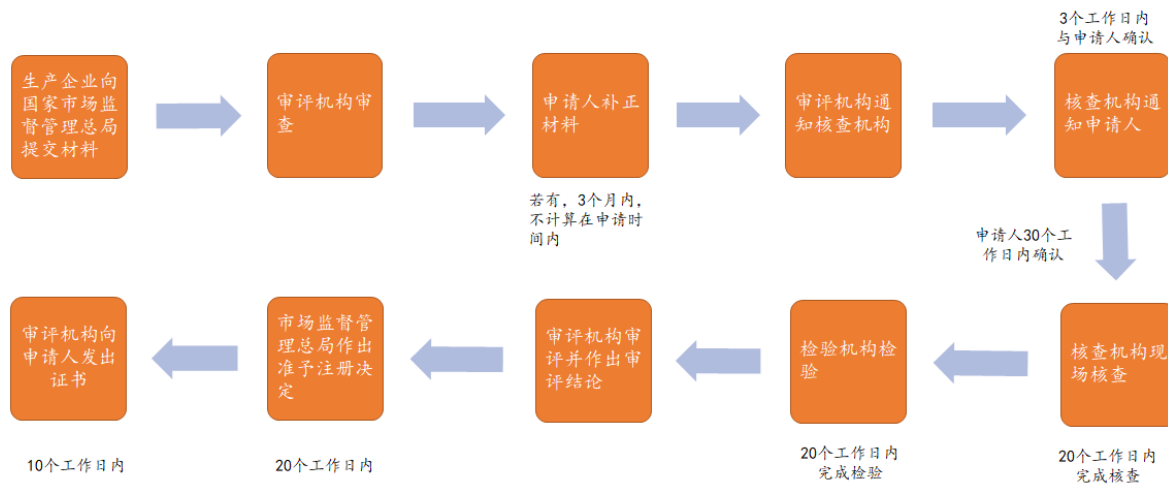
表 7：新《婴幼儿配方乳粉配方注册管理办法（征求意见稿）》主要修订内容

主要内容	《办法》	新《办法》
生产工艺	申请人应当具备与所生产婴幼儿配方乳粉相适应的研发能力、生产能力、检验能力	申请人应当具备与所生产婴幼儿配方乳粉相适应的研发能力、生产能力、检验能力， 具有完整生产工艺
明确 7 种不予注册的情形	无	不具备研发能力、生产能力或检验能力；不支持产品配方科学性；逾期不能确认现场核查；产品检验报告不合格；配方之间没有明显差异；严重违法失信等情况。 （一）涉及疾病预防、治疗功能； （二）明示或者暗示具有益智、增加抵抗力或者免疫力、保护肠道等功能性表述； （三）对于按照食品安全标准不应当在产品配方中含有或者使用的物质，以“不添加”“不含有”“零添加”等字样强调未使用或者不含有； （四）虚假、夸大、违反科学原则或者绝对化的内容； （五）原料来源使用“进口奶源”“源自国外牧场”“生态牧场”“进口原料”“原生态奶源”“无污染奶源”等模糊信息； （六）与产品配方注册内容不一致的声称； （七）使用婴儿和妇女的形象，“人乳化”“母乳化”或近似术语表述； （八）其他不符合规定的情形。
细化标签、说明书的禁止性要求	不得使用“进口奶源”“源自国外牧场”“生态牧场”“进口原料”等模糊信息	
缩短检验时限	检验机构应当自接受委托之日起 30 个工作日内完成抽样检验工作，出具产品检验报告。	检验机构应当自收到样品之日起 20 个工作日内按照食品安全国家标准和申请人提交的测定方法完成检验工作

数据来源：国家市场监督管理总局，财通证券研究所

新《办法》规定，审评机构自收到受理材料之日起 60 个工作日内完成审评工作。特殊情况下需要延长审评时间的，可以延长 20 个工作日。但在审评过程中若需补正材料，则由申请人在 3 个月内一次性补正材料，补正材料的时间不计算在审评时间内。因此，配方乳粉从注册到上市仍然需要一定的时间。

图 12：婴幼儿配方乳粉注册流程及时限



数据来源：国家市场监督管理总局，财通证券研究所

《办法》出台的背景是行业内存在鱼龙混杂，产品配方过多，品牌与配方混乱及夸大宣传造成消费者选择困难，以及过程中频繁更换配方造成产品安全隐患等问题。而注册制的实施，大幅削减了市场上存在的低端、山寨配方等：在注册制实施前，市场上约有近 3000 个配方存量。在实施后的一年半内（截至 2018 年 2 月），配方数量下降至 1138 个。截至目前，我国食药监局在册配方共计 1299 个，较注册制推出前数目大幅缩减，且数量趋于稳定。

2.1.2 生产工艺：干法、湿法、干湿混合法

奶粉加工工艺总共分为三种：干混法、湿混法以及干湿混法。干混法加工采用大包乳清粉和营养物质搅拌均匀后分装。湿混法采用新鲜牛奶一次性加工而成，即将鲜奶中加入婴幼儿所需的营养成分，直接在高温下喷雾干燥成粉。

表 8：婴幼儿配方奶粉生产工艺对比

工艺类型	干混法	干湿混法	湿混法
工艺简述	大包乳清粉和营养物质搅拌均匀后分装	基混（蛋白质及脂肪）采用湿混法，然后与碳水化合物等其他成分进行干混	在鲜奶中加入所需营养成分后，直接高温下喷雾成粉
优点	成本低，不需自建奶源	介于二者之间	粉质均匀，营养保留全面，口感及溶解度更好
缺点	可溶性及安全性低，营养有损失	介于二者之间	成本高，需自建奶源

数据来源：美国食药监局，飞鹤招股说明书，财通证券研究所

生产工艺并无绝对的优劣之分，总体来说湿法工艺对于营养保留更加全面，成本更高，目前市售高档及中高档价位产品基本以湿法或干湿混合法工艺为主。但单纯的工艺并不是决定产品品质好坏的唯一因素，而需综合考虑如奶源、配方等其他因素。

2.1.3 详解配方成分：功能型延伸为新方向

由于母乳是新生儿最佳的食物，其能够为6个月以内的新生儿提供所需的全部液体、能量及营养。婴幼儿配方奶粉的成分则是以母乳为学习对象，使其成分接近母乳的水平。添加配料的主要指标可以分为六大类：蛋白质、脂肪、碳水化合物、维生素、矿物质以及特殊添加，其中前五项为必须添加成分。

(1) 蛋白质

哺乳动物乳汁中含有的蛋白质主要有乳清蛋白和酪蛋白两大类，由于牛奶中的乳清蛋白含量（20%）远低于母乳（60%），因此在配方奶粉中需要加入乳清蛋白，但主要在1段、2段奶粉中加入。最近几年较为流行的A2型配方乳粉中含有的A2型蛋白质则是通过DNA检测技术筛选出A2型奶牛，所产的只含A2 β-酪蛋白的牛奶会减轻儿童牛奶不耐受引起的胃肠道症状。

(2) 脂肪

由于牛奶脂肪中缺乏新生儿生长所必需的不饱和脂肪酸（如亚油酸），因此配方乳粉的生产需采用脱脂奶/奶粉后再加入植物油以调整脂肪含量。常见的植物油如葵花籽油、玉米油、棕榈油、椰子油等。另外，近几年兴起的OPO结构脂是模拟母乳的一种脂质分子结构，优点在于好吸收，减少新生儿便秘情况的发生，也是近期配方乳粉产品的卖点之一。

(3) 碳水化合物

主要为糖类，常见的有乳糖、低聚半乳糖、低聚果糖等。根据我国《食品安全国家标准婴儿配方食品》（以下简称《标准》），首选碳水化合物应为乳糖、乳糖和葡萄糖聚合物。

(4) 维生素及矿物质

《标准》对于维生素和矿物质等指标均作了范围限定，产品营养成分表里均有注明。目前各产品配方中维生素及矿物质含量虽有差别，但差别不大。

(5) 特殊添加类

常见的特殊添加类诸如DHA（二十二碳六烯酸）、AA（二十碳四烯酸）等均属于长链不饱和脂肪酸，另外核苷酸、乳铁蛋白、益生元等均是为了让配方奶粉营养结构更加接近母乳。

1、2、3 段奶粉的区别？

通常将配方乳粉系列分为三类：婴儿配方乳粉（0—6 月龄，1 段）、较大婴儿配方乳粉（6—12 月龄，2 段）、幼儿配方乳粉（12—36 月龄，3 段）。我国对 1 段和 2、3 段奶粉目前的执行标准分别为 GB10765-2010、GB10767-2010。由于新生儿体质的特殊性，1 段奶粉的限制性规定比 2、3 段奶粉更加严格，例如规定了乳清蛋白比例需不低于 60% 等。




表 9：婴幼儿配方奶粉分段主要区别

配料差异	1 段	2 段、3 段
乳清蛋白，乳糖含量	乳清蛋白 \geq 60%，占碳水化合物总量 \geq 90%	无特别规定
矿物质	要求高，硒、锰、钠、氯等为必须添加	钠、氯等微量元素不做最低要求，硒、锰为可选添加
食用香精香料	不得添加	允许少量添加

数据来源：国家执行标准，食品伙伴网，财通证券研究所

由于我国食品安全国家标准对婴儿配方食品的必需成分做出了较为严格的上下限限定，因此配方乳粉的主成分品类差别不大，主要是含量不同。而高端产品则主打功能型延伸，例如 OPO 结构脂（防便秘），乳铁蛋白（增强免疫力）等，A2 酪蛋白（更接近母乳）等。

表 10：婴幼儿配方奶粉产品主要卖点梳理

产品	特色成分	主要卖点
 美赞臣蓝臻	乳铁蛋白，MFGM 乳脂球膜，益生元组合	20 倍乳铁蛋白，助力宝宝大脑发育；
 A2 白金版	A2 型蛋白质	减轻儿童牛奶不耐受引起的胃肠道症状，改善认知表现；
 爱他美白金	天然乳脂，益生菌，益生元	促进脑部及视力发育，促进肠道吸收，溶解度高；



启赋蓝钻

gsMO 乳源神经节苷脂, α -乳清蛋白 提供重要的免疫保护, 促进组织器官发育, 维护肠道微生物状态;
优化钙吸收, 降低便秘几率;



皇家美素力

乳铁蛋白, 乳脂球膜 提升免疫力, 促进大脑发育;



星飞帆

生牛乳, 乳清蛋白 新鲜易吸收, 更适合中国宝宝



贝因美爱加

乳铁蛋白, 益生元, 核苷酸 增强免疫力, 易冲泡

数据来源: 奶粉智库, 小红书, 京东, 财通证券研究所

2.1.4 奶源地梳理: 极为重要的一环

《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》已明确提出支持婴幼儿配方乳粉奶源基地建设和升级改造, 并支持国内企业在境外收购和建设奶源基地。全球优质的奶源基地集中在南北纬 40-50° 地带, 如欧洲 (瑞士、丹麦、荷兰), 澳洲 (新西兰、澳大利亚) 等。我国传统的奶源基地多集中在北方, 其中内蒙古、黑龙江、河北、新疆并称为我国“四大黄金奶源带”。

表 11: 婴幼儿配方奶粉工厂及奶源地梳理

品牌/企业	已通过注册制数量	工厂奶源地	产品名称
雀巢&惠氏	6 个工厂, 9 个系列	爱尔兰	启赋, 启赋蕴萃
		瑞士	铂臻, 贝睿思
		苏州	幼儿乐
		德国	超启能恩
		荷兰	瑞铂能恩
		黑龙江	力多精, 能恩, 雀巢

达能	3 个工厂, 4 个系列	荷兰 德国 新西兰	诺优能, 爱他美卓萃 爱他美 诺优能
美赞臣	2 个工厂, 4 个系列	荷兰 广州 嘉兴 爱尔兰	蓝臻, 铂睿, 亲属 安儿宝 经典恩美力, 双贝吸 菁挚纯净, 铂优恩美力
雅培&菁挚	5 个工厂, 8 个系列	新加坡 美国 丹麦 长沙 荷兰	喜康力 菁挚呵护, 雅培亲护 菁挚 澳优爱优, 美纳多, 美优高
澳优/海普诺凯	5 个工厂, 15 个系列	澳大利亚 荷兰 荷兰 黑龙江 龙江	佳贝艾特悦白, 海普诺凯荷致, 悠蓝 珀淳, 澳滋, 淳璀 海普诺凯萃护, 欧选, 爱荷美 佳贝艾特悠装, 美优高经典, 能立多 臻稚有机, 飞帆, 精粹美葆儿 星阶优护, 臻爱飞帆, 精粹益
飞鹤	5 个工厂, 14 个系列	甘南 镇赉 泰来 杭州 黑龙江	星飞帆, 臻爱倍护, 精粹贝迪奇 精粹贝艾儿, 飞睿, 舒贝诺 淳芮, 妙舒欢 爱加, 冠宝, 贝多灵 超冠宝, 臻佑, 童臻
贝因美	6 个工厂, 17 个系列	北海 宜昌 吉林 爱尔兰 石家庄	臻爱, 恩美, 童享 经典优选, 艾贝可, 菁爱 致越, 美思雅, 优睿 绿爱, 红爱 乐纯, 乐畅, 乐臻
君乐宝	4 个工厂, 11 个系列	石家庄 张家口 石家庄 潮州	乐铂, 至臻, 恬适 旗帜, 旗帜益佳, 旗帜帜亲 至臻, 优萃 雅士利, 雅士利亲儿适, 雅士利亲儿 硕
雅士利	6 个工厂, 15 个系列	新西兰 内蒙古 澳大利亚 山西 上海	菁珀, 菁跃 蒙牛, 瑞哺恩亲悠, 瑞哺恩 朵拉小羊 美萌益, 美雷兹, 初颖 致粹, 多美滋, 铂优加

数据来源: 奶粉圈, 财通证券研究所

2.1.5 格局判断：无序到有序的过度，未来看集中度提升

2015 年以前行业基本处于无序竞争状态：行业供给过剩，终端大打价格战。根据乳业资讯网报道，仅 2013 年内资企业配方奶粉投资新产能超过 150 万吨，基本相当于当年产量。然而内资品牌奶粉需求端却并未如预期一般复苏，代购、海淘以及保税仓等占据了大部分国内需求。供给扩张需求下滑，外加政策上的反垄断调查带来的影响，行业开始打出价格战。2013 年行业内高端配方奶粉企业相继公布价格调整方案，下降幅度在 3%-20% 不等。

表 12：婴配奶粉产品 2013 年集体降价

企业名称	降价方案
惠氏	主要产品平均降幅 11%，单品最高降价幅度 20%
美素佳儿	全线产品的售价下调 5%
达能多美滋	主力产品的销售价格，降价幅度为 5% 至 20%
贝因美	出厂价下调 5% 至 20%

数据来源：经济参考报，财通证券研究所整理

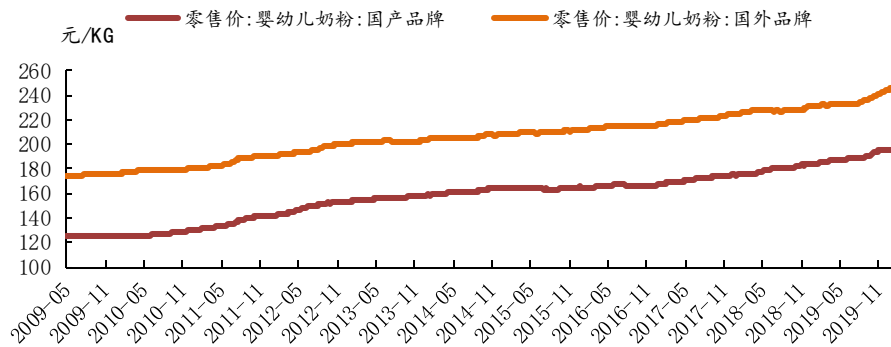
2016 年开始行业格局逐步恢复：2016 年奶粉注册制政策的发布助推行业从无序竞争转向有序竞争，首先是加速了原本落后产能出清与低端品牌的淘汰，而留出的空白则将由已获配方的品牌所填补。

2.2 渠道及需求端格局：价格带，跨境新政，三四线城市渗透率提升

2.2.1 价格带：外资品牌普遍较高，内资品牌上移突破

我国奶粉行业整体均价较高，这主要是由于我国乳制品行业历史及需求等多因素共同决定：**(1) 食品安全事件造就行业多轮涨价。**根据商务部数据显示，我国婴幼儿奶粉产品零售价格持续上升。原本随着消费升级的逐步推进，婴配奶粉品质化、品牌化升级的背景下，价格带提升本是趋势。但食品安全事件的发生使得行业整体需求出现结构性偏移，消费者冷落内资品牌的同时追捧外资品牌。由于婴配奶粉具有较高的健康性及安全性要求，消费者愿意以一定溢价换取高品质及可靠性。

图 13：我国婴幼儿配方奶粉零售均价



数据来源：商务部，Wind，财通证券研究所

渠道布局及利润诉求差异。根据贝恩公司与凯度消费者指数联合发布的 2018 年中国购物者报告显示，2017 年外资奶粉在一二线城市占比达到了 80%。另外，根据渠道调研显示，外资品牌如惠氏在一二线城市铺市率高达 80-90%，而三四线城市仅为 40-50%。近几年虽然内资品牌在追赶，但一二线城市母婴店等线下渠道仍以外资品牌为主。相对于三四线城市来说，一二线城市整体均价较高。另外，由于外资品牌往往对中国区事业部利润有较高诉求，因此整体出厂价较高。

2.2.2 渠道布局：内外资奶粉差异化打法

为什么外资渠道下沉不如内资？

首先我们并不认为外资不重视三四线城市的渠道下沉，相反在数年前外资品牌已然布局中国三线到五线城市，例如菲仕兰、美赞臣、惠氏等均针对三线到五线城市推出过相应的主打产品。但是由于三四五线城市婴配奶粉的主要渗透渠道是当地的小规模母婴连锁、母婴单体企业，需要承担较高的经营风险，因此利润诉求较高。而外资品牌渠道利润往往低于内资，渠道推力并不占优。另一方面，由于外资品牌规模较大，低线城市正规渠道进货价或高于流通市场价格，价盘体系并不稳定。

图 14: 菲仕兰子母奶粉



数据来源: 京东, 财通证券研究所

图 15: 惠氏 SMA 系列



数据来源: 京东, 财通证券研究所

但是, 从我国目前的奶粉行业渠道格局, 外资具备电商及一二线城市优势, 内资重点布局低线城市母婴渠道。我们认为未来内资奶粉有望继续提升市场份额。

母婴门店连锁化率提升助推品牌。据尼尔森统计, 目前我国有超过十万家母婴门店。但目前来看, 大规模的连锁化母婴门店占比仍然不多, 行业集中度较低: 根据罗兰贝格《中国母婴童市场研究报告》预测, 2020 年母婴市场线下规模为 1.1 万亿元, 而母婴专卖店线下市场份额将达到 40% (4,400 亿元)。以此数据估算我国龙头连锁母婴零售商市场份额较低, 行业 CR5<5%。未来龙头企业门店数量及市场份额均有较大的提升空间。

表 13: 我国连锁母婴零售商龙头企业

连锁母婴零售商	门店数量	营业收入	区域/城市分布
爱婴室	180 余家	21.4 亿	上海、无锡、宁波、杭州、南通、绍兴、嘉兴、厦门、福州等
乐友中国	400 余家	未披露	华北地区
爱婴岛	250 余家	未披露	华南、华中地区
孩子王	40 余家	60 亿元	江苏、安徽、四川等

数据来源: 爱婴室招股说明书, 财通证券研究所

注: 孩子王营收为 2017 年数据, 爱婴室营收为 2018 年数据

渠道利润丰厚, 地推模式增强渗透率。未来母婴门店将成为线下配方奶粉行业的主要渠道, 其独有的优势带来了较强的线下拉新能力。连锁化母婴门店往往与上游供应商有着长期的业务合作, 形成稳定的上下游供应链。母婴门店连锁化率的提升一方面与上游品牌化供应商形成了稳定长期的供应关系, 另一方面由于配方奶粉依赖于线下地推拉拢新客, 因此高费用投放的品牌厂商更能占据有力的渠道优势。例如飞鹤一年数十万场地推, 而外资品牌则往往难以有较高投入。

2.2.3 跨境新政严监管，有助于拉平内外资起跑线

2016年4月开始实施的跨境电商新政，进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的70%征收。过往进口配方乳粉产品采取征收行邮税（关税、增值税、消费税合并征收）的方式，属于非贸易性质，同时征收具有免税优惠且没有最高额度限制。新政对关税设置了个人关税单次免征额度2000元，全年免征额度20000元，**超出需全额征收关税**。另外，对增值税、消费税等征收国内税率的70%。

此次调整对母婴类产品影响冲击较大主要在于保税仓备货模式及个人代购模式政策的调整：新政取消了免税额并加强了保税区进口产品的资质监管，使得保税仓发货平均价格上调了接近12%（含消费税的类目则上调更多）；另外对于个人代购模式的影响在于总额度的限制。

表 14：母婴类税改前后

税改前	税改后			税改后税率变化
行邮税	关税（限额以内）	增值税	消费税	
0（<500）				多征收 11.9%
10%（≥500）	0	11.9%	0	多征收 1.9%

数据来源：财政部，财通证券研究所
 注：增值税税率采用2016年计算

跨境电商新政冲击了以往的进口配方乳粉产品的代购模式。根据中国电子商务研究中心发布的《中国电子商务市场数据监测报告》显示，2010年我国海外代购规模已达120亿，其中奶粉约20亿。随着跨境电商新政的全面实施，我们结合调研情况，预计原本私人代购的规模已然大幅缩减（仅亲朋好友出国后捎带自用）。目前跨境电商购货主要通过保税仓模式，诸如天猫国际、网易考拉、聚美优品、蜜芽等均拥有保税仓。

3、投资建议：存量背景下，聚焦内资奶粉的结构性机会

我国婴配奶粉行业仍处于低出生率的宏观背景下，新生人口或将维持在1500万人以下，未来几年行业整体规模将维持低增长甚至0增长。但我们认为，随着消费升级衍生出的健康需求，落后产能将逐步出清，行业品牌化及渠道下沉将是趋势。在此背景下，行业结构性机会仍在，上游重点关注奶源及供应链，下游关注渠道连锁化带来的品牌集中度提升机会。

品牌的基础在于品质，品质的提升在于奶源及供应链管控。奶源方面，随着国家政策的不断落地和明确，明令禁止用如“进口奶源”等模糊信息宣传，同时支持国内企业境外收购和建设奶源基地等。另外，如飞鹤提出的“两小时生态圈”，

贝因美重点打造的安达“智造”工厂等，采用先进的供应链管理技术，实现 20 分钟内牧场直达，2 小时鲜奶喷粉，从源头保障产品的新鲜和营养。

渠道下沉考验价盘管控能力，得线下者得天下。由于婴配奶粉消费周期短，消费群体往往三年换一轮，因此需要不断拉新获客。婴配奶粉的线下销售渠道在拉新方面相对线上具有先天性优势。传统婴配奶粉主要线下销售渠道主要分为传统商超、KA 以及母婴店，这其中母婴店销售占比最高，且近年来增速较快。未来随着母婴店连锁化率的提升，婴配奶粉销售渠道继续向着母婴店结构性偏移。对于生产企业来说，渠道下沉更加考验企业价盘管控能力，即如何制定有效的政策保障渠道利润、减少窜货，形成企业与渠道利益共同体。

4、风险提示

食品安全风险；出生率及出生人口数量大幅下滑致使行业继续萎缩；渠道激烈竞争引发价格战。

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。