

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

行业低谷仍显优势企业风采

事件描述

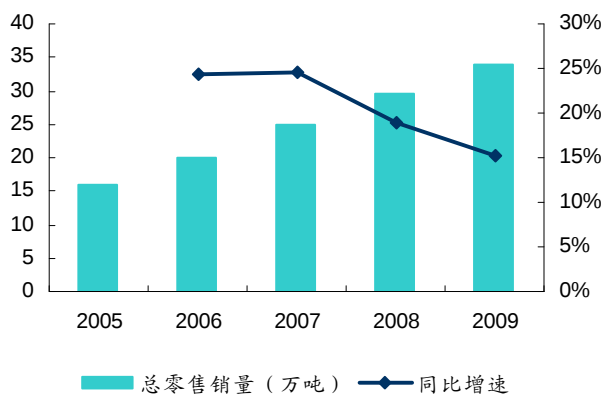
我们今日前往贝因美调研和交流，了解到如下信息：

事件评论

第一，2011 年婴幼儿奶粉行业处于低谷。

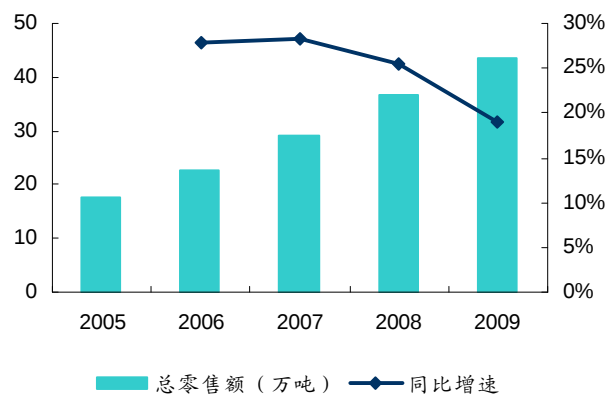
2011 年上半年婴幼儿奶粉行业产销量可能下滑，销售收入由于产品涨价或许有所增长。经历了 2008 年的三聚氰胺事件，去年的性激素事件，婴幼儿奶粉行业遭受巨大负面影响。对于奶粉产品来说，营养性和科学性很重要，食品安全只是一方面。但是今年频发的食品安全问题导致消费者对食品乃至奶粉产品的不信任感增强，因而延长母乳喂养时间，并且提早婴幼儿进食米饭的时间。可以说目前是整个婴幼儿奶粉市场的低谷。

图 1: 中国婴幼儿配方奶粉市场总零售销量以及同比增速



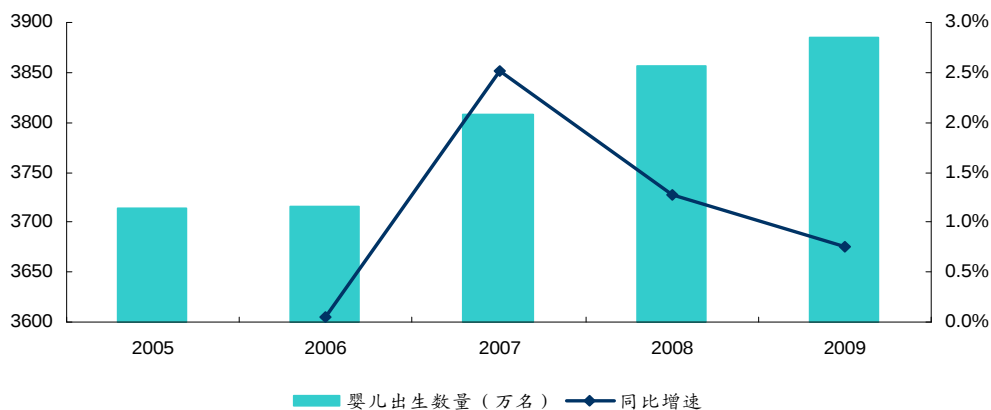
资料来源：雅士利招股书，长江证券研究所

图 2: 中国婴幼儿配方奶粉市场总零售销售额及同比增速



资料来源：雅士利招股书，长江证券研究所

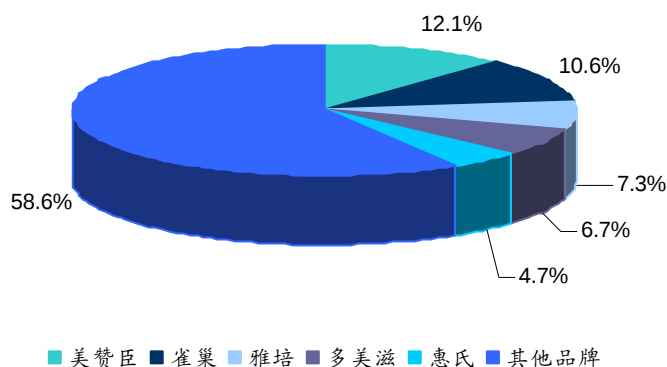
图 2：中国婴儿出生数量（万名）以及同比增速



资料来源：公开资料，长江证券研究部

三聚氰胺事件以前，国产奶粉与外资品牌在市场上基本处于相对平衡状态。2008 年三聚氰胺事件以后外资品牌优势明显，外资品牌的市场份额可能在 60% 以上。

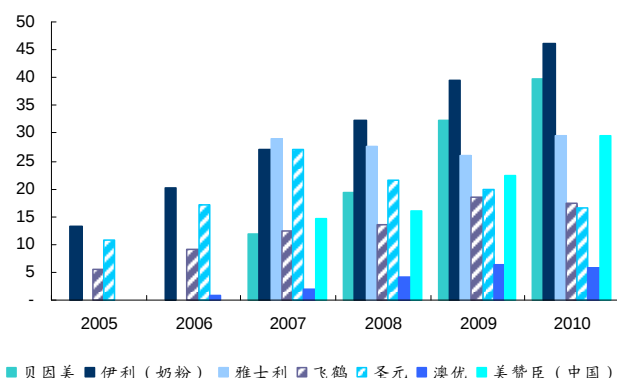
图 3：2010 年 7 月主要外资奶粉在华份额



资料来源：公开资料，长江证券研究部

即便如此，贝因美无疑仍然是中国婴幼儿市场上的优势企业之一。2010 年公司奶粉销售收入达到 34.7 亿。在国内婴幼儿奶粉行业经历重创的 2008 年和 2009 年，公司仍然保持着 50% 以上的同比增速，2010 年同比增长 23.9%。在今年上半年中国婴幼儿奶粉销量萎缩的弱势情形下，我们推测公司上半年还是依旧能够保持增长态势。公司产品毛利率在国内品牌中也处于较高水平。

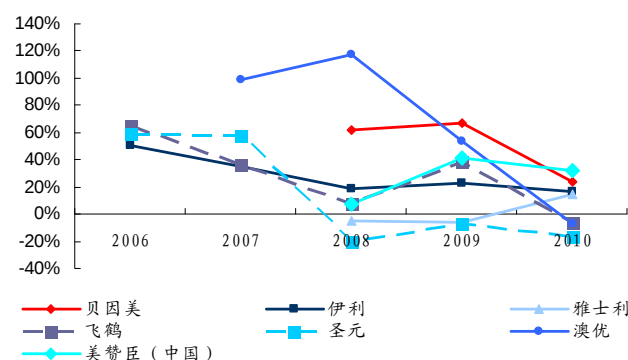
图 5：中国市场主要奶粉企业销售收入（人民币：亿元）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

注：其他外资品牌没有找到中国市场的销售收入数据

图 6：主要奶粉企业中国市场销售收入的同比增速



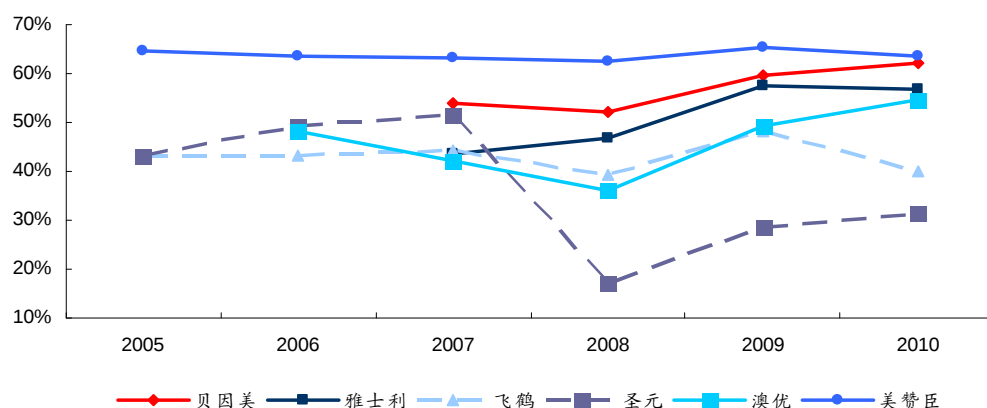
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

第二，在国内奶粉品牌中，公司产品定位相对较高，对应的毛利率水平也较高。

公司高端产品“爱+”系列定价高于外资品牌产品价格，该系列销售收入占公司总销售收入的比例大约为 20%。中端产品“冠军宝贝”系列定价略低于外企品牌产品价格，收入占比 40%多。

相对于国内其他奶粉企业品牌，公司产品定位相对较高端，对应的产品毛利率水平也较高。

图 7：主要奶粉企业的毛利率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

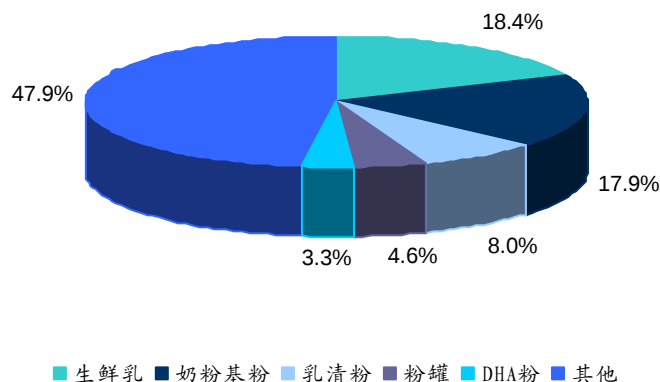
我们假定今年销售收入约 47 亿元，“冠军宝贝”系列产品收入占比 48%，产品销售单价按照 7 万元/吨测算（出厂价），则测算今年公司“冠军宝贝”系列产品销量超过 3 万吨。“冠军宝贝”系列产品主要由公司黑龙江安达的生产线采用湿法工艺制造。目前公司湿法奶粉产能目前为 4 万吨，富余产能已经不多。黑龙江安达募投项目新增 3.5 万吨产能要到明年才能建成投产。因此推测未来两年短期内公司“冠军宝贝”系列产品因受产能限制增长速度有限。另一方面，公司“爱+”产品采用干法制造工艺，相应产能有富余；因此推测未来两年内“爱+”系列产品将是收入和利润增长更快的产品系列。

第三，主要原材料来自黑龙江、荷兰、爱尔兰、芬兰、新西兰等地；今年以来成本仍在高位。

公司成本构成中，主要原材料生鲜乳、奶粉基粉、乳清粉占营业成本比例约为 44%。公司采购的生鲜乳主要产地为黑龙江，奶粉基粉主要产地为黑龙江、荷兰，乳清粉主要产地为爱尔兰、芬兰，全脂奶粉的主要产地为新西兰。

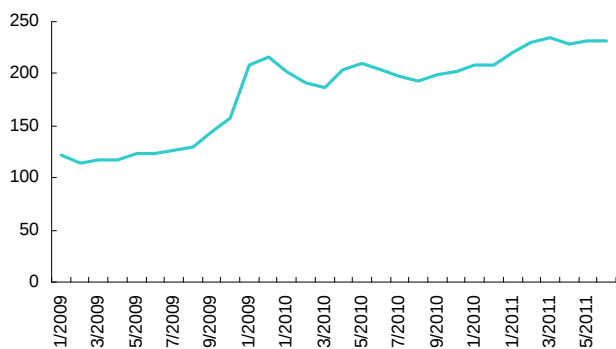
由于公司原材料来自国内和多个国外进口地区，联合国粮农组织（FAO）公布的全球乳制品价格指数对公司主要成本变动具有一定参考意义。今年以来全球乳制品价格指数维持高位平稳增长。

图 8：2010 年公司成本结构



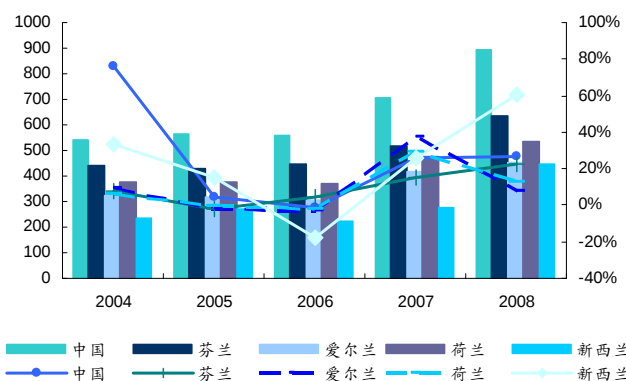
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

图 9：全球乳制品价格指数（2002~2004=100）



资料来源：FAO，长江证券研究所

图 10：2004~2008 年牛奶价格（美元/吨）以及同比增速



资料来源：FAO，长江证券研究所

第四，产品销往全国各地市场；今年母婴店渠道发展较快。

● 公司产品销往全国各地市场，浙江、上海占有率较高。

目前公司分 9 个营销大区，包括浙江、福建、华东、华南、华北、华中、华西、东北、中南。

2008~2010 年公司浙江省收入占公司总收入的比例分别为 22.45%，15.15%和 13.70%。推测公司今年在浙江地区销售收入占公司总销售收入的比例约为 16%~17%。2010 年公司在浙江的市场占有率大约为 23%，我们推出今年公司在浙江的市场占有率还有可能提高。

公司在上海的市场占有率大约为 12%，排在前两位。主要原因包括：1. 上海离公司浙江总部近，品牌辐射效应明显；2. 上海分公司是最早成立的分公司，经验丰富；3. 上海大超市总部非常多，公司十分重视上海市场；4. 上海人消费相对理性，懂得选择好的产品 and 品牌。

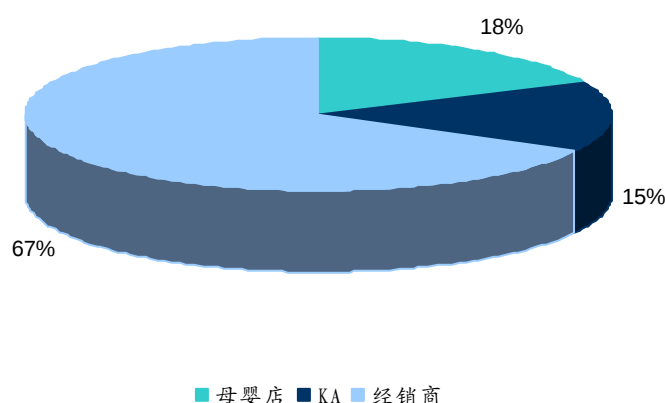
目前来看，公司在全国市场的占有率约为 10.5%，排在第三位，仅次于美赞臣和多美滋。公司市占率离行业第一位的差距大约为 5~6 个百分点。

● KA 和经销商渠道都是以超市终端为主，今年母婴店渠道发展较快。

公司产品销往全国各地的市场。2010 年，公司在全国拥有 2200 家经销商，销售网络已经覆盖近 8 万个零售终端；我们认为公司今年销售网络建设将进一步发展，预计今年或许可以覆盖近 10 万个零售终端。公司经销商大多是一层，有些偏远地区也有两层的经销商。

公司 KA 和经销商渠道都是以超市终端为主。今年公司母婴店渠道发展较快，今年母婴店渠道的销售收入占比或许能够到 20%。

图 11：公司渠道结构的收入占比



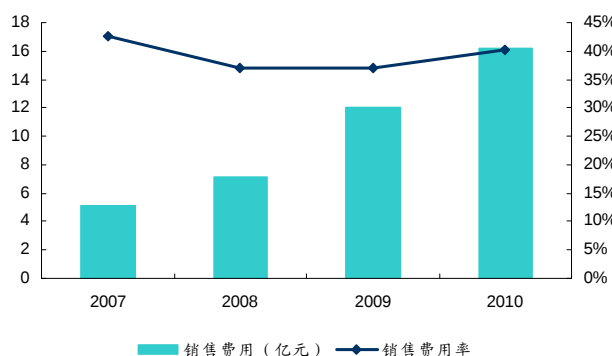
资料来源：长江证券研究部

第五，公司重视品牌建设和服务营销，费用率在国内奶粉企业中属较高水平。

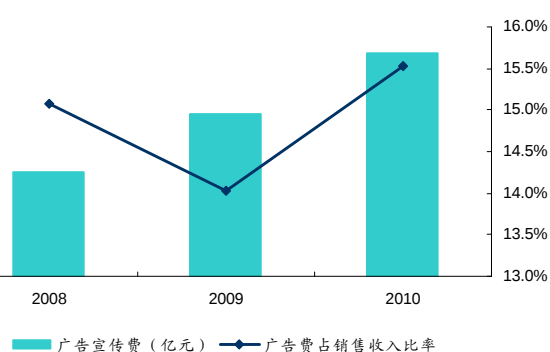
公司将奶粉产品定位于专业消费品。奶粉产品的营销模式也不同于普通快速消费品的广告+渠道模式。因为购买奶粉的消费者不会在超市货架前决定购买哪个品牌的奶粉，极少存在冲动消费；通常是通过朋友推荐或者网上查阅消费者购评论来决定选择品牌。渠道对奶粉产品仅起到方便购买和实现销售的作用。

公司十分重视品牌建设和服务营销。一方面，今年公司成立了品牌管理部，专门做品牌建设方面的工作；公司重视品牌建设，每年投入的广告费用大约占销售收入 15% 左右。另一方面，公司通过差异化服务营销，对隐形价值进行提升；服务营销包括跟母婴店合作涉入婴幼儿早教、举办孕妇妈咪培训班、长期跟踪消费者等。

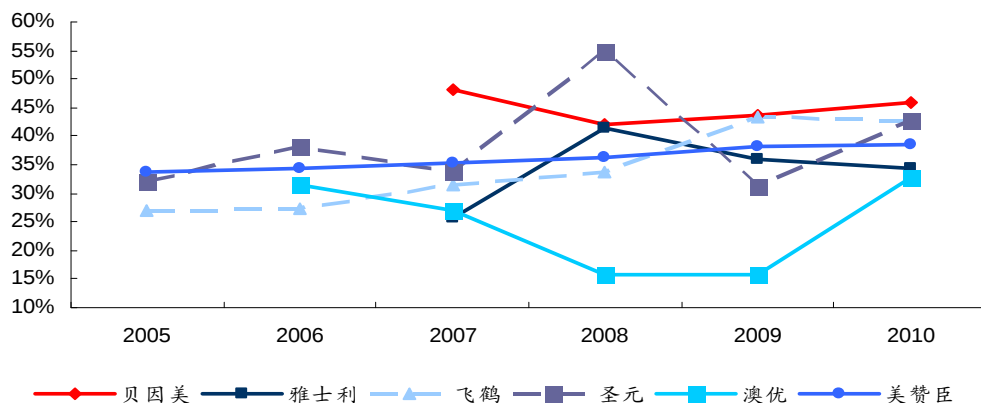
相较于国内其他奶粉企业，公司的费用率水平也相对较高。目前行业竞争激烈，品牌前几大优势企业的市场份额差距并不太大，还没有形成垄断性的大。我们推测今年公司费用率大约与去年持平。

图 12: 公司销售费用（亿元）和销售费用率


资料来源: Wind, 长江证券研究所

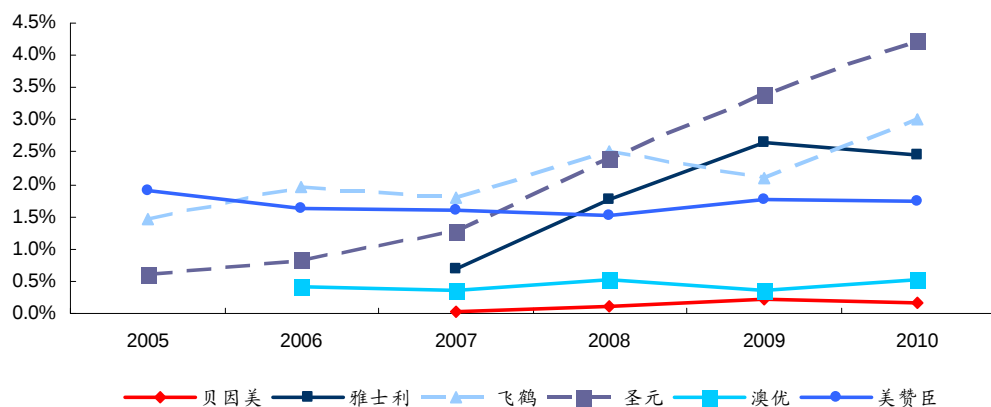
图 13: 公司广告费用（亿元）及其占销售收入的比率


资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

图 14: 主要奶粉企业的费用率估算（毛利率-EBITDA 利润率）


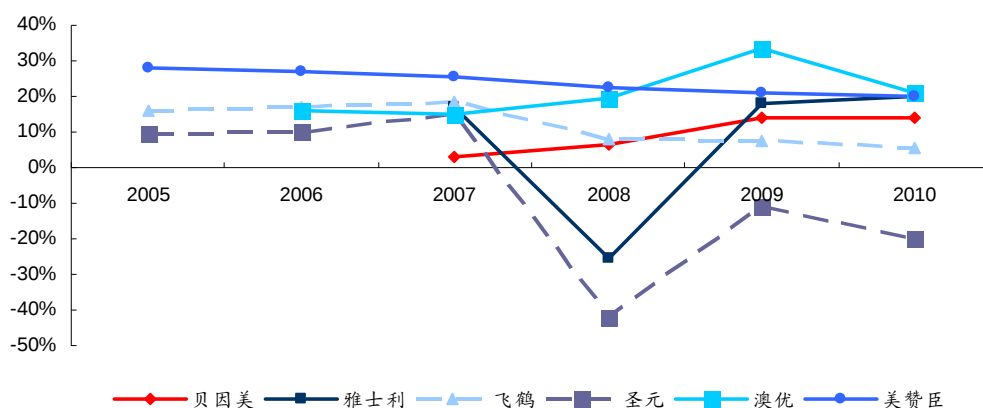
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

公司折旧费用率较国内同类企业以及外资品牌美赞臣都相对较低。

图 15: 主要奶粉企业的（折旧费用/销售收入）


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 16: 主要奶粉企业的税前利润率



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

第六, 维持“谨慎推荐”。

公司对婴幼儿奶粉行业的深刻理解和专业性定位使我们相信其长远发展的实力。公司十分重视品牌建设和服务营销使我们认为其能够长期维持优势的品牌和企业地位。

短期内, 公司仍旧以婴幼儿食品业务为主。长期来看, 公司将致力于成为婴童全方案解决者。纵观国内婴童产业, 婴幼儿玩具缺乏知识产权保护, 婴童服装缺乏品牌忠诚度, 奶瓶奶嘴的细分市场蛋糕较小。婴童产业渠道以及尿不湿市场也许有不错的发展前景。

我们预计 2011~2013 年公司每股收益分别为 1.11 元, 1.41 元, 1.83 元。维持“谨慎推荐”评级。

表 1: 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 2: 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	4701	5791	7359	货币资金	579	2067	2309	3023
营业成本	1511	1764	2164	2735	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2517	2938	3627	4624	应收账款	323	377	465	591
% 营业收入	62.5%	62.5%	62.6%	62.8%	存货	436	509	624	788
营业税金及附加	43	50	61	78	预付账款	54	64	78	98
% 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	1928	2374	3017	流动资产合计	1393	3017	3476	4501
% 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	306	376	478	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	10	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	1472	1824	1871
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	630	804	1041	其他非流动资产	13	13	13	13
% 营业收入	13.7%	13.4%	13.9%	14.1%	资产总计	2660	4616	5420	6487
营业外收支	-4	0	0	0	短期贷款	452	0	0	0
利润总额	548	630	804	1041	应付款项	449	524	643	813
% 营业收入	13.6%	13.4%	13.9%	14.1%	预收账款	108	126	155	197
所得税费用	126	158	201	260	应付职工薪酬	41	47	58	73
净利润	422	473	603	781	应交税费	86	105	133	172
归属于母公司所有者的净利润	422.2	473.0	603.3	781.3	其他流动负债	54	63	78	98
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1190	866	1067	1354
EPS (元/股)	0.99	1.11	1.42	1.83	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	606	711	897	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	1232	1434	1720
收回现金					归属于母公司	1104	3383	3987	4768
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	0	-1
固定资产投资	-233	-447	-458	-174	股东权益	1104	3383	3986	4767
其他	19	0	0	0	负债及股东权益	2660	4616	5420	6487
投资活动现金流净额	-214	-447	-458	-174	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	1.110	1.416	1.834
银行贷款增加 (减少)	394	-452	0	0	BVPS	2.88	8.83	9.36	11.19
筹资成本	187	-25	-11	-10	PE	35.23	31.46	24.66	19.04
其他	-378	0	0	0	PEG	1.55	1.38	1.08	0.84
筹资活动现金流净额	202	1329	-11	-10	PB	12.11	3.95	3.73	3.12
现金净流量	238	1488	241	714	EV/EBITDA	23.26	17.65	13.93	10.32
					ROE	38.2%	14.0%	15.1%	16.4%

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。