



上市公司调研简报

证券研究报告
食品饮料行业

中 性 维 持

贝因美（002570）

2011 年 5 月 19 日

短期业绩承压，中长期战略定位值得关注

食品饮料行业分析师：赵 勇
SAC 执业证书编号：S0850209090682
zhaoyong@htsec.com
0755-82775282

2011 年 5 月 18 日收盘于：41.16 元

联系人：齐 莹
qiy@htsec.com
021-23219166

简评和投资建议

公司近几年将以扩大婴幼儿食品的市场份额和销售额为主要目标，所有经营计划都将以此为出发点。公司凭借自身的行业龙头地位，随着婴幼儿奶粉市场的快速增长和公司产能的逐步释放，未来几年销售收入预计将保持 30% 左右的年均增长。此外，公司将“婴童行业综合运营商”作为长期战略定位，并已经进行积极准备，未来将分享我国婴童经济的盛宴。

我们认为，近两年公司仍将以婴幼儿食品（包括婴幼儿配方奶粉和米粉）为主要业务拓展市场，收入快速增长但销售费用在短期内难以出现明显下降。此外，进口奶粉原料价格的持续高企也将给公司带来成本压力。公司中长期战略定位清晰，但目前非食品婴童消费市场处于培育和开拓阶段，短期内对公司业绩贡献不明显。

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.08 元、1.35 元和 1.77 元，公司 5 月 18 日股价为 41.16 元，对应 2011-2013 年 PE 为 38 倍、30 倍和 23 倍，相比同类公司，短期估值偏高。考虑到公司的行业龙头地位、婴幼儿配方奶粉行业快速增长的背景、和公司产能持续释放，我们给予公司 2012 年 30-33 倍估值水平，对应合理价格为 40-44 元。公司能否成功与外资品牌竞争，进一步扩大市场占有率，以及进口原料成本压力能否缓解，是公司近两年最大的看点。

风险与不确定性：（1）产能释放不及预期；（2）原料价格波动风险；（3）食品质量风险；（4）产业政策风险；（5）市场竞争加剧的风险；

我们对公司的基本观点如下：

1. 婴幼儿奶粉业务将恢复快速增长，预计全年收入增长 20-30%

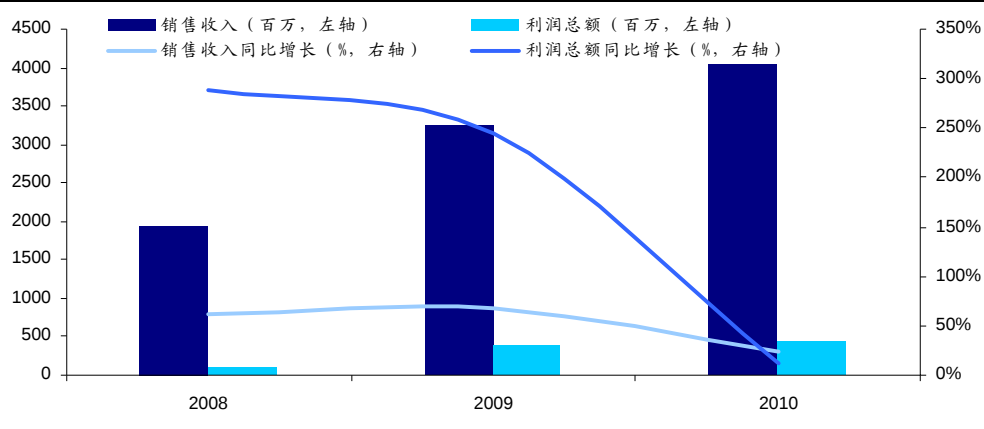
贝因美是我国婴幼儿食品龙头企业，主要产品婴幼儿奶粉和米粉在国内市场分别位居第四和第二位，其中婴幼儿奶粉收入占比在 87% 以上。2008-2010 年公司销售收入增速为 61%、67% 和 24%。2010 年公司销售增速的下降有以下几个方面的原因：

1) 受三聚氰胺后续影响，国产品牌持续遭遇信任危机，国外品牌市场份额快速上升，国产奶粉增速下降严重。

2) 国内母乳的喂养时间延长，成人食品的使用提前而婴幼儿奶粉的消费阶段缩短。

3) 公司产能受限。一方面受到公司自身产能限制：公司的湿法生产线 2010 年基本没有新增产能。湿法线全部在安达，目前两条 2 万吨的生产线，共 4 万吨理论产能。另一方面受到国际供应商产能限制。公司干法生产线在杭州基地，2010 年刚投产，设计产能 6 万吨，主要生产的“爱+”系列，这个系列 100% 采用进口奶粉原料，产能受到国际供应商的供应限制。

图 1 2008-2010 年公司营业收入和净利润增长情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

对于国内婴幼儿奶粉生产企业来说，行业正处在低谷期，未来将有所改善：

首先，奶粉属于刚性需求，2011 年和 2015 年我国将迎来人口出生小高峰，出生率和出生人数将明显增加。基于以往人口生育高峰的历史经验，人口平均出生率提高 3 个千分点即可推动中国婴幼儿奶粉总需求量增长 25%，由此带来的婴幼儿奶粉增长空间巨大。

其次，随着国家对奶粉企业的生产标准要求更加严格，小企业将被淘汰，市场份额会向优势企业集中。

再次，外资品牌主导的格局可能出现一定转变，婴幼儿奶粉具有战略意义，国家的政策导向会向国内品牌倾斜；此外，人口普查之后，国家可能会对计生政策有所调整，未来行业仍将走出低谷，保持较快增长。

产能方面，公司上市募投项目之一是 5 万吨的湿法生产线（其中包括 3.5 万吨湿法产能，1.5 万吨罐装能力），预计 2012 年底可以释放 3.5 万吨，届时公司的湿法产能瓶颈将得以缓解，但近两年湿法产品（冠军宝贝系列）销量难以大幅提升。干法产品方面，公司主要采用 Kerry 作为国际供应商，据了解 Kerry 已经承诺贝因美增加原料供应，预计下半年的进口原料瓶颈有所缓解。因此今年干法产品（“爱+”系列）是销售重点。

2011 年一季度公司实现营业收入 11.83 亿元，同比增长 25.89%，高于去年全年水平。Euromonitor 预测 2010-2014 年中国婴幼儿奶粉销量年均增速可以达到 15%，公司凭借较高的市场占有率和品牌、质量、渠道优势可以取得快于行业平均水平的增速，预计全年公司销售收入增速将在 20%-30%。

2. 运营成本和原料成本上升影响一季度业绩，预计全年进口原料成本压力难以明显缓解

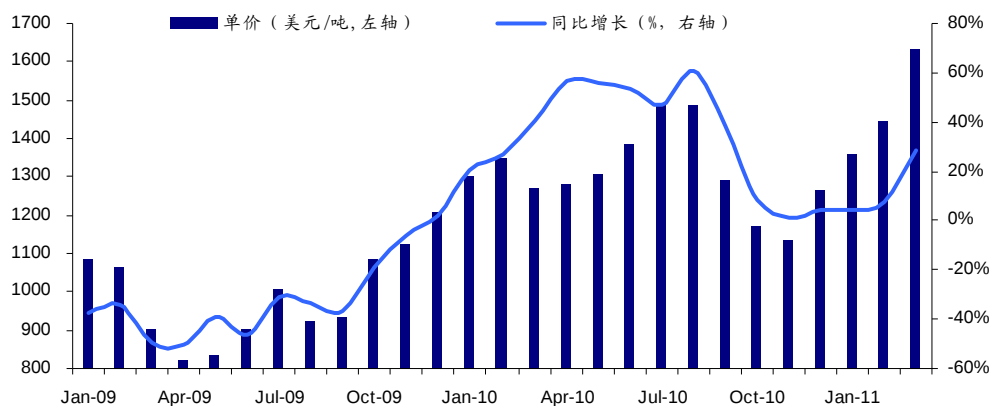
2011 年一季度公司营业成本大幅增加 40.11%，远超收入增速。毛利率为 58.68%，比去年同期下降 4.19 个百分点。通过与公司沟通，我们分析是由于：

- 1) 公司一向以国际标准要求自己，尤其在执行新国标之后，公司为达到更高生产标准，运行成本高出很多。我们实地参观了公司的杭州干法生产基地，其全部生产、包装、实验和检验设备均进口自国际一线厂商。
- 2) 国际原材料涨价。公司原料成本构成中生鲜奶占比最大，都在黑龙江采购，今年一季度国内原奶价格同比上涨 17% 左右。此外，公司所需的优质乳糖、乳清蛋白、高脂蛋白等，由于国内不能生产只能从国外进口，这些占公司成本的 30% 左右。今年一季度进口乳清粉和全脂奶粉的价格同比增幅超过 30%，给公司原料成本带来很大压力。

目前国内原奶收购价格已经在高位企稳，预计今年涨幅趋缓。但进口乳清蛋白、全脂奶粉等的价格还未达到 08 年的历史高点，在国内奶粉企业纷纷加大奶粉进口的背景下，估计今年公司的进口原料成本压力较大。公司的高端“爱+”系列 100% 原料采用进口，在国内采用干法工艺进行加工。今年公司将“爱+”系列作为销售重点，因此进口原料的价格将对公司产生较大影响。

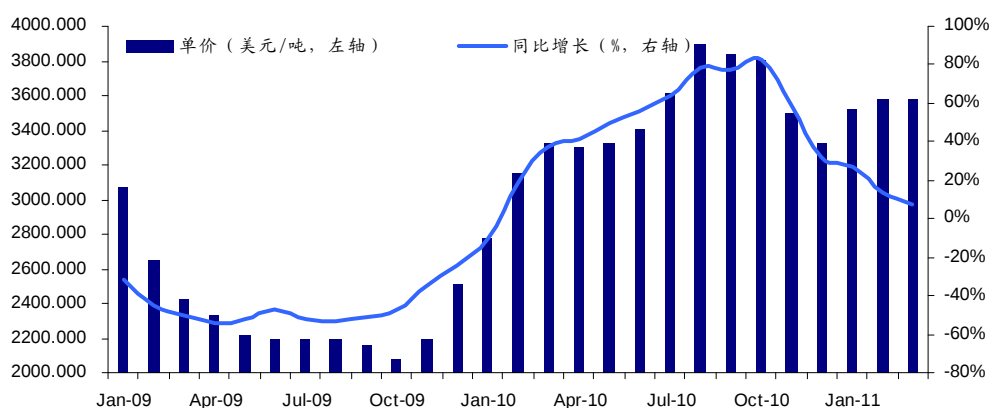
随着销售规模逐渐扩大，预计未来公司会考虑向产业链的前端延伸，加强奶源建设和控制力。

图 2 2009 年至今进口乳清粉单价（美元/吨）和同比增幅（%）



资料来源：中国海关信息网，海通证券研究所

图 3 2009 年至今进口全脂淡奶粉单价（美元/吨）和同比增幅（%）



资料来源：中国海关信息网，海通证券研究所

3. 主打中高端产品，竞争对手以外资品牌为主，行业趋势走向集中

公司主打中高端产品，“爱+”系列为最高端产品，价格与外资品牌美赞臣和多美滋相当。中端产品是冠军宝贝系列，公司也针对三四线市场推出了较为低端的金美正装产品，但产量不多。整体看来，公司的竞争对手主要是外资品牌。

跟外资相比，公司有本土化的优势，采用更适合华人的配方。一线城市公司主要与美赞臣、多美滋、雅培直接竞争。在上海，公司目前在所有品牌中市占率排名第二，仅次于多美滋。公司优势市场在二三线城市，市场份额强于外资。

跟内资相比，公司有国际化的优势。公司国内主要竞争对手是伊利、圣元、飞鹤等。我们考察部分家乐福卖场，发现他们把国内和国外品牌奶粉分成两个柜台，而贝因美是放在外资品牌之列。公司的“爱+”系列春节前已进入香港市场，证明公司相比国内品牌，更具有国际标准的质量优势。

参考国外婴幼儿奶粉行业，在美国，美赞臣、雅培和雀巢三个品牌占据了 97.1%的婴幼儿奶粉市场，其中美赞臣和雅培的市占率达 90%；在日本和韩国，婴幼儿奶粉市场主要只有两个品牌。未来国内的婴幼儿奶粉市场也将走向集中，经历“战国七雄-春秋五国-三国时代”的大浪淘沙，未来仅剩下少数几个品牌。贝因美有望凭借现有优势，成为国内品牌的代表，市场份额得以进一步提升。

4. 高品质决定高毛利，重视品牌建设进行全方位营销

与大多数国内品牌的快消品路线不同，公司将奶粉定位为专业消费品，配有专业的渠道销售和专业的服务。专业的品质和服务意味着公司要付出额外成本，这是公司必须维持高毛利的原因之一。国际上专业消费品比较合理的毛利水平也在 60% 左右。公司国际供应商之一 Kerry 曾表示，相对包括多美滋在内的其他客户，公司对原料品质的要求最苛刻。另一个方面，公司奶源质量高、设备顶尖、管理效率高，因此产品的一次合格率较高，使得公司“返工”的成本大大降低。

公司非常重视品牌建设，注重口耳相传的口碑效果。公司凭借过硬的质量和多年的经营已经获得了较高的市场占有率，在消费者中积累了相当的口碑。除广告宣传外，公司系统性开展消费者教育，全方位进行品牌建设，具体包括：

- 1) 公司董事长在电视节目《谢宏真道理》进行生养教理念的宣传教育，提升公司专业形象；
- 2) 公司拥有先进的 CIM 系统，保留了几百万个消费者资料。专业的客服人员为消费者进行生育、养育、教育方面指导进行跟踪指导，使得公司的 VIP 客户忠诚度很高。
- 3) 定期举行卫生委、社区讲座，专业咨询、沙龙等活动，提升品牌的认可度和消费者忠诚度。

5. 多年来广泛布局销售网络，渠道优势较强

公司目前已经布局了广泛深入的销售网络，目前覆盖近 8 万个零售终端，设有 6 个营销大区（这 6 大区域各配置一名销售总监，另外还配置了一名 KA 大卖场销售总监），26 个销售分公司、139 个销售业务部，销售人员 2584 人，拥有 2200 多家经销商，销售网络覆盖全国 8 万家零售终端，零售终端覆盖率达到 2/3。

目前国内婴幼儿食品的主要销售渠道包括大卖场、超市、便利店、母婴店（专业店）、网上直销等。对婴幼儿配方奶粉来说，大卖场和超市仍然是主要销售渠道，母婴专营渠道目前占比很小但发展迅速。公司目前在全国有 1000

表 1 公司销售渠道分类

客户分类	细分类型	类型定义	销售模式选择
现代零售渠道客户	国际性重点客户（NKA）	专指在中国地区的外资零售企业，如沃尔玛、家乐福等	直供模式
	区域性重点客户（RKA）	国内大型跨区域零售连锁企业	直供模式
	本地重点客户（LKA）	限于浙江省的零售连锁企业	经销模式为主，直供模式为辅
	独立客户	其他非连锁国内零售企业或门店	经销模式
专业婴童客户	综合连锁客户	兼有网络平台销售与实体门店销售的连锁企业	经销模式
	网络及目录直送客户	利用网络平台或目录形式销售婴童产品的连锁客户	
	实体店连锁客户	专门经营实体门店销售的婴童产品连锁企业	
	婴童单店客户	其他非连锁的婴童店	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

6. 公司“婴童行业综合运营商”定位清晰，行业空间广阔支持公司长期增长

公司早在 1998 年就引入了婴童经济的概念，并以此作为公司长期战略定位。国际上婴童经济是指 0-12 岁的人口群体支撑的消费需求。我国目前 0-12 岁儿童大约有 12 亿，假设每个儿童每年消费 5000 元，就有 6 万亿消费市场。而去年我国

6岁以下婴童的消费市场仅有1万亿左右规模。按照美国经验，人均GDP达到5000美元以上时，婴童行业将进入消费爆发期。我国2010年人均GDP已经达到4500美金，随着家庭对亲子教育的重视和消费升级，我们婴童经济有很强的爆发基础。

婴童综合运营商有更大成长空间。婴童行业包括婴童食品、婴童用品、童装、玩教具。研究显示，我国婴童消费品中，食品占比超过50%，用品占30%，玩具占10%，服装占到10%。根据美国经验，玩具、食品、服装和用品分别占50%、30%、10%、10%。因此，从长期来看，婴童综合运营商成长空间巨大，这为公司的长期发展提供了支撑。公司已经成立玩教具事业部，计划逐渐向婴童行业的各个领域发展。

公司“婴童行业综合运营商”的战略定位清晰，即以婴童及孕妇为服务对象，综合开展亲子早教、母婴服务、专业制造、物流配送、渠道运营，销售代理等多项经营业务。公司在北京和杭州设有两个母婴生活馆，北京馆有3000多平米，杭州馆有2000多平米。北京馆目前略亏，杭州馆已经开始盈利，由于公司目前仍以婴幼儿奶粉为主，母婴馆的销售产品中非贝因美品牌占了大多数。公司目前设立母婴生活馆的主要目的在于宣传公司理念、树立“育婴专家和母婴顾问”的形象。为今后婴童消费市场的爆发做好充分准备。

以下是我们对公司2011-2013年的盈利预测。

表2 贝因美利润表预测（万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	402830	485699	584189	746460
YoY(%)	24.15%	20.57%	20.28%	27.78%
减：营业成本	151144	194684	233635	297101
毛利	251686	291015	350555	449359
毛利率(%)	62.48%	59.92%	60.01%	60.20%
主营业务税金及附加	4256	5132	6173	7887
营业费用（销售费用）	161843	191851	230755	294852
管理费用	26352	31765	38206	48819
财务费用	2910	2109	-507	-507
资产减值损失	1066	424	1526	709
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-21	0	0	0
营业利润	55239	59734	74402	97600
营业外收支	-393	300	300	300
利润总额	54846	60034	74702	97900
减：所得税	12640	13835	17216	22562
减：少数股东损益	-19	0	0	0
归属于母公司净利润	42225	46199	57487	75338
摊薄后EPS（元）	0.99	1.08	1.35	1.77

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵 勇：食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本公司不对任何人因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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。