

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007
联系人： 周密 (8621)68751219 zhoumi@cjsc.com.cn

中国妈妈的“生养教”综合解决方案服务商

事件描述

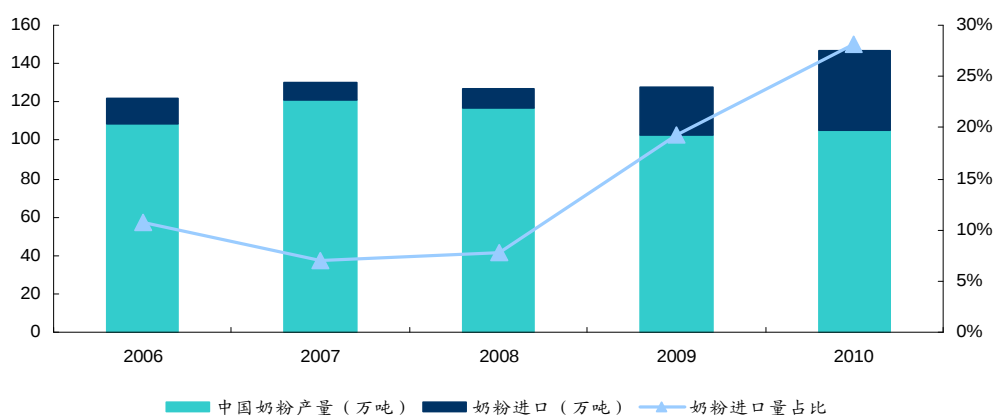
我们前往贝因美公司调研交流，获得信息如下：

事件评论

第一，公司销售收入增长快于行业增速。

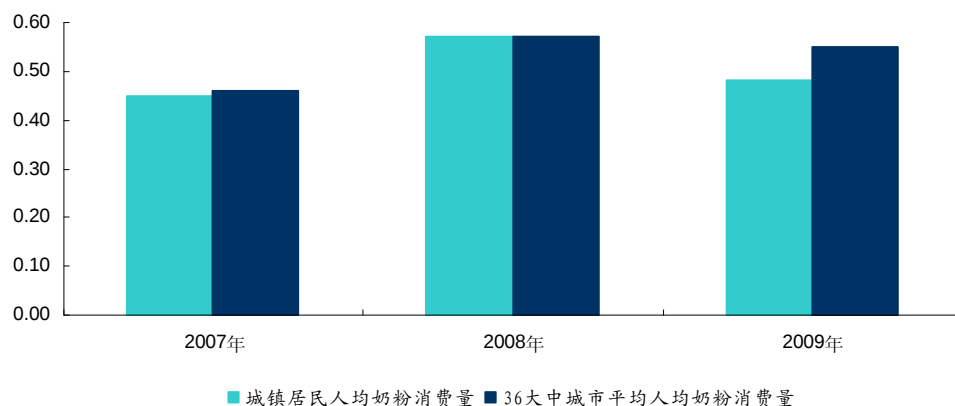
2009 年和 2010 年我国奶粉市场收三聚氰胺时间影响处于低谷。2009 年我国城镇奶粉人均消费量从 2008 年的 0.57 千克/人下滑到 2009 年的 0.48 千克/人，36 个大中城市人均奶粉消费量从 2008 年的 0.57 千克/人下滑到 2009 年的 0.55 千克/人。2009 年和 2010 年国内奶粉产量均低于 2008 年水平；同时 2009 年和 2010 年奶粉进口量分别同比增加 148%和 68%，奶粉进口量占比也快速提升到 19.2%和 28.2%。

图 1：中国奶粉产量，奶粉进口量以及进口量占比



资料来源：USDA, 海关信息网，长江证券研究部

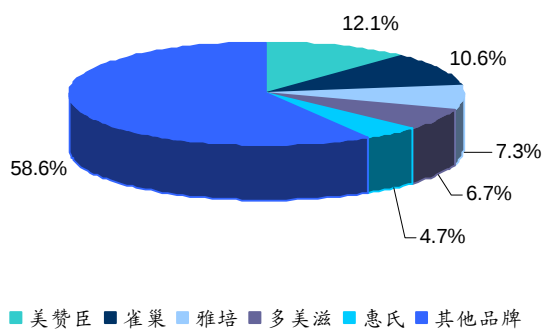
图 2：2007-2009 年每年人均奶粉消费量（千克/人）



资料来源：Wind，长江证券研究部

在 2008 年“三聚氰胺事件”前，国产奶粉市场占有率高达 60%以上，进口奶粉不到 40%。而 2008 年以后，外资品牌在我国奶粉市场上所占份额快速上升。中华全国商业信息中心的数据显示，2010 年 7 月美赞臣、雀巢、雅培、多美滋、惠氏五大外资品牌的市场份额总和为 41.37%。

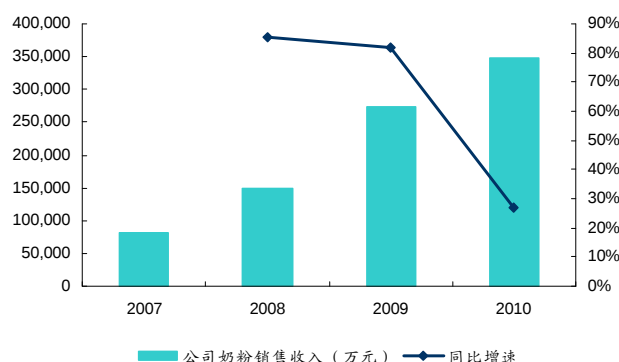
图 3：2010 年 7 月中国奶粉市场五大外资品牌市场份额



资料来源：公开资料，长江证券研究部

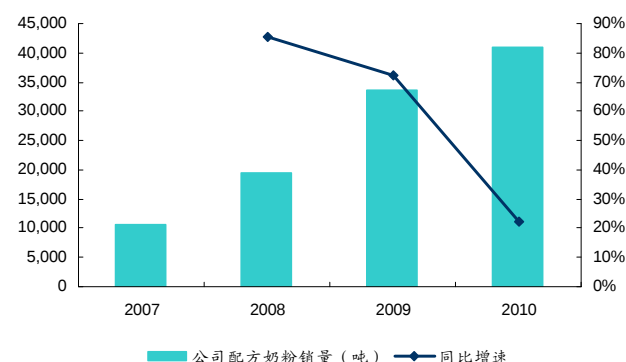
在这样的行业背景下，公司 2009 年和 2010 年销售收入仍旧达到 67.4%和 24.1%，其中配方奶粉业务收入增速为 81.9%和 27.1%，远高于行业增速。

图 4: 公司奶粉销售收入以及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 5: 公司配方奶粉销量以及同比增速

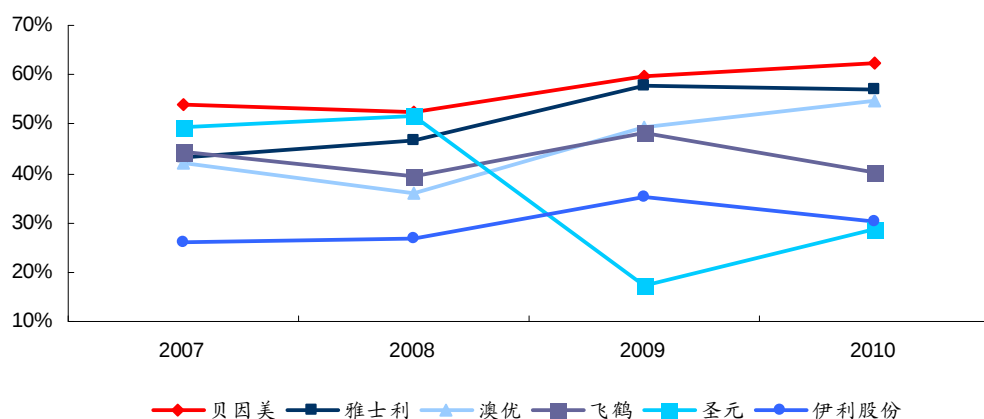


资料来源: Wind, 长江证券研究所

第二，公司理念：定义婴幼儿食品为专业消费品，在高品质产品获取高毛利率基础上贯穿“生养教”综合解决方案

公司视婴幼儿食品为专业消费品，在产品品质、销售理念等方面均不用于普通的快速消费品。公司毛利率水平显著高于液态奶业务为主的伊利股份，也高于国内其他几家奶粉企业。

图 6: 2007-2010 年国内主要公司的毛利率水平



资料来源: Wind, 长江证券研究部

一方面，专业消费品必须具备专业化高品质。公司专注于保证产品品质，采用国际一流生产制造设备；通过临床试验研制科学的奶粉配方，坚持研发更适合中国婴幼儿的食品；同时，公司保证使用优质的原材料。婴幼儿配方奶粉的主要原材料包括生鲜乳、乳清粉、奶粉基粉、全脂奶粉等；其中生鲜乳原料全部从“中国奶牛之乡”黑龙江安达市采购，公司从一个地区集中采购鲜奶的方式有利于加强对原奶收集环节的管控，严格保证原奶质量。

表 1: 公司原料采购地点

原料	主要产地	2010 年各原料成本 占总生产成本比例
生鲜乳	黑龙江安达市	18.36%
奶粉基粉	黑龙江、荷兰	17.94%
乳清粉	爱尔兰、芬兰	7.98%

全脂奶粉

新西兰

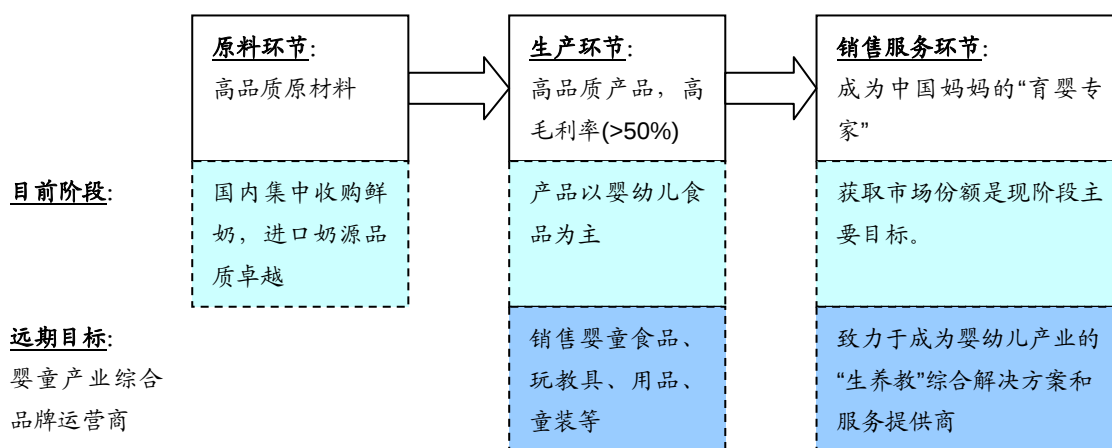
N.A.

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

另一方面，公司在为消费者提供营养、安全的婴幼儿食品的同时，还提供专业、亲切的母婴服务，在全国传播“成功生养教”的基础知识，致力于成为中国妈妈的“育婴专家”。

对于奶粉这样比较特殊的专业消费品，广告营销仅起到让消费者知晓的作用。消费者对于产品选择更看重产品品质以及品牌的口碑。

图 7：公司理念：定义奶粉产品为专业消费品

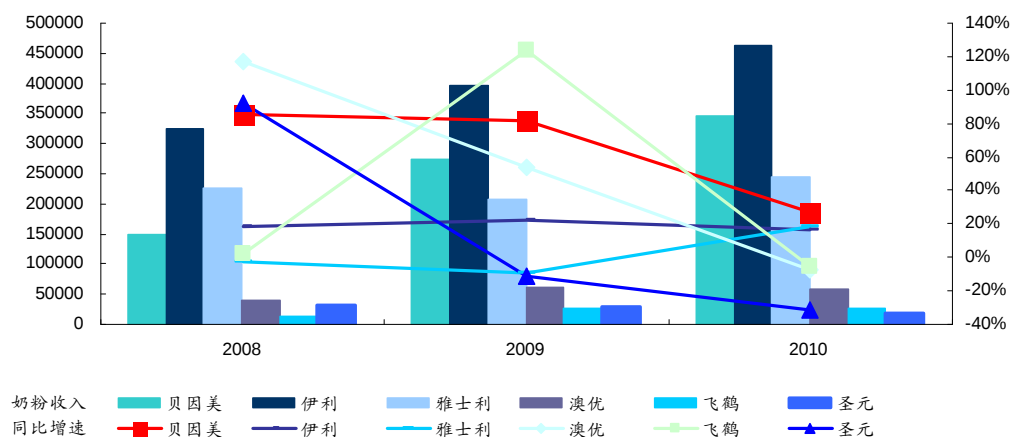


资料来源：长江证券研究部

公司现阶段以追求市场份额为主要目标。公司奶粉业务销售收入一直保持快速增长；即使在三聚氰胺事件以后的 2009 年和外资奶粉品牌份额快速提高的 2010 年，公司增速一直保持在 20% 以上。

基于公司在销售服务环节提供“成功生养教服务”，公司销售费用率也较国内企业奶粉生产企业较高。

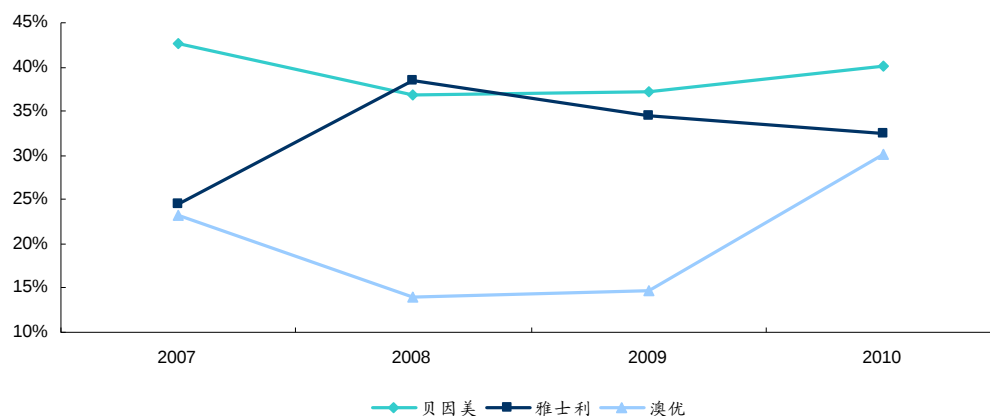
图 8：2008-2010 年国内主要奶粉企业配方奶粉销售收入（万元）以及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

注：2009 年 8 月飞鹤乳业(American Dairy Inc.)将向风险投资公司红杉资本(Sequoia Capital)定向增发 210 万股股份，筹资约 6,300 万美元。因此 2009 年飞鹤乳业收入快速增长。

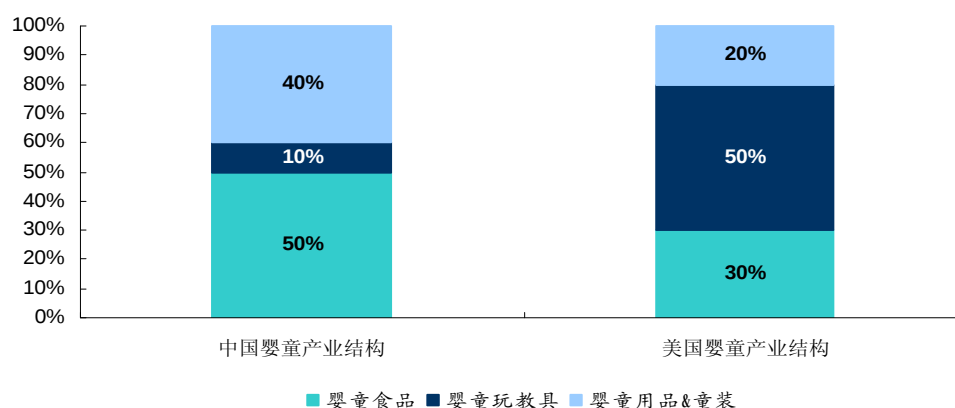
图 9：2007-2010 年国内主要奶粉企业销售费用率



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司远期目标立志于做婴童产业综合品牌运营商。婴童产业概念包括：婴童食品、婴童用品（例如：尿不湿、婴童床车、奶瓶奶嘴等）、童装、玩教具。美国市场婴童产业市场容量结构中婴童食品占比大约为 20%；我国目前阶段婴幼儿食品还是婴童产业的主力军，大约占市场容量比例的 50%。

图 10：中国和美国婴童产业结构



资料来源：长江证券研究部

第三，公司产品相对于外资品牌奶粉实行差异化定价。

公司高端奶粉产品“金装爱+”以及“爱+”系列的价格大多高于 250 元/900~1000g；“冠军宝贝”系列价格在 120~160 元/900~1000g 左右。公司产品定价在外资品牌价位两端，外资品牌奶粉价格多在 170~250 元/900~1000g 之间。

表 2：公司系列产品定价（2011 年 5 月 12 日杭州贝因美婴童生活馆）

产品	容量	价格（元）
金装爱+新生儿配方奶粉	900g	330.8
金装爱+婴儿配方奶粉	900g	299.3
金装爱+婴幼儿配方奶粉	900g	299.3
金装爱+幼儿配方奶粉	900g	288.8
金装爱+儿童配方奶粉	900g	288.8
金装爱+学童配方奶粉	900g	288.8

爱+新生儿配方奶粉	1000g	257.3
爱+婴幼儿配方奶粉	1000g	257.3
爱+幼儿配方奶粉	1000g	198.1
爱+新生儿配方奶粉	750g	195
爱+婴幼儿配方奶粉	750g	175
冠军宝贝初生婴儿配方奶粉	1000g	206.6
冠军宝贝宝宝成长配方奶粉	1000g	190.4
冠军宝贝健儿成长配方奶粉	1000g	166
冠军宝贝宝宝幼童配方奶粉	1000g	144.9
冠军宝贝健儿成长奶粉	908g	163.8
冠军宝贝幼儿成长配方奶粉	800g	119.6
冠军宝贝宝宝成长配方奶粉	800g	132.5
冠军宝贝初生婴儿配方奶粉	800g	140.1
金装冠军宝贝初生婴儿配方奶粉	900g	163.8
金装冠军宝贝宝宝成长配方奶粉	900g	156.6
金装冠军宝贝幼儿成长配方奶粉	900g	145
准妈咪配方奶粉 2 段	908g	158
爱妈咪配方奶粉	908g	158
孕妈咪配方奶粉	908g	158

资料来源：长江证券研究部

表 3：外资奶粉品牌产品定价（2011 年 5 月 17 日“1 号店”网站）

品牌	产品	容量	网店价格(元)	市场价格(元)
多美滋	金装金盾贝护婴儿配方奶粉	900g/听	226	229
	装金盾贝护延续较大婴幼儿配方奶粉	900g/听	199	199
	金装优衡多营养奶粉	900g/听	189	189
	金装金盾 3 阶段幼儿配方奶粉	900g/听	179	179
	金装金盾 4 阶段儿童配方奶粉	900g/听	159	159
	金装金盾妈妈奶粉	900g/听	164.6	179
	金装深度水解配方奶粉	400g/听	209	248
	金装低敏婴儿配方奶粉 (HA)	400g/听	126	128
	金装低出生体重奶粉 (LBW)	400g/听	114	138
	装无乳糖婴儿配方奶粉(LF)	400g/听	82.6	98
美赞臣	美赞臣安儿宝 A+幼儿配方奶粉 (1-3 岁)	900g/听	180	195
	美赞臣 安婴儿 A+婴儿配方奶粉 (0-1 岁)	900g/听	219	234.5
	美赞臣安婴妈妈 A+配方奶粉	900g/听	185	189.5
	美赞臣安儿健 A+儿童配方奶粉 (3 岁以上)	900g/听	162	169
	安婴宝 A+较大婴儿配方奶粉 (6-12 月)	900g/听	204.5	416
	安婴儿 A+ 无乳糖婴儿配方奶粉	400g/听	127.5	128.5
惠氏	S-26 金装爱儿乐婴儿配方奶粉 1 段	1600g/听	359	395
	S-26 金装爱儿乐婴儿配方奶粉 1 段	900g/听	216.9	235

	S-26 金装爱儿乐婴儿配方奶粉 2 段	900g/听	180	198
	S-26 金装爱儿乐婴儿配方奶粉 3 段	900g/听	168	182
	S-26 金装爱儿乐妈妈	900g/听	178	185
	S-26 金装膳儿加	900g/听	174	182
	S-26 金装学儿乐	900g/听	148	165
	金装爱儿加	400g/听	150	165
	金装爱儿乐	400g/听	102	113
雅培	金装喜康宝	900g/听	222	236
	金装喜康力	900g/听	198	216
	金装幼儿喜康力	900g/听	184	192
	金装儿童喜康力	900g/听	150.5	165
	金装小安素	900g/听	201	211
	金装妈妈喜康素	700g/听	160	170
	金装舒心美牛奶蛋白婴儿配方粉	375g/听	107	108
亨氏	超金妈妈孕产妇配方奶粉	900g/听	209	179
	超金康儿高婴儿配方奶粉(0-12 个月)	900g/听	109	99
	超金智儿高较大婴儿配方奶粉(6-12 个月)	900g/听	259	229
	超金学儿高幼儿配方奶粉(1-3 岁)	900g/听	229	199
雀巢	能恩金盾 1 配方奶粉	900g/听	184	199
	能恩金盾 2 配方奶粉	900g/听	189.7	209
	能恩金盾 3 配方奶粉	900g/听	146	169
	能恩超级金盾 1 配方奶粉	900g/听	249	259
	能恩超级金盾 2 配方奶粉	900g/听	267.7	279

资料来源：长江证券研究部

第四，募投项目产能预计 2012 年建成投产，2011 年一季度预收款增加主要系年初经销商保证金打款。

公司目前具备约 4 万吨湿法奶粉生产能力。本次上市募集资金投资将在黑龙江安达增加 3.5 万吨湿法产能, 预计到 2012 年底建成投产, 即总产能达到 7.5 万吨。预计今年底公司湿法产能约达到 5 万吨。

公司目前营养米粉产能为 7500 吨, 预计 2011 年和 2012 年营养米粉产能分别为 9000 吨和 15000 吨。

2011 年一季度末, 公司预收账款余额为 2.56 亿元, 较期初增长 136.79%, 主要系年初经销商保证金打款。一季度公司销售商品、提供劳务收到的现金为 14.03 亿元, 较去年同期快速增长 44.0%。

第五，给予“谨慎推荐”评级。

公司将婴幼儿食品定位为专业消费品, 更注重产品的高品质以及提供专业化服务, 致力于成为中国妈妈的“育婴专家”以及婴幼儿产业的“生养教”综合解决方案和服务提供商; 区别与通普通快速消费品主要依靠营销和渠道拉动销售模式。公司发展现阶段仍以争取市场份额为主要目标, 长远来看立志于做婴童产业综合品牌运营商。

我们预计公司 2011 年到 2013 年 EPS 分别为 1.21 元, 1.58 元, 1.97 元, 给予“谨慎推荐”评级。

● 风险提示:

原料奶、奶粉基粉、乳清蛋白等原料价格以及其他生产制造成本上涨或许将对公司毛利率水平产生压力, 2011 年一季度公司由于成本压力毛利率较上年一季度同比下滑 4.19%; 同时近期通胀率较高, 是产品提价的敏感时期。

表 4: 公司利润表主要项目 (万元)

(万元)	单季度财务数据			年度财务数据		
	2010Q1	2010Q2	2011Q1	2008A	2009A	2010A
营业总收入	94,004.79	107,594.98	118,345.20	193,845.38	324,522.36	402,830.18
%同比增长率			25.89%		67.41%	24.13%
营业成本	34,903.58	40,283.35	48,902.80	92,583.23	130,290.24	151,144.91
% 毛利率	62.87%	62.56%	58.68%	52.24%	59.85%	62.48%
营业税金及附加	653.24	1,299.72	48,902.80	484.76	1,171.79	4,256.49
销售费用	43,075.67	37,305.58	48,902.80	71,567.75	120,460.79	161,842.58
% 销售费用率	45.82%	34.67%	41.32%	36.92%	37.12%	40.18%
管理费用	4,762.51	7,240.15	8,766.70	13,747.06	23,733.54	26,351.50
% 管理费用率	5.07%	6.73%	7.41%	7.09%	7.31%	6.54%
财务费用	472.6	671.6	1,147.78	3,400.71	1,671.16	2,909.80
% 财务费用率	0.50%	0.62%	0.97%	1.75%	0.51%	0.72%
资产减值损失	-15.11	738.03	-180.12	-46.24	-232.15	1,066.07
营业利润	10,163.18	20,025.01	9,178.20	12,256.67	47,393.97	55,238.31
% 营业利润率	10.81%	18.61%	7.76%	6.32%	14.60%	13.71%
% 同比增长率			-9.69%		286.68%	16.55%
营业外收入	356.75	1,816.92	1,279.94	818.14	1,543.41	6,207.05
营业外支出	2,229.75	3,201.55	714.06	422.74	2,884.24	6,600.20
利润总额	8,290.18	18,640.37	9,744.08	12,652.06	46,053.14	54,845.15
税前利润率	8.82%	17.32%	8.23%	6.53%	14.19%	13.61%
% 同比增长率			17.54%		264.00%	19.09%
所得税	2,106.70	5,637.83	3,190.52	1,660.86	8,463.23	12,639.58
%有效税率	25.41%	30.25%	32.74%	13.13%	18.38%	23.05%
少数股东损益	-40.59	21.75	-	56.67	11.79	-18.84
%少数股东损益占比	-0.66%	0.17%	-	0.52%	0.03%	-0.04%
净利润	6,183.48	13,002.54	6,553.56	10,991.20	37,589.91	42,205.57
归属于母公司所有者的净利润	6,224.07	12,980.80	6,553.56	10,934.54	37,578.13	42,224.42
% 净利润率	6.62%	12.06%	5.54%	5.64%	11.58%	10.48%
% 同比增长率			5.29%		243.66%	12.36%
基本每股收益		0.34	0.17	0.31	1.04	1.1

资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 5: 公司资产负债表和现金流量表主要项目 (万元)

(万元)	2008A	2009A	2010Q1	2010H	2010A	2011Q1
货币资金	29,331.55	33,667.93		47,363.82	57,933.66	87,166.33
应收账款	17,642.24	16,339.48		29,460.84	29,636.74	31,575.47
存货	25,106.62	35,151.52		42,289.53	43,589.89	43,930.11
营业总收入	193,845	324,522		201,600	402,830	118,345
% YOY		67.41%			24.13%	25.89%
销售商品、提供劳务收到的现金	204,301.18	393,460.30	97,424.45	208,697.01	447,698.46	140,259.04
购买商品、接受劳务支付的现金	100,278.18	174,304.25	48,972.13	92,289.74	195,484.33	52,597.73
支付/收到	49.08%	44.30%	50.27%	44.22%	43.66%	37.50%
短期借款	32,500.00	20,500.00		35,500.00	40,500.00	36,500.00
应付票据	20,127.19	12,403.10		11,094.50	10,315.26	7,416.21

应付账款	21,609.28	27,237.14	33,590.66	34,609.66	45,287.41
预收款项	11,404.28	19,964.30	5,902.50	10,807.47	25,591.51
长期借款	1,052.75	17,963.00	27,449.20	35,099.00	35,099.00
资本公积金	10,216.87	7,760.83	7,760.83	7,760.83	7,760.83

资料来源：Wind，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4028	5039	6299	7849	货币资金	579	2100	2393	3162
营业成本	1511	1883	2345	2909	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2517	3156	3954	4939	应收账款	323	404	506	630
% 营业收入	62.5%	62.6%	62.8%	62.9%	存货	436	543	676	839
营业税金及附加	43	53	67	83	预付账款	54	68	84	105
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1618	2066	2583	3218	流动资产合计	1393	3115	3660	4736
% 营业收入	40.2%	41.0%	41.0%	41.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	264	328	409	510	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	29	25	11	9	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.5%	0.2%	0.1%	固定资产合计	1110	1476	1832	1884
资产减值损失	11	0	0	0	无形资产	119	113	108	102
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	25	0	0	0
营业利润	552	684	884	1119	其他非流动资产	13	13	13	13
% 营业收入	13.7%	13.6%	14.0%	14.3%	资产总计	2660	4717	5612	6735
营业外收支	-4	0	0	0	短期贷款	452	0	0	0
利润总额	548	684	884	1119	应付款项	449	560	697	864
% 营业收入	13.6%	13.6%	14.0%	14.3%	预收账款	108	135	169	211
所得税费用	126	171	221	280	应付职工薪酬	41	51	63	78
净利润	422	513	663	839	应交税费	86	114	146	184
归属于母公司所有者的净利润	422.2	513.6	663.3	839.6	其他流动负债	54	68	84	105
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1190	927	1159	1442
EPS (元/股)	0.99	1.21	1.56	1.97	长期借款	351	351	351	351
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	250	642	768	956	其他非流动负债	15	15	15	15
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1556	1293	1526	1809
收回现金					归属于母公司	1104	3424	4087	4927
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	-1	-1
固定资产投资	-233	-450	-463	-178	股东权益	1104	3424	4087	4926
其他	19	0	0	0	负债及股东权益	2660	4717	5612	6735
投资活动现金流净额	-214	-450	-463	-178	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	1806	0	0	EPS	0.991	1.205	1.557	1.971
银行贷款增加 (减少)	394	-452	0	0	BVPS	2.88	8.94	9.59	11.56
筹资成本	187	-25	-11	-9	PE	39.88	32.78	25.38	20.05
其他	-378	0	0	0	PEG	1.55	1.27	0.99	0.78
筹资活动现金流净额	202	1329	-11	-9	PB	13.71	4.42	4.12	3.42
现金净流量	238	1520	294	768	EV/EBITDA	26.28	18.87	14.68	11.13
					ROE	38.2%	15.0%	16.2%	17.0%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。