

食品制造

贝因美 (002570.SZ) / 34.80 元

短期成本施压，中长期分享行业成长

事项

近期，我们调研了贝因美，和高管进行交流，了解行业和公司现状和未来发展，并实地调研了贝因美杭州生活馆、当地大型超市。

主要观点

1、人口生育高峰到来，千亿市场可期，行业背景乐观

我国每年约有 1600 万新生儿诞生，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%，2010 年我国婴幼儿食品市场规模在 420 亿元，预计复合增长率为 21%，到 2015 年我国婴幼儿食品市场规模可达 900 亿元，蓬勃发展的婴童经济为公司发展提供了良好的行业环境

2、上半年成本上涨，销售费用率继续升高，中报业绩承压

成本上涨导致一季度公司营业成本大幅增加 40.11%，远超收入增速 25.89%，毛利率为 58.68%，比去年同期 62.87% 下降 4.19 个百分点，销售费用率超过去年 1.45%；而公司提价自 6 月份才开始，预计二季度的业绩也不容乐观，中报业绩超预期可能性很小

3、下半年提价效应、产能释放、产品结构调整，共同推高毛利率

公司自 6 月底提价 5%-7%，爱+系列产能有望从目前的 1 万吨释放到 2-3 万吨，占奶粉比例有望从 15% 提高到 20-25%，预计三因素共同发力，推动毛利率在 60% 以上，三季度业绩可望改善；2012 年募投项目投产，进一步推动业绩稳定增长

4、专业定位彰显品牌效应，稳扎稳打，长足发展

公司定位产品为专业消费品，产品策略和营销策略紧密围绕品牌定位，以品牌提升毛利率，稳扎稳打，以奶粉推进，逐渐寻找新的利润点，眼光长远，定位明确，致力打造婴童产业综合运营商

基于成本上涨、提价 6 月份才开始，我们估计中报超预期的可能不大，三季度公司的毛利率有望恢复到 60% 以上，爱+系列的产品能否被市场有效地消化吸收是公司盈利增长的关键。

我们预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.22 元, 1.59 元, 1.97 元，给予公司 2011 年 30 倍 PE，对应价格为 36-50 元。

风险提示

- 1、产能释放未能被市场有效消化吸收
- 2、婴幼儿奶粉是高危行业，产品质量安全问题不容小视

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

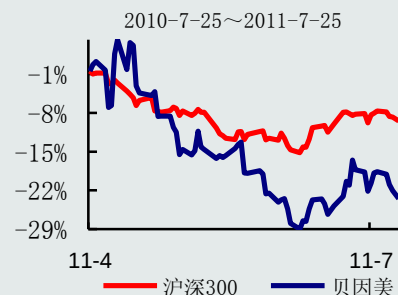
联系人：金凤 钟祺
Tel: 010-59370878
Email: jinfeng@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	42605
流通 A 股/B 股(万股)	4300/0
资产负债率(%)	61.68
每股净资产(元)	3.05
市盈率(倍)	226.24
市净率(倍)	11.41
12 个月内最高/最低价	50.88/32.01

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

1、生育高峰孕育千亿市场

我国《人口发展“十一五”和 2020 年规划》指出：20 世纪 80 年代至 90 年代第三次人口生育高峰期出生的婴儿，已逐步进入婚育年龄，约有 9000 多万独生子女将为人父母，我国每年约有 1600 万新生儿诞生，0-6 个月婴儿的纯母乳喂养率仅为 49.2%，每年有大量婴儿需要人工喂养。奶粉属于刚性需求，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 个百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。中国第四次生育高峰的到来、居民收入的提高和消费观念的转变将极大地支撑婴幼儿食品市场的发展。

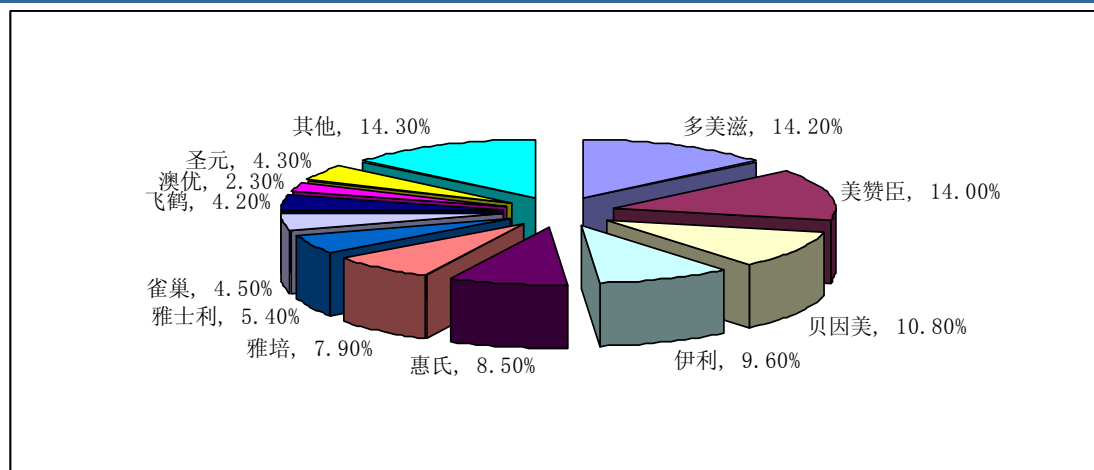
婴幼儿食品市场中主要以配方奶粉和辅食为主。根据 Euromonitor 的统计估算，2010 年我国婴幼儿食品市场规模在 420 亿元，其中配方奶粉为 368 亿元，占比 87%，辅食为 53 亿元，占比 13%。按照保守估计，2011 年-2014 年婴幼儿配方奶粉销售量复合增长率为 21%。到了 2015 年，我国婴幼儿食品市场规模可达 900 亿元，其中配方奶粉接近 800 亿元，辅食 100 亿元。

2、外资奶粉仍然强势，国产奶粉有待消费者信心恢复

2010 年 1-10 月，在市场畅销的十一大品牌里，外资五大品牌占 49.1% 的份额，内资六个品牌占 36.6% 的份额。消费者对于国产奶粉的信心依然有待恢复。国家提高婴幼儿奶粉标准，加大行业准入门槛等措施，会使国内奶粉业重新进行洗牌，品牌好、规模大的企业占据一定优势。公司无论从规模还是从品牌上都占据绝对优势，有利于在竞争中脱颖而出。

对于辉瑞出售惠氏奶粉的传闻，公司表示若形成外资奶粉巨头，会产生一定压力，但并不是致命的。公司当初成功地在米粉领域崛起并与亨氏形成抗衡，具有同外资品牌竞争的经验，并不畏惧这样的竞争。

图表 1 2010 年 1-10 月婴幼儿奶粉市场份额



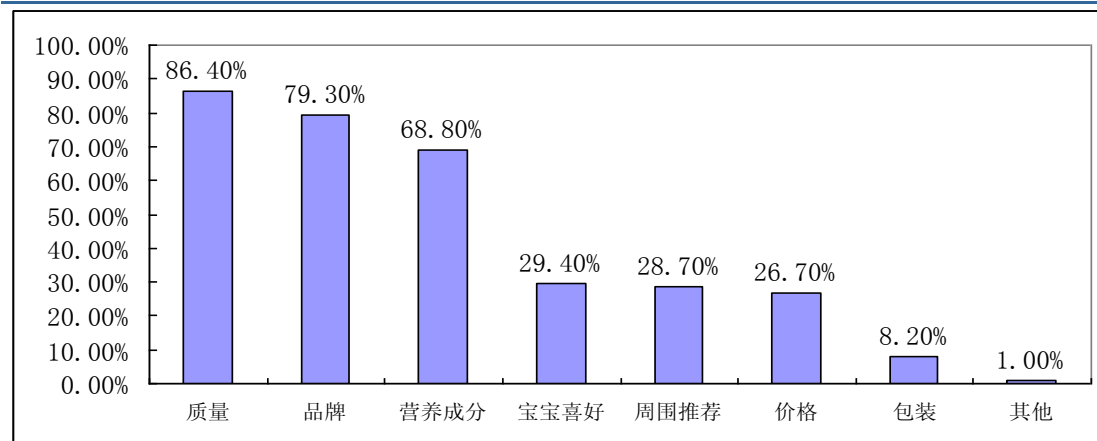
数据来源：AC 尼尔森，华创证券研究所

3、品牌决定婴幼儿奶粉购买，公司着重通过提升品牌来提高毛利率

婴幼儿食品的购买决定因素中，质量、品牌和营养成分是主要的考虑因素。公司一直强调定位为专业消费品，婴幼儿奶粉既有商品性，又有专业性。这一定位决定了公司产品策略、营销策略。在产品策略方面，强调产品的安全性和营养性。在营销策略方面，认为广告、渠道并不决定购买，公司主要工作放在加强品牌意识，树立健康形象，建立整合营销模式。

公司是三聚氰胺事件中少数未被检测出三聚氰胺的国内知名品牌奶粉企业之一，被中国质量信用评价中心评定为 AAA 级中国质量信用企业，已成为国内婴幼儿食品领域的领导品牌之一，品牌效应明显，毛利率高于国内其他内资奶粉企业。

图表 2 购买奶粉考虑因素



数据来源：公司招股说明书，华创证券研究所

图表 3 内资公司毛利率比较

公司名称	2009 年度	2008 年度
贝因美	59.85%	52.21%
圣元国际	28.58%	17.10%
澳优乳业	49.42%	36.04%
平均数	42.07%	30.83%

数据来源：公司招股说明书，华创证券研究所

4、上半年成本上涨，销售费用率继续升高，中报业绩承压

2011 年一季报中，公司实现营业收入 11.83 亿元，同比增长；实现利润总额 9774 万，同比增长 17.54%；实现归属于上市公司股东的净利润 6554 万，同比增长 5.29%。

由于一季度生鲜乳价格同比上涨 17%左右，乳清粉和全脂奶粉同比上涨约 30%，原材料的上涨导致 2011 年一季度公司营业成本大幅增加 40.11%，远超收入增速 25.89%，毛利率为 58.68%，比去年同期 62.87%下降 4.19 个百分点。

由于公司加大投入开拓市场，导致销售费用率上升，今年一季度销售费用率为 41.62%，超过 2010 年 1.45 个百分点。

在原料价格上涨和期间费用上升这两个因素的共同作用下，净利润增速较过去大幅下降，公司二季度及中报业绩承压较大，公司预期为-1-30%，超预期的可能性很小。

图表 4 公司主要原材料构成（2010 年）

主要原材料名称	占原材料比例
生鲜乳	20.71%
奶粉基粉	20.23%
乳清粉	9.00%
粉罐	5.13%
DHA 粉	3.67%

数据来源：公司招股说明书，华创证券研究所

图表 5 原材料变动对毛利率的影响（2010 年）

项目	原材料变动幅度				
指标	2010 年度	5%	10%	-5%	-10%
主营业务成本	150923.76	157626.22	164328.68	144211.30	137518.84
营业成本中原材料成本	134049.18	140751.64	147454.10	127346.72	120644.26
对毛利率影响	-	-1.67%	-3.33%	1.67%	3.33%

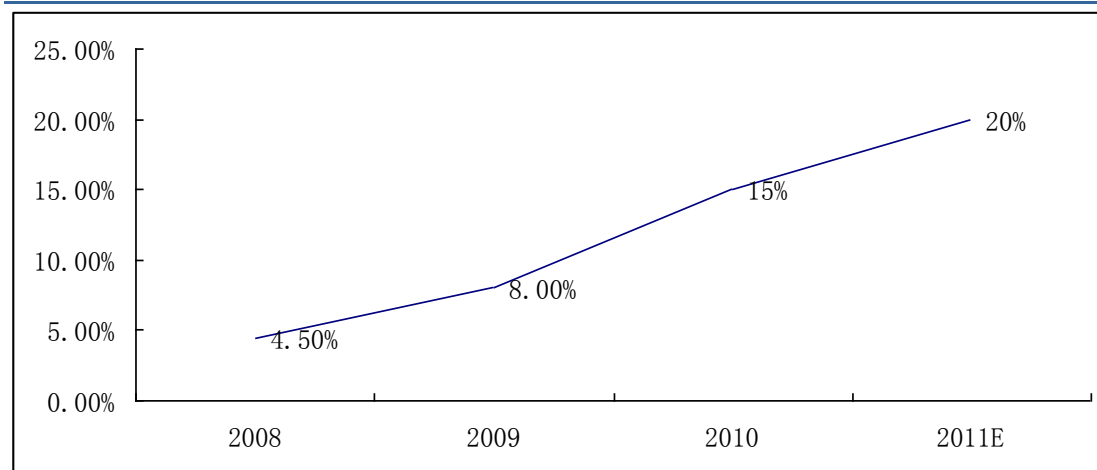
数据来源：公司招股说明书，华创证券研究所

5、下半年提价效应、产能释放、产品结构调整，共同推高毛利率

公司自6月底整体提价5%-7%，爱+系列产品毛利率在65%以上，其产能有望从目前的1万吨释放到2-3万吨，并且是公司下半年的销售重点，占奶粉比例有望从15%提高到20-25%。

提价效应、产能释放、产品结构调整，预计三因素共同发力，推动毛利率在60%以上，三季度业绩可望改善；2012年募投项目投产，进一步推动业绩稳定增长。

图表6 爱+产品每年比例



数据来源：调研，华创证券研究所整理

图表7 公司提价比例

产品名称	容量/g	贝因美生活馆价格 (7月17日)/元	贝因美生活馆价格 (5月12日)/元	调整比例
金装爱+新生儿配方奶粉	900	349.5	330.8	5.65%
金装爱+婴儿配方奶粉	900	325.9	299.3	8.79%
金装爱+婴幼儿配方奶粉	900	305.9	299.3	2.21%
金装爱+幼儿配方奶粉	900	305.9	288.8	5.92%
金装爱+儿童配方奶粉	900	295.9	288.8	2.46%
金装爱+学童配方奶粉	900	295.9	288.8	2.46%
爱+新生儿配方奶粉	1000	308	257.3	19.71%
爱+婴儿配方奶粉	1000	286	260.5	9.79%
爱+婴幼儿配方奶粉	1000	266	257.3	3.38%
爱+幼儿配方奶粉	1000	266	198.1	34.27%
冠军宝贝初生婴儿配方奶粉	1000	251	206.6	21.49%
冠军宝贝宝宝成长配方奶粉	1000	218	190.4	15.00%
冠军宝贝健儿成长配方奶粉	1000	195	166	17.47%
冠军宝贝幼童配方奶粉	1000	171	144.9	18.01%
冠军宝贝健儿成长配方奶粉	908	177	163.8	8.06%

数据来源：调研，华创证券研究所整理

6、稳扎稳打，长足发展，打造综合运营商

公司强调原董事长谢宏的辞职并不影响经营，现有管理者基本都是原来管理岗位上的老员工，新任总经理叶宏女士在一年前已经全面执掌贝因美。公司一再强调原董事长谢宏的身体原因，并表示不排除其在身体康复后回归的可能性。

公司强调，目前的主要精力是做好奶粉及米粉产品，同时会参考国外目前婴童经济模式，寻找婴童经济新的利润增长点。公司长期的目标是做集奶粉、服装、洗护、摄影、早教等于一身的婴童产业的综合运营商，目前杭州贝因美生活馆良好运行，为下一步的探索和发展做了一个很好的开头。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1393	3521	4126	4885
现金	579	2884	3439	4172
应收账款	296	212	224	244
其它应收款	27	19	20	22
预付账款	54	53	55	54
存货	436	346	378	387
其他	0	7	9	5
非流动资产	1267	1218	1179	1143
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1108	1043	978	914
无形资产	119	124	124	122
其他	40	51	76	107
资产总计	2660	4739	5304	6028
流动负债	1190	922	880	795
短期借款	405	312	307	341
应付账款	346	278	299	308
其他	438	332	274	146
非流动负债	366	479	631	779
长期借款	351	468	620	767
其他	15	11	11	12
负债合计	1556	1400	1510	1574
少数股东权益	0	1	1	2
股本	383	426	426	426
资本公积金	78	1750	1750	1750
留存收益	644	1162	1616	2275
归属母公司股东权益	1104	3338	3792	4452
负债和股东权益	2660	4739	5304	6028

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	250	590	585	691
净利润	422	519	664	839
折旧摊销	70	71	72	72
财务费用	29	2	-36	-44
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-284	6	-95	-147
其它	12	-9	-20	-30
投资活动现金流	-214	-12	-7	-6
资本支出	237	0	0	0
长期投资	20	0	-0	-0
其他	43	-11	-7	-6
筹资活动现金流	202	1727	-22	48
短期借款	200	-93	-4	34
长期借款	171	117	152	147
普通股增加	0	43	0	0
资本公积增加	0	1673	0	0
其他	-169	-12	-170	-133
现金净增加额	238	2305	555	733

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4028	4829	5780	6926
营业成本	1511	1796	2120	2505
营业税金及附加	43	51	61	73
营业费用	1618	1951	2358	2833
管理费用	264	337	401	473
财务费用	29	2	-36	-44
资产减值损失	11	3	4	6
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	552	699	892	1111
营业外收入	62	23	27	32
营业外支出	66	47	57	52
利润总额	548	674	862	1090
所得税	126	155	199	251
净利润	422	519	664	839
少数股东损益	-0	1	0	1
归属母公司净利润	422	518	663	839
EBITDA	651	773	928	1139
EPS（元）	1.10	1.22	1.56	1.97

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	24.1%	19.9%	19.7%	19.8%
营业利润	16.6%	26.5%	27.6%	24.5%
归属母公司净利润	12.4%	22.7%	28.0%	26.4%
获利能力				
毛利率	62.5%	62.8%	63.3%	63.8%
净利率	10.5%	10.7%	11.5%	12.1%
ROE	38.2%	15.5%	17.5%	18.8%
ROIC	33.9%	42.9%	51.0%	59.8%
偿债能力				
资产负债率	58.5%	29.5%	28.5%	26.1%
净负债比率	51.62%	57.61%	63.81%	72.76%
流动比率	1.17	3.82	4.69	6.14
速动比率	0.80	3.44	4.26	5.66
营运能力				
总资产周转率	1.72	1.31	1.15	1.22
应收账款周转率	18	19	27	30
应付账款周转率	4.89	5.75	7.35	8.26
每股指标(元)				
每股收益	0.99	1.22	1.56	1.97
每股经营现金	0.59	1.38	1.37	1.62
每股净资产	2.59	7.83	8.90	10.45
估值比率				
P/E	35.95	32.59	25.46	20.13
P/B	13.75	5.06	4.45	3.79
EV/EBITDA	26	22	18	15

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801