

# 贝因美 (002570.SZ) 乳业行业

评级：买入 上调评级

公司点评

陈钢

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

肖喆

联系人  
(8621)61038276  
xiaozhe@gjzq.com.cn

## 贝因美: 平稳交接, 稳定发展

### 事件

我们近期前往贝因美调研, 简要反馈如下。

#### ■ 市场普遍关注谢宏董事长离职对公司的影响。

- 新任高管团队平稳交接。谢总因身体原因提出离职虽事出突然, 但此前他曾多次提过 45 岁退休的想法, 因此公司对离职一事已有一定预期。目前新的高管团队交接平稳, 日常运营依然高效。新任董事长朱德宇在公司服务逾 10 年, 此前为公司副董事长, 曾任公司总经理一职, 管理经验丰富; 新总经理叶宏女士此前为公司副总经理, 一直主抓公司市场与销售, 与公司合作 3 年以上; 新聘的四位公司副总经理在公司任职时间都至少在三年以上。总体而言, 新的高管团队, 分工明晰, 合作默契。
- 谢宏的离任, 对市场来说最大的遗憾是公司少了位亲历亲为的宣传大使, 最大的欣慰是突发事件彰显了公司团队的高度职业化。谢总很多的思维和做法, 已经固化为公司的文化和制度, 职业化的团队足以继续延续公司的发展趋势。新任团队将 11 年的主基调定位: 稳定压倒一切, 全年既定的方针政策将继续延续。

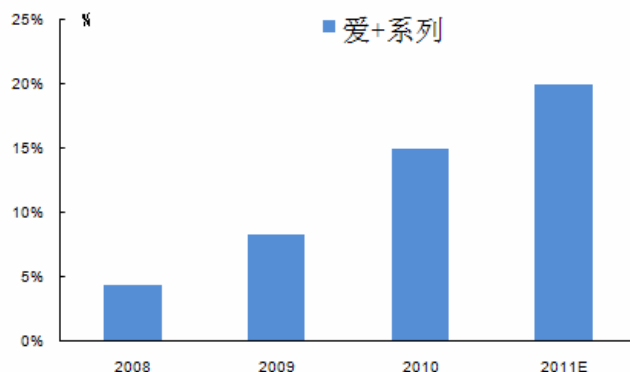
#### ■ 行业增速放缓, 我们下调行业全年增长预测至 10-15%。

- 中长期来看, 人均收入水平提升、城市化进程加速及产品认知度提升是行业长期增长的三大动力。与发达国家相比, 婴幼儿奶粉的产品渗透率较低, 增长潜力依然巨大。但是短期而言, CPI 快速上升对消费的抑制以及食品安全问题频发导致消费者对深加工食品的不信赖成为阻碍行业快速增长的最大阻力。AC 数据显示, 今年 1-5 月份行业呈现价升量降的局面, 行业整体销量下降 6.5%, 整体销售额增加 4% (受益于产品结构提升和售价上升)。
- 行业整体竞争格局依然激烈, 马太效应继续显现。受益于现代渠道的下沉及二三线市场的加大布局, 外资领头羊美赞臣和多美滋市场份额上升明显。中资领头羊贝因美和伊利, 结构升级明显, 一线城市斩获颇丰。我们还是维持此前对行业竞争格局的看法, 认为长期来看四大厂商将成为行业主流。

#### ■ 公司未来的增长点: 短期看结构升级, 中长期看同心圆战术

- 公司近年来产品结构高端化趋势明显。公司 07 年推出超高端定位的爱+比系列产品, 以全进口原料为定位, 经过数年推广, 尤其是 11 年市场投放和推广力度的加大, 上升趋势明显。

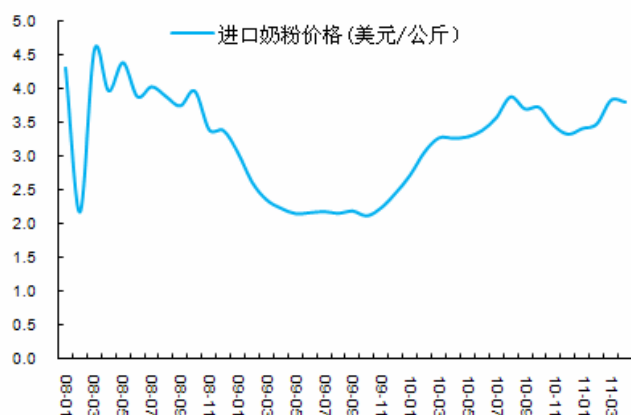
图表1: 超高端爱+系列销售占比稳步提升



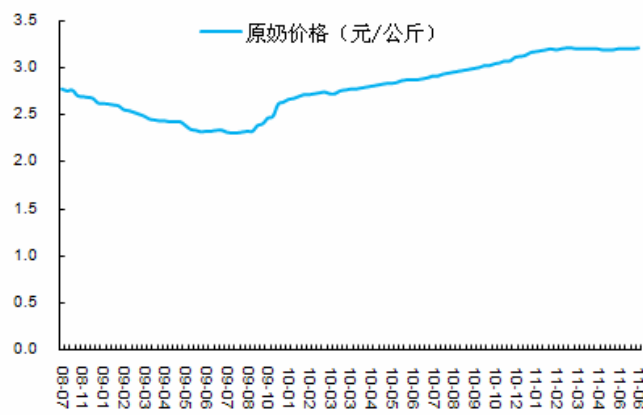
来源: 国金证券研究所

- 一级市场 KA 渠道逐渐强势，显示品牌美誉度提升显著。在一级市场，公司与多家国际性大卖场形成战略合作关系，同时在部分卖场已成为销售第一品牌。一级市场的可喜增长显示公司品牌美誉度得到长足提升，逐步为一级市场更为挑剔的消费者所接受。我们认为在一段时间内，婴幼儿奶粉依然将是产品结构和价格升级为主导，一批美誉度不足的品牌将很可能在升级中掉队，而贝因美将充分受惠于行业整体升级的趋势。
- 定位专业消费品公司，品牌建设以软实力渗透为主。我们认为婴幼儿奶粉品类与一般快速消费品有所不同，品牌美誉度和消费者口碑传播非常重要，即线上广告投放增加品牌知名度、线下活动增加品牌美誉度。公司将继续加强线上和线下的有机互动，通过亲子活动、营养顾问、社区讲座等多种形式，实现口碑传播。
- 同心圆战术，打造中长期增长点。我们认为公司在短期内仍以婴幼儿奶粉为核心主业，在不断累积品牌美誉度及渠道渗透率的同时，将适时推进其婴童产业的多元化业务发展。
- **盈利预测及投资建议：**11-13 年公司销售收入将分别实现 50.94、64.52 和 81.95 亿，同比增长 26.5%、26.7% 和 27.0%。净利润 11-13 年分别为 5.01、6.77 和 9.43 亿，每股 EPS 将分别达到 1.175 和 1.589 和 2.213 元。鉴于行业未来增长潜力及公司综合运营能力，我们给予公司 6-12 个月目标价位为 48 元，相当于 30x12PE。
- **核心假设 1：**提价抵御成本上涨压力。11 年以来，奶粉厂商面对原材料成本的持续攀升，成本压力直接导致全年毛利率水平下降。考虑到外资厂商目前已经开始提价，我们认为贝因美将积极跟进。基于成本全年稳定在上半年水平及提价能覆盖大部分成本压力的假设下，我们目前预测毛利率全年下降 2%。

图表2：进口奶粉价格处于历史高位



图表3：国内原奶价格持续攀升



来源：国金证券研究所

- **核心假设 2：**费用率短期维持稳定，甚至略有上升。目前行业格局下，已进入抢占份额的时期，费用率将居高不下。我们认为当前公司发展策略仍将以份额导向为主，而非利润导向。

图表4：三张表预测

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  | 6,452  | 8,195  |
| 增长率          |       | 67.4%  | 24.1%  | 26.5%  | 26.7%  | 27.0%  |
| 主营业务成本       | -926  | -1,303 | -1,511 | -1,994 | -2,438 | -2,990 |
| % 销售收入       | 47.8% | 40.1%  | 37.5%  | 39.1%  | 37.8%  | 36.5%  |
| 毛利           | 1,013 | 1,942  | 2,517  | 3,101  | 4,015  | 5,205  |
| % 销售收入       | 52.2% | 59.9%  | 62.5%  | 60.9%  | 62.2%  | 63.5%  |
| 营业税金及附加      | -5    | -12    | -43    | -56    | -71    | -90    |
| % 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 | -2,038 | -2,645 | -3,360 |
| % 销售收入       | 36.9% | 37.1%  | 40.2%  | 40.0%  | 41.0%  | 41.0%  |
| 管理费用         | -137  | -237   | -264   | -331   | -419   | -533   |
| % 销售收入       | 7.1%  | 7.3%   | 6.5%   | 6.5%   | 6.5%   | 6.5%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 155   | 489    | 592    | 676    | 879    | 1,222  |
| % 销售收入       | 8.0%  | 15.1%  | 14.7%  | 13.3%  | 13.6%  | 14.9%  |
| 财务费用         | -34   | -17    | -29    | -11    | 21     | 32     |
| % 销售收入       | 1.8%  | 0.5%   | 0.7%   | 0.2%   | -0.3%  | -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    | 665    | 899    | 1,254  |
| 营业利润率        | 6.3%  | 14.6%  | 13.7%  | 13.0%  | 13.9%  | 15.3%  |
| 营业外收支        | 4     | -13    | -4     | 3      | 3      | 3      |
| 税前利润         | 127   | 461    | 548    | 668    | 902    | 1,257  |
| 利润率          | 6.5%  | 14.2%  | 13.6%  | 13.1%  | 14.0%  | 15.3%  |
| 所得税          | -17   | -85    | -126   | -167   | -226   | -314   |
| 所得税率         | 13.1% | 18.4%  | 23.0%  | 25.0%  | 25.0%  | 25.0%  |
| 净利润          | 110   | 376    | 422    | 501    | 677    | 943    |
| 少数股东损益       | 1     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司的净     | 109   | 376    | 422    | 501    | 677    | 943    |
| 净利率          | 5.6%  | 11.6%  | 10.5%  | 9.8%   | 10.5%  | 11.5%  |

现金流量表（人民币百万元）

|          | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 110  | 376  | 422  | 501   | 677   | 943   |
| 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 | 134   | 18    | 23    |
| 经营活动现金净流 | 62   | 329  | 250  | 809   | 858   | 1,148 |
| 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    | 1,720 | -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  | 1,215 | -101  | -23   |
| 现金净流量    | -146 | 40   | 238  | 1,425 | 350   | 717   |

资产负债表（人民币百万元）

|          | 2008  | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 293   | 337   | 579   | 2,004 | 2,355 | 3,072 |
| 应收款项     | 191   | 179   | 324   | 433   | 548   | 696   |
| 存货       | 251   | 352   | 436   | 546   | 735   | 983   |
| 其他流动资产   | 48    | 77    | 54    | 66    | 75    | 86    |
| 流动资产     | 783   | 945   | 1,393 | 3,049 | 3,713 | 4,837 |
| % 总资产    | 56.1% | 46.6% | 52.4% | 63.8% | 65.0% | 68.3% |
| 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% | 33.8% | 33.2% | 30.3% |
| 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% | 36.2% | 35.0% | 31.7% |
| 资产总计     | 1,397 | 2,027 | 2,660 | 4,777 | 5,709 | 7,082 |
| 短期借款     | 325   | 240   | 452   | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项     | 573   | 630   | 601   | 924   | 1,210 | 1,582 |
| 其他流动负债   | 152   | 135   | 136   | 177   | 222   | 280   |
| 流动负债     | 1,050 | 1,005 | 1,190 | 1,101 | 1,433 | 1,862 |
| 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 | 1,452 | 1,784 | 2,214 |
| 普通股股东权益  | 324   | 835   | 1,104 | 3,325 | 3,925 | 4,868 |
| 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 | 4,777 | 5,709 | 7,082 |

比率分析

|            | 2008    | 2009    | 2010   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|------------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 每股指标       |         |         |        |         |         |         |
| 每股收益       | 0.810   | 0.981   | 1.102  | 1.175   | 1.589   | 2.213   |
| 每股净资产      | 2.399   | 2.181   | 2.883  | 7.805   | 9.213   | 11.426  |
| 每股经营现金净流   | 0.459   | 0.858   | 0.652  | 1.898   | 2.013   | 2.694   |
| 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% | 15.06%  | 17.24%  | 19.37%  |
| 总资产收益率     | 7.83%   | 18.54%  | 15.87% | 10.48%  | 11.86%  | 13.31%  |
| 投入资本收益率    | 20.36%  | 31.75%  | 23.90% | 13.78%  | 15.41%  | 17.56%  |
| 增长率        |         |         |        |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 61.49%  | 67.41%  | 24.13% | 26.46%  | 26.66%  | 27.00%  |
| EBIT增长率    | 288.12% | 216.03% | 21.22% | 14.05%  | 30.06%  | 39.11%  |
| 净利润增长率     | 294.87% | 243.66% | 12.36% | 18.60%  | 35.16%  | 39.30%  |
| 总资产增长率     | 12.20%  | 45.12%  | 31.27% | 79.58%  | 19.49%  | 24.06%  |
| 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   | 95.6    | 82.2    |
| 偿债能力       |         |         |        |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | 13.01%  | 9.91%   | 20.27% | -49.72% | -51.05% | -55.88% |
| EBIT利息保障倍数 | 4.5     | 29.2    | 20.4   | 62.1    | -42.3   | -38.4   |
| 资产负债率      | 76.77%  | 58.71%  | 58.49% | 30.40%  | 31.24%  | 31.26%  |

来源：国金证券研究所

**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