

贝因美 (002570)

食品加工制造/食品饮料

发布时间: 2012-12-28

报告类型 / 公司深度报告

谨慎推荐

上次评级: 首次覆盖

公司开始显现多渠道优势

报告摘要:

公司是国内最大的育婴专家,产品以婴幼儿配方奶粉为主,米粉为辅助,以二三线城市为主销区域。公司战略发展方向:围绕婴童经济和婴童产业展开工作,建立起自有品牌,自有知识产权和自有资源的婴童行业综合运营商。

婴幼儿奶粉行业增长空间广阔,根据 Euromonitor 统计,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%。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,复合增速为 16.7%;辅食 100 亿元,复合增速为 15.9%。2010-2015 年的市场规模扩大超过 1 倍,且行业拐点即将显现。三聚氰胺事件后,行业连续 3 年产量增速仅为个位数。三大驱动因素助推婴幼儿食品行业发展,随着市场竞争加剧、质量问题频发和政府严格市场准入,马太效应将进一步显现,行业渐进式整合是趋势,这将利好拥有品牌、营销优势的优秀企业。具有专业优势和资源优势的企业将在行业整合过程中受益。

公司将享受行业成长和市占率提升双重收益。公司一直专注本行业发展,其良好的研发能力,以及多样化多点开花的渠道建设,公司发展前景基本向好,结合当前估值水平,具有一定安全边际。

盈利预测、估值和投资建议

我们预计公司2012—2014年EPS为1.15元,1.40元和1.64元。结合公司在婴幼儿领域的龙头地位,给予公司2013年15—20倍PE,则合理价格为21—28元,评级“谨慎推荐”。

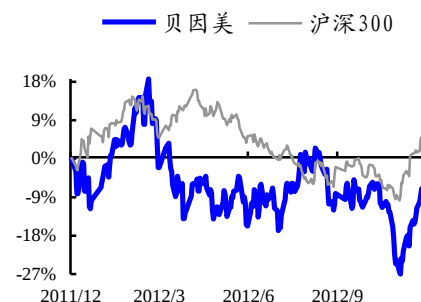
风险因素: 食品安全、质量管理风险;行业竞争格局过于激烈的风险;原材料价格波动影响短期业绩;管理团队稳定性和执行力风险

股票数据

2012-12-27

收盘价(元)	21.23
12个月股价区间(元)	16.38~29.20
总市值(百万元)	9,045
总股本(百万股)	426
A股(百万股)	426
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	12%	2%	-5%
相对收益	-1%	-6%	-11%

相关报告

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4028	4727	5249	6001	6973
(+/-)%	24.13%	17.34%	11.05%	14.33%	16.20%
净利润	422	437	489	599	700
(+/-)%	28.86%	3.48%	11.86%	22.48%	16.92%
每股收益(元)	1.10	1.03	1.15	1.40	1.64
市盈率	21.42	20.70	18.51	15.11	12.92
市净率	8.19	2.84	2.46	2.12	1.82
净资产收益率(%)	38.23%	13.72%	13.30%	14.01%	14.08%
股息收益率(%)	—	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	383	426	426	426	426

证券分析师: 朱承亮

执业证书编号: S0550511110003
(021)20361133 zhucl@nesc.cn

目 录

1. 公司基本情况	3
1.1. 公司简介	3
1.2. 公司股权结构	3
1.3. 公司的经营状况	4
2. 行业基本情况	5
2.1. 行业当前发展状况	5
2.2. 奶粉行业的市场容量	6
2.3. 婴幼儿奶粉的发展趋势	7
3. 公司现今发展状况及未来趋势	8
3.1. 公司持续专注婴幼儿奶粉	8
3.2. 公司产品研发持续投入，开发满足中国婴幼儿需求	9
3.3. 销售渠道拓展多元化，母婴店和网购正在兴起	10
4. 盈利预测，估值与投资建议	10
5. 风险提示	10

1. 公司基本情况

1.1. 公司简介

贝因美是国内主要从事婴幼儿奶粉，营养米粉，辅食及婴童产品研发，生产和销售的公司。创始人为谢宏先生，经历 08 年三聚氰胺事件考验，成为国产奶粉领军企业。

公司婴幼儿奶粉两大系列为：爱+和冠军宝贝。目前公司有 4.35 万吨湿法产能，6 万吨干法产能，公司米粉年实际生产能力为 7,500 吨。公司婴幼儿配方奶粉市场份额国产品牌中排名第一（AC 尼尔森）。婴幼儿营养米粉市场排名第二（迈洛国际）。

图 1：公司主要产品--奶粉



数据来源：东北证券，Wind

图 2：公司主要产品—辅食

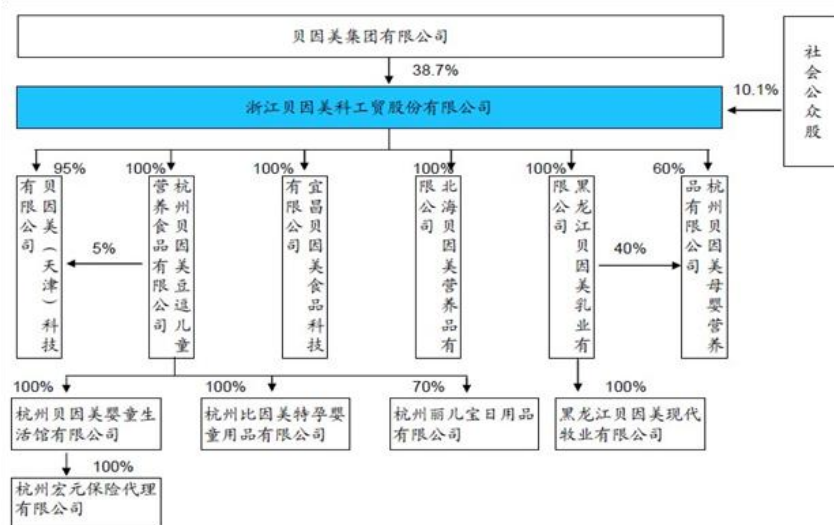


数据来源：东北证券，Wind

1.2. 公司股权结构

公司实际控制人谢宏通过持有贝因美集团 55% 股权而间接控制了公司 23.65% 股份，J.V.R International Limited 是注册于英属维尔京群岛的股权投资公司，Perpetual Treasure Limited 为 CICC 的子公司，平安财智是平安证券的子公司，CEL Baby food, Sea Bright、First Solution 为光大控股旗下公司。

图 3: 股权结构



数据来源：东北证券，Wind

表 1: 贝因美股权结构（2012 年中报，前十大股东）

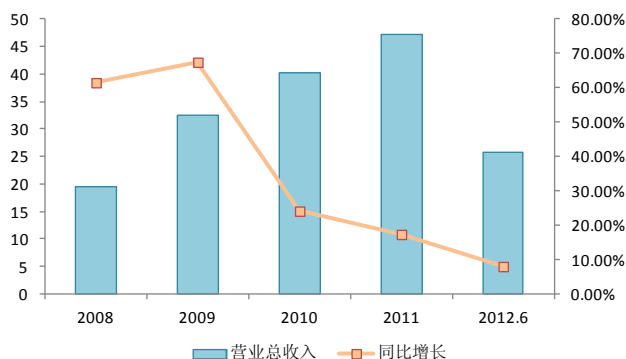
股东名称	持股数（万股）	持股比例	性质
贝因美集团有限公司	16,744.51	39.30	集团公司
J.V.R International Limited	2,467.50	5.79	股权投资公司
Perpetual Treasure Limited	2,350.00	5.52	中金 PE
西子联合控股有限公司	1,272.66	2.99	股权投资公司
国科瑞华创业投资企业	1,175.00	2.76	股权投资公司
CEL Baby Food Investments Limited	940.00	2.21	光大 PE
SeaBright China Baby Products Company（Hong Kong） Limited	940.00	2.21	光大 PE
Manful Worldwide Limited	810.75	1.90	股权投资公司
全国社保基金一零八组合	780.44	1.83	
上海凯励投资有限公司	705.00	1.84	股权投资公司
绵阳科技城产业投资基金（有限合伙）	705.00	1.65	中信 PE
合计	28,890.86	68.00%	

数据来源：东北证券

1.3. 公司的经营状况

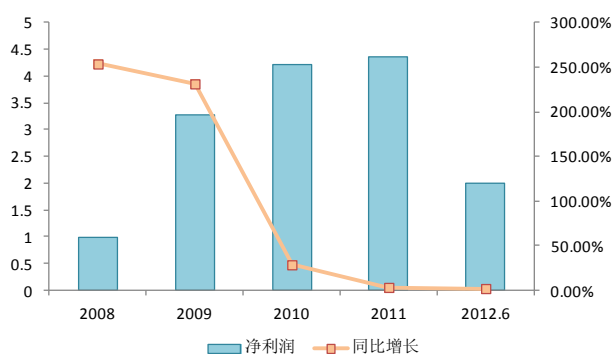
公司于 2011 年在深圳中小板上市,当年公司营业收入 47.27 亿元,同比增加 17.35%,净利润 4.37 亿元,同比增加 3.74%,截止最新报告期（12 年中报）公司主营收入 25.73 亿元,实现净利润 1.99 亿元,同比增长 2.05%。值得投资者注意的是无论是主营业务收入还是净利润增长在上市后均大幅下降。不免公司给外界有业绩变脸的嫌疑,不过近几年公司在主营业务收入上,婴幼儿奶粉比重在上升,辅食系列有所下降,这对一个公司来讲倒是一个积极的信号,做强做大主营婴幼儿奶粉系列,公司也在寻求探索新的盈利模式（如婴童馆模式的探索）,同时公司综合毛利率仍然是维持一个比较高的水平,净利率也相对稳定。

图 4: 主营业务收入及同比增长



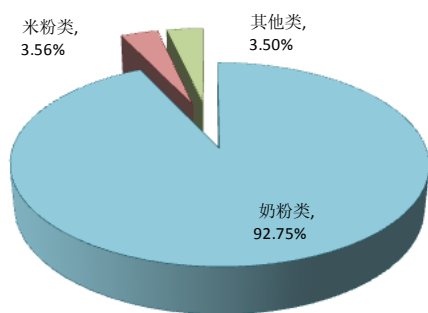
数据来源: 东北证券

图 5: 净利润增长及同比增长



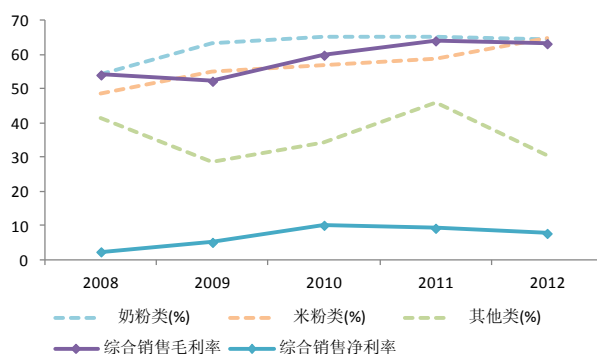
数据来源: 东北证券

图 6: 主营收入产品拆分



数据来源: 东北证券

图 7: 公司产品毛利率



数据来源: 东北证券

2. 行业基本情况

2.1. 行业当前发展状况

我们的婴幼儿奶粉发展还是比较迅速的，但是自从阜阳大头娃娃开始，婴幼儿奶粉中的食品安全问题就一直发生，到了08年的三聚氰胺事件达到了顶峰，在很大程度上戳伤了中国新生家长们的信心，近几年尤其是08年以后，我国进口奶粉数量开始激增，尤其是在高端市场中畅销的往往都是进口奶粉，超级城市和一线城市的市场份额被逐步蚕食，虽然国产奶粉也有高端产品，但往往需要渠道下沉至二三线城市较有起色，而二三线城市外资也由于意愿，渠道和价格的问题，还是较难挤占国产份额。但是当前网购，海外代购等的兴起，又使进口奶粉看到了进一步进入二三线城市的希望，国产奶粉的生存空间可能进一步受到挑战。

表 2: 简要列举国产奶粉黑天鹅事件

时间	公司	事件	新闻来源
2004	群体性，不确定	安徽阜阳大头娃娃事件，服用蛋白质含量低后营养不良，发育不全	人民网
2008	三鹿为代表	奶粉中混杂三聚氰胺，导致婴儿排便困难，肾结石死亡	新华网

2011

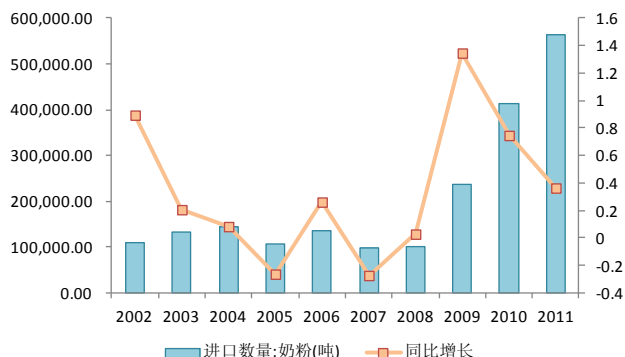
圣元

激素超标，婴儿性早熟等症状

新浪网

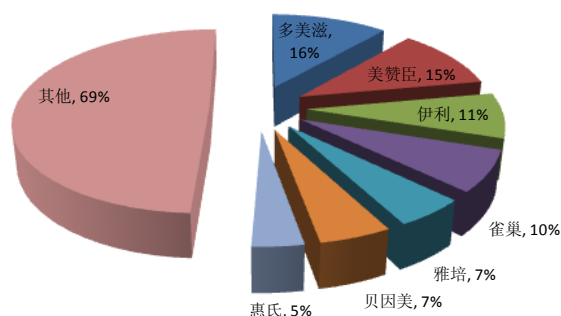
数据来源：东北证券

图 8: 进口奶粉数量



数据来源：东北证券

图 9: 2011 年中国奶粉销量排行



数据来源：东北证券

但是需要指出的是，进口奶粉就一定是安全的吗？或者安全的比例就一定就高吗？答案其实也是否定的，近几年进口奶粉的黑天鹅事件也是层出不穷。但国内消费者由于更加的不信任国产奶粉因此导致了此项消费上的不理智，主要还是消费信心缺失，因此如何重新使消费者建立起对国产奶粉的信心才是最重要的。

表 3: 简要列举进口奶粉黑天鹅事件

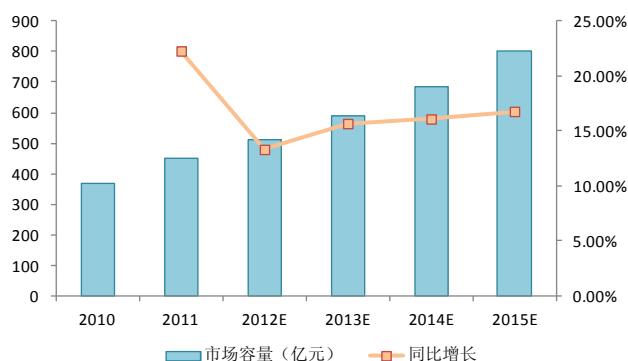
时间	公司品牌	事件	新闻来源
2011	美素（荷兰）	原装进口美素奶粉，发现奶粉罐中有一条活虫	中国广播网
2012	美赞臣	美赞臣等 1 阶段奶粉违禁“添香” 危害婴儿肝肾	掷出窗外
2012	明治，森永（日本）	初生婴儿奶粉碘含量不足	和讯网

数据来源：东北证券

2.2. 奶粉行业的市场容量

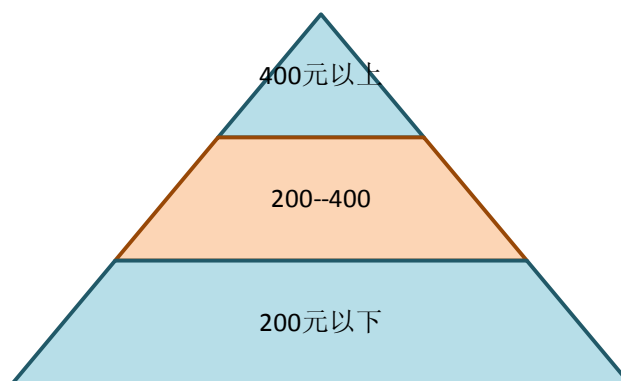
根据 Euromonitor 统计，2010 年我国婴幼儿食品市场规模在 420 亿元，其中配方奶粉为 368 亿元，占比 87%，辅食为 53 亿元，占比 13%。到了 2015 年，我国婴幼儿食品市场规模可达 900 亿元，其中配方奶粉接近 800 亿元，复合增速为 16.7%；辅食 100 亿元，复合增速为 15.9%。2010-2015 年的市场规模扩大超过 1 倍。

图 10: 我们婴幼儿奶粉的市场容量



数据来源: 东北证券

图 11: 我们婴幼儿奶粉市场产品价位划分



数据来源: 东北证券

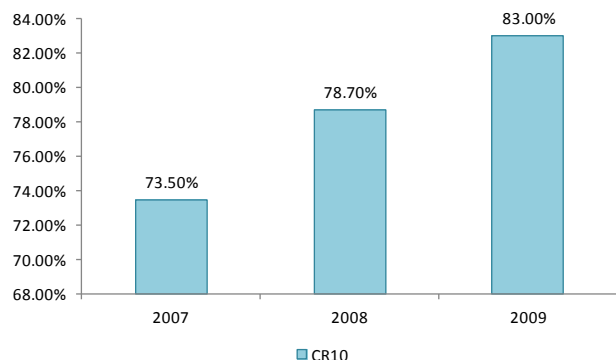
我们预计到 2015 年, 200 元以上的婴幼儿配方奶粉市场容量约为 640 亿, 400 元以上婴幼儿配方奶粉容量约为 200 亿。所以最大的消费主要还是集中在 200—400 元之间的产品。而按照产品段区分的话, 2 段产品即适用于 6 个月—1 年的婴幼儿奶粉是需求量最大, 且较为刚性。

2.3. 婴幼儿奶粉的发展趋势

我国的婴幼儿奶粉的行业集中度还比较低, 和发达国家相比还有较大差距。同时由于婴幼儿奶粉相对其他成人奶粉而言质量标准更高, 在美国, 食品和药物管理局(FDA)批准, 能生产和销售婴儿奶粉生产商仅 5 家, 只有雅培、美赞臣、雀巢、山姆源和 Solus 五家, 连最大的乳业公司 Dean foods 也没有其奶粉业务。而我国 145 家婴幼儿配方奶粉中的 114 家通过审核, 未通过的一律停止生产乳制品。我国的婴幼儿奶粉集中度也有望进一步提升。

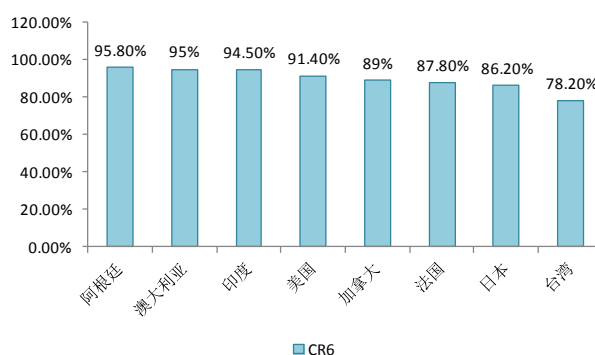
相比美国等成熟国家, 我国行业准入限制仍过于宽松。各奶粉企业各占一方, 全力营销的格局尚难短期改观。我们认为, 随着市场竞争加剧和政府严格市场准入, 马太效应将进一步显现, 这将利好拥有品牌、营销优势的优质企业。

图 12: 我们婴幼儿奶粉 CR10



数据来源: 东北证券

图 13: 各国婴幼儿奶粉市场 CR6 比较

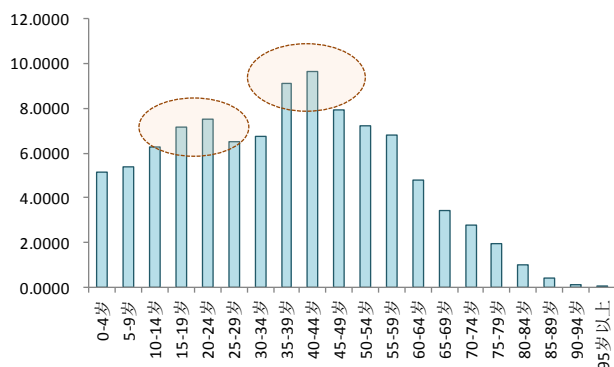


数据来源: 东北证券

我国《人口发展“十一五”和 2020 年规划》指出：受 20 世纪 80 年代至 90 年代第三次人口出生高峰的影响，未来十几年，20 岁-29 岁生育旺盛期妇女数量将形成一个高峰，9000 万独生子女正进入婚育期，出生率和出生人数将明显增加，第三波人口高峰正在到来，出生的婴幼儿绝对人数将显著高于往年。庞大的婴幼儿消费群体孕育着我国婴幼儿食品的巨大市场空间。

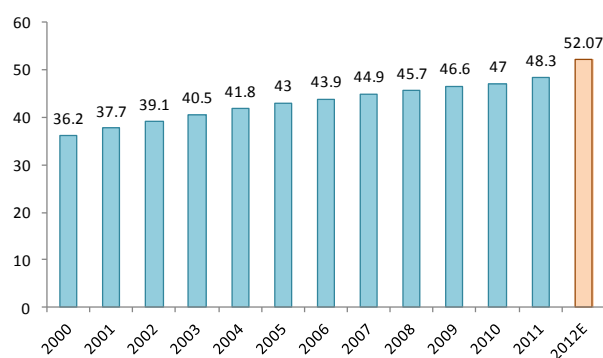
城市化是重要驱动力，城市妇女因工作压力大、母乳喂养率较低，更加认同工业化的婴幼儿食品。但城市人口生育率较低，且晚育人口较多，因此也会部分抵消奶粉消费需求的增长。

图 14：我国人口结构示意图



数据来源：东北证券

图 15：城镇化率不断提高



数据来源：东北证券

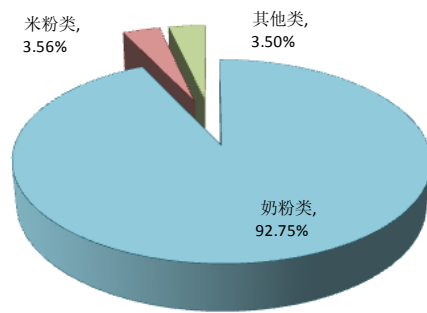
3. 公司现今发展状况及未来趋势

3.1. 公司持续专注婴幼儿奶粉

公司 2011 年营业收入 47.27 亿元，同比增加 17.35%，净利润 4.37 亿元，同比增加 3.74%。12 年中报显示，公司主营收入 25.73 亿元，实现净利润 1.99 亿元，同比增长 2.05%。其中“爱+”和“冠军宝贝”系列奶粉实现收入 23.86 亿元，占了营业收入的 92.7%，营养米粉实现收入 0.92 亿元，仅占了 3.5%，其比重已经和其他收入相差无几。这与公司近年来持续专注从事婴幼儿奶粉事业有关，同时也使得“育婴专家”的形象更加鲜明。

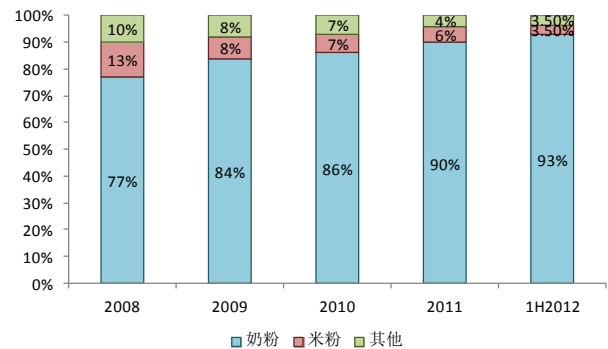
公司婴幼儿配方奶粉的原材料主要包括生鲜乳、乳清粉、奶粉基粉、全脂奶粉等。其中生鲜乳和奶粉基粉是占比最大的两个原材料；生鲜乳主要产地为黑龙江安达市。奶粉基粉主要产地为黑龙江、荷兰，乳清粉主要产地为爱尔兰、芬兰，全脂奶粉的主要产地为新西兰。

图 16: 主营收入产品拆分



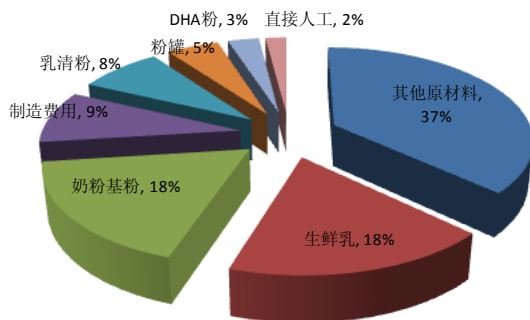
数据来源：东北证券

图 17: 公司主要产品比重演变



数据来源：东北证券

图 18: 公司成本构成

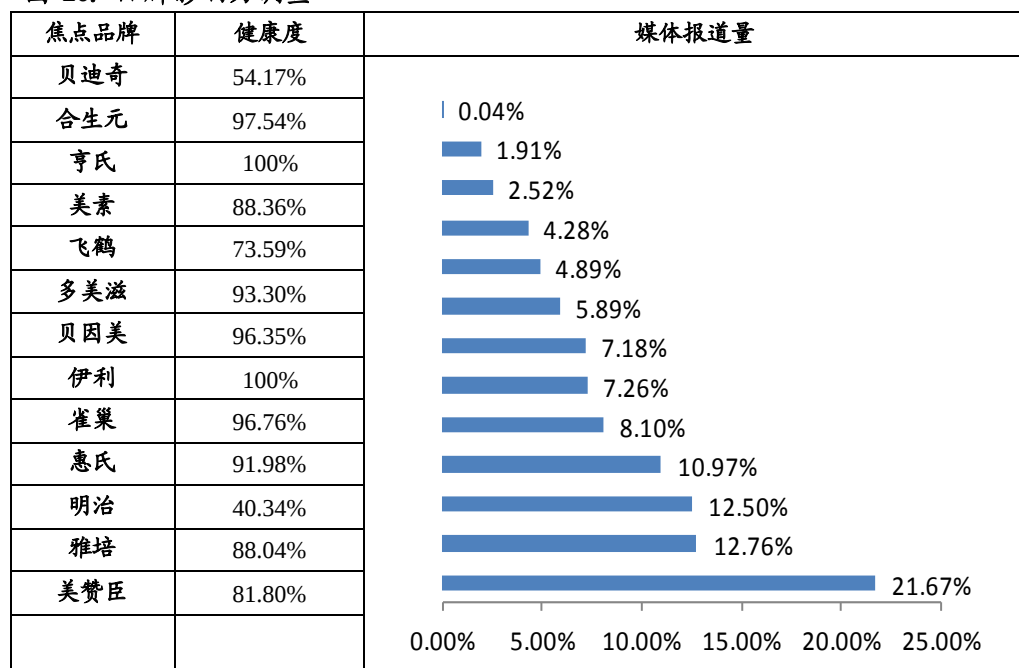


数据来源：公司招股说明书

3.2. 公司产品研发持续投入，开发满足中国婴幼儿需求

研发的关键在于配方，即选择合适的配料再以多少比例搭配。贝因美在上海建立了中国首家母乳研究中心，按照中国母乳成分研究适合中国婴幼儿的配方并进行临床试验，研究的商业使用归公司。据调研所知，我国限制国外对我国的基因、母乳进行研究，外资企业不可能有样本进行研究。而且不同国家人体质不同，所需营养成分、营养体系有很大的差异。比如我国婴幼儿缺少锌、碘、钙，而日本婴幼儿就不需要摄入锌、碘，因为海产品食用多，此类元素不缺。再如，美国婴幼儿激素使用比我国要高的多。不断进行研发投入，让产品营养配比更具备“中国母乳特色”，更精准地满足了中国婴幼儿生长的营养需求。

图 20: 品牌影响力调查



数据来源：东北证券，Infoabnk

3.3. 销售渠道拓展多元化，母婴店和网购正在兴起

目前公司渠道主要以经销商，KA、自有渠道。其中，销售分公司股权属于上市公司以及当地经销商，二者股权比例分别为 40%和 60%。这样的股权结构有利于将上市公司与经销商捆绑在一起，激发经销商做业绩的动力，为未来扩张理顺利益关系。

从终端看，超市依然是家长购买婴儿奶粉最为主要的渠道，占 61.22%，而越开越多的母婴专卖店也开始占有一定的比例，达 30.13%，近年流行起来的网店也有 6.78% 的占有率，证明大家对网店方便快捷的方式正逐渐接受。而公司正是看准了其中契机，设立了婴童事业部，开始显现成效。

4. 盈利预测，估值与投资建议

我们预计公司 2012—2014 年 EPS 为 1.15 元，1.40 元和 1.64 元。给予公司 2013 年 15—20 倍 PE，则合理价格为 21—28 元。评级“谨慎推荐”。

5. 风险提示

食品安全、质量管理风险，行业竞争格局过于激烈的风险，原材料价格波动影响短期业绩，管理团队稳定性和执行力风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2004	2819	3148	3775	净利润	436	489	599	701
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	4	0	0	0
应收款项	315	305	360	424	折旧及摊销	93	90	104	122
存货	566	518	575	669	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	31	0	0	0
流动资产合计	3020	3767	4220	5022	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-141	573	-169	-54
长期投资净额	0	0	0	0	其他	0	2	0	0
固定资产	1093	1271	1496	1713	经营活动净现金流量	420	1175	527	760
无形资产	119	120	118	113	投资活动净现金流量	-185	-171	-199	-133
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	1204	-188	0	0
非流动资产合计	1269	1328	1430	1450	企业自由现金流	145	973	329	627
资产总计	4289	5095	5650	6472					
短期借款	80	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	363	320	393	467		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	77	411	290	323	每股指标				
一年内到期的非流动负债	93	0	0	0	每股收益 (元)	1.03	1.15	1.40	1.64
流动负债合计	942	1274	1229	1351	每股净资产 (元)	7.48	8.62	10.03	11.67
长期借款	147	147	147	147	每股经营性现金流量 (元)	0.99	2.76	1.24	1.78
其他长期负债	4	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	162	147	147	147	营业收入增长率	17.34%	11.05%	14.33%	16.20%
负债合计	1104	1421	1376	1498	净利润增长率	3.48%	11.86%	22.48%	16.92%
归属于母公司股东权益合计	3185	3674	4273	4972	盈利能力指标				
少数股东权益	0	1	1	2	毛利率	64.05%	64.00%	65.00%	65.00%
负债和股东权益总计	4289	5095	5650	6472	净利率	9.24%	9.31%	9.97%	10.04%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	23.59	21.18	21.87	22.21
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	107.65	100.00	100.00	100.00
营业收入	4727	5249	6001	6973	偿债能力指标				
营业成本	1699	1890	2100	2441	资产负债率	25.74%	27.88%	24.35%	23.14%
营业税金及附加	53	58	67	78	流动比率	3.21	2.96	3.43	3.72
资产减值损失	4	0	0	0	速动比率	2.50	2.48	2.88	3.14
销售费用	2077	2289	2622	3040	费用率指标				
管理费用	348	367	420	488	销售费用率	43.93%	43.60%	43.70%	43.60%
财务费用	1	0	0	0	管理费用率	7.36%	7.00%	7.00%	7.00%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%
投资净收益	0	0	0	0	分红指标				
营业利润	544	646	792	926	分红比例				
营业外收支净额	45	7	8	8	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	589	653	799	934	估值指标				
所得税	153	163	200	234	P/E (倍)	20.70	18.51	15.11	12.92
净利润	436	489	599	701	P/B (倍)	2.84	2.46	2.12	1.82
归属于母公司净利润	437	489	599	700	P/S (倍)	1.91	1.72	1.51	1.30
少数股东损益	-1	1	1	1	净资产收益率	13.72%	13.30%	14.01%	14.08%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760