

贝因美 (002570.SZ) 乳业行业

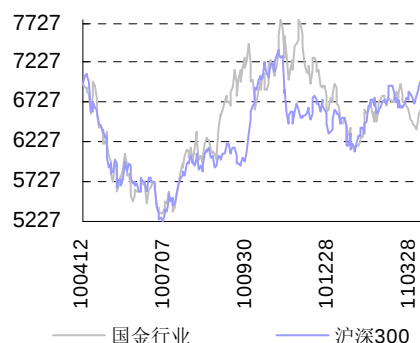
新股研究

目标价格(人民币): 38.97-45.47 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	42.00
发行 A 股数量(百万股)	43.00
总股本(百万股)	426.05
国金乳业指数	6645.76
沪深 300 指数	3333.43
中小板指数	7165.57



公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.981	1.102	1.299	1.707	2.405
每股净资产(元)	2.18	2.88	8.13	9.66	12.06
每股经营性现金流(元)	0.86	0.65	2.01	2.14	2.91
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	82.07	82.07	82.07	82.07	82.07
净利润增长率(%)	243.66%	12.36%	31.03%	31.49%	40.82%
净资产收益率(%)	44.99%	38.23%	15.97%	17.68%	19.94%
总股本(百万股)	383.05	383.05	426.05	426.05	426.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- **公司概况:** 公司目前是以婴幼儿食品为主营业务的婴童服务供应商, 其中婴幼儿奶粉业务是公司的现金牛业务, 2010 年收入占比达到 86.31%, 市场占有率处于全国第三位和国内品牌第一位, 公司目前在三线及以下城市表现优越, 对一、二线城市的渗透也在持续进行, 挑战外资品牌的强势地位。
- **竞争优势:** 公司通过成立母乳研究中心打造适合中国宝宝的婴幼儿奶粉产品以及生养教研究中心提供的服务产品实现产品力的差异化, 同时, 公司的渠道下沉、铺设也非常到位, 对 KA 的进驻也在稳步推进之中, 加上特色渠道的快速发展一起构成公司的渠道优势, 公司的最大优势来自品牌, 多次奶粉安全事件成功将企业推向前台, 公司通过产品品质保证、贴心母婴专家形象赚足品牌美誉度成为公司的核心竞争优势。
- **成长性:** 我国人均婴幼儿奶粉仍然偏低, 这主要是受习惯与收入水平的影响, 而随着我国人均收入水平的提高以及城市化进程的持续推进, 释放出对婴幼儿奶粉量的需求、高端奶粉质的需求以及母乳哺育率下降的奶粉替代需求都将成为行业成长的驱动因素。此外, 公司在各方面处于优势地位将能够保障公司在市场与政府双重洗牌推动下扩大自身份额实现快于行业增速的增长。
- **募投项目:** 公司本次 IPO 发行不超过 4300 万股, 募集资金用于黑龙江婴幼儿配方奶粉 5 万吨的产能扩张项目, 以及北海 6000 万的米粉产能扩张项目, 公司的两项产品产能扩张速度预计在 30% 左右, 显示了公司对于自身发展的信心, 我们认为, 基于对公司成长能力的判断, 公司产能消化能力以及兑现收益的能力都将较强。

风险提示

- 食品安全风险, 新兴替代品风险, 原材料成本上涨风险。

投资建议

- 我们预计: 2011-2013 年公司收入为 50.94、66.86、91.22 亿元, 同比增长 26.5%、31.2%、36.4%, 净利润为 5.53、7.27、10.24 亿元, 同比增长 31.03%、31.49%、40.82%。全面摊薄后对应 EPS 为 1.299、1.707、2.405 元。考虑到公司较好的成长性, 建议给予 11 年 30-35 的估值, 目标价格为 38.97-45.47 元。

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

内容目录

投资逻辑:	3
公司简介: 中高档婴幼儿奶粉国内领先品牌	4
竞争优势: 品牌、渠道、产品面面俱到	5
品牌优势: 以质取胜、以理念赢人心	6
渠道优势: 传统渠道改良、新式渠道建设一个都不能少	7
产品优势: 研发形成差异化	8
成长空间: 行业空间广阔, 公司地位攀升	9
行业成长: 人均消费额上升主推市场广阔前景	9
公司成长: “洗牌”上位	10
募投项目: 扩产彰显公司信心	12
盈利预测、股票估值和定价	12
风险提示	13
食品安全风险	13
原材料波动风险	13
附录: 三张报表预测摘要	15

图表目录

图表 1: 公司销售规模达 40 亿元	4
图表 2: 奶粉业务是公司的现金牛业务	4
图表 3: 奶粉高盈利水平保障公司高毛利率	5
图表 4: 公司盈利能力在同业中处于领先	5
图表 5: 奶粉行业外资品牌仍然强势	5
图表 6: 公司股权结构图	5
图表 7: 奶粉消费者最为关注质量	6
图表 8: 贝因美确保奶源质量措施	6
图表 9: 开展多种活动塑造母婴专家形象	7
图表 10: 渠道优势保障公司三线及以下市场地位	7
图表 11: 贝因美经销商数量处于领先	7
图表 12: 贝因美铺货率排名第二	8
图表 13: K A 渠道进驻稳步推进	8
图表 14: 公司销售模式图	8
图表 15: 我国人均奶粉消费量仍然较低	9
图表 16: 我国人均收入持续快速增长	10
图表 17: 我国城市化继续深入	10
图表 18: 我国奶粉行业集中度仍然很低	11
图表 19: 政府推动行业洗牌	11
图表 20: 募投项目概况	12

图表 21: 可比食品上市公司平均 11 年 PE 为 46.05 倍	12
图表 22: WACC 估值.....	13
图表 23: 销售预测	14

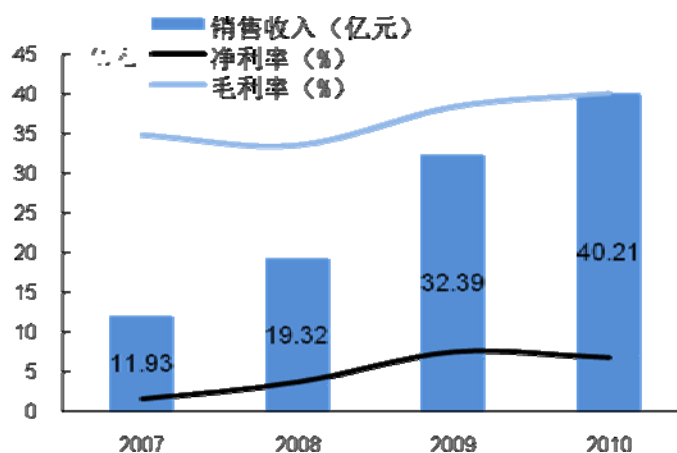
投资逻辑:

- **公司概况：**公司目前是以婴幼儿食品为主营业务的婴童服务供应商，其中婴幼儿奶粉业务是公司的现金牛业务，2010 年收入占比达到 86.31%，市场占有率处于全国第三位和国内品牌第一位，公司目前在三线及以下城市表现优越，对一、二线城市的渗透也在持续进行，挑战外资品牌的强势地位。
- **竞争优势。**公司通过成立母乳研究中心打造适合中国宝宝的婴幼儿奶粉产品以及生养教研究中心提供的服务产品实现产品力的差异化，同时，公司的渠道下沉、铺设也非常到位，对 K A 的进驻也在稳步推进之中，加上特色渠道的快速发展一起构成公司的渠道优势，公司的最大优势来自品牌，多次奶粉安全事件成功将企业推向前台，公司通过产品品质保证、贴心母婴专家形象赚足品牌美誉度成为公司的核心竞争优势。
- **成长性：**我国人均婴幼儿奶粉仍然偏低，这主要是受习惯与收入水平的影响，而随着我国人均收入水平的提高以及城市化进程的持续推进，释放出对婴幼儿奶粉量的需求、高端奶粉质的需求以及母乳哺乳率下降的奶粉替代需求都将成为行业成长的驱动因素。此外，公司在各方面处于优势地位将能够保障公司在市场与政府双重洗牌推动下扩大自身份额实现快于行业增速的增长。
- **募投项目。**公司本次 IPO 发行不超过 4300 万股，募集资金用于黑龙江婴幼儿配方奶粉 5 万吨的产能扩张项目，以及北海 6000 万的米粉产能扩张项目，公司的两项产品产能扩张速度预计在 30% 左右，显示了公司对于自身发展的信心，我们认为，基于对公司成长能力的判断，公司产能消化能力以及兑现收益的能力都将较强。

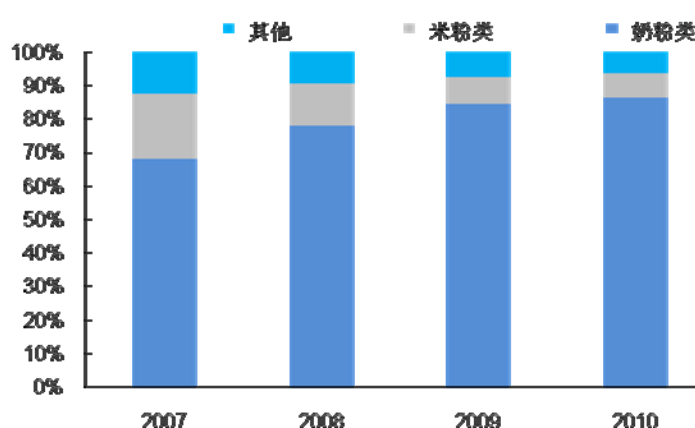
公司简介：中高档婴幼儿奶粉国内领先品牌

- **以奶粉为现金牛业务的婴童食品品牌。**位于浙江省杭州市的浙江贝因美科工贸股份有限公司公司是以婴幼儿奶粉、婴幼儿米粉主营产品婴童食品生产公司，二者合计占公司主营业务收入的 93.52%，目前公司的营业收入规模达到 40.28 亿元，其中奶粉为公司的现金牛业务，其在主营业务收入占比由 2007 年的 67.93% 持续上涨到 2010 年的 86.31%。

图表1：公司销售规模达 40 亿元



图表2：奶粉业务是公司的现金牛业务



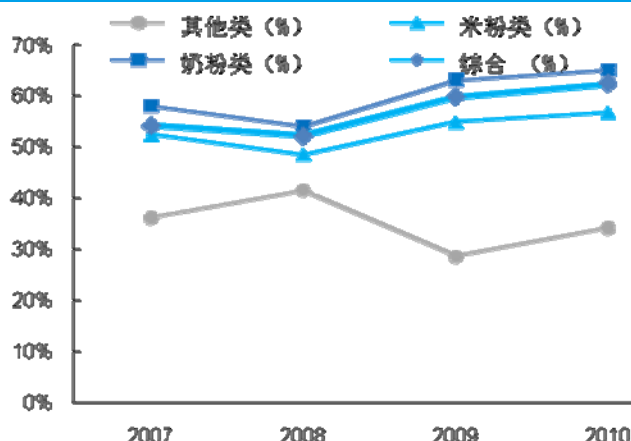
来源：公司资料，国金证券研究所

- **定位中高档奶粉保障公司高盈利能力。**公司的奶粉产品主要定位中高档婴幼儿奶粉，代表产品为冠军宝贝系列、爱+系列，公司的奶粉产品毛利率水平突出，达到 65.06%，是构成公司综合毛利率水平能够达到 62.47% 的主要因素。此外，公司净利率达到 10.48%，两项指标均在同行业中处于前列。
- **占据三线城市以下市场龙头向一、二线城市渗透。**占有率方面，根据 AC 尼尔森 2010 年 1-10 月数据显示，公司奶粉产品在中小城市及以下市场表

现突出，占据县级市和乡镇市场第一位，地级城市排名第三，省会城市排名第六，特大城市中排名第五，公司的奶粉产品形成农村包围城市的态势，在外资品牌忽略的“农村”市场占稳脚跟，而外资品牌强势的一、二线城市市场则稳步渗透，据悉，公司在上海的市场占有率已经攀升到了第二位，显示了公司奶粉产品持续渗透至一、二线城市的的能力。

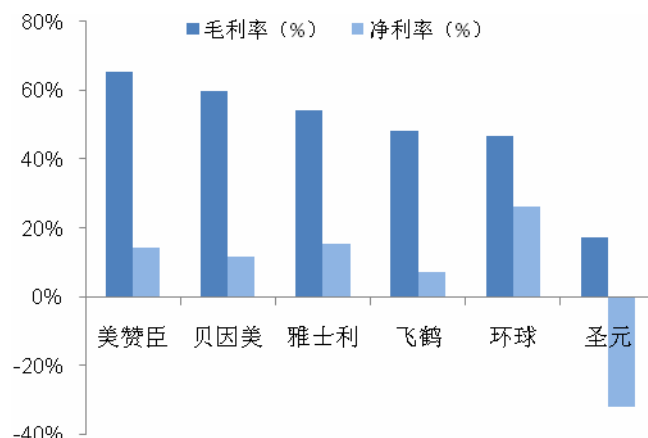
- **内资品牌市场份额领先，综合市场份额三甲。**虽然国内奶粉行业集中度不断上升，由2007年的73.5%上升到2009年的83.0%，但是目前市场仍然接近完全竞争市场，行业并没有明显的领导厂商。外资品牌占据相对强势，包括美赞臣、多美滋、惠氏、雅培在内四大外资品牌占据市场份额的42.3%，内资品牌中，贝因美与伊利是其中的佼佼者，市场份额分别为10.3%与8.6%，排在国内品牌的前两位，同时排在美赞臣、多美滋之后，分列三、四位。

图表3：奶粉高盈利水平保障公司高毛利率

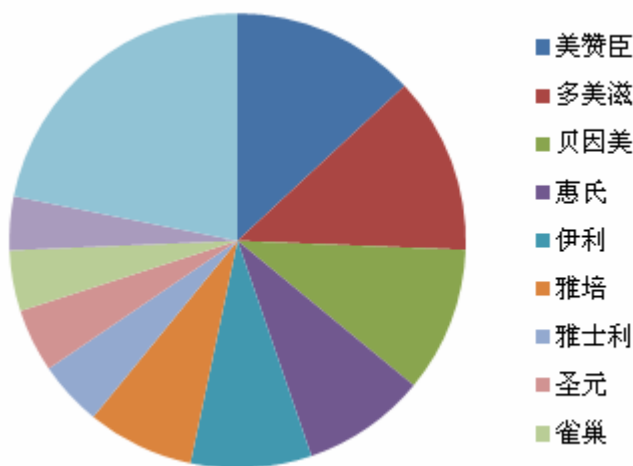


来源：公司资料，国金证券研究所

图表4：公司盈利能力在同业中处于领先

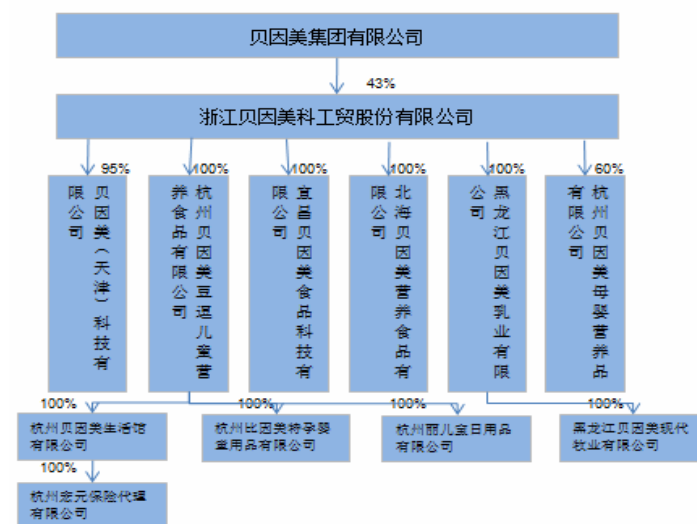


图表5：奶粉行业外资品牌仍然强势



来源：公司资料，国金证券研究所

图表6：公司股权结构图



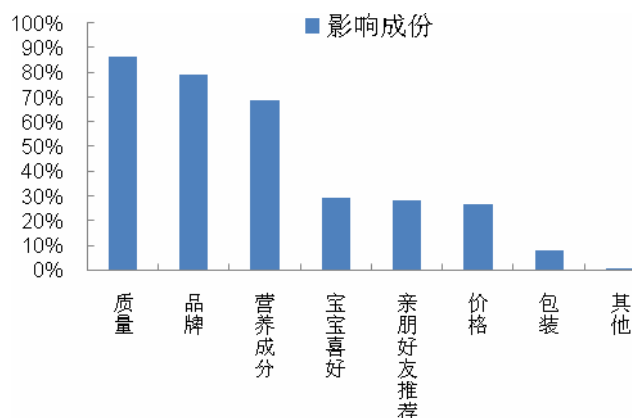
- **发行概况。**公司发行前股本为38305万股，实际控制人为谢宏先生，其持有贝因美集团55%的股份，此次IPO拟发行股本4300万股，占发行后股本的10.09%，公司有11家子公司与26家分公司，其中位于黑龙江安达的黑龙江贝因美乳业有限公司是公司主要的奶粉基粉生产基地。

竞争优势：品牌、渠道、产品面面俱到

品牌优势：以质取胜、以理念赢人心

- **品牌优势----稳定的产品品质。**公司凭借自身对奶源强控制能力、对奶粉质量标准领先于业内同行的严格把关，渡过了一次次的行业信任危机，并成功“被营销”孵化出产品美誉度。
- **奶粉产业，质量先行。**食品行业的发展一直伴随着食品安全问题的阴霾困扰，而这一点在乳制品尤其在婴幼儿奶粉行业表现得尤为明显，事实上由于婴幼儿奶粉产品受众为最容易受到伤害、也最受家庭关注的婴幼儿群体，因此，对婴幼儿产品尤其是食品一直都被放在放大镜下关注，从上世纪末发生在欧洲各国“二恶英”事件，到国内发生于2004年阜阳毒奶粉事件、2008年的“三聚氰胺”事件，直至近期曝出“性早熟门”、“OMP事件”、“皮革奶事件”等，乳制品行业尤其是婴幼儿奶粉行业安全事故曝光要比其它食品多出许多。2009年中国婴幼儿消费市场调查显示，质量、品牌、营养成分在影响消费者购买行为中的各因素当中重要性远高于其它因素。
- **严于律己，严于律“人”造就“贝因美品质”。**公司在质量控制方面首先做到严于律己，在国家并未要求的情况下，建立起了GMP、HACCP体系时，以国际化的标准来规范产品，公司从大至先进设备购买、小至无菌操作工人培训都体现出公司严于律己保障产品质量的一面。而对于奶源方面，公司并未像竞争对手撒网取奶，而是集中在黑龙江安达建立奶粉基地，将奶牛直接引到公司旗下的奶站取奶，对奶源进行更加直接的控制从而实现对奶源质量更有效的把握控制，使对奶源各项标准检测落实更加容易，实现严于律己“人”。同时，公司推崇“价值规律”导向，给予奶农合理、具有竞争力的价格使得奶源稳定，杜绝“抢奶”现象；公司推崇“自然规律”，选取具有浓郁奶牛养殖文化的安达，相比缘于单纯逐利动机而进入奶牛养殖产业的地区，提供了更多的安全保障。

图表7：奶粉消费者最为关注质量



来源：公司资料，国金证券研究所

图表8：贝因美确保奶源质量措施

优质奶源	黑龙江安达黄金奶带、“欧洲农村”爱尔兰、荷兰
奶源收购	遵循价值规律保障奶农收益、选取有悠久奶牛文化奶源地
质量控制体系	GMP、HACCP，全面跟踪各环节
检验设备	高效液相色谱仪、原子吸收仪

- **品牌优势----准确品牌内涵。**公司一直推崇知识经济，将自身定位于婴童服务提供商而不仅仅是食品制造商，公司缘于品牌诉求的一系列关爱母婴的活动满足了目标消费群体的心理需求，而公司因此建立起的“母婴专家”形象助推品牌美誉度进一步提升。
- **倡导“适合中国宝宝”注入品牌新内涵。**公司是最早全面提出“适合中国宝宝”婴幼儿奶粉厂商，随着人们生活水平提高，社会信息化的深入，对婴幼儿食品品质关注领先于其它食品的、对婴幼儿食品品质了解更进一步的背景下，公司适时推出“适合中国宝宝”这一品牌内涵，成功与目标消费者的认知水平对接，容易引起共鸣，从而使得贝因美成功的将“适合中国宝宝”内涵嵌入到公司的品牌当中。提升联想度的同时更加推进品牌美誉度升级。

- **十年如一日，建立“母婴专家”形象。**公司启动三大工程，即“育婴、亲母、爱婴”工程，一直致力于对消费者进行教育引导，如进行育婴知识讲座，课题研讨等，举办各种亲子活动，如冠军宝贝大赛、亲子游、孕妇秀等，关爱婴儿同时也关爱母亲，如进行一系列的资助公益活动，通过各种形式形成的文化积淀成了如今公司拥有的“母婴专家”的形象。“母婴专家”的品牌内涵有效贴近目标消费群体，满足其心理需求，增加公司品牌美誉度。

图表9：开展多种活动塑造母婴专家形象

年度	讲座（含大中小型讲座）	孕妇秀	亲子活动	沙龙活动	媒体育婴活动	婴幼儿体格检测	婴幼儿技能训练	课题研讨	月嫂培训
07年	2,577	20		50	246			12	
08年	3,792	300	1,360	59	453	666		20	78
09年	4,425	313	4,360	203	230	4,698	84	13	
总计	10,794	633	5,720	312	929	5,364	84	45	78

来源：公司资料，国金证券研究所

渠道优势：传统渠道改良、新式渠道建设一个都不能少

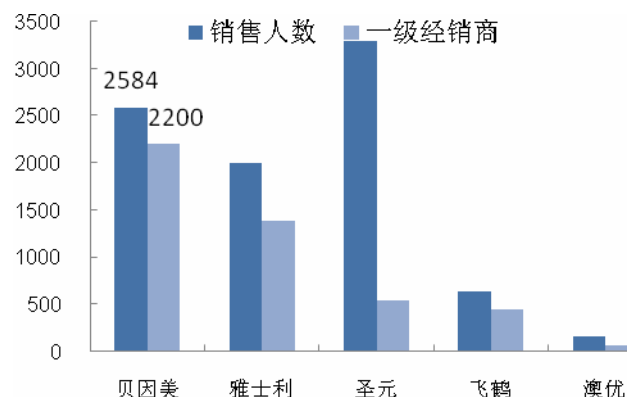
- **渠道下沉充分。**公司渠道下沉充分，且实现扁平化，公司在全国 23 个省市设立了 26 家分公司，拥有超过 2,200 家经销商，覆盖 8 万个以上的零售终端，消费者可以方便快捷的购买到公司产品。公司在三线城市及以下市场的市场份额处于行业领先地位，与公司的渠道充分下沉不无联系。

图表10：渠道优势保障公司三线及以下市场地位

城市分类	市场份额（%）	排名
重点城市	7.50%	5
省会城市	5.90%	6
地级市	9.70%	3
县级市	13.10%	1
县	12.40%	2
乡镇	13.30%	1

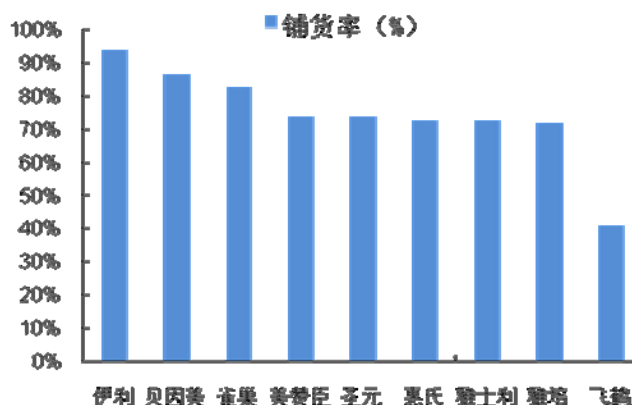
来源：公司资料，国金证券研究所

图表11：贝因美经销商数量处于领先



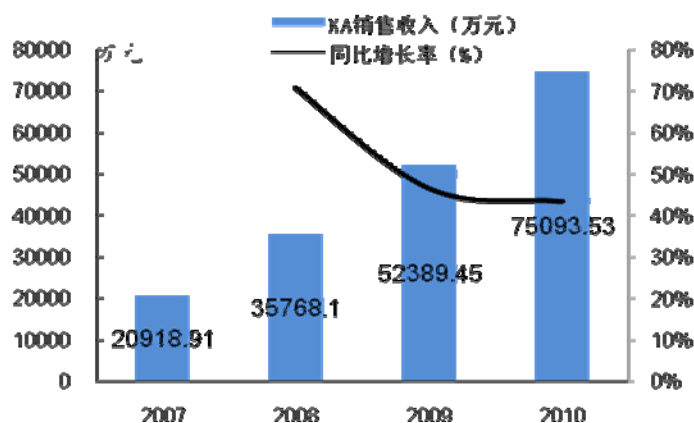
- **公司的铺货率高。**公司对产品铺货目前的铺货率水平仅次于伊利处于行业第二位，并构成了对外资强势品牌的相当优势，根据 AC nealson 数据显示，贝因美铺货率达到了接近 90%，相对美赞臣、雅培、惠氏等 70% 左右的铺货率水平拥有相当的优势。公司在规模比竞争对手并不占优势的情况下，能够做到渠道终端覆盖数量与铺货率均明显高于大多数竞争对手，显示了公司渠道管路铺设的成效。
- **KA 进驻顺利。**公司于 2009 年下半年开始大举进驻商超，目前成果显著，目前成功进驻的 KA 包括沃尔玛、家乐福、苏果、联华、农工商、大润发等等，目前公司产品的商超见货率已经非常高，在有些 KA 进店时，公司以其良好的市场影响力获得了与国外强势品牌相媲美的地位。2008 年-2010 年度销售额分别为 35,768.10 万元、52,389.45 万元和 75,093.53 万元，公司将持入对 KA 进行投入，把握消费者“第一次购买往往都在 KA”这一消费特点，利用 KA 销售平台更是推广平台的特性，推进 KA 渠道建设。

图表12：贝因美铺货率排名第二



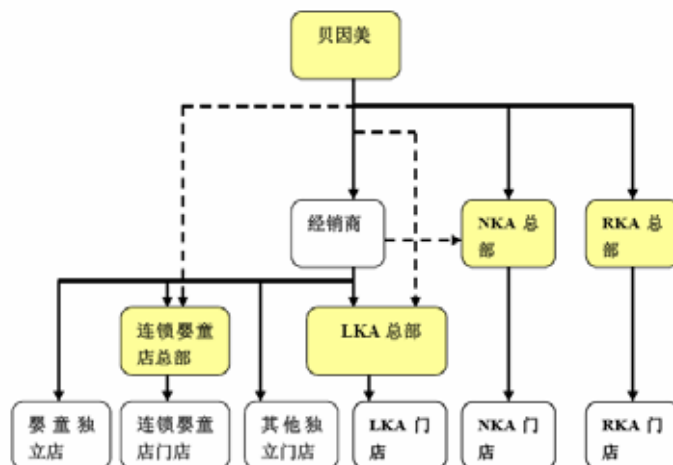
来源：公司资料，国金证券研究所

图表13：KA渠道进驻稳步推进



- **特色渠道加盟店发展迅猛。**公司目前拥有2家婴童生活馆以及1000多家加盟店，前者目前只是起示范意义，其主要用意在于品牌推广与母婴专家形象塑造，对于加盟店，对公司的意义仍然主要在于品牌推广，公司往往通过直供供货、并提供一系列的相关服务，保障加盟店的利益，目前公司关注从中获知得的品牌推广收益要高于供货收益。

图表14：公司销售模式图



来源：公司资料，国金证券研究所

产品优势：研发形成差异化

- **母乳研究中心打造“适合中国”标签。**贝因美2001年开始涉足中高端婴幼儿奶粉产品研发，2007年成立了我国第一家母乳研究中心，在专业研究中国母乳，打造适合中国宝宝食用的奶粉产品上具有先发优势。由于婴幼儿对于奶粉品质会有较为明显的生理反应，因此，不能将婴幼儿奶粉产品看作是普通快消品，仅以同质化来湮没其在产品力上可能形成的差异性，换言之，贝因美在追求贴上“适合中国”标签的配方奶粉也形成了公司产品的差异化优势。
- **生养教研究中心。**公司以董事长谢宏先生为首，打造致力于婴幼儿生养教事业的研究团队，从生育、养育、教育等多个层面为中国婴幼儿成长提供全方位服务，提供各式服务“软”产品，用“软”产品赢得口碑、培育客户，进行拉动公司“硬”产品的实质销售，公司的生养教研究中心的“软”产品受到广泛认可客观上体现了其实力所依，而由于婴幼儿奶粉行业乃至婴童行业主导消费者为25-30岁的年轻女性，这是一个动态的群体，每天都有新的消费者加入而需要进行培育，因此消费者的培育也是一

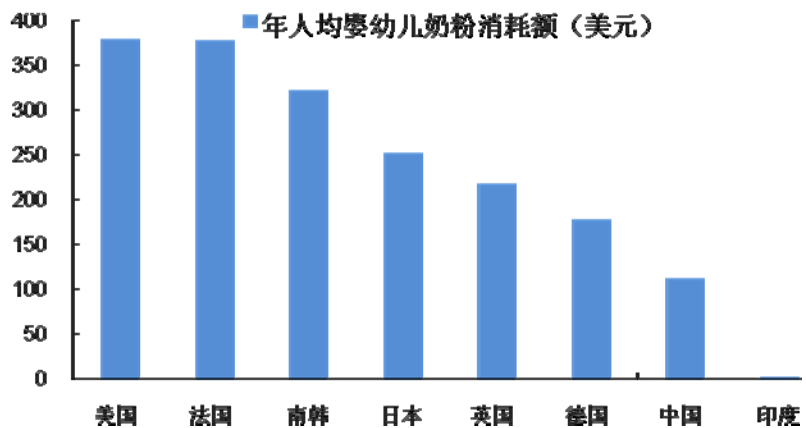
个持续的过程，而在这种情况下，公司生养教研究中心的优势成为了公司能。

成长空间：行业空间广阔，公司地位攀升

行业成长：人均消费额上升主推市场广阔前景

- **婴幼儿人均消费量仍然较低。**出于传统习惯与购买力水平等原因，我国婴幼儿奶粉消费量虽然经历了过去几年的高速增长，但实际上仍然处于相对较低的水平。根据欧睿国际的统计，我国 2009 年婴幼儿奶粉人均消费额为 112 美元，不到美、法等发达国家的 1/3，就风俗习惯较为类似的发达国家如韩国、日本，其消费额也已达 321.4、251.8 美元，分别是我国的 2.87 倍、2.25 倍。我们认为这是传统习惯与收入水平两方面因素共同导致的结果。

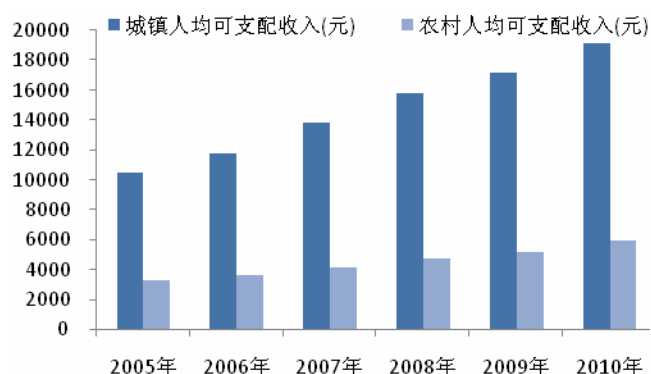
图表15：我国人均奶粉消费量仍然较低



来源：公司资料，国金证券研究所

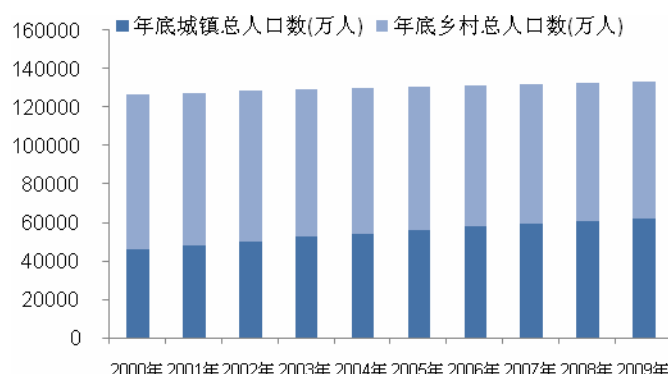
- **传统习惯方面：**东方相对于西方拥有注重母乳喂养的习俗，因此母乳喂养率方面，东方要高于西方水平，因此客观上降低对婴幼儿奶粉的需求。
- **收入水平方面，**婴幼儿奶粉乃至食品无疑是“贵”的食品，900g 1 段婴幼儿奶粉产品通常标价在 160 元以上，而中老年奶粉 900g 则往往只要 70 元左右，如果全脂奶粉则只要 30 元左右，因此，收入水平仍然会对婴幼儿奶粉购买构成障碍。
- **收入增长、城市化深入成为人均消费额上升的推手。**我们人均收入水平持续增长带来购买力的提升以及城市化深入带来哺乳条件恶化将成为奶粉需求上升的动因。
 - **收入水平上升。**2010 年城镇居民收入与农村居民收入相比 2005 年都实现了接近翻番增长，随着收入水平的上升，作为家庭关注第一重心的孩子将会率先享受到收入增长带来的消费变化，这其中包括量的变化，增加奶粉购买量，还包括质的变化，高品质的奶粉的销量将有望得到增长，不管是从质和从量的角度，都将推动人均消费额的上升。
 - **城市化水平上升。**我国城市化水平不断深入，城市化率已从 2000 年的 36.22% 上升到 2009 年的 46.59%，城市化水平上升带来的变化包括两个方面，一是哺乳条件恶化，由于城市上班距离、工作压力、双薪家庭数量多等因素影响，往往留给母亲哺育孩子的时间、机会相对有限，因此，将不得不将这部份需求转向婴幼儿奶粉需求。另一方面，城市相对农村更不拘泥风俗习惯影响，反而有向西方风俗习惯靠拢的趋势，因此，哺乳率可能因此下降从而增大对奶粉需求。

图表16：我国人均收入持续快速增长



来源：公司资料，国金证券研究所

图表17：我国城市化继续深入

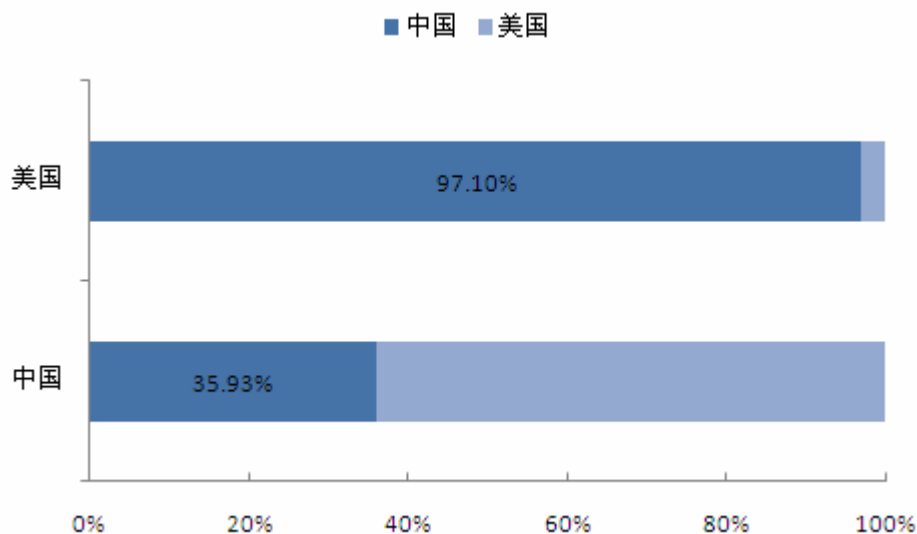


- 消费者消费意识培育成为人均消费额成长或有动力之一。目前我国大多数婴幼儿 2 岁以后停止奶粉消费，而在韩国，这一数字往往达到 12 岁，通过进行引导消费，知识营销，形成对奶粉消费利于身心等意识，将有望引导或部分引导出 2-12 岁消费人群的消费需求，从而打开这一区域的成长空间。
- 我们认为未来婴幼儿奶粉行业增速将保持在 25%左右。2009 年我国婴幼儿奶粉目前的市场规模为 34 万吨或 43.59 亿美元，2008 年“三鹿事件”使得增速放缓至 19%，基于婴幼儿奶粉的刚性需求性质以及前述行业增长动力推动，负面事件的影响将逐渐消除，从而未来 5 年内仍然有望保持 25%的行业增速。

公司成长：“洗牌”上位

- 洗牌淘真金，“长板”保驾护航。乳业的洗牌将继续是我国乳业发展的必然走向，奶粉业也不会例外，规范奶粉行业，优胜劣汰，保障食品安全，理顺产业链结构与价格分配体系是未来奶粉的重心所在。
- 市场导向洗牌过程。目前前 10 家奶粉厂商占有率已由 2007 年的 73.5%上升到 2009 年的 83%，短期看在自去年以来奶源成本显著上升的大背景下，更加会突出一些小厂商的生存压力，长期看，成熟的婴幼儿食品市场往往体现出集中度高的特点，如美国，美赞臣、雅培、雀巢占据了 97.1%的市场份额。

图表18: 我国奶粉行业集中度仍然很低



来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 政府导向洗牌过程。食品安全问题频出将毫无疑问推动洗牌过程, 在这个过程中, 主要推动者来自于政府, 政府或直接对企业进行硬性处理, 关闭、追究刑责, 或采用软性处理, 设置更严格的行业标准来增加行业门槛, 推动行业发展, 实际上也推动了行业洗牌过程。2010 年 3 月 26 日, 卫生部出台的全新乳品国家安全标准, 2011 年 11 月, 要求乳品企业重新提出生产许可申请, 至 2011 年 3 月底未重新获得许可的企业停止生产乳制品及婴幼儿配方奶粉等产品, 目前只有 1/3 左右的企业完成核查。一系列举措都使得乳制品行业的监管更加的规范, 推动行业的洗牌过程。

图表19: 政府推动行业洗牌

乳品安全国家标准	提高对原料要求
	降低污染物限量指标
	降低微生物限量指标
	规定必需营养成分和可选择营养成分, 部分营养素增加上限值
生产乳制品许可条件 审查	严格管理制度核查
	严格场所核查
	严格设备核查
	增加检验设备
	截止2011年3月1日, 只有1/3乳品企业完成生产许可核查

来源: 公司资料, 国金证券研究所

- “长板”加身有望在洗牌过程中受益, 贝因美凭借自身产品、品牌、渠道方面的优势, 有望在本轮洗牌过程中, 成为胜利者, 而至于最大的风险食品安全方面, 公司在食品安全问题中一贯优异的表现, 加上近来 2010 年成功在质量标准严格的香港上市奶粉产品似乎都预示公司在食品安全方面的风险要比竞争对手小。
- 公司有望继续取得对行业的相对正增长。公司从 2008 年至 2010 年收入复合增长率达到 44.28%, 高于行业增速, 基于我们对公司自身优势与行业竞争架构走势的判断, 我们认为, 公司在未来五年内将仍然

取得相对行业的正增长，公司有望在未来 3 年内保持 30%-40%的绝对增长率以及相对行业 5%-15%的相对增长率，对应市场份额有望从目前的 10.3%上升至 2013 年的 15.7%。

募投项目：扩产彰显公司信心

- **公司 IPO 募集资金将主要运用于产能扩张。**此次公司募集的资金将用于黑龙江贝因美乳业有限公司年产 5 万吨配方奶粉工程项目以及北海贝因美营养食品有限公司年产 6,000 吨米粉项目，剩余部分用于补充营运资金。
- **募投项目概况。**黑龙江贝因美乳业有限公司年产 5 万吨配方奶粉项目预期于 2012 年完工，2013 年全部达产，形成 15000 吨听装婴幼儿配方奶粉与 35000 吨大包装婴幼儿配方奶粉基粉。截至 2010 年 12 月 31 日，公司目前拥有婴幼儿奶粉基粉生产能力达 4.35 吨，罐装能力达到 5.2 万吨，据此测算，公司新增产能达 100%左右。北海贝因美营养食品有限公司年产 6,000 吨米粉项目预计于 2012 年完工，当年即全部达产，到 2012 年预计形成产能 15000 吨，此次产能扩产比例为 66.7%左右。
- **伴随高增长下的高产销率凸显产能瓶颈。**公司奶粉业务的销量在 2008-2010 年三年内复合增长率达到 45.19%，伴随公司产销量一直稳定在 92%以上，2010 年达到 96.99%，高增长下公司的产能一直受到限制；公司的营养米粉业务销量在 2008-2010 年的复合增长率为 4.79%，公司的产能利用率也一直稳定在 92%以上，2010 年为 92.91%，相比而言，米粉业务产能复合增速为 29.1%左右，高于公司销量增速，产能扩张是否能够带动销量增长有待进一步跟踪观察。
- **扩张彰显公司信心。**公司此次扩产产能达产时间分别为 2013 年与 2012 年，扩产产能年增率在 30%左右，我们认为，基于行业与公司良好的行业发展前景，消化公司 30%左右的产能增长不会面临太大压力，公司产能消化能力乐观，从而保障公司 30%-40%的业绩增长。

图表20：募投项目概况

	投资额（万元）	投产后销售收入（万元）	投产后净利润（万元）	项目建设期
黑龙江贝因美乳业有限公司年产 5 万吨配方奶粉项目	59,853.00	205,000.00	12,665.71	24个月
北海贝因美营养食品有限公司年产 6,000吨米粉项目	14,808.30	18,000.00	3,375.83	24个月
补充营运资金	15,000.00			

来源：公司资料,国金证券研究所

盈利预测、股票估值和定价

- 本公司为大众食品企业，以沪深两市食品农业行业中的相关企业为参考（光明乳业、伊利股份、三元股份、皇氏乳业）。可比企业 10 和 11 年平均 PE 为 60.32 倍和 46.05 倍。

图表21：可比食品上市公司平均 11 年 PE 为 46.05 倍

代码	证券简称	收盘价 2010-4-11	一致预期EPS		市盈率		总市值 (亿元)
			2011E	2012E	2011E	2012E	
600597.sh	光明乳业	11.02	0.25	0.32	43.92	34.72	114.82
002329.sz	皇氏乳业	30.00	0.95	1.37	31.65	21.84	32.10
600429.sh	三元股份	7.79	0.13		59.06		68.94
600887.sh	伊利股份	34.66	1.37	1.71	25.33	20.25	277.05
平均值					39.99	25.60	

来源：国金证券研究所

- 我们预计：2011-2013 年公司收入为 50.94、66.86、91.22 亿元，同比增长 26.5%、31.2%、36.4%，净利润为 5.53、7.27、10.24 亿元，同比增长 31.03%、31.49%、40.82%。全面摊薄后对应 EPS 为 1.299、1.707、

2.405 元。考虑到公司较好的成长性，建议给予 11 年 30-35 的估值，目标区间为 38.97-45.47 元。

图表22: WACC 估值

II、WACC												
每股价值	49.22						TV增长率	2.0%				
企业值	19,657.36						WACC	11.06%				
股票价值	18,854.16						债务	803.20				
							投资	0.00				
							少数股东权益	0.00				
会计年度截止日: 12/31		2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV 合
FCF	227.71	460.02	778.29	1,005.98	1,247.36	1,600.72	1,925.19	2,304.86	2,742.54	3,088.27	34,783.81	50,164
PV(FCF)	205.04	372.98	568.22	661.34	738.38	853.22	924.01	996.11	1,067.27	1,082.17	12,188.63	19,657

来源: 国金证券研究所

风险提示

食品安全风险

- 食品安全风险是食品类企业面对的最严重风险。一旦出现食品安全问题，对公司的美誉度、产品销售都会产生负面影响。

原材料波动风险

- 原材料价格波动风险: 原奶成本构成奶粉基粉成本比较大, 而我国一年多以来原奶成本持续上涨, 对公司成本造成一定压力。

图表23：销售预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
婴幼儿配方奶粉						
平均售价 (万元/吨)	7.72	8.14	8.46	8.80	9.10	9.40
增长率 (YOY)	-0.10%	5.54%	3.93%	3.99%	3.41%	3.30%
销售数量 (吨)	19,453.93	33,522.40	41,010.60	51,263.25	66,642.23	89,967.00
增长率 (YOY)	85.36%	72.32%	22.34%	25.00%	30.00%	35.00%
销售收入 (百万元)	1,500.92	2,729.51	3,470.34	4,511.17	6,064.44	8,456.90
增长率 (YOY)	85.17%	81.86%	27.14%	29.99%	34.43%	39.45%
毛利率	54.10%	63.19%	65.06%	66.00%	66.00%	66.00%
销售成本 (百万元)	688.92	1,004.73	1,212.54	1,533.80	2,061.91	2,875.35
增长率 (YOY)	102.70%	45.84%	20.68%	26.49%	34.43%	39.45%
毛利 (百万元)	812.00	1,724.77	2,257.80	2,977.37	4,002.53	5,581.55
增长率 (YOY)	72.51%	112.41%	30.90%	31.87%	34.43%	39.45%
占总销售额比重	77.70%	84.28%	86.31%	88.55%	90.71%	92.71%
占主营业务利润比重	80.51%	88.99%	89.89%	91.74%	93.25%	94.66%
婴幼儿营养米粉						
平均售价 (万元/吨)	3.61	3.74	3.90	4.02	4.14	4.26
增长率 (YOY)	-2.03%	3.68%	4.17%	3.00%	3.00%	3.00%
销售数量 (吨)	6,862.93	6,865.96	7,433.42	8,028.09	8,710.48	9,494.42
增长率 (YOY)	8.44%	0.04%	8.26%	8.00%	8.50%	9.00%
销售收入 (百万元)	247.81	257.05	289.88	322.47	360.37	404.59
增长率 (YOY)	6.24%	3.73%	12.77%	11.24%	11.76%	12.27%
毛利率	48.63%	54.95%	56.79%	57.00%	57.00%	57.00%
销售成本 (百万元)	127.30	115.80	125.26	138.66	154.96	173.97
增长率 (YOY)	14.85%	-9.03%	8.17%	10.70%	11.76%	12.27%
毛利 (百万元)	120.51	141.25	164.63	183.81	205.41	230.62
增长率 (YOY)	-1.55%	17.21%	16.55%	11.65%	11.76%	12.27%
占总销售额比重	12.83%	7.94%	7.21%	6.33%	5.39%	4.44%
占主营业务利润比重	11.95%	7.29%	6.55%	5.66%	4.79%	3.91%
其它						
平均售价 (万元/吨)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
增长率 (YOY)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (吨)	20.00	25.00	25.00	35.00	35.00	35.00
增长率 (YOY)	-73.68%	25.00%	0.00%	40.00%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	182.95	252.12	260.71	260.71	260.71	260.71
增长率 (YOY)	22.46%	37.81%	3.41%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	41.59%	28.62%	34.23%	32.35%	32.35%	32.35%
销售成本 (百万元)	106.86	179.96	171.47	176.37	176.37	176.37
增长率 (YOY)	12.13%	68.41%	-4.72%	2.86%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	76.09	72.16	89.24	84.34	84.34	84.34
增长率 (YOY)	40.65%	-5.17%	23.68%	-5.49%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	9.47%	7.78%	6.48%	5.12%	3.90%	2.86%
占主营业务利润比重	7.54%	3.72%	3.55%	2.60%	1.96%	1.43%
销售总收入 (百万元)	1931.68	3238.67	4020.93	5094.34	6685.52	9122.20
销售总成本 (百万元)	923.08	1300.49	1509.26	1848.83	2393.24	3225.69
毛利 (百万元)	1008.60	1938.18	2511.67	3245.51	4292.28	5896.51
平均毛利率	52.21%	59.84%	62.46%	63.71%	64.20%	64.64%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,938	3,245	4,028	5,094	6,686	9,122
增长率		67.4%	24.1%	26.5%	31.2%	36.4%
主营业务成本	-926	-1,303	-1,511	-1,849	-2,393	-3,226
% 销售收入	47.8%	40.1%	37.5%	36.3%	35.8%	35.4%
毛利	1,013	1,942	2,517	3,246	4,292	5,897
% 销售收入	52.2%	59.9%	62.5%	63.7%	64.2%	64.6%
营业税金及附加	-5	-12	-43	-56	-74	-100
% 销售收入	0.3%	0.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-716	-1,205	-1,618	-2,089	-2,808	-3,831
% 销售收入	36.9%	37.1%	40.2%	41.0%	42.0%	42.0%
管理费用	-137	-237	-264	-357	-468	-639
% 销售收入	7.1%	7.3%	6.5%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	155	489	592	744	943	1,326
% 销售收入	8.0%	15.1%	14.7%	14.6%	14.1%	14.5%
财务费用	-34	-17	-29	-9	24	37
% 销售收入	1.8%	0.5%	0.7%	0.2%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	0	2	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0	0
% 税前利润	1.2%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	123	474	552	735	967	1,363
营业利润率	6.3%	14.6%	13.7%	14.4%	14.5%	14.9%
营业外收支	4	-13	-4	3	3	3
税前利润	127	461	548	738	970	1,366
利润率	6.5%	14.2%	13.6%	14.5%	14.5%	15.0%
所得税	-17	-85	-126	-184	-242	-341
所得税率	13.1%	18.4%	23.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	110	376	422	553	727	1,024
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	109	376	422	553	727	1,024
净利率	5.6%	11.6%	10.5%	10.9%	10.9%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	110	376	422	553	727	1,024
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	31	36	80	115	141	161
非经营收益	30	14	31	59	21	21
营运资金变动	-109	-98	-284	130	22	33
经营活动现金净流	62	329	250	857	912	1,239
资本开支	-137	-424	-233	-597	-406	-407
投资	-9	-20	20	-1	0	0
其他	0	0	-1	0	0	0
投资活动现金净流	-146	-444	-214	-598	-406	-407
股权募资	7	224	0	1,806	-77	0
债权募资	5	76	394	-468	0	1
其他	-73	-144	-191	-38	-24	-24
筹资活动现金净流	-61	155	202	1,301	-101	-23
现金净流量	-146	40	238	1,559	404	809

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	293	337	579	2,139	2,543	3,352
应收款项	191	179	324	433	568	775
存货	251	352	436	507	721	1,061
其他流动资产	48	77	54	61	74	92
流动资产	783	945	1,393	3,139	3,906	5,280
% 总资产	56.1%	46.6%	52.4%	64.5%	66.2%	70.2%
长期投资	1	0	0	1	0	0
固定资产	481	921	1,110	1,616	1,893	2,149
% 总资产	34.5%	45.4%	41.7%	33.2%	32.1%	28.6%
无形资产	111	137	132	109	101	94
非流动资产	613	1,082	1,267	1,728	1,996	2,245
% 总资产	43.9%	53.4%	47.6%	35.5%	33.8%	29.8%
资产总计	1,397	2,027	2,660	4,867	5,902	7,525
短期借款	325	240	452	0	0	0
应付款项	573	630	601	879	1,210	1,725
其他流动负债	152	135	136	174	227	309
流动负债	1,050	1,005	1,190	1,053	1,437	2,034
长期贷款	11	180	351	351	351	352
其他长期负债	12	5	15	0	0	0
负债	1,072	1,190	1,556	1,404	1,788	2,386
普通股股东权益	324	835	1,104	3,464	4,114	5,139
少数股东权益	1	1	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,397	2,027	2,660	4,867	5,902	7,525

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.810	0.981	1.102	1.299	1.707	2.405
每股净资产	2.399	2.181	2.883	8.130	9.657	12.061
每股经营现金净流	0.459	0.858	0.652	2.011	2.140	2.909
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	33.77%	44.99%	38.23%	15.97%	17.68%	19.94%
总资产收益率	7.83%	18.54%	15.87%	11.37%	12.33%	13.61%
投入资本收益率	20.36%	31.75%	23.90%	14.63%	15.84%	18.12%
增长率						
主营业务收入增长率	61.49%	67.41%	24.13%	26.46%	31.23%	36.45%
EBIT增长率	288.12%	216.03%	21.22%	25.63%	26.69%	40.67%
净利润增长率	294.87%	243.66%	12.36%	31.03%	31.49%	40.82%
总资产增长率	12.20%	45.12%	31.27%	82.96%	21.25%	27.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.2	19.1	20.8	28.0	28.0	28.0
存货周转天数	78.3	84.4	95.1	100.0	110.0	120.0
应付账款周转天数	60.3	68.4	74.7	85.0	95.0	105.0
固定资产周转天数	70.4	70.7	100.4	108.4	92.3	73.9
偿债能力						
净负债/股东权益	13.01%	9.91%	20.27%	-51.61%	-53.28%	-58.38%
EBIT利息保障倍数	4.5	29.2	20.4	78.4	-39.1	-36.2
资产负债率	76.77%	58.71%	58.49%	28.84%	30.29%	31.71%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;

目标价格: 预期未来 6-12 个月内该股票目标价格区间;

询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室