



洋奶粉涨价或带动公司上调出厂价 增持维持

投资要点:

- 费用率虽高,但短期不会有压缩费用的想法
- 市场份额还可继续扩大,目标国内第一
- 长期看,育婴专家的市场定位及盈利模式可分享婴幼儿市场盛宴

报告摘要:

- 洋奶粉近日已涨价,预计贝因美接下来上调出厂价是大概率事件,预计2Q公司毛利率下降趋势有所缓解:今日中财网新闻报道,城区各大超市和孕婴用品商店中的洋奶粉(如雀巢等)终端零售价格已经上涨10%以上,900g灌装婴儿奶粉每罐上调20-30元不等。洋奶粉的率先涨价一方面说明当前消费者对于高品质奶粉具有旺盛需求,而另一方面也是通过涨价消化上游原奶价格上涨的不利因素。贝因美作为国产奶粉领军企业贝因美在品牌、产品质量和渠道方面具有较强竞争力的情况下,预计接下来调高出厂价是大概率事件。一旦上调出厂价,将会消化一部分成本压力,预计2Q公司毛利率下降趋势有所缓解。
- 今年将保持市场投入力度,看好公司长期发展趋势:市场一致认为,上市能够给贝因美带来知名度和美誉度的提升,且由于销售费用率比行业其他公司要高,因此在规模化扩大的情况下未来贝因美的费用率有望呈现稳中下跌趋势。而我们的观点是:当前在外资奶粉品牌市场份额依然处于强势地位、而消费者对国产奶粉最大担忧在于产品品质方面的情况下,对于真正致力坚持做好产品的企业来说既是一个机遇也是一个挑战。贝因美一直坚持走高品质路线(价格与外资奶粉相当,而市场份额与第一仅相差4个点),且育婴专家(不单卖产品,更为宝宝父母提供专业服务)的定位使得公司能够在卖产品的同时提供更具附加值的服务,不仅能够增加品牌粘性,且能有效抓住市场需求开辟更多疆土,利于公司长远发展。因此我们坚持认为贝因美的市场份额还将继续提升,但费用率短期不会看到明显下降的趋势。
- 盈利预测、估值和投资建议:预计公司2011-2013年收入分别为48.3亿元、59.7亿元和72亿元,增速分别为20%、23%和20.7%;2011-2013年净利润分别为4.83亿元、6.12亿元和7.76亿元,增速分别为14.4%、26.8%和26.8%,对应EPS分别为1.134元、1.437元和1.823元,维持“增持”评级。

食品饮料研究组

联系人:

苏青青

电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师:

黄立军(S1180209070180)

股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110411	843	
20110331	0	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通A股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

相关研究

1《贝因美(002570)宏源证券*公司研究*贝因美:育婴专家,蓄势待发*002570*食品饮料行业*苏青青》, 2011.5

图 1：分产品销售收入及毛利率预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产品一：奶粉业务						
产品单价（元/吨）	76970	81478	82041	84502	86192	87054
YOY		6%	1%	3%	2%	1%
产品销量（万吨）	1.95	3.35	4.23	4.96	6.00	7.27
YOY		72%	26%	17%	21%	21%
营业收入（百万元）	1501	2730	3470	4193	5175	6325
YOY		82%	27%	21%	23%	22%
营业成本（百万元）	689	1005	1213	1677	2070	2530
YOY		46%	21%	38%	23%	22%
毛利额（百万元）	812	1725	2258	2516	3105	3795
YOY		112%	31%	11%	23%	22%
毛利率	54%	63%	65%	60%	60%	60%
占销售收入比重	77%	84%	86%	87%	87%	88%
占毛利额比重	80%	89%	90%	89%	89%	89%
产品二：米粉业务						
产品单价（元/吨）	36112	37442	39014	39794	40988	42218
YOY		4%	4%	2%	3%	3%
产品销量（万吨）	0.69	0.69	0.74	1.10	1.44	1.60
YOY		0%	8%	48%	31%	11%
营业收入（百万元）	248	257	290	438	590	675
YOY		4%	13%	51%	35%	14%
营业成本（百万元）	127	116	125	197	266	304
YOY		-9%	8%	57%	35%	14%
毛利额（百万元）	121	141	165	241	325	372
YOY		17%	17%	46%	35%	14%
毛利率	49%	55%	57%	55%	55%	55%
占销售收入比重	13%	8%	7%	9%	10%	9%
占毛利额比重	12%	7%	7%	9%	9%	9%
产品三：其他业务						
营业收入（百万元）	190	259	268	200	200	200
YOY		36%	4%	-25%	0%	0%
营业成本（百万元）	110	182	174	130	124	120
YOY		66%	-5%	2%	3%	3%
毛利额（百万元）	80	76	94	70	76	80
YOY		-5%	24%	-26%	9%	5%
毛利率	42%	29%	35%	35%	38%	40%
占销售收入比重	10%	8%	7%	4%	3%	3%
占毛利额比重	8%	4%	4%	2%	2%	2%
营业总收入（百万元）	1938	3245	4028	4831	5966	7200
营业总成本（百万元）	926	1303	1511	2004	2460	2954
毛利额（百万元）	1013	1942	2517	2827	3506	4246
毛利率	52%	60%	62%	59%	59%	59%

资料来源：宏源证券研究所

图 2：可比上市公司估值一览表

		收盘价	EPS		YOY	PE	
		2011-5-23	2011E	2012E		2011	2012
002286	保龄宝★	20	0.8	1.1	38%	25	18
002329	皇氏乳业★	40	0.8	1.14	43%	49	35
002495	佳隆股份★	24	0.72	0.91	26%	34	27
300138	晨光生物★	29	1.03	1.53	49%	28	19
300149	量子高科★	12	0.35	0.48	37%	34	25
600186	莲花味精★	6	0.07	0.07	0%	87	87
600298	安琪酵母★	35	1.27	1.69	33%	28	21
600305	恒顺醋业★	15	0.33	0.43	30%	46	35
600429	三元股份★	8	0.05	0.11	120%	170	77
600597	光明乳业★	9	0.25	0.33	32%	36	27
600887	伊利股份★	34	1.27	1.6	26%	27	21

注：带★的盈利预测来自于朝阳永续一致市场预期

资料来源：朝阳永续，宏源证券研究所

附表 1: 三张报表盈利预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1938.45	3245.22	4028.30	4830.97	5965.52	7200.20
减: 营业成本	925.83	1302.90	1511.45	2004.27	2459.72	2953.86
营业税金及附加	4.85	11.72	42.56	48.31	59.66	72.00
营业费用	715.68	1204.61	1618.43	1932.39	2386.21	2880.08
管理费用	137.47	237.34	263.52	275.37	357.93	396.01
财务费用	34.01	16.71	29.10	2.61	-18.15	-15.07
资产减值损失	-0.46	-2.32	10.66	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	1.49	-0.33	-0.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	122.57	473.94	552.38	568.02	720.16	913.33
加: 其他非经营损益	3.95	-13.41	-3.93	0.00	0.00	0.00
利润总额	126.52	460.53	548.45	568.02	720.16	913.33
减: 所得税	16.61	84.63	126.40	85.20	108.02	137.00
净利润	109.91	375.90	422.06	482.82	612.13	776.33
减: 少数股东损益	0.57	0.12	-0.19	-0.22	-0.27	-0.35
归属母公司股东净利润	109.35	375.78	422.24	483.03	612.41	776.67
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	195.91	303.64	478.05	2554.77	2903.77	4841.17
应收和预付款项	238.82	236.36	378.03	388.84	556.90	583.39
存货	251.07	351.52	435.90	501.64	648.94	732.79
其他流动资产	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1.00	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	481.12	920.85	1109.98	1333.12	1472.96	1482.79
无形资产和开发支出	111.04	123.61	119.46	103.38	87.28	71.16
其他非流动资产	0.00	13.22	12.35	6.18	0.00	0.00
资产总计	1278.96	1969.49	2533.77	4887.93	5669.85	7711.30
短期借款	325.00	205.00	405.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	573.34	630.17	601.33	1232.03	1001.82	1666.94
长期借款	10.53	179.63	350.99	550.99	950.99	1550.99
其他负债	45.70	117.99	72.08	72.08	72.08	72.08
负债合计	954.57	1132.80	1429.40	1855.10	2024.89	3290.01
股本	135.00	383.05	383.05	417.47	417.47	417.47
资本公积	102.17	77.61	77.61	1488.83	1488.83	1488.83
留存收益	86.66	374.69	643.71	1126.75	1739.15	2515.83
归属母公司股东权益	323.83	835.35	1104.37	3033.04	3645.45	4422.13
少数股东权益	0.57	1.35	0.00	-0.22	-0.49	-0.84
股东权益合计	324.39	836.70	1104.37	3032.83	3644.96	4421.29
负债和股东权益合计	1278.96	1969.49	2533.77	4887.93	5669.85	7711.30
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	64.17	331.24	251.08	1187.34	231.05	1522.53
投资性现金净流量	-146.26	-444.40	-213.98	-348.66	-300.20	-200.20
筹资性现金净流量	-61.33	155.25	202.44	1238.03	418.15	615.07
现金流量净额	-143.41	42.09	239.54	2076.71	349.00	1937.40

资料来源: 宏源证券研究所

附表 2: 财务分析指标一览表

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收益率						
毛利率	52.24%	59.85%	62.48%	58.51%	58.77%	58.98%
三费/销售收入	45.77%	44.95%	47.44%	45.75%	45.70%	45.29%
EBIT/销售收入	8.17%	14.63%	14.30%	11.81%	11.77%	12.48%
EBITDA/销售收入	9.81%	15.82%	16.03%	14.87%	14.83%	15.34%
销售净利率	5.67%	11.58%	10.48%	9.99%	10.26%	10.78%
资产获利率						
ROE	33.77%	44.99%	38.23%	15.93%	16.80%	17.56%
ROA	12.38%	24.10%	22.74%	11.67%	12.38%	11.65%
ROIC	61.87%	82.61%	47.25%	34.10%	55.39%	43.58%
增长率						
销售收入增长率	61.49%	67.41%	24.13%	19.93%	23.48%	20.70%
EBIT 增长率	378.91	199.81	21.37%	-0.96%	23.02%	27.96%
EBITDA 增长率	475.11	169.97	25.81%	11.23%	23.14%	24.88%
净利润增长率	291.09	242.00	12.28%	14.40%	26.78%	26.82%
总资产增长率	7.82%	53.99%	28.65%	92.91%	16.00%	36.01%
股东权益增长率	23.43%	157.96	32.21%	174.64%	20.19%	21.31%
经营营运资本增长率	66.80%	-4.20%	291.59	-278.46%	159.12	-262.14
资本结构						
资产负债率	74.64%	57.52%	56.41%	37.95%	35.71%	42.66%
投资资本/总资产	37.80%	48.24%	56.15%	22.04%	30.90%	15.60%
带息债务/总负债	35.15%	33.95%	52.89%	29.70%	46.97%	47.14%
流动比率	0.74	0.96	1.22	2.67	3.88	3.57
速动比率	0.47	0.57	0.81	2.28	3.27	3.15
股利支付率	0.00%	0.00%	36.29%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00	100.00	63.71%	100.00%	100.00	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	1.52	1.65	1.59	0.99	1.05	0.93
固定资产周转率	5.18	5.17	3.64	4.91	5.09	5.61
应收账款周转率	10.92	19.86	13.58	18.67	13.97	17.97
存货周转率	3.69	3.71	3.47	4.00	3.79	4.03

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年 4 月加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 好想你、贝因美。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。