

研究所

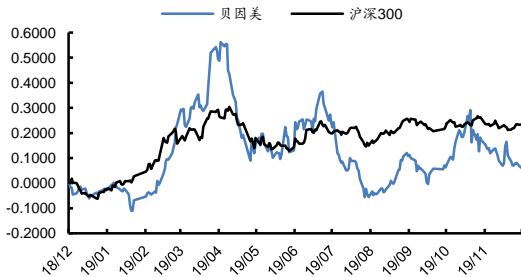
证券分析师：
021-68591576

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

国产奶粉仍具发展空间，贝因美内部正积极变革

——贝因美（002570）调研报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
贝因美	-9.3	-4.1	6.1
沪深300	-0.1	-0.8	23.4

市场数据

	2019-12-10
当前价格（元）	5.55
52周价格区间（元）	4.59 - 8.75
总市值（百万）	5674.99
流通市值（百万）	5674.68
总股本（万股）	102252.00
流通股（万股）	102246.53
日均成交额（百万）	75.49
近一月换手（%）	14.54

相关报告

《贝因美（002570）调研简报：国海证券*公司研究*贝因美（002570）调研简报：战略管理积极变革，业绩反转已见端倪(增持)*食品饮料*余春生-分析师》——2019-10-29

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **我国新生儿人口数量下降，但国产奶粉受冲击相对缓和** 受居民生育意愿下降影响，我国新生儿人口已出现持续下降趋势，由此也对整个婴幼儿奶粉行业的市场容量产生负面影响。但我们分析认为，我国新生儿人口数量的下降对国产婴幼儿奶粉的冲击相对较为缓和。
- **一是三四线城市人口生育率高于一二线城市，而三四线城市是目前国产奶粉的核心市场** 2017年，我国0-3岁婴幼儿中一二线城市占比只有20.67%，但一二线城市常住人口占比达30.18%，显然三四线城市和乡镇农村地区人口的生育率要远高于一二线城市。此外，三四线与二线城市家庭月收入差距已经越来越小，且不受高房价的压抑，他们的消费能力在不断抬升。而国产奶粉的核心市场主要集中在三四线城市和乡镇农村地区，故有望相对受益。
- **二是婴幼儿奶粉的产品结构持续上升，单位价格上涨对冲了部分人口数量下降的影响** 我国长期以来实行独生子女的政策，使得广大父母对于孩子非常舍得投入，其消费存在非理性，且这一观念短期内难以改变。同时，厂商基于利润的考量，愿意生产和推荐更高质量更高价位的产品。由此，导致我国婴幼儿奶粉市场高端化趋势愈加明显。而单位价格上涨在收入和利润上也有效对冲了部分人口数量下降的影响。
- **三是政府对国产奶粉的扶持和消费者对国产奶粉信心的增加，推动国产奶粉对进口奶粉的替代性增加** 2008年的三聚氰胺事件，负面影响随时间推移在逐渐削弱。与此同时，政府对国产奶粉的监管和扶持力度加大，以及国产奶粉自身对品质的高度重视，使得国内消费者对国产奶粉的信心已经重拾。尤其是目前国产奶粉相比较于进口奶粉，各方面优势明显。在原料上，很大一部分国产奶粉产品采用生鲜乳制作。在配方上，国产奶粉更适合中国宝宝体质。在研发和质量控制方面，国产奶粉也远超国际标准。在营销上，国产奶粉也更接地气。在人才上，国产奶粉激励持续提升。外资企业人才跳槽到国产奶粉企业越来越频繁。
- **四是延长消费周期向后端延伸儿童奶粉段的开发和发展，从而提高整个配方奶粉行业的规模销量** 儿童配方奶粉相对于普通牛奶，增添了更多的营养元素，同时由于鲜奶中含酪蛋白宝宝不易吸收，所以

6 周岁之前的宝宝更适合喝奶粉。目前四段儿童奶粉占比只有 10% 左右，未来消费者教育和市场培育增强，预计儿童奶粉还有很大的成长空间。

- **贝因美正积极在产品、渠道、市场和管理等多方面进行变革，未来发展值得期待** 贝因美有着良好的历史记录和优秀的市场口碑。在 2008 年“三聚氰胺”事件中，唯独贝因美等 2 家企业产品完美达标。在配方注册制中，获得了 51 个配方注册名额，并且包揽了 0001 号到 0009 号，尤其是其中包含的 3 个特殊医学配方，充分体现了公司强大的科研实力。
- **产品方面，打造大单品，引领细分市场，布局超高端** 一是优化现有品类，打造大单品。公司对现有 17 个系列产品进行优化组合，重点打造“爱+”和经典优选。二是做好细分品类市场，创造新需求。公司通过推出功能性产品和特殊医学配方产品，引领细分市场。三是布局超高端有机奶粉和羊奶粉。2019 年 3 月份，贝因美和 Bubs 进行合作，Bubs 是澳洲专门生产羊奶粉和有机米粉的企业。
- **渠道方面，推行大经销商制，做强大客户，做好母婴渠道** 一是改变经销商性质，由代理制向大经销商制推行。借助大经销商的力量发展自己；二是做强大客户。与孩子王、爱婴岛、天猫和京东等战略合作，由此快速的提升公司的销量水平和品牌影响力；三是重点发展母婴渠道。由于母婴店有着更为专业的水平和更好的体验，更受消费者青睐，有持续上升的趋势，而贝因美在母婴渠道却明显偏弱，后继将重点发展。
- **市场方面，做深三四乡市场，做好核心市场，布局新生儿数量多的新市场** 一是做深三四线市场。利用贝因美之前仍在的三四线品牌影响力，快速做下沉；二是做好核心市场。对原先的安徽、山东、河南、河北、浙江等核心市场继续巩固做扎实，用尽快的时间实现恢复性增长；三是逐渐布局新生儿数量多的市场。如后继重点拓展江苏、湖南、湖北、四川等市场。
- **管理方面，加强经营整改，降费增效，提升经销商和员工的激励** 一方面要对公司进行经营整改，降费增效，提升效能，另一方面通过经销商持股，员工持股等方式，提升激励。
- **盈利预测和投资评级：** 维持“增持”评级。2019 年三季度，单季度公司收入已经同比增长 24.89%，扣非净利润同比增长 255.25%，相比二季度业绩亏损已经转正。公司业绩反转已见端倪，预计未来有向好的发展趋势。但由于历史出现过几年较大的业绩滑坡，基于审慎性原则，我们预测 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 0.005/0.15/0.28 元，对应 PE 分别为 1216.83/36.36/20.16 倍，同时鉴于看好公司内部积极变革下的长期发展，维持“增持”评级。
- **风险提示：** 1) 新生儿出生数量下降；2) 婴幼儿母乳喂养增加；3)

婴幼儿奶粉行业竞争加剧；4) 公司资产处置不达预期；5) 公司销售增长不达预期；6) 食品安全。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2491	2735	3309	4070
增长率(%)	-6%	10%	21%	23%
归母净利润(百万元)	41	5	156	282
增长率(%)	-104%	-89%	3247%	80%
摊薄每股收益(元)	0.04	0.005	0.15	0.28
ROE(%)	2.23%	0.25%	7.60%	11.65%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

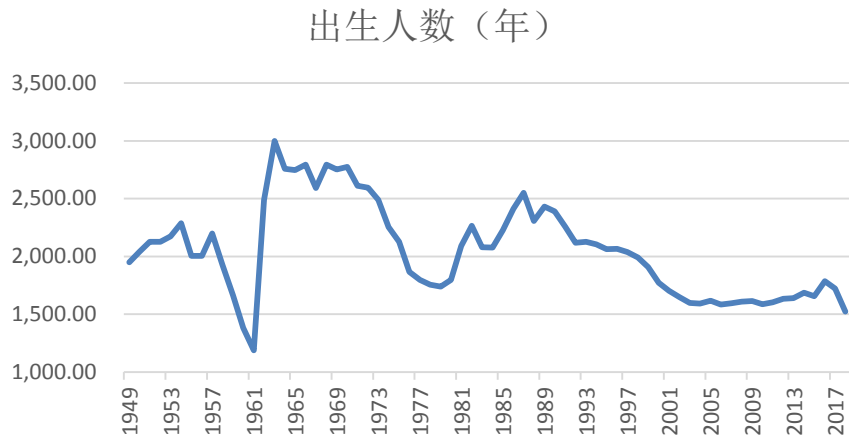
1、我国新生儿人口数量下降，但国产奶粉受冲击相对缓和	6
1.1、三四线城市人口生育率高于一二线城市，而三四线城市是目前国产奶粉的核心市场	6
1.2、婴幼儿奶粉的产品结构持续上升，单位价格上涨对冲了部分人口数量下降的影响	7
1.3、政府对国产奶粉的扶持和消费者对国产奶粉信心的增加，推动国产奶粉对进口奶粉的替代性增加	9
1.4、延长消费周期向后端延伸儿童奶粉段的开发和发展，从而提高整个配方奶粉行业的规模销量	11
2、贝因美正积极在产品、渠道、市场和管理等多方面进行变革，未来发展值得期待	12
2.1、产品方面，打造大单品，引领细分市场，布局超高端	13
2.2、渠道方面，推行大经销商制，做强大客户，做好母婴渠道	14
2.3、市场方面，做深三四线市场，做好核心市场，布局新生儿数量多的新市场	14
2.4、管理方面，加强经营整改，降费增效，提升经销商和员工的激励	15
3、盈利预测与评级	15
4、风险提示	15

图表目录

图 1: 我国新生儿人口出现下降	6
图 2: 2017 年 0-3 岁婴儿各线城市占比情况	7
图 3: 2017 年各线城市常住人口数量占比情况	7
图 4: 不同年龄段消费者可接受的 900 克一罐奶粉的价格区间	7
图 5: 各档次婴幼儿配方奶粉销售增速变化情况	8
图 6: 各档次婴幼儿配方奶粉市占率变化情况	8
图 7: 中国婴幼儿配方奶粉的平均零售价变化情况 (2014 年至 2023 年 (估计))	9
图 8: 进口奶粉与国产奶粉价差比值在缩小	11
图 9: 进口奶粉数量增速在下滑 (2019 年为负数)	11
图 10: 国产奶粉市场份额 2017-2018 年变化情况	11
图 11: 国产奶粉销售额增速 2017-2018 年变化情况	11
图 12: 2018 年我国大陆各省份新生儿数量 (万人)	14

1、我国新生儿人口数量下降，但国产奶粉受冲击相对缓和

图 1：我国新生儿人口出现下降



资料来源：wind，国海证券研究所

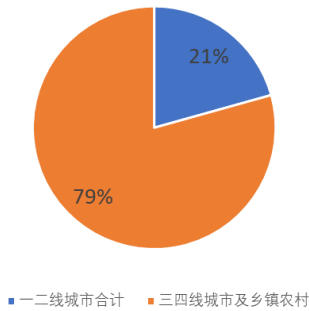
受居民生育意愿下降影响，我国新生儿人口已出现持续下降趋势。而在国家自2016年1月1日起放开二胎政策后，出现了短暂的小高峰，2016年和2017年新生儿人口数分别达到1786万人和1723万人，但在2018年新生儿人口又重新回落到1523万人。根据联合国经济和社会事务部数据，截至2019年12月7日11时10分，2019年我国新生儿人口1623万人。

新生儿作为婴幼儿奶粉的根本消费群体，其出生人口数量的下降会对整个婴幼儿奶粉行业的市场容量产生负面影响。但从市场具体情况而言，我们分析认为，我国新生儿人口数量的下降对国产婴幼儿奶粉的冲击相对较为缓和。

1.1、三四线城市人口生育率高于一二线城市，而三四线城市是目前国产奶粉的核心市场

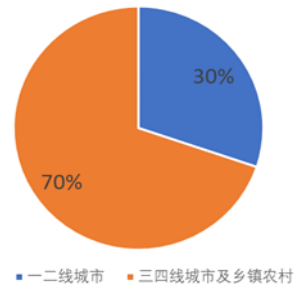
根据搜狐财经网的报道，2017年中国0-3岁婴幼儿中约有450万位于一线城市，540万位于二线城市，3800万位于除一二线外新市场（即三四线城市和乡镇农村市场）。由此计算，0-3岁婴幼儿中一二线城市占比只有20.67%。而根据国家统计局数据，2017年一线城市常住人口7291万人，新一线城市常住人口15999万人，二线城市常住人口18655万人。一二线城市常住人口合计为41956万人，占2017年中国总人口139008万人比约为30.18%。由此可见，三四线城市和乡镇农村地区人口的生育率要远高于一二线城市。

图 2：2017 年 0-3 岁婴儿各线城市占比情况



资料来源：搜狐财经网，国海证券研究所

图 3：2017 年各线城市常住人口数量占比情况



资料来源：wind，国海证券研究所

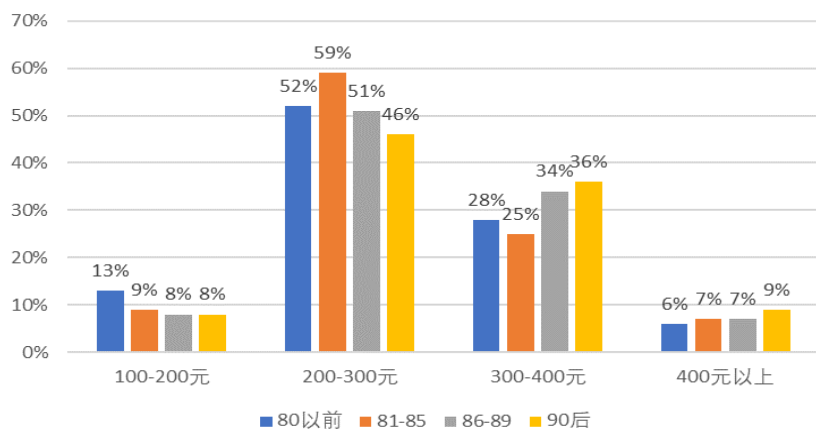
除新生儿人口数量外，三四线城市消费能力也在不断提升。近期，《第一财经周刊》的研究发现三四线与二线城市的家庭月收入差距已经越来越小，这意味着他们消费的能量会很快迸发出来，且三四线城市消费者多是本地人，不用受高房价的压抑，这也可以进一步释放他们的消费能力。而更重要的现象是三四线城市已经成为周边县城以及乡镇的消费者生活消费的新磁极。由此可见，三四线城市消费者对婴幼儿奶粉的消费结构也有望持续上行。

从目前婴幼儿奶粉的市场结构分布来看，国产奶粉的核心市场主要集中在三四线城市和乡镇农村地区，相比较于核心市场集中在一二线市场的进口奶粉，其受新生儿人口下降的影响相对要小。

1.2、婴幼儿奶粉的产品结构持续上升，单位价格上涨对冲了部分人口数量下降的影响

根据《2018 CBME 中国孕婴童消费市场调查报告》显示，不同年龄段消费者可接受不同品类孕婴童产品的价格敏感度存在差异。总体而言，年龄越轻的消费者，对婴幼儿用品的价格敏感度越低，其中 90 后消费者价格敏感度最低。

图 4：不同年龄段消费者可接受的 900 克一罐奶粉的价格区间



资料来源：《2018 CBME 中国孕婴童消费市场调查报告》，国海证券研究所

事实上，我国长期以来实行独生子女的政策，使得广大父母对于孩子非常舍得投入，居民对自家小孩的消费存在非理性，而且这一观念短期内很难改变。尤其随着消费升级和居民文化层次的提高，越年轻的消费者要求更高，而更愿意付出更高价格，以求购买到营养元素更多营养更为均衡的“放心”奶粉。同时厂家也基于谋求更高的利润，推出更高品质的婴幼儿奶粉。对于渠道商而言，在面临消费渠道分化、流量红利逐渐消失、获客成本升高等问题的情况下，基于对自身利润的保证和考量，也愿意推荐更高毛利的产品。由此，在需求和供给的双层推动下，我国婴幼儿奶粉市场高端化、高品质化趋势愈加明显，整体产品结构持续升级，单位价格持续上涨。

从市场情况来看，目前我国婴幼儿奶粉产品结构的调整主要有两个方向：一是从普通产品向高价值产品方向调整，比如有机婴幼儿配方奶粉、新鲜概念的婴幼儿配方奶粉、高营养元素添加的婴幼儿配方奶粉等；二是从牛奶粉向羊奶粉方向调整，由于羊奶所特有的分子结构，更易于消化、吸收，羊奶粉也正成为部分哺乳期妈妈的选择。

从市场数据来看，根据中国飞鹤有限公司招股说明书中的弗若斯特沙利文报告，我国高端婴幼儿奶粉增速远超普通奶粉，尤其是超高端，增速更快。中国飞鹤有限公司招股说明书中的弗若斯特沙利文报告写道，自2014年以来，婴幼儿配方奶粉产品的高端细分市场的零售价值由人民币353亿元，仅占整体市场的22%，增加至2018年的人民币929亿元，占整体市场的37.90%，复合年增长率为27.30%。并预计高端细分市场将继续增长，到2023年将达到人民币1998亿元，复合年增长率为16.60%，预计到2023年，高端细分市场将占中国整体婴幼儿配方奶粉市场约58.30%。超高端部分由2014年的人民币109亿元增长至2018年的人民币413亿元，复合年增长率为39.50%。预计2023年将达到人民币904亿元，复合年增长率为16.90%，预计到2023年市占率将增至26.40%。

图 5: 各档次婴幼儿配方奶粉销售增速变化情况

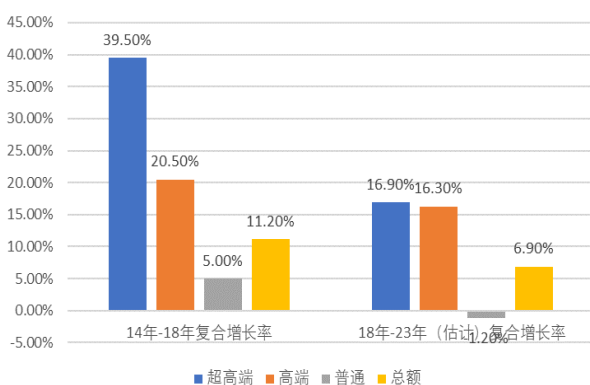
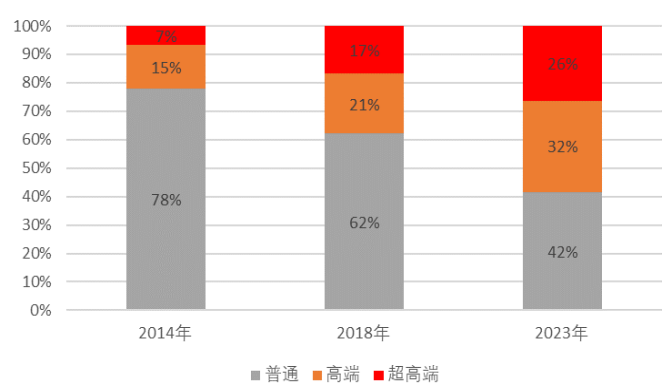


图 6: 各档次婴幼儿配方奶粉市占率变化情况



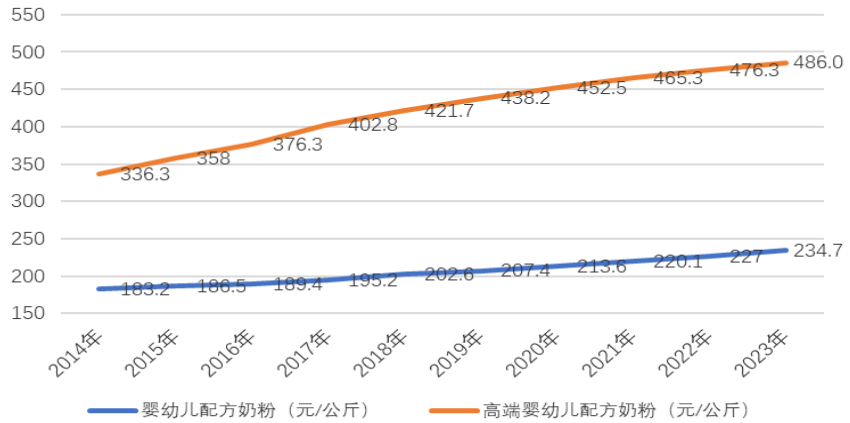
资料来源：弗若斯特沙利文报告（中国飞鹤有限公司招股说明书），国海证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文报告（中国飞鹤有限公司招股说明书），国海证券研究所

根据中国飞鹤有限公司招股说明书中的弗若斯特沙利文报告，中国婴幼儿奶粉产品（包括国内及海外品牌）的平均零售价由2014年的每公斤人民币183.20元稳定增加至2018年的每公斤人民币202.60元，年复合增长率2.6%。并预计到2023年，婴幼儿配方奶粉产品的平均零售价达到每公斤人民币234.70元，年复合增长率为3.0%，主要由于高端婴幼儿配方奶粉产品的渗透率日益增加。

2014年-2018年，高端婴幼儿配方奶粉的零售价由每公斤人民币336.30元稳定增加至421.70元，年复合增长率5.82%。并预计的2023年，高端婴幼儿配方奶粉的零售价达到每公斤人民币486元，年复合增长率2.87%。

图7：中国婴幼儿配方奶粉的平均零售价变化情况（2014年至2023年（估计））



资料来源：弗若斯特沙利文报告（中国飞鹤有限公司招股说明书），国海证券研究所

1.3、政府对国产奶粉的扶持和消费者对国产奶粉信心的增加，推动国产奶粉对进口奶粉的替代性增加

2008年的三聚氰胺事件至今已经过去11年了，随着时间的推移，国产奶粉负面影响在逐渐削弱。与此同时，基于三聚氰胺事件的发生，政府对牛奶、奶粉等乳制品的监管更为严格，同时基于国家产业战略安全等多方面考虑，政府对国产奶粉的扶持力度也在加大，以及国产品牌自身对品质的高度重视，使得国内消费者对国产奶粉的信心已经重拾，国产奶粉对进口奶粉的替代渐露端倪。

从政府层面看，政府通过严格监管重塑国产奶粉信心，并通过婴幼儿奶粉配方注册制等政策向国产奶粉倾斜，大力扶持国产奶粉的发展。从2016年初开始，政府对奶粉的抽样检验由每个季度公布一次改成“月月抽检、月月公开”，使奶粉的安全性得到了更有效的、更及时的监控。而自2018年1月1日起开始实行的奶粉配方注册制，根据中国经济网报道，截至2019年8月底，国家市场监督管理总局共批准161家工厂的1197个婴幼儿配方乳粉产品配方注册，其中国内112家工厂899个配方，占比75%；境外49家工厂298个配方，占比25%。其他政策方面，如2018年9月出台的2019年1月起实行的《中华人民共和国电子商务法》规定，要促进大的跨境平台规范化管理，对代购海淘进行制约。此外，在2019年6月3日，国家发改委等部门联合发布的《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》中，也明确了大力实施国产婴幼儿配方乳粉“品质提升、产业升级、品牌培育”三大行动计划，力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在60%以上。

从企业层面看，目前国产奶粉相比较于进口奶粉，在原料、配方、研发与质量控制、营销和人才等方面都越来越有优势。

在原料上，很大一部分国产奶粉产品采用生鲜乳制作。2018年6月11日，国务院办公厅印发《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，意见中鼓励企业使用生鲜乳生产婴幼儿配方乳粉。用生鲜乳制作奶粉的好处，一方面保证了产品的新鲜度，更好的保留营养成分；另一方面，用生鲜乳做原料，可以采用湿混法工艺，一次性用液态牛乳与添加的其他营养元素进行混合、搅拌，减少可能受污染的中间过程，湿混法也更容易使得产品均质化。而相较于进口奶粉普遍采用基粉的干混法工艺，将基粉二次打开再进行混合、搅拌，中间过程容易产生污染，同时干混法相对于湿混法产品均质化要差。而即使有部分原装原灌的进口奶粉，直接采用鲜奶作原料生产，但到国内消费者手中，需要运输和通关，时间长，影响新鲜度。尤其是在漫长的运输过程中，容易受高温或潮湿影响，而影响品质。

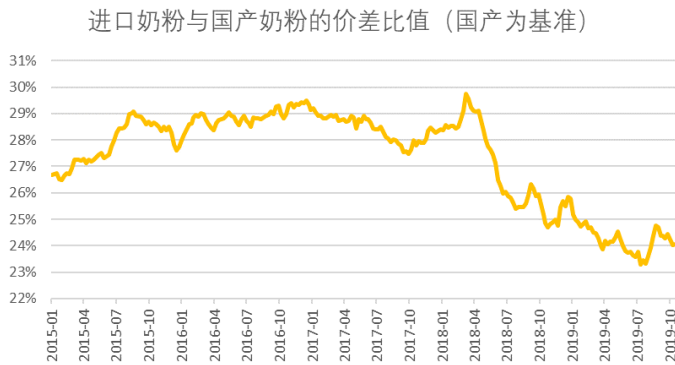
在配方上，国产奶粉更适合中国宝宝体质。不同国家和地区的配方奶粉在制作时会考虑当地的饮食习惯和气候环境等因素，所以，某国或某地的奶粉更加适合当地的宝宝。中国人与外国人饮食和体质的差异，也导致各自研制配方上存在巨大差异。中国人体格娇小，以米饭素食为主，外国人尤其是欧洲人体格壮大，以肉品和汉堡等高热量食物为主。由此，添加的营养元素，各自的配方上也存在较大的差异。

在研发和质量控制方面，国产奶粉也走在前面。由于之前发生的三聚氰胺事件，使得国产奶粉面临巨大的生存危机。要求得生存和发展，国产奶粉就更重视品质，更愿意投资巨大的先进设备。在抓好质量控制的同时，更加推陈出新，做出高品质产品，以此提高竞争力。2019年11月13日在农业农村部举行的新闻发布会上，农业农村部奶及奶制品质量监督检验测试中心主任王加启表示，2009年到2018年，我国生鲜乳抽检合格率连续多年保持在99.7%以上，三聚氰胺等违禁添加物抽检合格率保持在100%。2018年全国生鲜乳抽检合格率达到99.9%，比全国食品总体抽检合格率高2.3个百分点。我国生鲜乳质量安全目前处于历史最好水平。王加启还表示，我国生鲜乳营养品质也在稳步提升。乳脂肪和乳蛋白是衡量牛奶营养品质的两个重要指标。2018年全国生鲜乳抽检结果表明，乳脂肪的平均值达到3.84，比2012年提高了0.25个百分点，高出国家标准0.74个百分点。乳蛋白抽检的平均值为3.25，比2012年提高0.08个百分点，高出国家标准0.45个百分点。我国生鲜乳中乳脂肪和乳蛋白的平均值已经达到了美国、加拿大等国家的水平。

国产奶粉营销上也更接地气。外资品牌对利润诉求更强，重品牌建设，轻渠道建设和门店体验，给经销商和终端门店的毛利率远低于国产品牌，尤其是很难执行内资的人海战术，也难以构建内资的保姆式的渠道服务体系。相反，国产品牌在低利润率容忍度，渠道下沉能力等方面都具备天然优势。售后服务方面，国产奶粉由于研发基地和工厂基地，都更贴近市场，更懂中国的消费者，对经销商、终端门店和消费者的反应更快，客户体验更好，也更受客户喜欢。

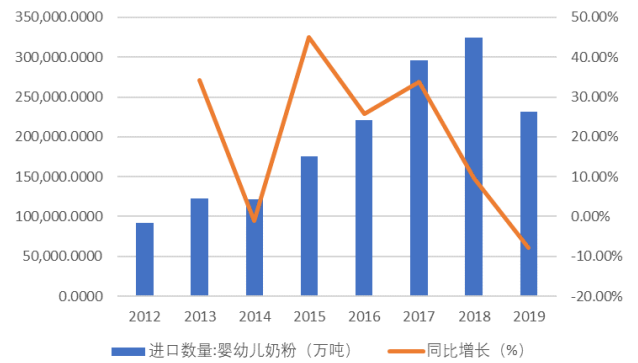
人才上，国产奶粉激励日益提升。近几年，国产奶粉和进口奶粉的人才之战也越来越激烈。过去外资奶粉企业员工薪水普遍较高，但近几年内资企业员工提薪速度较快，尤其是对核心人才的股权激励越来越多，导致大量外资奶粉的人才跳槽到国产奶粉企业。行业内比较有震撼力的跳槽事件，一个是原美素佳儿的首席销售官包秀飞跳槽到贝因美担任总经理职务，一个是原惠氏的总裁张国华跳槽到中国飞鹤有限公司负责婴幼儿奶粉国际业务和美国维他命营养品国际业务。

图 8: 进口奶粉与国产奶粉价差比值在缩小



资料来源: wind, 国海证券研究所

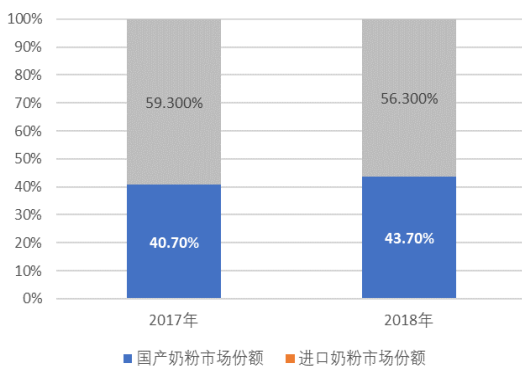
图 9: 进口奶粉数量增速在下滑 (2019 年为负数)



资料来源: wind, 国海证券研究所

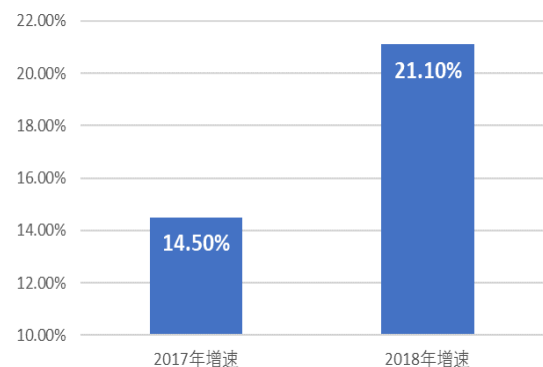
根据尼尔森的《2018 年中国婴幼儿配方奶粉市场环境洞察》报告显示, 2018 年国产奶粉市场份额从 2017 年的 40.7% 上升至 43.7%, 销售额增速从 2017 年的 14.5% 上升至 21.1%。国产奶粉在母婴渠道的增速为 25.4%, 外资奶粉的增速为 10.1%。此外, 2018 年国产六大奶粉品牌——贝因美、飞鹤、伊利、君乐宝、圣元、完达山在电商渠道的增速为 48.9%, 远超外资奶粉。在线下市场, 2018 年国产奶粉在线下市场的销售额占比为 51.6%, 增速达到 20.2%, 也高于外资奶粉 6.6% 的增速。由此可见, 国产奶粉对进口奶粉的替代已有转折, 并渐成趋势。按照《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》中要求, 力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在 60% 以上, 如按此标准, 则国产奶粉市占率仍有 20% 左右的提升空间。

图 10: 国产奶粉市场份额 2017-2018 年变化情况



资料来源: 《2018 年中国婴幼儿配方奶粉市场环境洞察》, 国海证券研究所

图 11: 国产奶粉销售额增速 2017-2018 年变化情况



资料来源: 《2018 年中国婴幼儿配方奶粉市场环境洞察》, 国海证券研究所

1.4、延长消费周期向后端延伸儿童奶粉段的开发和发 展, 从而提高整个配方奶粉行业的规模销量

儿童配方奶粉相对于普通牛奶, 营养元素更多, 营养更均衡 (儿童奶粉普遍添加了 DHA、ARA、维生素 D, 有利于促进宝宝智力发育和生长发育), 同时由于鲜

奶中含酪蛋白宝宝不易吸收，所以 6 周岁之前的宝宝更适合喝奶粉。在平均父母生育小孩减少的同时，父母对小孩的健康成长更加重视，更加关注小孩的营养。过去，很多婴幼儿喝奶粉到 3 岁左右就结束了，但现在越来越多的小孩开始喝 4 段奶粉一直到 6-7 岁。儿童奶粉的开发和发展，有效延长了消费者饮用奶粉的时间，为婴幼儿奶粉行业带来新的增量，也有效缓解了新生儿数量下降的负面影响。

从数据上来看，根据乳业财经报道，2018 年一二段奶粉占比约为 31.8%，三段奶粉占比为 57.4%，而主要针对三岁以上儿童的四段奶粉占比只有 10% 左右。可见，目前儿童奶粉占比还不高，未来随着企业对消费者儿童奶粉的教育和市场培育以及多方面的营销推广，预计儿童奶粉还有很大的成长空间。

综上四点，我们认为目前国产奶粉已经具备“天时”、“地利”、“人和”条件，国产奶粉仍具较大的发展空间。所谓“天时”，指的是母婴行业已经进入黄金十年，新政利好、国产奶粉全面振兴，婴童企业迎来史上最好的发展机遇；所谓“地利”，指的是极具潜力的三四线市场，这块市场一直是国产品牌的天下，渠道下沉后空间巨大；所谓“人和”指的是，外资奶粉大量优秀的人才跳槽到内资奶粉企业，给内资奶粉企业的发展增添了生力军。

2、贝因美正积极在产品、渠道、市场和管理等多方面进行变革，未来发展值得期待

贝因美有着良好的历史记录和优秀的市场口碑。在 2008 年“三聚氰胺”事件中，众多乳制品企业纷纷被查处，唯独贝因美等 2 家企业产品完美达标，这不是偶然事件，而是公司长期重视研发和质量控制的积淀性成果。在婴幼儿奶粉配方注册制中，公司凭借 6 家工厂获得了 51 个配方注册名额，并且包揽了国家婴幼儿配方奶粉产品配方注册的 0001 号到 0009 号，尤其是其中包含的 3 个特殊医学配方（无乳糖配方、早产儿/低出生体重营养配方、昔倍护婴儿营养补充剂），走在科研的前沿。这都充分说明了公司在研发上的实力，而市场竞争中最为核心的仍然是产品力。

公司历史的业绩滑坡既有主观方面原因也有客观方面原因，更有意外方面的原因。主观上，公司产能扩张过快，资产过剩。客观上，当时的消费环境发生了变化，“三聚氰胺”事件使得国内消费者对国产品牌信任的缺失，同时海淘跨境购行为的盛行，都对国产奶粉带来了较大的冲击。意外的原因，是 2016 年 4 月份，贝因美曾与雅培共同卷入了 1.7 万罐假奶粉事件，该事件导致贝因美被动的被消费者短期内对贝因美品牌产生信任危机。

面对困境，2018 年 5 月 18 日，创始人谢宏董事长重新出山。谢董重新执掌贝因美后，表示“贝因美需要彻底的变革！”，在公司内部全面实施“六重奏”策略：重建渠道、重构体系、重造团队、重塑品牌、重溯文化、重树商誉。

2018 年 7 月，公司又聘请了包秀飞担任总经理。根据公开资料，包秀飞曾在杭州娃哈哈、上海百事、惠氏（中国）公司先后任职，加入贝因美公司之前，就职于荷兰皇家菲仕兰中国业务集团任美素佳儿首席销售官及消费型乳制品总经理。

包秀飞从 2001 年到 2014 年期间一直在惠氏营养品出任销售总监，加上在荷兰皇家菲仕兰将近四年的工作经验，包秀飞在奶粉行业拥有超过 17 年的从业经验。2018 年 4 月，菲仕兰曾报道，根据尼尔森数据显示，美素佳儿作为单一品牌的销量在过去 12 个月中排名第一。2014 年—2016 年，美素佳儿在中国市场的销售保持双位数增长，2017 年市占率一度有传已挤进外资单一品牌前四名。

包秀飞担任总经理后，火速对历史问题进行了处理和解决，通过出售、出租等方式削减产能，通过内部控制管理提升，集中抓好产效、品效、客效、费效、人效等。明确了公司新的经营原则：不犯错，少折腾，每时每刻做最好的自己，才能把握出现的机会；要做好基础，改变作风，提高效率。同时基于未来的发展，公司在产品、渠道、市场和管理等方面进行了积极的变革。

2.1、产品方面，打造大单品，引领细分市场，布局超高端

优化现有品类，打造大单品。公司之前有 17 个系列产品，但这 10 几个产品中，品质同质化现象严重。包总任职后，提出打造大单品，对一些不是很适合的产品进行剥离。尤其是强调“粉爱”成长，重点做好“爱+”和“经典优选”两个子品牌，预计今年“爱+”实现约 10 个亿的销售额，占总营业收入比约 30%多，同比约 40%的增长，经典优选实现约 3 个亿的销售额，占总营业收入比约 10%，同比约 50%的增长。公司通过大单品战略，占领传统市场，在存量市场上博取份额。

做好细分品类市场，创造新需求。基于新生儿数量的下降，预计未来奶粉市场容量会变小，但基于消费者个性化需求的增加，细分市场会变大。由此演绎，婴幼儿奶粉未来常规品类会变小，但功能品类会变大。公司基于上述考虑，提出了功能带动品类，品类带动品牌的企业发展路径。公司推出了许多功能性儿童配方奶粉，如红爱补铁，粉爱提高免疫力，绿爱保护肠道健康，从功能性满足消费者的不同痛点需求，抢占细分市场。尤其是公司一些特殊医学配方奶粉，更有望成为贝因美最好的细分赛道。目前贝因美已获批 3 个特殊医学配方（无乳糖配方、早产儿/低出生体重营养配方、昔倍护婴儿营养补充剂），而业内获批“特殊医学配方”的厂家还比较少，即使其他厂家跟进，也需要花较长的时间。根据中国婴童网报道，乳业高级分析师宋亮预测，中国特殊配方奶粉市场规模未来还有很大的增长潜力，预计到 2020 年，特殊配方奶粉的市场规模有可能增长到 100 亿元。

布局超高端有机奶粉和羊奶粉。奶粉总体市场容量缩小，但从结构上来看，高端，尤其是超高端增长很快。而对贝因美来说，超高端的有机奶粉和羊奶粉是空缺的，这也是未来可以重点布局的方向。2019 年 3 月份，贝因美和 Bubs 进行合作，双方共同成立合资公司从事 Bubs 品牌产品在中国大陆地区的推广与销售。Bubs 是澳洲高端婴幼儿食品品牌，主打高端羊奶粉、全天然无添加有机米粉及有机果泥辅食产品。我们相信，随着公司超高端产品的布局，对贝因美营收尤其是盈利方面有望带来较大的贡献。

2.2、渠道方面，推行大经销商制，做强大客户，做好母婴渠道

渠道方面的变革，一是改变经销商性质。改变原来的经销商代理制，推行大经销商制，要充分提高经销商的主动性和积极性，借助大经销商的力量发展自己。同时用互联网、新零售的方式把小经销商做成一个服务平台，为客户提供物流、现金流、商流等方面的服务；二是做强大客户。通过和孩子王、爱婴岛、天猫、京东等实现战略合作，以此快速的提升公司的销量水平和品牌影响力；三是调整渠道结构，重点发展母婴渠道。奶粉市场主要有三大渠道，母婴店、商超和电商。目前最大的是母婴店渠道，大概占比 50%左右，因为母婴店有着更为专业的水平和更好的体验，产品和服务一条龙，更受消费者青睐，目前发展很快，预计未来还有较大的上升趋势。其次是电商，市场占比大概 30%左右。再次，剩下的是商超和一般百货店。商超各种产品都卖，缺乏专业性和体验服务，而且进场费条码费高昂，目前有往下走的趋势。而贝因美目前渠道结构却和行业结构相反，商超比例最大，费效低，严重影响公司业务发展。我们预计，随着公司对渠道结构的陆续调整，渠道优化效应对公司营收和利润的帮助也有望逐渐体现出来。

2.3、市场方面，做深三四线市场，做好核心市场，布局新生儿数量多的新市场

图 12：2018 年我国大陆各省份新生儿数量（万人）



资料来源：wind，国海证券研究所

市场方面的变革，一是做深三四线市场。利用贝因美之前仍在的三四线品牌影响力，快速做下沉。此外，通过与村淘等做乡镇农村市场的电商合作，进一步做深做透三四线城市和乡镇农村市场。二是做好核心市场。对原先的核心市场，如安徽、山东、河南、河北、浙江市场继续巩固，市场做的更为扎实，用尽快的时间实现恢复性增长，营收规模尽快达到高峰时数值。三是逐渐布局新生儿数量多的新市场。如后继重点拓展江苏、湖南、湖北、四川等市场，这些市场先培育再逐渐渗透，为后继公司实现可持续性增长奠定基础。

2.4、管理方面，加强经营整改，降费增效，提升经销商和员工的激励

管理方面，一方面要对公司进行经营整改，降费增效，提升效能，另一方面要加大对经销商、管理层和员工的激励。公司通过经销商持股，以及公司核心管理层和核心员工也通过员工持股等方式，将自身利益与公司业绩捆绑，以此实现更好的激励，带来更大的业绩动力。

总体而言，公司整个战略层面的思路是“做大超高端、做强大客户、做深三四线”。目前，经过包秀飞总经理一年多的履职，公司各项业务已经步入正轨，业绩已经出现反转(2019年三季度收入和净利润增长都转正)，未来发展可以期待。

3、盈利预测与评级

2019年三季度，单季度公司收入已经同比增长24.89%，扣非净利润同比增长255.25%，相比二季度业绩亏损已经转正。公司业绩反转已见端倪，预计未来有向好的发展趋势。但由于历史出现过几年较大的业绩滑坡，基于审慎性原则，我们预测2019/2020/2021年EPS分别为0.005/0.15/0.28元，对应PE分别为1216.83/36.36/20.16倍，同时鉴于看好公司内部积极变革下的长期发展，维持“增持”评级。

4、风险提示

- 1) 新生儿出生数量下降;
- 2) 婴幼儿母乳喂养增加;
- 3) 婴幼儿奶粉行业竞争加剧;
- 4) 公司资产处置不达预期;
- 5) 公司销售增长不达预期;
- 6) 食品安全。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2491	2735	3309	4070
增长率(%)	-6%	10%	21%	23%
归母净利润(百万元)	41	5	156	282
增长率(%)	-104%	-89%	3247%	80%
摊薄每股收益(元)	0.04	0.005	0.15	0.28
ROE(%)	2.23%	0.25%	7.60%	11.65%

资料来源: wind, 国海证券研究所

附表：贝因美盈利预测表

证券代码:	002570.SZ				股价:	5.55		投资评级:	增持		日期:	2019-12-10	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E				
盈利能力					每股指标								
ROE	2%	0%	8%	12%	EPS	0.04	0.005	0.15	0.28				
毛利率	53%	52%	57%	59%	BVPS	1.78	1.78	1.93	2.19				
期间费率	58%	59%	53%	49%	估值								
销售净利率	2%	0%	5%	7%	P/E	138.03	1216.83	36.36	20.16				
成长能力					P/B	3.12	3.12	2.88	2.54				
收入增长率	-6%	10%	21%	23%	P/S	2.28	2.08	1.71	1.39				
利润增长率	-104%	-89%	3247%	80%									
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E				
总资产周转率	0.49	0.53	0.65	0.73	营业收入	2491	2735	3309	4070				
应收账款周转率	3.30	3.28	3.29	3.28	营业成本	1183	1310	1411	1660				
存货周转率	2.38	2.38	2.38	2.38	营业税金及附加	49	54	66	81				
偿债能力					销售费用	995	1176	1294	1506				
资产负债率	63%	64%	60%	57%	管理费用	311	315	313	330				
流动比	0.96	0.95	1.01	1.20	财务费用	86	69	72	71				
速动比	0.77	0.74	0.75	0.92	其他费用/(-收入)	11	71	71	71				
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	76	(118)	225	494				
现金及现金等价物	1103	996	637	865	营业外净收支	(3)	127	74	45				
应收款项	754	835	1006	1240	利润总额	72	9	299	539				
存货净额	496	572	620	731	所得税费用	22	3	90	163				
其他流动资产	160	175	212	261	净利润	51	6	209	376				
流动资产合计	2513	2578	2475	3097	少数股东损益	9	2	52	95				
固定资产	1263	1137	1373	1236	归属于母公司净利润	41	5	156	282				
在建工程	312	487	312	312	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E				
无形资产及其他	188	183	179	174	经营活动现金流	291	4	(124)	337				
长期股权投资	605	605	605	605	净利润	51	6	209	376				
资产总计	5045	5154	5107	5587	少数股东权益	9	2	52	95				
短期借款	1148	1213	1213	1213	折旧摊销	167	131	118	142				
应付款项	589	619	364	477	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	22	30	37	42	营运资金变动	64	(210)	(8)	(512)				
其他流动负债	847	847	847	847	投资活动现金流	80	(49)	(61)	137				
流动负债合计	2606	2709	2461	2579	资本支出	81	(49)	(61)	137				
长期借款及应付债券	512	512	512	512	长期投资	(27)	0	0	0				
其他长期负债	80	80	80	80	其他	27	0	0	0				
长期负债合计	592	592	592	592	筹资活动现金流	(479)	65	(8)	(14)				
负债合计	3198	3301	3053	3171	债务融资	202	65	0	0				
股本	1023	1023	1023	1023	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	1847	1853	2054	2416	其它	(682)	(0)	(8)	(14)				
负债和股东权益总计	5045	5154	5107	5587	现金净增加额	(108)	20	(193)	460				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，10年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。