

贝因美 (002570.SZ) 乳业行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 13.49 元
目标价格 (人民币): 16.00-16.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,020.58
总市值 (百万元)	13,793.79
年内股价最高最低 (元)	14.56/10.17
沪深 300 指数	3347.67
深证成指	10289.36



公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	0.067	0.101	-0.398	0.030	0.157
每股净资产 (元)	3.49	3.59	3.19	3.22	3.38
每股经营性现金流 (元)	-0.18	0.03	-0.24	0.32	0.79
市盈率 (倍)	240.32	147.30	-33.18	432.62	84.11
行业优化市盈率 (倍)	55.70	67.34	60.05	60.05	60.05
净利润增长率 (%)	-90.45%	50.45%	N/A	N/A	414.36%
净资产收益率 (%)	1.93%	2.83%	-12.46%	0.95%	4.64%
总股本 (百万股)	1,022.52	1,022.52	1,022.52	1,022.52	1,022.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **17 年为注册制实施前最后过渡期。**2017 年为婴幼儿奶粉注册制正式实施的最后一年过渡期, 我们预计第一批通过名单将于 17 年 Q2 前后公布, 无望通过注册制的杂牌奶粉预计依然会甩货一段时间, 考虑到渠道商较低的库存, 预计甩货程度较 16 年有所降低。
- **注册制利于品牌力+渠道力突出的品牌:**注册制实施后, 预计行业空出约 20% 市场空间, 我们认为外资和国内大品牌通过第一批注册的可能性较大, 注册制将直接利好正规军。杂牌多集中于三四线等下线城市母婴渠道, 空出的渠道空白利于渠道下沉能力更为突出、价格相对便宜的国内品牌。
- **跨境购同样受制于注册制, 价格冲击暂时缓解:**此次注册制同样适用于跨境购, 外资大品牌需理顺自身一般贸易渠道和跨境电商的渠道申请的品牌, 是否重合亦或怎样布局产品线抢占市场, 部分品牌或转向开通海外直邮, 其调整的时期就是国内品牌布局的好时机。
- **需求端二孩+猴宝宝双轮驱动:**2016-2018 年期间, 二孩政策保守预计将新增至少 300 万新生儿, 按照人均 22kg/年消耗量预估, 对应至少 6 万吨增量, 若每罐终端零售 200 元, 则对应 134 亿市场空间增量, 超 10% 的市场增量空间。乐观估计新增 500 万新生儿, 按照较高消耗量 43kg/年 (每周一罐), 则对应 21.5 万吨增量, 若每罐终端零售 200 元, 则对应 480 亿的市场空间增量, 超 35% 的市场增量空间。
- **国内品牌龙头贝因美有望迎来转折契机:**作为 A 股唯一完全婴幼儿奶粉标的, 贝因美在行业竞争愈演愈烈的情况下, 近年进入业绩调整期。2015 年以来, 公司致力于升级经销商体系至代理商体制, 鼓励渠道更多参与到终端销售中, 以提前把位空出来的市场空间。注册制实施后, 对于主要目标市场在三四线城市及以下的国内品牌龙头贝因美, 有望迎来转折契机。

估值

- 注册制 2017 年将处于过渡期, 预计 2018 年注册制正式实施后将会对于国内品牌龙头企业贝因美产生实质性业绩提振。预计 2016-2018 年贝因美收入分别为 33.4 亿/38.6 亿/48.1 亿元, 净利润分别为 -4.06 亿/3,118 万/1.6 亿元, 对应 2016-2018 年 EPS -0.398 元/0.03 元/0.157 元。目前贝因美股价对应 17/18 年 PS 为 3.4X/2.8X, 由于公司作为 A 股唯一婴幼儿奶粉行业标的, 给予“买入”评级, 目标价 16 元。

风险: 政策风险/年底向渠道压货, 应收账款比例的提高/外资品牌下沉市场

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号: S1130516080006
yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

内容目录

一、供给端：注册制推动行业蛋糕重新切割，龙头企业份额提升	4
1.注册制清除杂牌不规范奶粉，腾出约 20%行业空间	4
2.品牌+渠道，规范龙头企业更为受益	5
3.下线母婴店渠道面临重塑，经销商层级继续扁平化	9
4.保税区跨境电商监管逐步收紧，价格冲击减缓	9
二、需求端：全面二胎+猴宝宝双轮驱动，行业整体蛋糕变大	10
1.2016 年新生儿数量预计同比+6%	10
2.二胎未来三年预计将带来至少 10%的行业空间	11
三、贝因美：行业拐点来临，期待抓住契机	11
1.受跨境购以及注册制的影响，2014 年以来持续调整	11
2.渠道改革：经销商改制为代理商，梳理营销分子公司架构	14
3.产品结构：提高高端产品占比，平缓原料压力	15
4.盈利预测	15
四、风险提示	16
1.审批进度低于市场预期	16
2.年底对渠道压货，应收账款占比提升	16
3.员工持股计划解锁减持	17

图表目录

图表 1：配方奶粉注册制落地之路	4
图表 2：婴幼儿配方生产许可证（QS）情况（CFDA 网站）	4
图表 3：婴幼儿配方奶粉 CR10>65%,CR5>45%	5
图表 4：国外品牌占据大半份额（2016 年）	5
图表 5：国外品牌占据半壁江山	6
图表 6：2007 年婴幼儿奶粉市场份额国内品牌占先	6
图表 7：婴幼儿配方奶粉进口量(万吨)	6
图表 8：进口配方奶粉总量>70%来源于欧洲	6
图表 9：达能旗下品牌（全球）	7
图表 10：雀巢旗下品牌（全球）	7
图表 11：国外品牌价位高于国内品牌（单位：元）	7
图表 12：三、四线对国产品牌更为青睐	8
图表 13：一线城市承受能力集中在 250-400 元	8
图表 14：三线城市承受能力集中在 250-300 元	8
图表 15：四线城市承受能力集中在 200-300 元	8
图表 16：主要奶企对应配方数	8
图表 17：母婴店三、四线依然是主战场（实体店数量）	9
图表 18：2016 年全渠道销售额母婴店占比较高	9

图表 19: 国行货和保税区货价差明显	10
图表 20: 新生儿出生数量	10
图表 21: 婴幼儿奶粉需求量测算 (保守估计)	11
图表 22: 贝因美收入、净利率	11
图表 23: 主要国内品牌市场份额	11
图表 24: 贝因美婴幼儿奶粉销售量	12
图表 25: 贝因美婴幼儿奶粉均价 (元/kg)	12
图表 26: 提价+高端占比提升贝因美毛利率	12
图表 27: 2013 年反垄断罚款、降价明细	13
图表 28: 贝因美 13-16 年单季收入 (百万)	13
图表 29: 贝因美 13-16 年单季利润 (百万)	13
图表 30: 贝因美政府补助 (百万)	13
图表 31: 奶粉企业销售费用率	13
图表 32: 市场开拓费用依然较大	14
图表 33: 贝因美毛利率组成拆分	15
图表 34: 产品分类预测	15
图表 35: 应收账款天数	17
图表 36: 库存周转天数	17
图表 37: 员工持股计划	17

一、供给端：注册制推动行业蛋糕重新切割，龙头企业份额提升

自从 2015 年 4 月提及婴幼儿奶粉注册制以来，经过一年的政策准备，婴幼儿奶粉注册制于 2016 年 10 月 1 日正式实施，11 月中旬配方申请细则公布，预计第一批名单最早将于 2017 年一季度公布，政策过渡期放宽至 2018 年 1 月 1 日（跨境购奶粉同样适用）。我们预计过渡期内低价甩库存或将持续一段时间，但考虑到经销商库存，强度较 2016 年将有所放缓。长期来看，由政策推动的行业整合将有利于龙头企业份额集中度的提升。

图表 1：配方奶粉注册制落地之路

2015.4	CFDA 建议对婴幼儿配方奶粉采取注册制； 食安法通过表决，婴幼儿奶粉由备案制转为注册制
2015.9	CFDA 发布《婴幼儿配方乳粉配方注册管理方法（试行）》，公开征求意见。在同一企业申请注册的同年龄段产品配方之间应当具有明显差异基础上，针对可申请配方奶粉的数量，给予两个方案选择 1. 限定成分差异数量，可选择性成分应当相差 6 种以上； 2. 限定企业申请配方数量，每个企业不得注册超过 5 个系列，15 个产品配方
2015.12	《食品安全法实施条例》修订草案征求意见，重要修改包括 1. 注册口径收紧：每个企业不得多于 3 个系列 9 种配方； 2. 国内外一视同仁：奶粉注册制同样适用于进口婴幼儿奶粉； 3. 打击假冒“洋奶粉”：生产企业不得在国内生产、销售其仅在境外注册商标和企业名称、地址的婴幼儿配方乳粉。
2016.1	向世贸组织提交《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理方法》，适用范围是“境内生产销售以及进口的婴幼儿配方奶粉”，正式将进口奶粉纳入监管范围。
2016.4	《跨境电子商务零售进口商品清单》发布，规定从 2018 年 1 月 1 日起，通过跨境电商进口的婴幼儿奶粉，也必须具备注册证书。
2016.6	正式下发《婴幼儿配方奶粉配方注册管理办法》，明确规定， 1. 每个企业原则上不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方； 2. 我国境内生产销售和进口的婴幼儿奶粉均进行注册管理； 3. 该办法 10 月 1 日正式实施，过渡期延至 2018 年 1 月 1 日
2016.11	具体实施细则公布，提交的生产资料涵盖配方、配方研发报告、研发，生产，检验能力的证明材料等 10 项。

来源：网上资料，国金证券研究所

1. 注册制清除杂牌不规范奶粉，腾出约 20%行业空间

目前国内企业有 104 家奶粉企业取得生产许可证，国外企业有 77 家取得生产许可证，这就意味着未来中国最多有 543 个品牌婴幼儿奶粉，据不完全统计，目前市场上有 2000-3000 个品牌，至少 3/4 将会被洗牌出局。大量中小品牌、海外贴牌加工的杂牌将消失，长期利于国内行业集中度向大品牌集中。

图表 2：婴幼儿配方生产许可证（QS）情况（CFDA 网站）

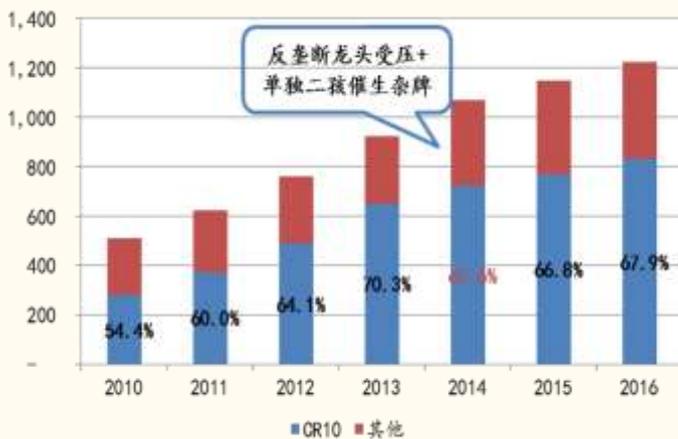
	国内生产许可证			国外生产许可证		
		QS 工厂	QS 系列	国家	QS 工厂	品牌
国外品牌	雀巢+惠氏	2	6	奥地利	2	
	美赞臣	1	3	比利时	1	
	雅培	1	1	丹麦	2	Arla
	多美滋	1	2	英国	1	
国内品牌	伊利	3	5	法国	8	包含圣元、合生元
	贝因美	5	11	德国	5	包含雀巢
	合生元	1	2	爱尔兰	4	包含雅培、惠氏以及牛栏
	雅士利	1	5	意大利	1	
	飞鹤	5	27	荷兰	7	美赞臣、雀巢、美素佳儿、雅培、牛栏
	辉山	2	5	波兰	1	
	澳优	1	7	瑞士	3	

	三元	1	15		西班牙	4	
	光明	1	5		白俄罗斯	1	
	完达山	1	13		美国	7	包含雅培、美赞
	圣元	1	64		阿根廷	2	
	施恩	1	2		澳大利亚	8	
	君乐宝	1	1		新西兰	13	包含牛栏、新莱特、雅士利
	蒙牛	1	4		韩国	5	
	其他	74	422		新加坡	2	
总计		104	600			77	

来源：CFDA, CNCA, 国金证券研究所

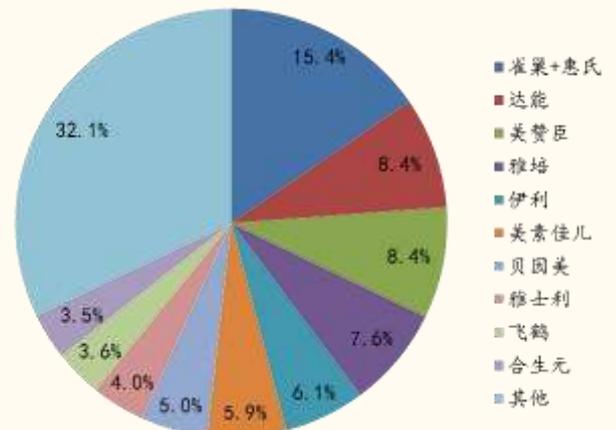
- **整体行业腾出约 20% 市场空间：**根据欧睿数据，目前中国婴幼儿奶粉的市场规模约为 1,200 亿元，由于行业品牌众多，按照“二八”原则，即后面 80% 的品牌可能仅占 20% 的市场份额，预计将腾出约 200 亿的市场份额。若按 200 元/1000g 终端均价口径算的话，对应约 10 万吨左右的体量。
- **大量中小品牌、海外杂牌、贴牌将被清出：**根据 11 月份出台的细则我们可以看到，厂商提交的生产资料不仅包括配方及配方研发报告，还包括**研发，生产，检验能力**的证明材料。大量杂牌和海外贴牌，并不具备相关的研发、检验能力，同时海外代工厂大多代工多个品牌奶粉，申请品牌数目受限，中小品牌或将拿证困难。
- **后续品牌难以进入：**市场上较为担心此次注册制后是否有新品牌进入，我们觉得检验、研发资质短时间内难以快速建成。倘若有新品牌选择新建或升级研发、检验的相关设备来进入市场，一来难以撼动行业龙头积累多年的领先地位，二来前期投入较大，必将使得其认真做奶粉，具备此能力的中小品牌数目有限。

图表 3：婴幼儿配方奶粉 CR10>65%, CR5>45%



来源：国金证券研究所

图表 4：国外品牌占据大半份额 (2016 年)



来源：国金证券研究所

2. 品牌+渠道，规范龙头企业更为受益

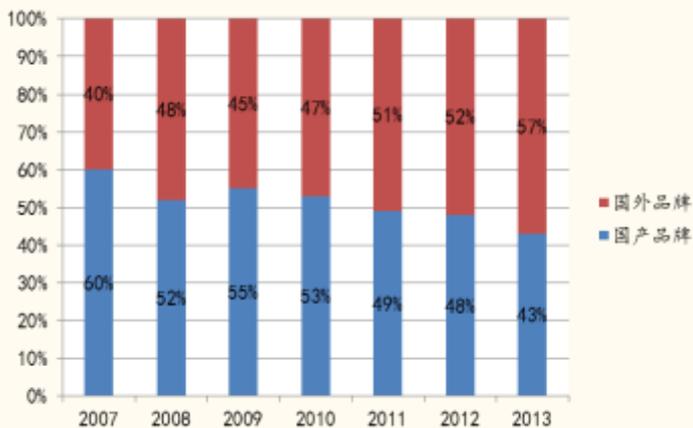
大量中小品牌退出市场后，由于此部分品牌主要位于三四线城市，我们认为此部分市场空缺将由**品牌力强、渠道下沉充分**的奶粉企业填补。

■ 国外产品品牌力不容忽视

从专家数据来看，2015 年奶粉总销量约为 70 万吨。其中通过海关正规渠道（一般贸易+保税区）进口奶粉量是 17.6 万吨，海淘、个人代购约为 10 万吨，这样从海外进入中国的奶粉总量约为 30 万吨，叠加外资品牌国内生产的量，外资品牌占据大半壁市场份额。

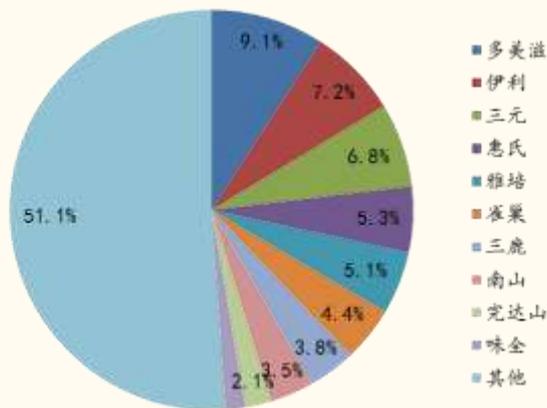
国外品牌的崛起始于 2008 年三聚氰胺事件后，消费者对于国产奶源奶粉失去信心，国产奶粉行业开始洗牌，外资奶粉品牌抓住契机，利用“进口奶源”标志，开始迅速占领国内市场。

图表 5：国外品牌占据半壁江山



来源：AC Nielsen，国金证券研究所

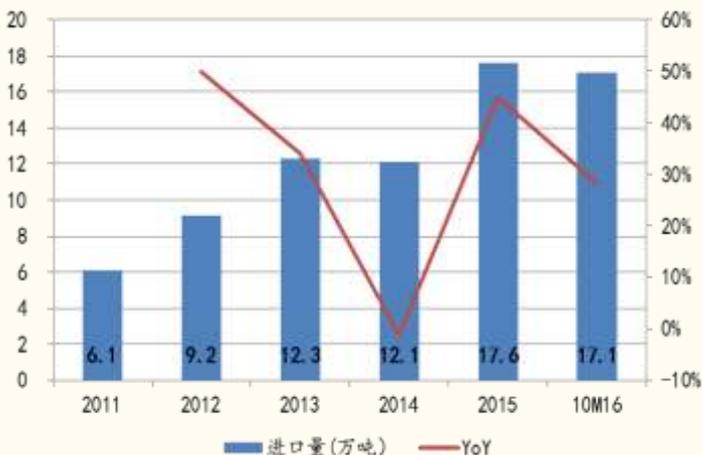
图表 6：2007 年婴幼儿奶粉市场份额国内品牌占先



来源：Euromonitor，国金证券研究所

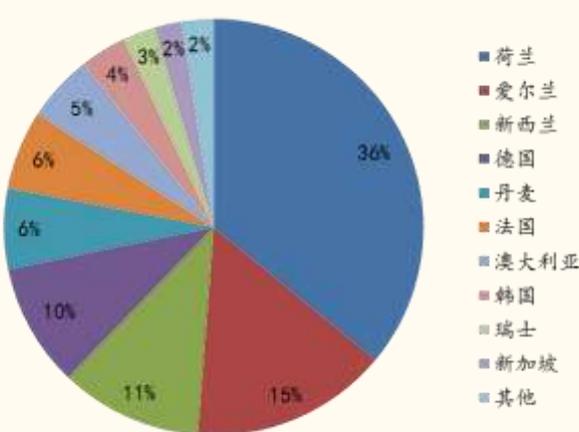
2011 年国外品牌继续开拓市场，从“进口奶源”发展至“原装原罐”进口，价格也水涨船高，价格带从 200 元/罐上移至 300 元/罐附近。婴幼儿奶粉的高毛利也吸引着众多竞争者加入，包括海外代工、贴牌产品，他们主要借助母婴渠道在三四线城市扩张。

图表 7：婴幼儿配方奶粉进口量(万吨)



来源：海关信息网，国金证券研究所

图表 8：进口配方奶粉总量>70%来源于欧洲



来源：海关信息网，国金证券研究所

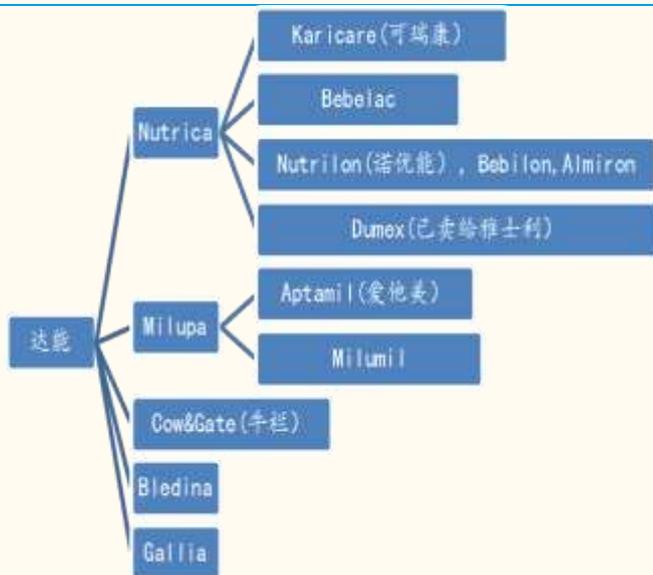
2013 年反垄断调查：受反垄断调查的影响，国内外各大品牌纷纷降价应对，下调幅度 5%-20% 不等，价格过快上涨的势头得以遏制。

2014 年跨境电商进一步冲击价格体系：随着跨境电商的崛起，相比一般贸易渠道 300 元/罐起的价格，跨境电商 200 元左右的均价极具优势，极大地冲击了国内的奶粉价格体系。国内跨境购奶粉大多来自于欧洲，而欧洲 80% 的市场被达能和雀巢旗下品牌所占据，随着跨境电商的发展和渠道下沉，国外品牌在国人心中地位短期依然难以撼动。

2015 年成本低廉引发价格战：2015 年海淘+跨境购导致进口奶粉数量激增，而“单独二胎”政策效果远不及预期，导致国内婴幼儿奶粉供给过剩。同时 14H2 原奶价格加速下滑，成本低廉使得很多品牌打出“低价”奶粉策略，2015 年婴幼儿奶粉行业价格战激烈，原定位高端的外资品牌纷纷加入“买赠”行列，进一步冲击了国产奶粉的市场份额。

外资品牌的优势在于品牌、口碑、和高端品的定价能力，在产品质量得到普遍认可的情况下，致力于提供较高的品牌综合价值。相比本土品牌，外资品牌由于其较高的价格以及本土运作经验的不足，导致其在渠道下沉至三、四线城市及县乡方面有所欠缺。

图表 9：达能旗下品牌（全球）



来源：国金证券研究所

图表 10：雀巢旗下品牌（全球）



来源：国金证券研究所

■ 本土品牌优势在于渠道的下沉

在国外奶粉以高端定位一二线城市时，本土品牌主力布局三四线城市，国内品牌龙头贝因美主要市场在安徽、山东和河南，整体三四线城市的渠道布局好于一二线城市。

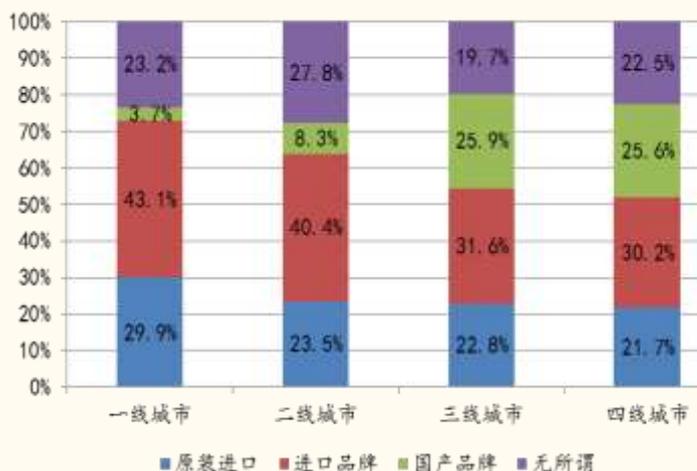
图表 11：国外品牌价位高于国内品牌（单位：元）

	品牌	明星单品	核心价格段（1段产品）
国内品牌	合生元	金装系列	268-460
	贝因美	冠军宝贝	214-268
	飞鹤	星飞帆系列、非凡系列	190-368
	完达山	金装元乳系列、安力聪系列	148-338
	圣元	优博 58 系列	148-398
	伊利	金领冠	134-299
	君乐宝	白金装系列	130-178
	雅士利	α-金装系列	126-254
国外品牌	惠氏（雀巢）	启赋	248-408
	雀巢	超级能恩	249-358
	美素佳儿	金装美素佳儿	268-398
	爱他美（达能）	爱他美	220
	多美滋（雅士利）	精确盈养	198-268
	美赞臣	安婴儿	104-379
	诺优能（达能）	诺优能	158、355

来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

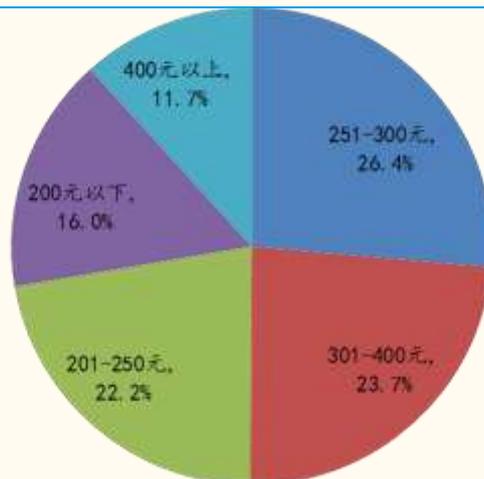
跨境电商或加快外资品牌的下沉：跨境电商的兴起打破了外资品牌传统贸易形势下高价的固有概念，跨境购的进口产品价格已经接近国产高端产品价格，而快速跟进的物流、通信系统使得下线城市使用跨境电商购买婴幼儿奶粉更为便捷普及。

图表 12：三、四线对国产品牌更为青睐



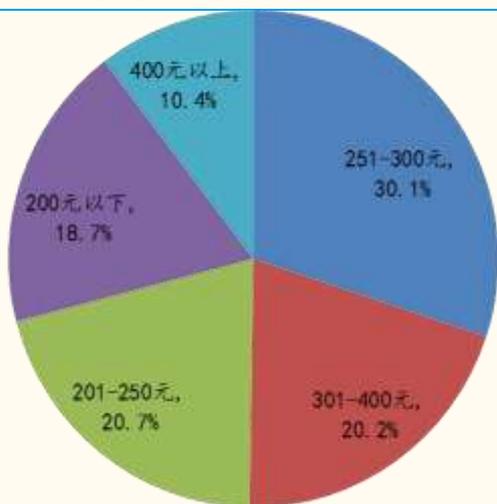
来源：易观智库，国金证券研究所

图表 13：一线城市承受能力集中在 250-400 元



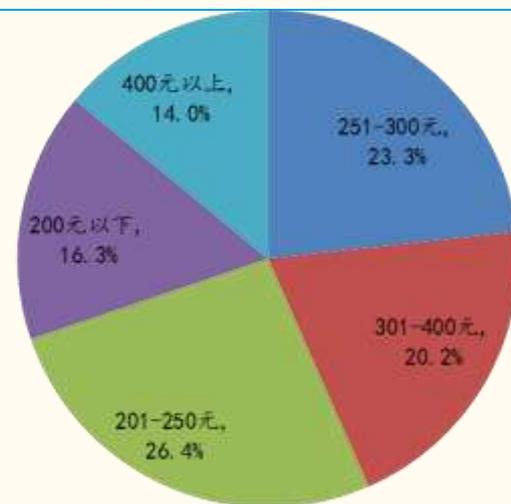
来源：国金证券研究所

图表 14：三线城市承受能力集中在 250-300 元



来源：国金证券研究所

图表 15：四线城市承受能力集中在 200-300 元



来源：国金证券研究所

国内品牌尚需理清产品线：过去婴幼儿产品通过多品牌战略提高品牌附加值和全渠道覆盖，导致市场上配方奶粉的品牌纷繁复杂，大多国内生产企业旗下品牌多达 10 余种。而国内市场在售的国外品牌大多较为精简，旗下品牌控制在 3 种左右，申请整合起来较为容易。

图表 16：主要奶企对应配方数

	现有配方数	QS 工厂可容纳配方数
伊利	8 个配方系列	国内 3 个工厂，可容纳 9 个系类，27 个产品配方
贝因美	18 个配方系列	国内 4 个独资+2/3 个控股，可容纳 14 个配方
雅士利	17 个配方系列	国内 1 个工厂，1 个海外工厂
合生元	10 个配方系列	国内 1 个工厂，2 个海外工厂

来源：CFDA, 国金证券研究所

理论上，目前国内主要企业并不存在删除过多系列的可能，若略有删减，也本是销售不尽如人意的产品。但我们认为企业仍要权衡具体品类问题：

(1) 若申请品类过少，必然影响公司抢占市场份额；

(2) 若申请品类过多，则“同一企业申请注册两个以上年龄段产品配方时，之间应当有明显差异”这个标准将会增加批准的难度。

3. 下线母婴店渠道面临重塑，经销商层级继续扁平化

■ 下线城市配方奶粉母婴店渠道面临重塑

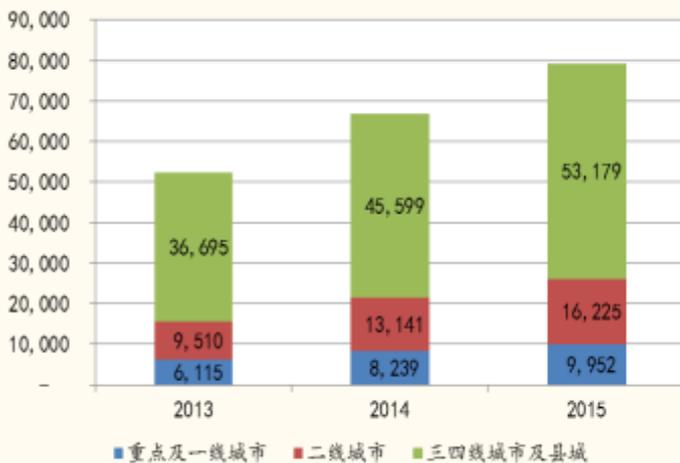
近年来婴幼儿奶粉传统商超渠道随着新兴渠道母婴店、跨境电商的兴起，占比逐步下滑。新政实施后，对于大多位于三四线、以经营中小品牌为主的母婴渠道将会带来冲击，而把进口奶粉也纳入监管范围亦会影响跨境购的部分。

(1) 母婴店业态从 2000 年就存在，当时以夫妻老婆店为主；

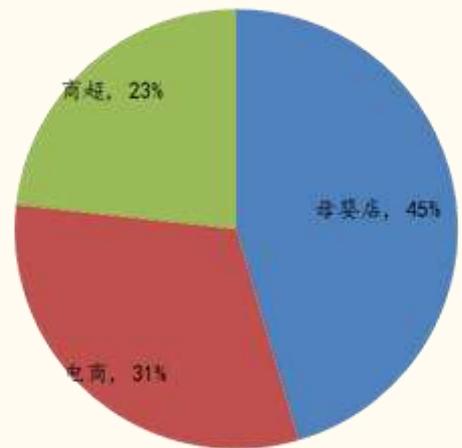
(2) 2008 年三聚氰胺事件使得消费者对国产品牌失去信心，转而支持当时以经营进口奶粉为主的母婴店，带来了母婴店第一春；

(3) 2011 年开始，随着一二线城市母婴店的逐渐饱和以及需求端的支持乏力，三四线城市由于其服务业不成熟、零售市场相对需求缺口较大，成为母婴店的新宠。需求端方面，下线城市的新生人口绝对值高于一二线城市，以及消费水平的不断提升，母婴店迎来第二春。

图表 17：母婴店三、四线依然是主战场（实体店数量）



图表 18：2016 年全渠道销售额母婴店占比较高



来源：尼尔森，国金证券研究所

来源：国金证券研究所

由于在三、四线城市母婴店进入门槛低，大多以加盟为主，母婴店店主倾向于高毛利的中小品牌奶粉以及自营品牌，而这些中小品牌也因为商超渠道进入门槛较高而选择母婴渠道。此次注册制施行，受冲击最大为中小品牌，大量将退出市场，对于母婴店渠道将产生冲击，其利润空间将被压缩。下线市场杂牌的退出，价廉物美、渠道下沉充分的国产品牌有望填补这部分空白。

■ 经销商压缩层级，资源向优质经销商转移

在前期对抗跨境购奶粉时，国内品牌已经开始转向控制渠道，扁平化经销商体系，减少渠道费用，以理顺价格体系。奶粉注册之后，大批品牌退出，相对应的经销商或转型或退出市场，整体竞争环境趋向良性化，优质品牌资源会向优质经销商靠拢。

优质品牌珍惜手中的注册品牌数，期望依靠优质经销商打拼市场，而优秀经销商也希望获得通过注册的品牌资源支持，占领更多的市场份额。

4. 保税区跨境电商监管逐步收紧，价格冲击减缓

2014 年随着保税区优惠政策兴起，婴幼儿奶粉开始作为主要引流品种成为各大跨境电商的主推产品。跨境电商由于减少了中间流通环节，部分产品价格比一般贸易渠道（即国行货）产品价格便宜一半左右。此次注册制主要适用的一般贸易进口以及保税区进口的婴幼儿奶粉，海淘和代购由于是个人行为，注册制监管存在困难。

图表 19：国行货和保税区货价差明显

品名	跨境电商价格(元)	天猫国行货价格(元)	不算进口税价差(元)	含进口税价差(元)
德国爱他美	150	220	70	52
诺优能	156	158	2	-17
雀巢超级能恩	190	296	106	83
惠氏 S-26 金装	119	248	129	115
德国喜宝益生菌	118	368	250	236

来源：蜜芽宝贝，天猫旗舰店，国金证券研究所

从 2016 年 4 月起，跨境电商政策开始收紧，以减少跨境和一般贸易之间的不公平性。(1) 2016 年 4 月 8 日跨境电商进口税收新政实施，婴幼儿奶粉若走保税区渠道，且金额<2000 元，则需征收 11.7%的综合税收，但新政实施后大部分保税区电商补贴税费，影响不大。(2) 2016 年 4 月 14 日，财政部发布的《跨境电子商务零售进口品清单》有关备注说明，从 2018 年 1 月 1 日起，在我国销售的婴幼儿配方乳粉包括通过跨境电子商务进口的配方乳粉，必须依法获得产品注册证书。

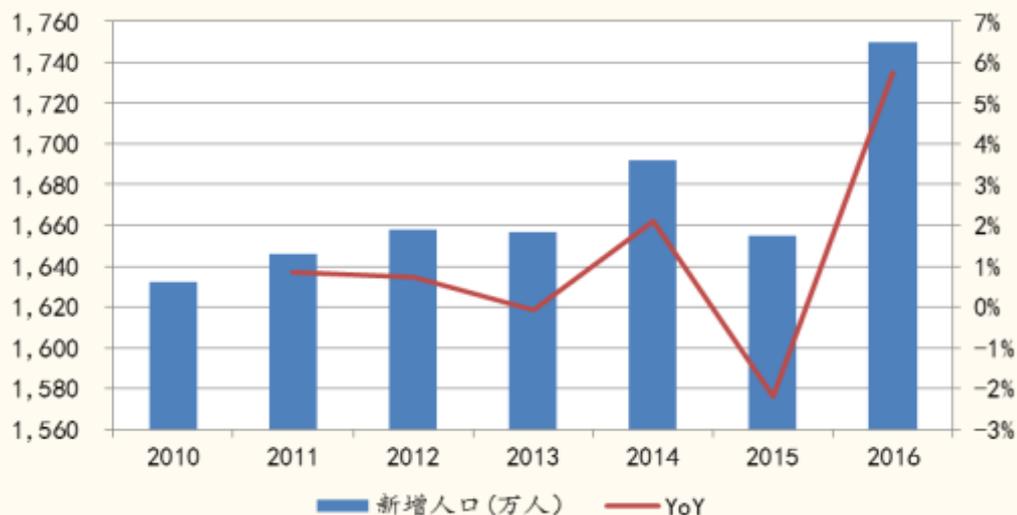
目前跨境电商依然面临一定的政策风险，我们认为外资大品牌通过注册制问题不大，注册制本意在淘汰“假洋奶粉”，但外资大品牌仍需理顺自身一般贸易渠道和跨境电商的渠道申请的品牌，是否重合亦或怎样布局产品线抢占市场，部分品牌或转向开通海外直邮，其调整的时期就是国内品牌布局的好时机。

二、需求端：全面二胎+猴宝宝双轮驱动，行业整体蛋糕变大

1. 2016 年新生儿数量预计同比+6%

卫计委表示新增出生人口近 100 万：2016 年 11 月 26 日，国家卫计委副主任王培安表示，2016 年全国出生人口将超 1,750 万，相比 2015 年的 1,655 万新增近 100 万。由于奶粉的需求相对于出生人口有 6 个月的滞后期（0-6 月婴儿尽量母乳喂养），对于需求端的实际性拉动将等待至 2017 年。

图表 20：新生儿出生数量



来源：国金证券研究所

尼尔森统计新生儿消费逐季回暖：尼尔森公司发布的蓝皮书显示，我国婴幼儿奶粉产品的销售额同比增长率已经连续 3 个季度保持回升，在 2016 年第三季度达到 5.2%。

2. 二孩未来三年预计将带来至少 10% 的行业空间

2016-2018 年期间，二孩政策保守预计将新增至少 300 万新生儿，按照人均 22kg/年的消耗量，对应至少 6 万吨的增量，相当于 6,700 万罐 900g 装奶粉，若每罐终端零售 200 元，则对应 134 亿的市场空间增量，超 10% 的增速。

乐观估计预计将新增 500 万新生儿，若按照较高消耗量 43kg/年（每周一罐），则对应 21.5 万吨的增量，相当于 24,000 万罐 900g 装奶粉，若每罐终端零售 200 元，则对应 480 亿的市场空间增量，超 35% 的增速。

图表 21：婴幼儿奶粉需求量测算（保守估计）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总人口（万人）	136,072	136,782	137,462	141,586	145,833	150,208
- YoY	0.3%	2.9%	-1.9%	3%	3%	3%
新生儿（万人）	1,644	1,692	1,655	1,750	1,850	1,950
出生率（%）	12.08	12.37	12.07	12.36	12.69	12.98
母乳喂养率	27.80%	27.80%	27.80%	27.80%	27.80%	27.80%
0-2 岁婴幼儿总数	3,282	3,336	3,347	3,405	3,600	3,800
人均奶粉需求量（kg）	22.00	22.00	22.00	22.00	22.00	22.00
奶粉总需求量(吨)	72.2	73.4	73.6	74.9	79.2	83.6

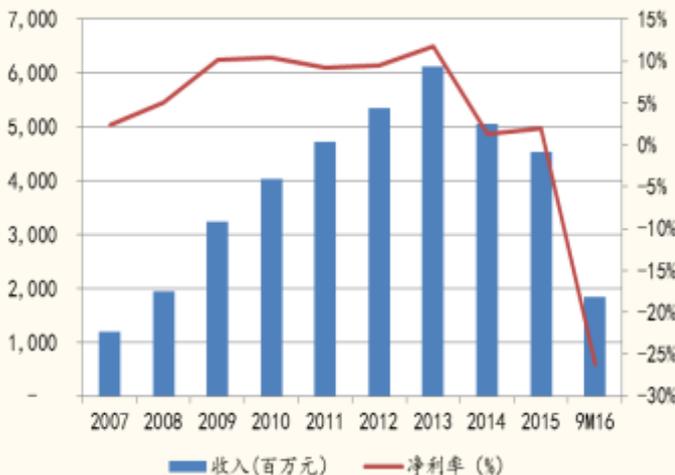
来源：万得，国金证券研究所

供给端，注册制一方面清除了 20% 左右的中小杂牌，给国内外大品牌提供了空间，另一方面促使下线母婴店渠道重塑，有利于较强品牌力，渠道更为下沉的国内品牌填补渠道空白。需求端二孩+猴宝宝将显著提升婴幼儿奶粉的市场空间，给行业带来新的发展契机。

三、贝因美：行业拐点来临，期待抓住契机

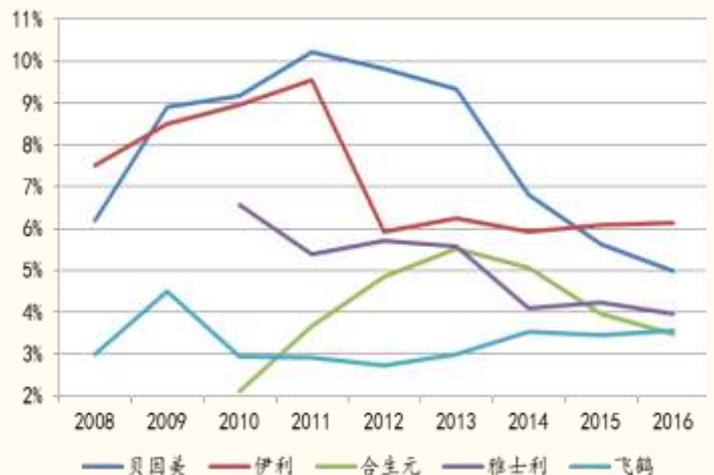
贝因美是国内领先的婴幼儿奶粉品牌。根据 Euromonitor 数据显示，2016 年贝因美在国内婴幼儿配方奶粉的市场份额约为 5%，在国内品牌仅次于伊利排名第二。

图表 22：贝因美收入、净利率



来源：Euromonitor, 国金证券研究所

图表 23：主要国内品牌市场份额



来源：国金证券研究所

1. 受跨境购以及注册制的影响，2014 年以来持续调整

■ 2008-2010：未涉及三聚氰胺事件，迅速扩张

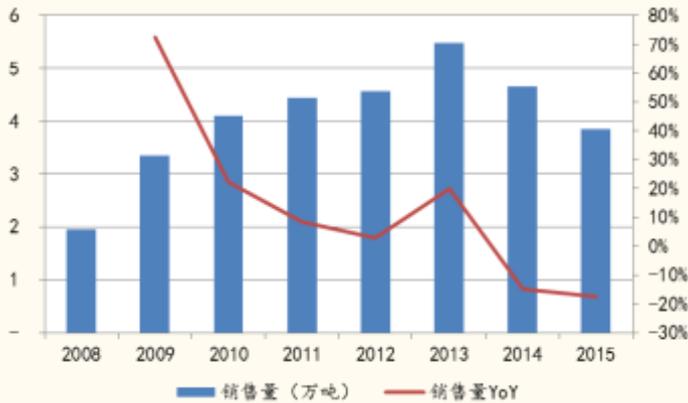
2008 年，作为未涉及三聚氰胺的少数几个国产品牌，贝因美迅速抢占市场，2008/2009/2010 年奶粉业务分别录得收入 15.0 亿元/27.3 亿元/34.7 亿元。

2009 年收入几乎翻倍，净利率也几乎翻倍至 10.1%，同时市场份额从 2008 年的 6.2% 提升至 2009 年的 8.9%。

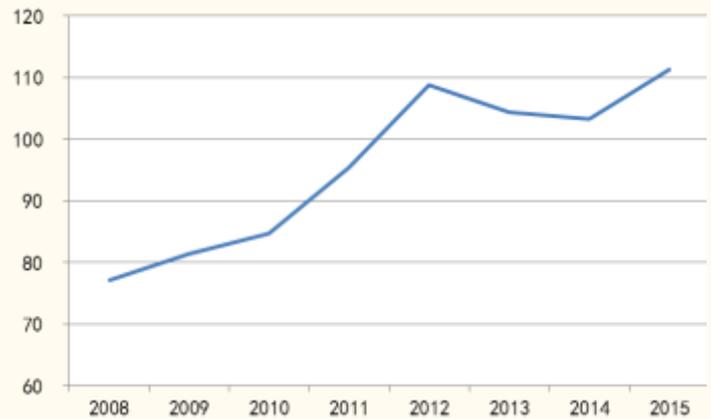
■ 2011-2012: 提高高端产品占比，外资大举进发

贝因美于 2011 年 4 月 12 日上市，受制于外资奶粉包括部分杂牌产品借助母婴渠道扩张市场的影响，2011-2012 年奶粉销量增速分别为 8.5%/2.8%，相比上市前 2010 年销量 22.3% 的增速大幅下滑。

图表 24: 贝因美婴幼儿奶粉销售量



图表 25: 贝因美婴幼儿奶粉均价 (元/kg)

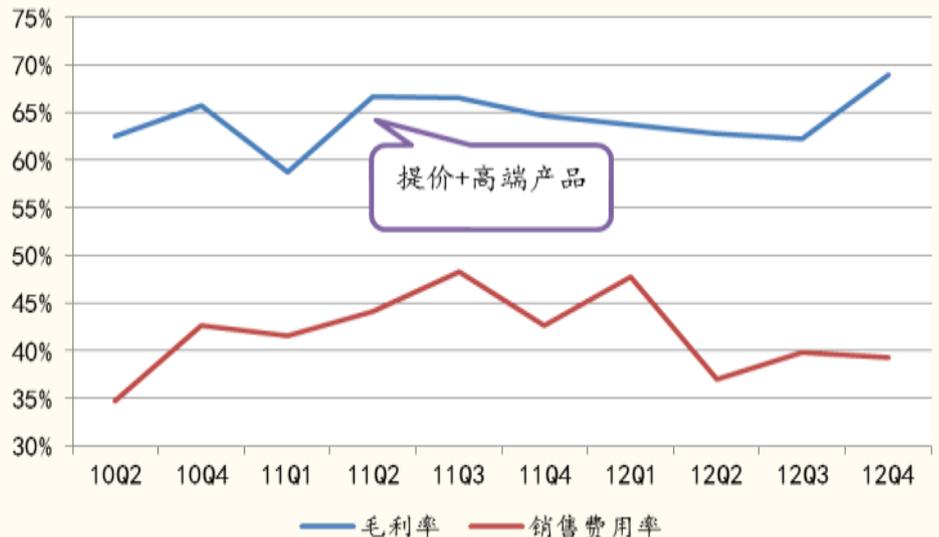


来源: 国金证券研究所

来源: 国金证券研究所

2011 年由于原材料价格飞涨，贝因美从 2011 年 6 月起整体提价 5%-7%，同时力求提高高端产品“爱+”产能，从此前的 1 万吨释放到 2-3 万吨，占奶粉比例从 15% 提高到 20-25%，致使 2011/12 均价提升至每千克 95.5 元/108.8 元，分别同比+12.8%/14.0%，缓和了销量增速下滑的影响，奶粉销售额 2011/2012 年分别录得 22.4%/17.1% 的增速，达 42 亿/50 亿元。

图表 26: 提价+高端占比提升贝因美毛利率



来源: 万得, 国金证券研究所

■ 2013: 发改委反垄断调查, 抑制奶粉价格过快上涨

2013 年 7 月, 反垄断局开始对合生元、多美滋、美赞臣、惠氏、雅培、美素佳儿等奶粉企业进行价格反垄断调查。当局表示, 有证据表明, 这些企业的产品在中国市场价格偏高, 从 2008 年以来涨价幅度达 30% 左右, 已涉嫌价格纵向垄断。反垄断调查抑制奶粉价格整体上扬的趋势, 各大企业纷纷降价。贝因美 2013 年毛利同比下滑 3.3ppt。

图表 27: 2013 年反垄断罚款、降价明细

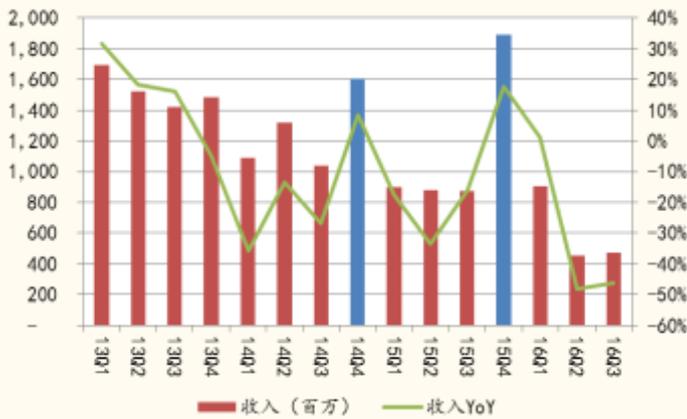
	罚款金额	降价
美赞臣	4%2012 年销售额, 3300 美元	主力产品降 7%-15%
恒天然	3%2012 年销售额, 90 万新西兰纽币	孕妇奶粉降价 9%
明治	免罚	珍爱系列降 3%-7%
雅培	3%2012 年销售额, 0.77 亿元	主力产品降 4%-12%
多美滋	3%2012 年销售额, 1.72 亿元	主力产品 5%-20%
惠氏	免罚	平均降价 11%
合生元	6%2012 年销售额, 1.6 亿元	5%-11%
贝因美	免罚	5-20%

来源: 网站新闻, 公司公告, 国金证券研究所

■ 2014-2016: 持续深度调整

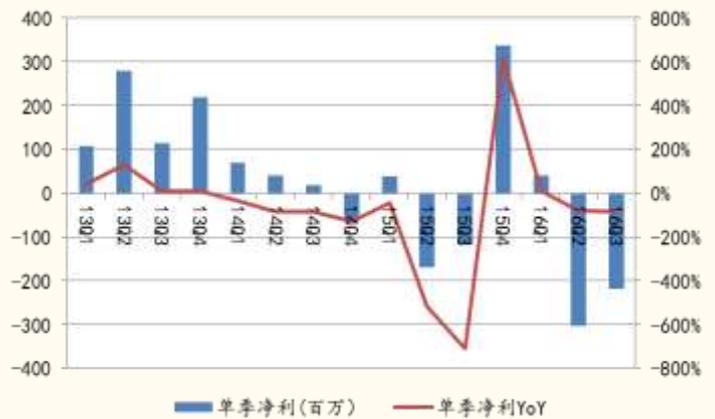
2014 年: 贝因美奶粉销量在经历了 11-12 年的个位数增长后, 13 年向渠道积压了库存, 致使 2013 年奶粉销量同比+19.8%。2014 年公司致力于解决渠道库存, 同时由于外国品牌奶粉同样降价, 挤压了贝因美部分高端品的空间, 2014 年贝因美 2014 年收入 50.6 亿, 同比下降 17.2%; 利润总额 1.1 亿, 同比下降 88.5%。

图表 28: 贝因美 13-16 年单季收入 (百万)



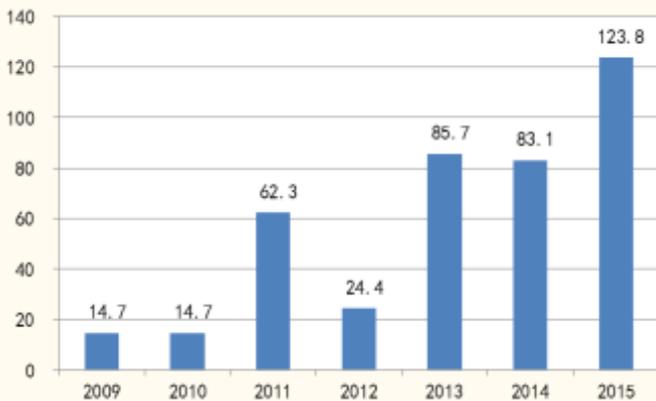
来源: 万得, 国金证券研究所

图表 29: 贝因美 13-16 年单季利润 (百万)



来源: 国金证券研究所

图表 30: 贝因美政府补助 (百万)



来源: 国金证券研究所

图表 31: 奶粉企业销售费用率



来源: 国金证券研究所

2015 年: 虽然“单独二胎”在 2014 年逐步放开, 但 2015 年新出生人口比 2014 年减少 32 万, 婴幼儿奶粉需求端未有起色。供给方面, 保税跨境电商的兴起冲击了国内的价格体系, 加剧了市场竞争, 婴幼儿奶粉价格战硝烟四起。

2016年：随着注册制临近，中小品牌奶粉甩货严重，尤其是4月份假奶粉事件发生，2016年业绩也逊于预期。

2. 渠道改革：经销商改制为代理商，梳理营销分子公司架构

由于受海淘、代购影响，国内婴幼儿配方奶粉竞争加剧，而传统商超渠道受到新兴母婴渠道挤压，以商超、经销商渠道为主的贝因美业绩持续下滑，2015年上半年开始，公司开启渠道改革，主要为以下两个方面：

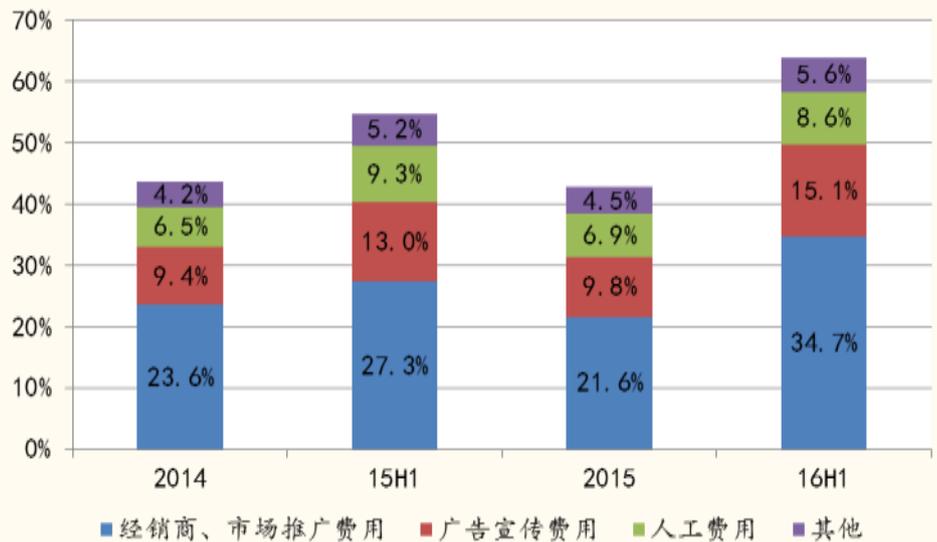
■ 经销商改制为代理商

压缩经销层级：贝因美以前的经销商体系主要是总部→各省分公司→经销商（包括省→市两级）四个层级，经销商之前从分公司拿货，而改革后的一级代理商直接从总部拿货，减少了分公司这个环节，让原本供应链的四个环节变为三个环节。环节变少的结果就是，代理商从总部拿货时享受的折扣更多，利润空间也相对增大。

代理商更多参与到终端营销环节：改革后许多原本属于贝因美的终端导购、促销人员被转移至代理商，公司希望代理商在开拓终端市场时可以借助本地化优势更好做市场布局，留住客户。之前的经销商属于独立运作机构，他们仅作为货物转手者，从中赚取差价。他们只关注差价，而不在意奶粉的价格，这种方式最终导致奶粉的价格虚高。而代理商则是受企业委托负责帮企业寻找市场甚至帮企业销售产品的企业和私人机构，其明显特征是不具有产品的所有权，只收取相应的佣金。

留住有实力的经销商，开拓市场：经销商改制以来，原本1000多个经销商，目前压缩到700个代理商，留下能力强、有市场开拓能力的经销商扩大地盘，特别提前布局下线城市母婴店渠道，以抢占注册制正式实施后空出的市场份额。

图表 32：市场开拓费用依然较大



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 子公司更多参与营销中

2015年6月底，贝因美重新梳理营销子公司架构，收回5家营销子公司股权，新设15家地区营销子公司，旨在赋予其经营自主权，提高公司在目标区域的市场反应能力，让子公司更多的参与到营销中。之前分公司更多是连接总公司和经销商之间的一个中转环节，而且没有所在区域的经营压力，现在转制子公司后有了这方面的压力，此外还要发展二级和终端代理商，比如在一些偏远区县如果没有经销商但又有消费需求，终端零售业务也由子公司来负责。

渠道改革后，贝因美由代理商和分公司共同开拓市场，市场份额有望做大。同时简化渠道，降低了中间成本，理顺了价格体系，最终会使得终端价格更具竞争力。

3. 产品结构：提高高端产品占比，平缓原料压力

2013 年下半年降低出厂价后，2014 年毛利率触底，主要由于行业竞争激烈，公司促销增多，以及 13 年囤积的大包粉导致成本也在高位。2015 -2016 年，受益于高端产品“爱+”占比提高，以及高价原料奶粉库存消耗完毕，毛利率出现回暖。

图表 33：贝因美毛利率组成拆分

	2014	15H1	2015	16H1
毛利率	53.86%	54.36%	56.55%	60.44%
促销活动	-4.22ppt	-4.27ppt	-1.2ppt	-5.65ppt
基粉成本	-5.25ppt	+0.53ppt	+3.29ppt	+9.32ppt
产品结构	+1.48ppt	+0.03ppt	+0.52ppt	+2.55ppt

来源：公司公告，国金证券研究所

基于促销活动更多地取决于行业竞争状况，贝因美力求在产品结构上增加高端产品（原罐进口绿爱+，安满、经典优选）的比重，同时积极布局国内外上游奶源。

■ 收购国内黑龙江敦化美丽健 65%股权

2015 年 4 月贝因美公告收购敦化美丽健 65%股权，拥有 1 个婴幼儿配方乳粉工厂及 2 个奶牛养殖场，具有年生产婴幼儿配方乳粉万吨能力。公司继续加大其奶源建设投入力度，项目一期已经有牛 1800 头以上，现已产犊产奶。项目二期建设已经完成，预计 2016 年下半年进牛，有效保障公司奶粉供应链的安全可靠。

■ 收购恒天然旗下达润工厂 51%股权

2015 年 10 月贝因美公告收购恒天然旗下达润工厂 51%股权，达润工厂是恒天然澳洲公司的生产部门。目前主要产品：一段、二段、三段配方基粉、脱脂粉、全脂粉、代乳粉等原料奶上游产品。这是继恒天然入股贝因美后，双方第一次基于上游奶源的合作，未来不排除更多其他合作的可能。

4. 盈利预测

由于注册制 2017 年将处于过渡期，我们预计中小杂牌还将处于低价出货阶段，2018 年注册制正式实施后，将会对于国内品牌龙头企业贝因美产生实质性业绩的提振。

奶粉销售量：预计由于 2016 年的低基数，2016-2018 年销售量增速分别为-20%/15%/20%，分别达 3.0/3.5/4.2 万吨。

平均售价：受益于产品结构升级，出厂价略有小幅提升，但由于未来增量主要是在下线城市，同时受益于进口海淘跨境的影响，涨幅有限，2016-2018 年均价分别为每千克 101.3 元/102.4 元/107.5 元

销售费用率：我们认为相比 2016 年高昂的渠道维护、拓展费用，2017-2018 年费用率预计可回复至 40%的水平，但由于婴幼儿配方奶粉属于快消品，竞争依然激烈，费用率继续下滑的可能性不大。

图表 34：产品分类预测

人民币百万	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,727	5,354	6,117	5,049	4,534	3,344	3,860	4,809
产品	4,721	5,347	6,057	5,045	4,522	3,332	3,848	4,797
奶粉	4,247	4,974	5,719	4,815	4,284	3,118	3,622	4,564
米粉	262	180	171	135	137	123	136	142
其他	212	194	168	95	113	91	91	91

人民币百万	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
毛利	3,027	3,461	3,757	2,723	2,564	1,922	2,292	2,903
产品	3,023	3,462	3,746	2,717	2,552	1,916	2,286	2,897
奶粉	2,772	3,281	3,557	2,597	2,449	1,809	2,173	2,784
米粉	154	114	104	74	74	67	74	77
其他	97	67	85	46	41	41	39	36
毛利率	64%	65%	61%	54%	57%	57%	59%	60%
产品	64%	65%	62%	54%	56%	57%	59%	60%
奶粉	65%	66%	62%	54%	57%	58%	60%	61%
米粉	59%	64%	61%	55%	54%	54%	55%	54%
其他	46%	34%	51%	49%	36%	45%	43%	40%
产品销量								
奶粉销售量 (吨)	44,484	45,711	54,772	46,640	38,461	30,769	35,384	42,461
米粉销售量 (吨)	4,743	2,975	2,788	2,281	2,303	2,073	2,280	2,394
其他销售量 (吨)	3,375	2,932	2,218	1,460	512	410	410	410
销量增速								
奶粉销量 YoY		2.8%	19.8%	-14.8%	-10.0%	-20.0%	15.0%	20.0%
米粉销量 YoY		-37.3%	-6.3%	-18.2%	-10.0%	-10.0%	10.0%	5.0%
其他销量 YoY		-13.1%	-24.4%	-34.2%	-20.0%	-20.0%	0.0%	0.0%
销量单价								
奶粉单价 (元/kg)	95.5	108.8	104.4	103.2	111.4	101.3	102.4	107.5
奶粉单价幅度		14.0%	-4.0%	-1.1%	7.9%	-9%	1%	5%

来源：国金证券研究所

预计 2016-2018 年贝因美收入分别为 33.4 亿/38.6 亿/48.1 亿元，净利润分别为 -4.06 亿/3,118 万/1.6 亿元，对应 2016-2018 年 EPS -0.398 元/0.03 元/0.157 元。目前贝因美股价对应 17/18 年 PS 为 3.4X/2.8X，由于公司作为 A 股唯一婴幼儿奶粉行业对应标的，给予“买入”评级，目标价 16 元。

四、风险提示

1. 审批进度低于市场预期

目前预计第一批注册名单最早 17Q1 出现，但考虑到春节因素以及审批的过程，Q2-Q3 名单公布的可能性也客观存在。由于尚有一年的过渡期，2017 年的行业竞争形势依然严峻。我们认为国内外大品牌获得第一批注册名单的难度不大，但后续怎样证明其他注册品牌的差异性、跨境电商的政策执行到位程度以及是否有厂家开启海外直邮尚需考察。

2. 年底对渠道压货，应收账款占比提升

由于公司 2015 年底提前布局注册制市场，造成渠道库存积压，导致 2015 年的应收账款周转天数达 72 天，相比 2014 年的 28 天大幅提升，且应收账款占收入比重超 30%。2016 年，从账面看，应收账款事项并没有明显好转。随着注册制最后期限的临近，渠道商左右摇摆，贝因美是否会在年底继续压货最有可能通过注册制的产品进入渠道，将会加剧应收账款的风险。

图表 35: 应收账款天数



来源: 国金证券研究所

图表 36: 库存周转天数



来源: 国金证券研究所

3. 员工持股计划解锁减持

2015年7月24日—2015年8月27日, 贝因美员工持股计划已通过深圳证券交易所证券交易系统完成股票购买, 合计购买公司股票 7,791,123 股, 成交均价约为 11.54 元/股。本计划锁定期一年, 存续期两年, 2016年8月27日已经解锁。目前股价相比持股综合成本(叠加资金成本预计综合成本在 12 元上方) 浮盈约 10%, 不排除后续有减持风险。

图表 37: 员工持股计划

持有人	持有份额 (万份)
董事、高级高管人员等 7 人	1,000
其他员工不超过 200 人	3,000
合计不超过 207 人	4,000
9M16	占总股本 0.76%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	6,117	5,049	4,534	3,344	3,860	4,809	货币资金	1,514	558	392	400	445	520
增长率		-17.5%	-10.2%	-26.2%	15.4%	24.6%	应收款项	376	452	1,402	1,305	1,171	1,018
主营业务成本	-2,360	-2,325	-1,970	-1,422	-1,568	-1,906	存货	865	915	594	680	654	693
%销售收入	38.6%	46.1%	43.5%	42.5%	40.6%	39.6%	其他流动资产	569	790	728	419	432	460
毛利	3,757	2,723	2,564	1,922	2,292	2,903	流动资产	3,324	2,715	3,115	2,805	2,703	2,691
%销售收入	61.4%	53.9%	56.5%	57.5%	59.4%	60.4%	%总资产	65.3%	57.4%	58.5%	52.2%	51.9%	52.4%
营业税金及附加	-73	-63	-51	-33	-39	-48	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.2%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,524	1,682	1,787	1,803	1,736	1,685
营业费用	-2,466	-2,207	-1,943	-2,055	-1,733	-2,062	%总资产	29.9%	35.6%	33.6%	33.5%	33.4%	32.8%
%销售收入	40.3%	43.7%	42.9%	61.5%	44.9%	42.9%	无形资产	141	187	269	429	422	416
管理费用	-316	-366	-433	-351	-417	-539	非流动资产	1,768	2,011	2,209	2,573	2,500	2,443
%销售收入	5.2%	7.2%	9.6%	10.5%	10.8%	11.2%	%总资产	34.7%	42.6%	41.5%	47.8%	48.1%	47.6%
息税前利润 (EBIT)	902	87	137	-518	104	254	资产总计	5,092	4,726	5,324	5,378	5,203	5,134
%销售收入	14.7%	1.7%	3.0%	n.a	2.7%	5.3%	短期借款	1	0	337	732	643	124
财务费用	53	28	1	-29	-26	-17	应付款项	934	999	872	762	807	981
%销售收入	-0.9%	-0.6%	0.0%	0.9%	0.7%	0.4%	其他流动负债	240	143	403	332	259	425
资产减值损失	-15	-25	-71	-47	-33	2	流动负债	1,175	1,141	1,611	1,826	1,709	1,530
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	250	200	150
投资收益	0	8	9	1	1	1	其他长期负债	4	14	46	42	0	0
%税前利润	0.0%	7.2%	6.3%	-0.2%	2.2%	0.4%	负债	1,179	1,156	1,657	2,118	1,909	1,680
营业利润	939	97	75	-593	46	240	普通股股东权益	3,913	3,566	3,668	3,262	3,295	3,455
营业利润率	15.4%	1.9%	1.7%	n.a	1.2%	5.0%	少数股东权益	0	4	-1	-1	-1	-1
营业外收支	22	6	68	0	0	0	负债股东权益合计	5,092	4,726	5,324	5,378	5,203	5,134
税前利润	961	104	144	-593	46	240							
利润率	15.7%	2.1%	3.2%	n.a	1.2%	5.0%	比率分析						
所得税	-240	-41	-54	187	-15	-80		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	25.0%	39.1%	37.8%	n.a	32.6%	33.2%	每股指标						
净利润	721	63	89	-406	31	160	每股收益	1.128	0.067	0.101	-0.398	0.030	0.157
少数股东损益	0	-6	-14	0	0	0	每股净资产	6.123	3.488	3.587	3.190	3.223	3.379
归属于母公司的净利润	721	69	104	-406	31.18	160.35	每股经营现金净流	0.328	-0.183	0.028	-0.238	0.317	0.793
净利率	11.8%	1.4%	2.3%	n.a	0.8%	3.3%	每股股利	0.650	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	18.43%	1.93%	2.83%	-12.46%	0.95%	4.64%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	14.16%	1.46%	1.95%	-7.56%	0.60%	3.12%
净利润	721	63	89	-406	31	160	投入资本收益率	17.29%	1.48%	2.11%	-8.29%	1.69%	4.56%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	122	170	240	218	216	195	主营业务收入增长率	14.24%	-17.46%	-10.20%	-26.24%	15.43%	24.57%
非经营收益	-18	-91	-34	-146	-9	26	EBIT 增长率	24.87%	-90.34%	57.35%	-477%	NA	144.47%
营运资金变动	-615	-330	-267	91	86	429	净利润增长率	41.54%	-90.45%	50.45%	N/A	N/A	414.36%
经营活动现金净流	210	-188	29	-243	324	810	总资产增长率	11.45%	-7.19%	12.65%	1.02%	-3.26%	-1.32%
资本开支	-371	-338	-387	-357	-110	-140	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	17.3	28.1	72.0	140.0	110.0	75.0
其他	-1,483	853	26	1	1	1	存货周转天数	109.1	139.7	139.7	180.0	160.0	140.0
投资活动现金净流	-1,853	515	-360	-356	-109	-139	应付账款周转天数	84.5	98.9	100.1	100.0	100.0	100.0
股权募资	0	10	13	0	2	0	固定资产周转天数	83.9	118.2	133.4	177.2	151.9	121.9
债权募资	0	-1	337	645	-138	-570	偿债能力						
其他	-249	-416	-14	-37	-34	-27	净负债/股东权益	-38.68%	-15.63%	-1.50%	17.84%	12.09%	-7.14%
筹资活动现金净流	-249	-407	335	607	-170	-596	EBIT 利息保障倍数	-17.1	-3.1	-219.3	-17.6	4.0	14.8
现金净流量	-1,892	-80	4	8	45	75	资产负债率	23.15%	24.45%	31.12%	39.38%	36.69%	32.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD