



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

大国品牌，再次出发

—贝 因 美(002570)公司首次覆盖报告

2021 年 06 月 18 日

马铮 首席研究员
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

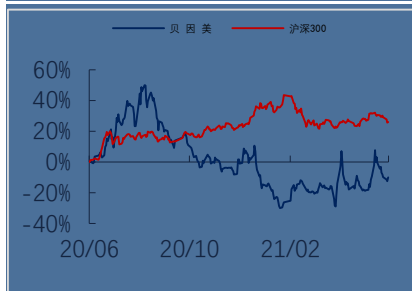
公司研究

公司覆盖报告

贝因美(002570)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	5.52
52周内股价波动区间(元)	9.19-4.30
最近一月涨跌幅(%)	-94.48
总股本(亿股)	10.23
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	56.44

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

大国品牌，再次出发

2021年06月18日

本期内容提要：

◆**投资建议：**市场对于贝因美调整后营收能否重回增长存在疑虑，我们认为，贝因美品牌和产品具备高势能，过去陷入调整主要是管理上的内耗，导致渠道终端混乱，而随着创始人重回管理层，并对内部管理组织进行变革，新零售策略下有望重新理顺渠道提振收入，降费增效的改革策略下，利润端也有望逐步恢复。行业端呈现高端化和渠道下沉的趋势，国产品牌有望在渠道下沉中借助母婴渠道的优势提升市占率，奶粉行业竞争格局存在迭代，贝因美在行业端仍存在重回第一梯队的机会。预计21-23年EPS分别为0.11、0.20、0.30元/股，对应2021年PE为51X，给予“买入”评级。

◆**行业呈现高端化、渠道下沉的发展趋势，竞争格局存在自然迭代，国产大品牌仍有突围机会。**婴幼儿奶粉大行业目前已步入发展后期，量端新生儿预计大概率保持下降趋势，价端产品高端化升级仍具有一定的推动力。渠道端，母婴店逐步成为重要的销售渠道，其在三四线城市占比高，国产品牌在母婴渠道具备客情服务等方面的优势。短期疫情影响下国外品牌市占率有所下滑，长期国产品牌有望凭借在低线城市的渠道优势提升市占率。竞争格局端，由于婴配奶粉的目标消费者存在平均三年左右的自然更迭的情况，导致行业竞争格局并不长期稳固，对比行业2010年和2020年的竞争格局，大品牌所属梯队变化较大，因而在行业端国产大品牌仍有突围机会。

◆**贝因美产品品牌具备一定竞争优势，渠道理顺后未来仍可期。**公司产品矩阵基本覆盖主流价格带，产品研发实力强劲，目前获注册配方数位于行业前列，产品美誉度高。品牌定位“育儿专家”，与消费者建立情感联结，品牌认知度高，公司品牌未涉及到行业重大的食品安全事件中，29年的沉淀打造品牌高势能，侧面印证公司强劲的产品力。渠道端采用新零售策略，消费者触达效果好，有望提升渠道效率，理顺渠道。

◆**创始人重新操盘，管理改善降费增效，业绩有望回升。**究其本质，公司历经调整主要为管理问题，传导到渠道最终影响终端销售，而随着奶粉行业步入发展后期，消费者购买关注核心仍是产品力及品牌力，公司在产品和品牌端具备优势，看好其渠道理顺后营收端逐步收复失地。创始人回归管理层后，对内部组织管理进行改革，利润端亦有望逐步恢复。

◆**股价催化剂：**新品销售超预期；渠道开拓超预期。

◆**风险因素：**渠道理顺未达预期；行业价格战风险；食品安全问题。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,785	2,665	3,282	4,053	5,015
增长率 YoY %	11.8%	-4.3%	23.1%	23.5%	23.7%
归属母公司净利润(百万元)	-103	-324	112	205	305
增长率 YoY%	-350.7%	-214.6%	—	84.0%	48.7%
毛利率%	50.1%	45.8%	50.0%	52.4%	53.7%
净资产收益率ROE%	-6.1%	-22.3%	7.2%	12.0%	15.7%
EPS(摊薄)(元)	-0.10	-0.32	0.11	0.20	0.30
市盈率 P/E(倍)	—	—	50.60	27.50	18.49
市净率 P/B(倍)	3.25	4.38	3.65	3.30	2.90

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年06月17日收盘价

目 录

信息披露	5
1. 创始人重新操盘，有望重振旗鼓	6
1.1. 历经调整，后续发展可期	6
1.2. 股权结构调整，国资入驻共谋长远	8
2. 竞争格局存在自然迭代，国产品牌仍有突围机会	10
2.1. 高端市场增速快，母婴渠道销售占比提升快	10
2.2. 国产品牌市占率有望提升，竞争格局存在自然迭代	12
2.3. 幼儿辅食市场保持较快增长	13
3. 产品品牌美誉度高，渠道理顺可期	14
3.1. 产品清晰卡位，研发实力强劲	14
3.2. 高品牌势能，品牌与消费者间服务粘性强	17
3.3. 新零售模式下，渠道有望重新理顺	18
3.4. 创始人重新操盘，变革内部组织	19
4. 公司具备重回霸主地位的机会	21
4.1. 行业端：国产奶粉具备腾飞机会，竞争格局存在自然迭代	21
4.2. 公司端：全面调整，有望突围	21
5. 估值与投资评级	22
6. 风险因素	24

表 目 录

表 1: 创始人谢宏先生深耕婴幼儿行业 30 余年	8
表 2: 聚焦奶粉大品类，围绕婴幼儿生养布局产品生态圈	14
表 3: 公司目前拥有 6 大工厂，产能富余	16
表 4: 可比公司估值表	22

图 目 录

图 1: 2008-2011 年公司营收实现大幅增长	6
图 2: 2008-2011 年期间公司的婴配奶粉市占率乘势提升	6
图 3: 2013 年降价后毛利率净利率下降明显	7
图 4: 2013 渠道价盘混乱后，奶粉类销量下滑明显	7
图 5: 2012-2017 期间，公司营收和利润均出现大幅度的下滑	7
图 6: 2015 年公司应收款项大幅增加	7
图 7: 贝因美营收高点超过 60 亿元	8
图 8: 恒天然出局，引入国资长城和信达华建	8
图 9: 婴配奶粉行业市场增速逐步趋缓	10
图 10: 婴配奶粉消费量上预计趋于平稳	10
图 11: 婴配奶粉价格呈现上升趋势	10
图 12: 超高端婴幼儿奶粉市场规模增速快	10
图 13: 新生儿人数持续四年下降	11
图 14: 母婴店销售占比提升较多	12
图 15: 婴配奶粉下线城市增速快	12
图 16: 国产奶粉的市占率	12
图 17: 婴幼儿奶粉进口数量同比呈现下降趋势	12
图 18: 贝因美在 2010 年为婴幼儿奶粉市占率第一品牌	13
图 19: 2020 年行业竞争格局相较十年前变化大	13
图 20: 幼儿辅食市场近年实现快速增长	13
图 21: 我国幼儿辅食渗透率对比欧美发达国家提升空间大	13
图 22: 公司业务聚焦婴幼儿奶粉	15
图 23: 2020 年公司奶粉业务有所下滑	15
图 24: 公司 2012-2017 年研发费用投放较高	16
图 25: 公司今年研发人员有所减少	16
图 26: 贝因美目前获批的配方注册数量位于行业前列	16
图 27: 公司整体产能较为富余	16
图 28: 贝因美连续 7 年冠名《妈妈咪呀》	17
图 29: 贝因美组织“妈妈英雄汇”营销活动	17
图 30: 广告宣传投放持续积累品牌势能	18
图 31: 《大国品牌》推广活动拔高贝因美品牌调性	18
图 32: 经销商是公司销售的主要渠道	18
图 33: 2020 年公司电子商务渠道下降较多	18

图 34: 直供客户渠道毛利率较高	19
图 35: 2020 年末公司经销商数量为 942 家	19
图 36: 2020 年公司对经销商调整较大	19
图 37: 销售费用下的客户合同、促销相关费用有所增加	19
图 38: 内部调整下, 2021 年 Q1 公司业绩同比有所提升	20
图 39: 2018 年调整后降费效果明显	20
图 40: 2020 年销售人员有所提升	20
图 41: 销售人员业务费用有略微降低	20

信息披露

根据公司公告,信达证券股份有限公司控股股东信达资产管理股份有限公司实际控制的信达华建目前持有贝因美公司 5500 万股,占公司股份总数 5.38%,为贝因美公司第二大股东,敬请投资者注意。

1. 创始人重新操盘，有望重振旗鼓

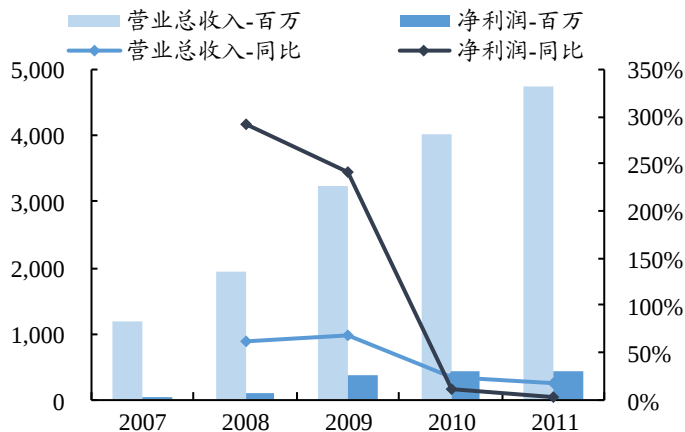
贝因美始创于 1992 年，主营业务为婴幼儿食品的研发、生产和销售，主要产品包括婴幼儿配方奶粉、营养米粉和其他婴幼儿辅食、营养品等，包括“爱+”系列婴幼儿奶粉、“冠军宝贝”营养米粉等。2011 年 4 月 12 日，公司在深交所上市，成为“奶粉第一股”，2013 年业绩顶峰达 61 余亿元，之后由于发展策略不当营收出现下滑，但随着创始人回归管理层，业绩呈现回暖趋势，公司历史底蕴强劲，后续发展值得期待。

1.1. 历经调整，后续发展可期

1992-2007 年：进入婴幼儿奶粉市场，公司快速发展。1992 年公司创始人谢宏创办贝因美，推出婴幼儿速食营养米粉，从辅食领域开始铺设全国经销网络，1998 年公司开始涉足婴幼儿奶粉领域，2001 年，公司打出“国际品质，华人配方”的口号，逐步成为家喻户晓的婴幼儿食品品牌，市场影响力不断提升。同时，公司还涉足儿童服饰、玩具等相关业务，2007 年收购了韩国婴儿服饰品牌“丽儿宝”，该品牌后通过贝因美进入了银泰、孩子王等零售终端。此时公司市占率还不高，销售收入只有 12 亿元。

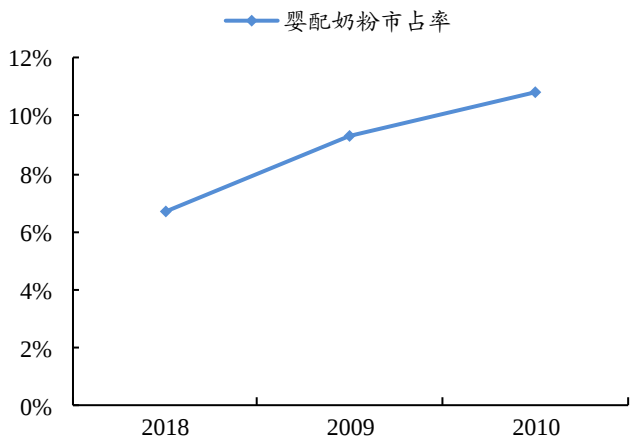
2008-2011 年：行业爆发三聚氰胺安全事件，公司抓住机遇成为国产龙头。2008 年，国内婴幼儿奶粉行业爆发“三聚氰胺”事件，导致多名婴幼儿患泌尿系统结石，造成极大的社会影响，严重打击了消费者对国产奶粉品牌的信心。在此事件中，贝因美是少数未被检测出三聚氰胺的奶粉品牌之一，产品的品质和品牌得到了消费者的认同。在该阶段，公司凭借产品和品牌短的优势，迅速抢占三鹿等涉事奶企释放出的空白市场，销量实现大幅增长，2011 年，公司营收突破 47 亿元。据贝因美招股说明书显示，2010 年 1-10 月公司婴配奶粉市占率达 10.8%，在国产品牌中排名第一，行业中排名第三。2011 年公司在深交所挂牌上市，成为“奶粉第一股”。

图 1：2008-2011 年公司营收实现大幅增长



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：2008-2011 年期间公司的婴配奶粉市占率乘势提升

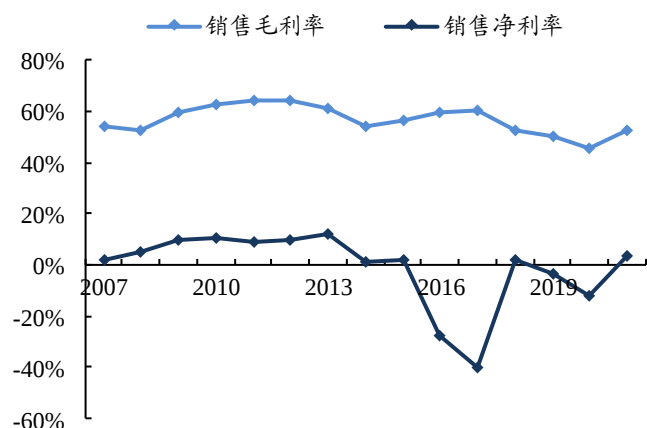


数据来源：贝因美招股说明书，信达证券研发中心

2012-2017 年：管理层频繁更换，公司进入调整期。2011 年，公司创始人谢宏在贝因美上市 3 个月后宣布因个人原因辞任董事长、总经理职务，后续朱德宇、黄小强、王振泰先生相继担任公司董事长。管理层的动荡使得公司战略决策难以保持持续连贯，团队凝聚力也相应受到影响。行业端，外资大举进发，行业竞争加剧，叠加海淘和跨境电商等渠道兴起，国产品牌受到冲击，公司销量增长也相应出现疲软。2013 年，国家发改委对奶粉行业进行价格反垄调查，导致奶粉降价潮，贝因美对终端进行促销降价，但是价格战决策失误，导致渠道价盘混乱，经销商的利润受到挤压。2013 年之后，公司营收出现下滑一路走低。2016 年，注册制推行导致中小奶企甩货严重，贝因美被波及假冒奶粉事件，渠道库存承压，营收进一步

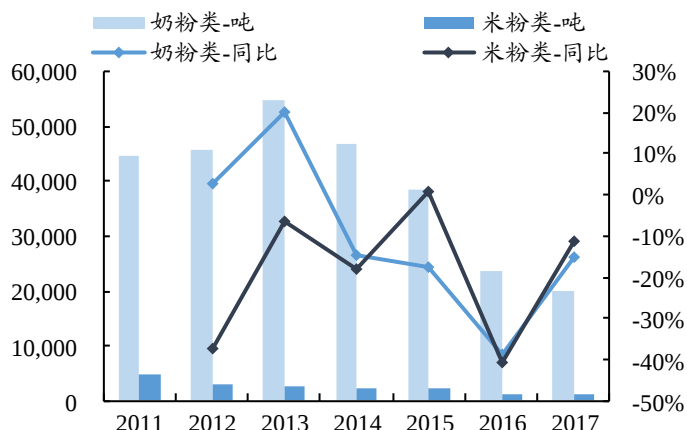
受到重创,投资的黑龙江奶粉及北海工厂米粉项目由于公司销量下降,也均未达到预计效益,大额的固定资产摊销进一步拖累公司业绩。

图 3: 2013 年降价后毛利率净利率下降明显



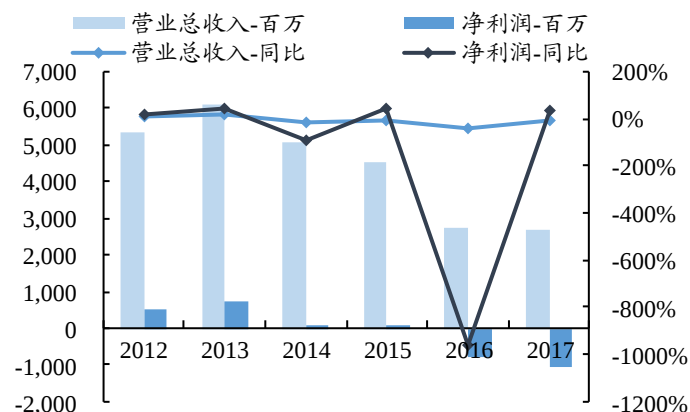
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 2013 渠道价盘混乱后, 奶粉类销量下滑明显



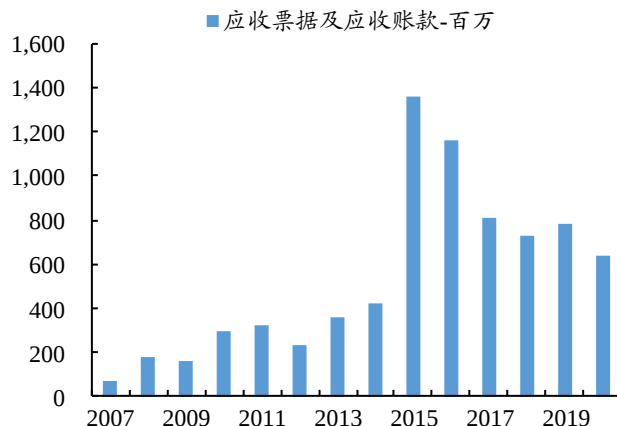
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 2012-2017 期间, 公司营收和利润均出现大幅度的下滑



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

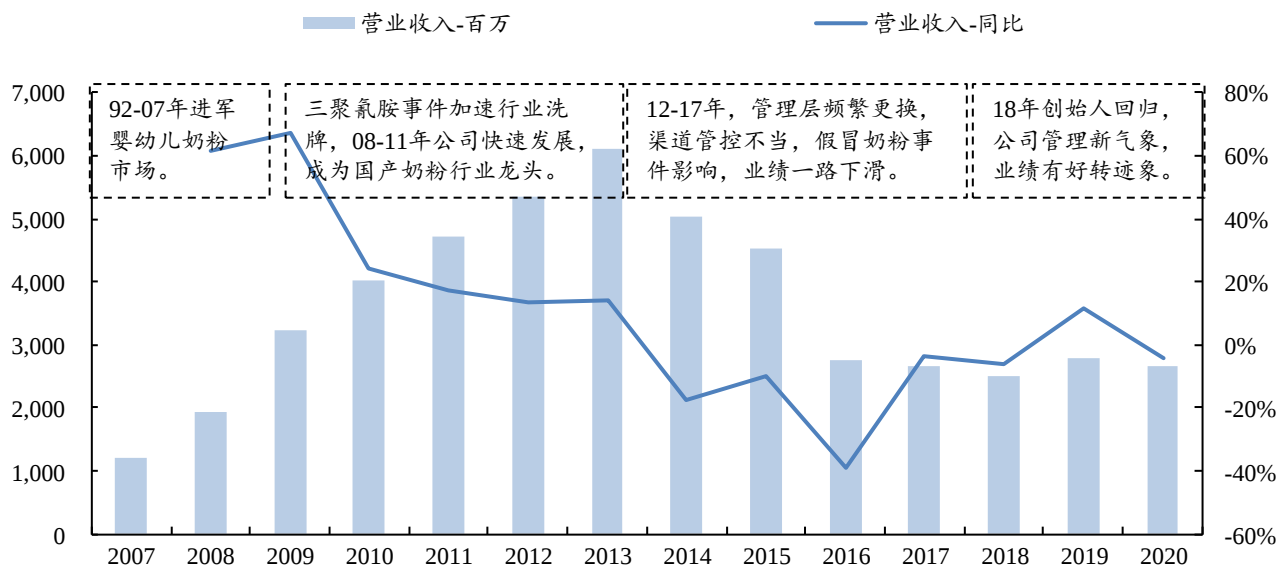
图 6: 2015 年公司应收款项大幅增加



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2018-至今: 创始人谢宏回归, 公司有望开始新发展。2018 年, 公司创始人谢宏回归贝因美, 开启重塑商誉、重振团队、重整管理体系、重新梳理公司的营销策略、产品矩阵、渠道结构等内部变革。目前公司营收端有逐步企稳的趋势, 而随着创始人重新回归管理层重新操盘, 公司后续有望开启新发展。

图 7：贝因美营收高点超过 60 亿元

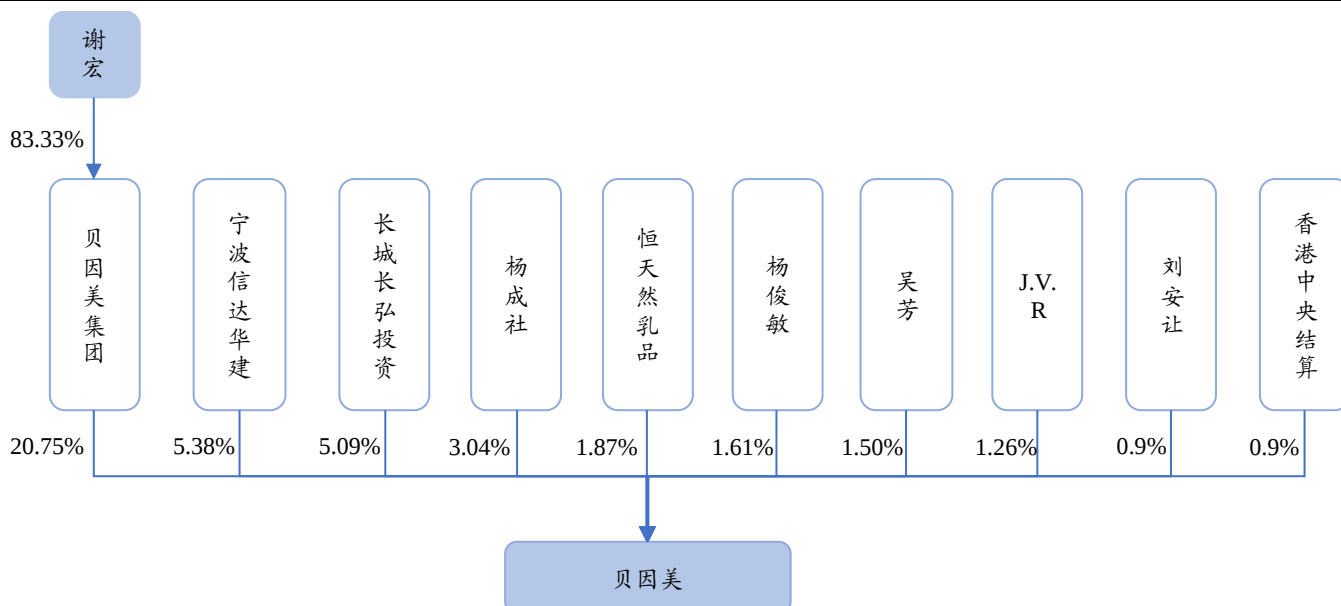


数据来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

1.2. 股权结构调整，国资入驻共谋长远

创始人谢宏为实际控制人，国资入驻成为第二大股东。公司实际控制人为谢宏，婴幼儿食品行业产品开发和运营经验丰富，于 2018 年重回公司管理层。原二大股东恒天然 2015 年与贝因美达成合作，但由于在产品布局及渠道管理等各方面整合不及预期，2019 年开始多次减持贝因美，截至 2021 年 Q1 恒天然持股已不足 2%。同时，国资信达华建入驻贝因美，持有 5.38% 股份，成为第二大股东，共谋长期战略发展。

图 8：恒天然出局，引入国资长城和信达华建



数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：更新至 2021 年 Q1

表 1：创始人谢宏先生深耕婴幼儿行业 30 余年

1980	15 岁的谢宏进入现浙江工商大学的前身杭州商学院就读，学习食品卫生专业
1984	毕业留校任教，先后从事食品科学研究、教育行政管理及学生教育
1987	进入浙江大学攻读哲学第二学位，其间对婴幼儿生养教产生浓厚兴趣，经深入研究婴幼儿的认知、语言与意识发生，形成了

“贝因美成功生养教理论”的雏形

- | | |
|------|--|
| 1988 | 在国内婴童行业发展还处于萌芽阶段时开始自主研发并从婴幼儿食品入手，于 1991 年研制成功第一个符合中国婴幼儿生理特质的婴幼儿配方食品——贝因美婴幼儿速食营养米粉。 |
| 1989 | 浙江大学毕业时，创建一家以产品与知识服务并重的婴幼儿专业服务企业的构想在他的头脑中形成 |
| 1992 | 谢宏辞去大学职位，创办贝因美 |
-

数据来源：贝因美官网，信达证券研发中心

2. 竞争格局存在自然迭代，国产品牌仍有突围机会

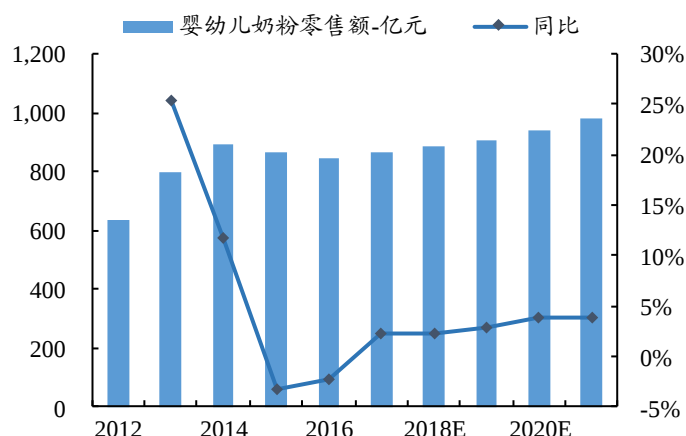
据弗若斯特沙利文数据显示，预计我国婴幼儿配方奶粉2021年的市场零售额约为978亿元，预计近五年CAGR约为3%，预计2021年市场销售量为519.3千吨，近五年CAGR约为2.2%。回顾我国婴幼儿奶粉行业的发展历程，可以划分为三个主要阶段。

1990-2007年，量价齐升快速发展：在人口红利的推动下，国内婴幼儿奶粉迎来快速扩张，外资品牌进入市场较早，但当时主要集中在一线城市，国产品牌依靠低价和渠道下沉，实现了快速的发展，以三鹿为代表的国产品牌市占率超过一半以上。

2008-2015年，三聚氰胺事件影响下叠加电商发展，进口奶粉攻城略地：2008年，三聚氰胺事件引发行业黑天鹅，伊利、蒙牛、圣元、雅士利等多个知名品牌奶粉均被检测出三聚氰胺，国内消费者对于国产品牌的信任度急剧下降，在电商及海淘代购渠道的发展下，进口奶粉迅速填补国产奶粉空出的市场份额，市占率实现大幅提升。

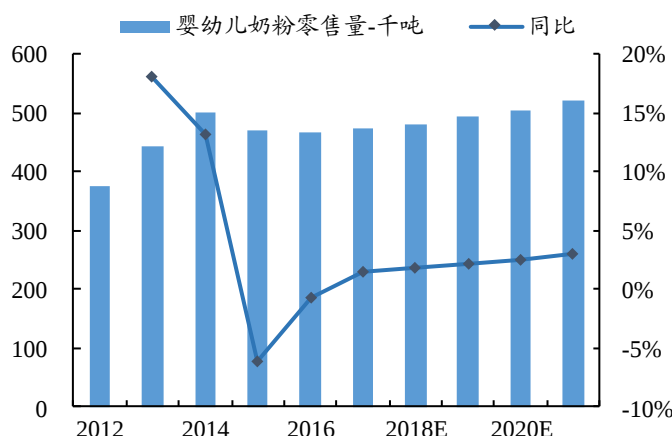
2016-至今，推行注册制及新国标，中小企业有望逐步出清，三聚氰胺事件淡化，新国潮下国产奶粉有望逐步复苏：国家于2016年正式颁布《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》，注册制下产品研发实力弱的中小厂家逐步出局，行业集中度向行业头部企业提升。同时随着国外类似法国“毒奶粉”及西班牙奶粉造假等负面事件的发生，以及三聚氰胺事件的逐步淡忘、新国潮的兴起，消费者对于国产奶粉的信心逐步提升，国产奶粉有望迎来复苏。

图 9：婴配奶粉行业市场增速逐步趋缓



数据来源：弗若斯特沙利文，飞鹤招股说明书，信达证券研发中心

图 10：婴配奶粉消费量上预计趋于平稳



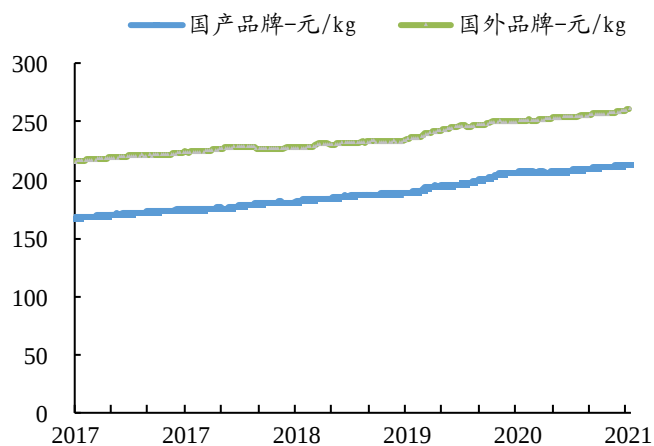
数据来源：弗若斯特沙利文，飞鹤招股说明书，信达证券研发中心

2.1. 高端市场增速快，母婴渠道销售占比提升快

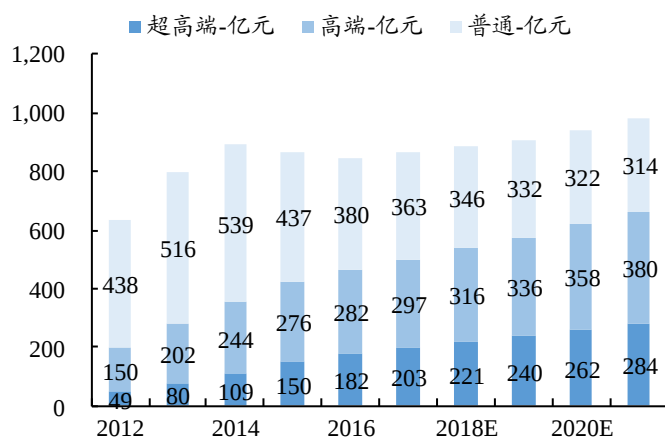
婴幼儿配方奶粉行业增速呈现结构性分化，高端市场增速较快。展望未来，行业量端，在快节奏生活及高强度工作压力下，适龄人群生育意愿下降，新生儿的数量预计保持持续下降的趋势，婴幼儿奶粉行业量端的推动力疲软。行业价端，观察国内婴幼儿市场国内和国外品牌奶粉均价，均呈现上升趋势，价端成为近几年在出生率逐渐下滑的态势下婴幼儿奶粉行业市场规模仍有提升的主要推动力。观察行业细分市场的发展增速，超高端和高端婴幼儿奶粉呈现明显更快的增速，在婴幼儿奶粉消费的结构性升级下，预计价端仍存在一定的提升空间，驱动力在于，消费者端人均消费水平的提升及家长愿意为婴儿奶粉品牌支付高溢价，企业端毛利率吸引下，有望逐步推出高端的有机婴配奶粉和羊奶粉等。但整体来看，婴幼儿奶粉行业增速预计逐步放缓，进口替代有望为国产品牌突围的主要契机。

图 11：婴配奶粉价格呈现上升趋势

图 12：超高端婴幼儿奶粉市场规模增速快

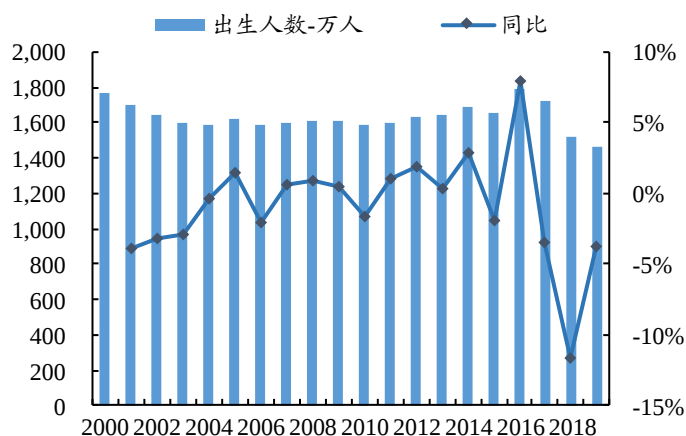


数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 婴幼儿奶粉销售价格



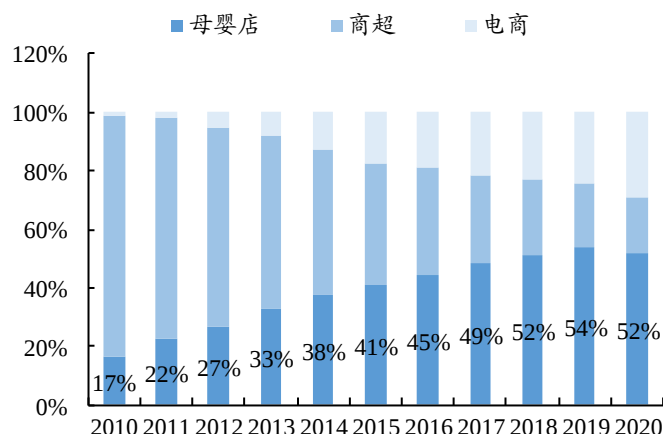
数据来源: 弗若斯特沙利文, 飞鹤招股说明书, 信达证券研发中心
注: 婴幼儿配方奶粉市场规模, 按照飞鹤招股说明书中的定义超高端奶粉为 450kg/元及以上、高端奶粉为 350-449 元/kg, 普通奶粉为 350 元/kg 以下。

图 13: 新生儿人数持续四年下降

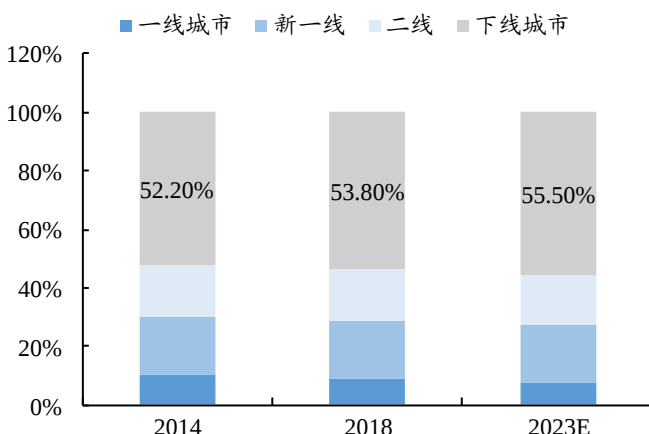


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

母婴店销售渠道逐步成为主流渠道, 积极拥抱母婴渠道的国产品牌有望在渠道下沉中具备一定的优势。婴幼儿奶粉行业终端销售渠道以母婴店、商超、电商等渠道为主, 根据欧睿的数据, 2020 年, 母婴店占比由 2010 年的 17% 提升至 52%, 母婴店凭借其在专业化运营、客情服务、附加值服务等方面具备的优势, 逐步成为婴配奶粉销售的重要渠道。电商渠道由于购买方便、价格端性价比高等优势, 渠道销售占比也逐步提升。外资品牌由于整体本土化程度较低, 渠道主要集中在一二线城市的商超, 拥抱母婴渠道的国产品牌在渠道下沉中有望具备一定的优势。

图 14：母婴店销售占比提升较多


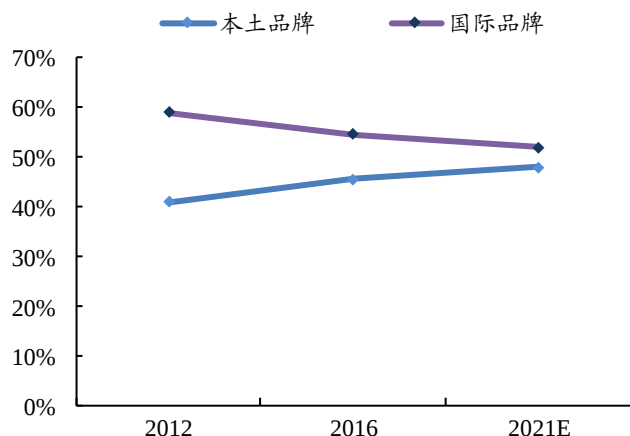
数据来源：欧睿，信达证券研发中心

图 15：婴配奶粉下线城市增速快


数据来源：弗若斯特沙利文，飞鹤招股说明书，信达证券研发中心

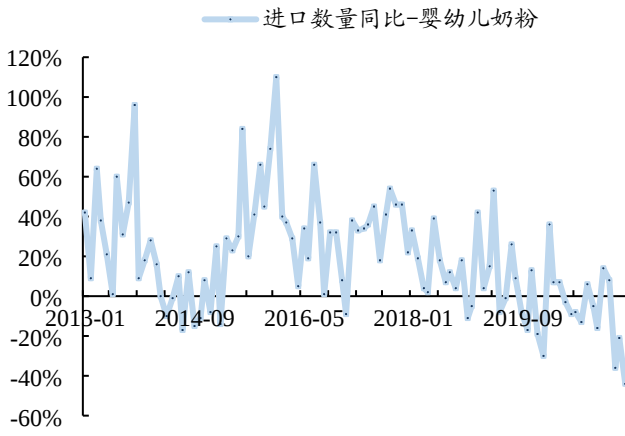
2.2. 国产品牌市占率有望提升，竞争格局存在自然迭代

新国潮及三聚氰胺事件逐步淡化背景下，国产品牌有望逐步收复失地。分析行业竞争格局，短期来看，疫情影响下进口奶粉面临物流滞缓，消费者对进口食品存在安全担忧等问题，国产奶粉有望乘机收复失地，提升行业市占率。长期来看，随着三聚氰胺事件逐步淡化，行业注册制的逐步推行落实及奶粉新国标的推出，中小厂商有望逐步出清，国产品牌的形象有望逐步提升，国产大品牌的市占率有望进一步提升。观察头部国产品牌的发展，飞鹤市占率呈现快速提升的态势，2020 年市占率为 13%，跃居行业第一。目前奶粉行业低线城市发展潜力大，国产品牌在渠道下沉端具备渠道建设、客情管理等优势，有望持续提升市占率。

图 16：国产奶粉的市占率


数据来源：弗若斯特沙利文，飞鹤招股说明书，信达证券研发中心

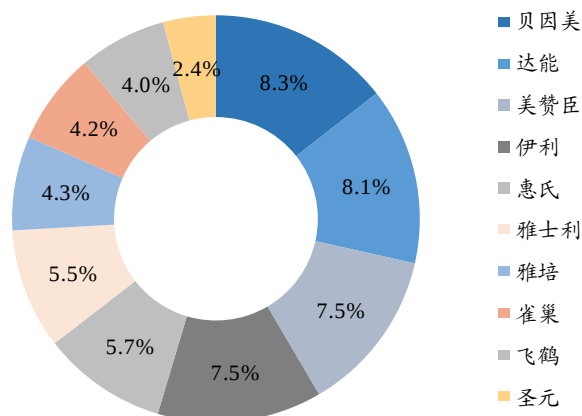
注：婴幼儿配方奶粉市占率

图 17：婴幼儿奶粉进口数量同比呈现下降趋势


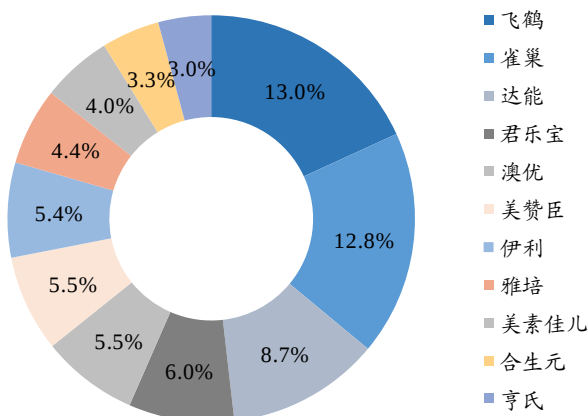
数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：进口数量为月度数据

行业竞争格局存在自然迭代，优质企业有望抓住行业变革机遇实现竞争格局的扭转。婴幼儿奶粉的消费者是 0-3 岁的婴幼儿，但是奶粉决策者是家长，从而导致行业平均每过三年目标消费群体就发生一定的迭代。回顾行业竞争格局的变革，2004 年，阜阳大头娃娃事件发酵，圣元、雅士利和三鹿抓住行业机遇，开始崛起，三鹿当时推出的贝贝奶粉从“0”一跃成为 20 亿元的品类，创造了当时行业的佳话。2006 年，进口奶粉的老大雀巢因为公关失误，退出了中国奶粉市场第一阵营。2008 年，三聚氰胺事件爆发，内资品牌几乎全军覆没，贝因美迅速崛起成为内资行业第一。2013 年，行业第一的多美滋因为食品安全乌龙事件，加上应对失策，逐步下滑，退出第一阵营。对比 2010 年和 2020 年行业的竞争格局，品牌梯队变化大。整体来看，品牌和产品具备口碑的优质企业具备逆风翻盘的机会，扭转行业的竞争格局。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 12

图 18：贝因美在 2010 年为婴幼儿奶粉市占率第一品牌


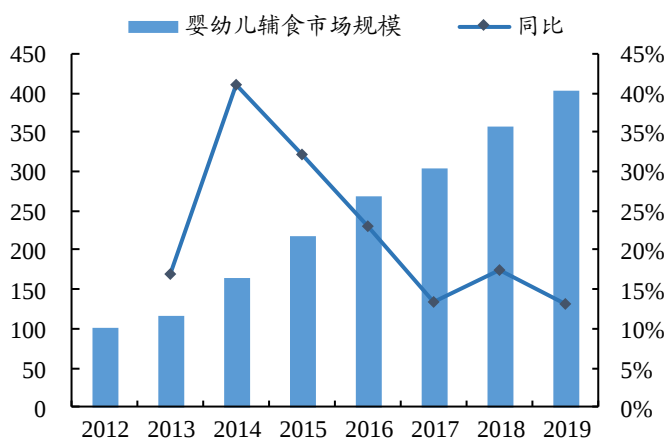
数据来源：欧睿，信达证券研发中心 注：2010 年婴幼儿食品市占率情况

图 19：2020 年行业竞争格局相较十年前变化大


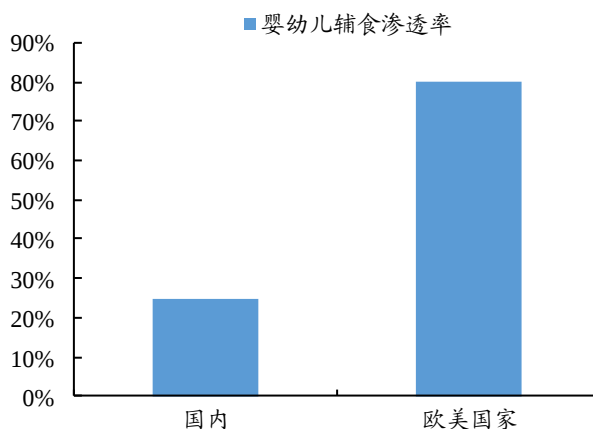
数据来源：欧睿，信达证券研发中心 注：2020 年婴幼儿食品市占率情况

2.3. 幼儿辅食市场保持较快增长

幼儿辅食市场仍处于蓝海阶段，行业预计实现快速增长。据《2018-2019 中国婴幼儿辅食产业发展蓝皮书》显示，目前我国幼儿辅食市场渗透率仅为 25%左右，与欧美等发达国家 80% 的渗透率相比仍相差甚远，渗透率提升空间大。根据中国食品工业协会数据，2019 年我国幼儿辅食市场规模达 404 亿元，近五年 CAGR 约为 19.6%，在幼儿养育行业消费者认知程度越来越完善科学的推动下，未来几年我国婴儿辅食行业市场有望持续保持快速增长。

图 20：幼儿辅食市场近年实现快速增长


数据来源：中国食品工业协会，信达证券研发中心

图 21：我国幼儿辅食渗透率对比欧美发达国家提升空间大


数据来源：《2018-2019 中国婴幼儿辅食产业发展蓝皮书》，信达证券研发中心

3. 产品品牌美誉度高，渠道理顺可期

3.1. 产品清晰卡位，研发实力强劲

产品矩阵丰富，价格带多点覆盖，清晰卡位。公司主要产品包括婴幼儿配方奶粉、营养米粉和其他婴幼儿辅食、营养品等。2020 年，公司奶粉类产品收入为 24.18 亿，占比 90%以上。公司确定了以“贝因美”品牌统领全系配方奶粉、以“冠军宝贝”品牌统领婴幼儿辅食、以“Kidsclub”品牌统领儿童健康零食、以“Beingmate”品牌统领母婴营养品和以“贝佳满”品牌统领其他乳制品的五大品牌矩阵。配方奶粉主打“贝因美”品牌，不同系列区隔产品价格带，卡位清晰，产品矩阵丰富，充分满足不同价格带消费者的需求。其中“爱加”系列定位超高端奶粉市场，营收超过 10 亿元，为公司超级大单品，2019 年营收同比增长 35.15%。公司实行“做强主营产品类，开拓细分市场”的产品战略，具体战略上，主营奶粉品类功能化，突出功能认知占领用户心智。细分品类上，抓住羊奶粉、有机奶粉等高速增长的契机，加快落地超高端和特殊医学配方产品，促进细分品类的快速发展。渠道承接上，采用“一店一策”进行品类针对性投放，同时推出围绕婴幼儿的周边产品，包括“Kidsclub”零食、冠军宝贝”婴幼儿辅食等，提升消费者粘性。整体而言，公司产品策略聚焦奶粉大品类，产品齐全，价格带明晰，积极布局特殊医学及功能性细分品类，有望打开增量空间，推出婴幼儿养育周边产品，有望逐步构建围绕婴幼儿生养的产品生态圈，提高消费者粘性。

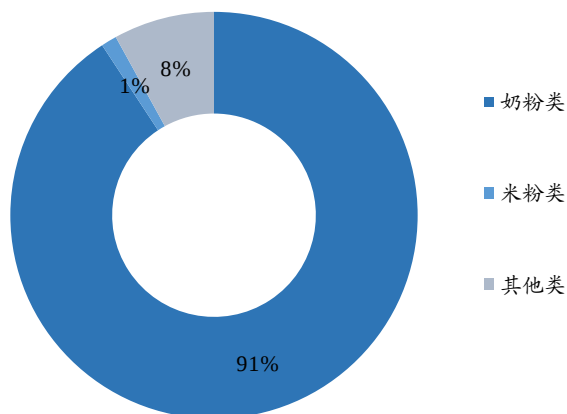
表 2：聚焦奶粉大品类，围绕婴幼儿生养布局产品生态圈

	婴幼儿配方奶粉					成人配方奶粉	
品牌	贝因美					Beingmate	
适用年龄	孕期	一段：0-6 个月、二段：6-12 个月、三段：1-3 岁、四段：3-6 岁				成年人	中老年人
产品系列	成功妈咪系列	爱加系列	绿爱系列	经典优选系列	菁爱系列	赢领系列	生命伴侣系列
产品							
标价（元/kg）	411.4	一段：352.5 二段：510 三段：510 四段：497.3	一段：335.6 二段：510 三段：447.5	一段：251.1 二段：284.1 三段：273.1 四段：299.1	一段：183.3 二段：211.1 三段：211.1 四段：194.4	115.6	160
主打成分	低 GI 配方、添加了乳铁蛋白和酵母 β-葡聚糖	富含乳铁蛋白、α-乳白蛋白，新鲜生牛乳，不添加蔗糖	欧洲专利 OPO、5 种核苷酸+GOS 营养组合	创新 T-comfort™ 配方，采用适度水解乳清蛋白+OPO+膳食纤维（FOS+GOS）	添加 DHA、牛磺酸、胆碱，特含 LF-免疫因子（乳铁蛋白）	添加鱼油、膳食纤维，含铁、维生素 C 等营养	富含维生素 A、维生素 B6、维生素 C、维生素 E
	婴幼儿辅食			儿童食品	营养品		
品牌	冠军宝贝		贝因美	Kids Club			

产品系列	冠军宝贝米粉/米糊	冠军宝贝果汁泥	营养面条	Kids Club 萌乐堡泡芙	童臻系列 DHA 复合藻油胶囊	童臻益生茵儿童固体饮料	睛彩系列营养粉
产品							
标价	每 225 克 25 元	每 90 克 8.5 元	每 208 克 12 元	每 50 克 40.6 元	每 28 克 358 元	每 45 克 238 元	每 180 克 303 元
主打成分	绿色大米原料、膳食纤维 (GOS+FOS)	水果原浆、不含防腐剂和色素	特有水溶膳食纤维、β-胡萝卜素和维生素 B 族元素	天然多谷物+独有芝士配方	DHA+ALA 复合藻油 2:1 科学配比, 不含 EPA	添加益生 (FOS) + 益生菌	5: 1 科学配比叶黄素: 玉米黄质, 添加 DHA+ARA+牛磺酸

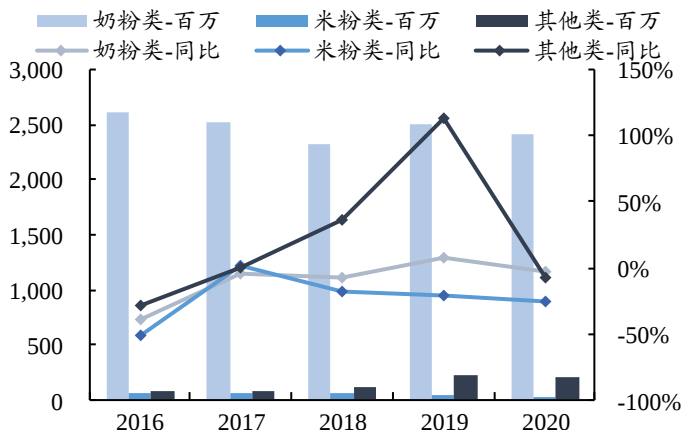
数据来源: 公司公告, 天猫贝因美官方旗舰店, 信达证券研发中心

图 22: 公司业务聚焦婴幼儿奶粉



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

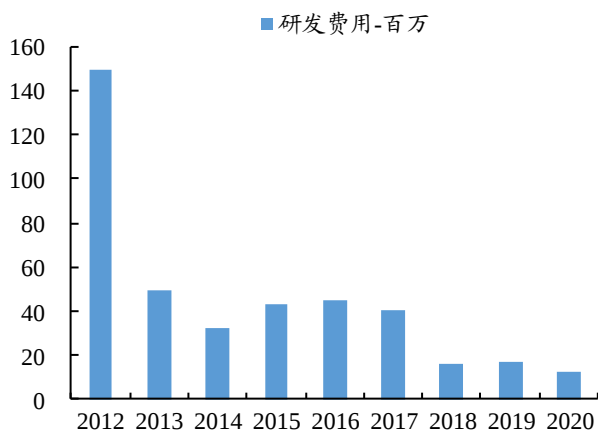
图 23: 2020 年公司奶粉业务有所下滑



数据来源: 国家食品药品监管总局, 信达证券研发中心

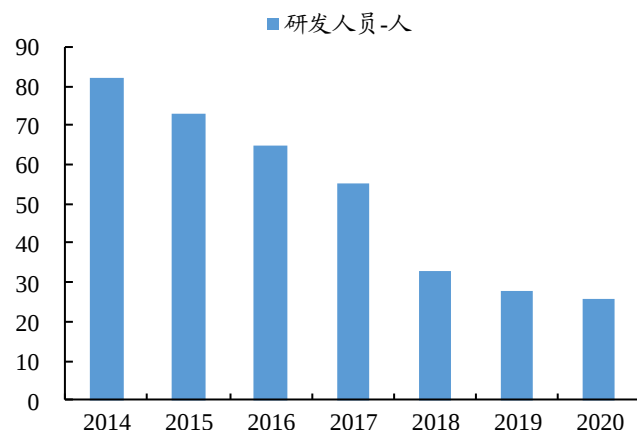
研发实力强劲, 产品配方具备一定优势。2007 年, 公司成立国内首家专业的母乳研究中心, 20 余年致力于母乳研究, 专注精准营养研究, 目前拥有多项婴童食品核心专利技术, 产品研发实力雄厚, 在首次奶粉注册中, 囊括 0001-0009 号, 特医配方食品获得 001 号, 目前获批的注册配方数位于行业前列, 验证公司深厚的产品力。公司主要的配方优势在于原材料端精选优质奶源、配方端针对华人科学研制、生产端工艺领先、并且检测研究具备前瞻性、质控严苛。整体来说, 公司产品布局合理, 产品力强, 研发实力雄厚, 随着更加严格的新国标逐步推行, 公司在产品研发端的优势预计愈发凸显。

图 24: 公司 2012-2017 年研发费用投放较高



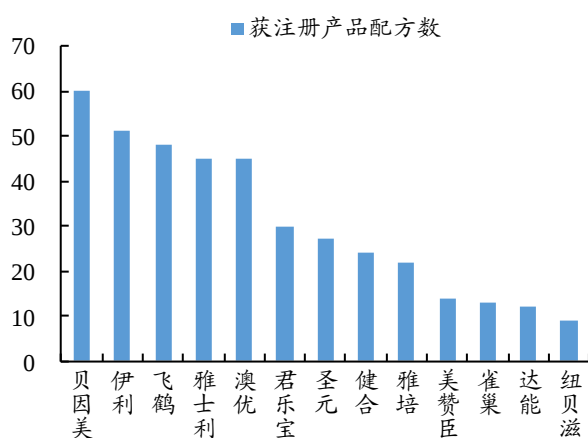
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 公司今年研发人员有所减少



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26: 贝因美目前获批的配方注册数量位于行业前列



数据来源: 国家食品药品监管总局, 信达证券研发中心

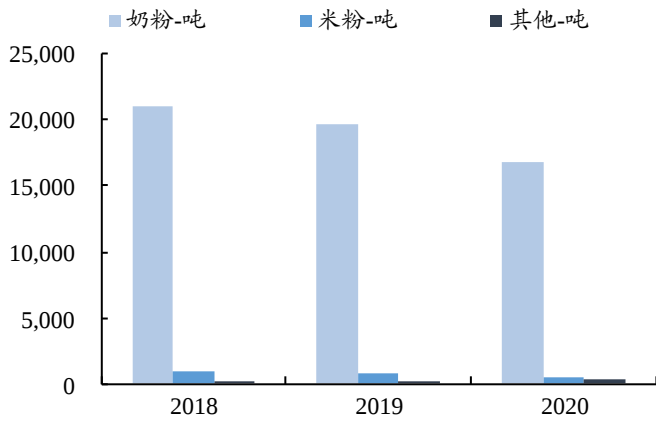
公司目前拥有 6 大工厂, 产能富余。公司目前拥有杭州、黑龙江、宜昌、北海、吉林及呼伦贝尔 6 大生产工厂, 合计设计产能 12.23 万吨, 实际产能 6.8 万吨, 在建产能 2 万吨。公司 2020 年奶粉类销售量 1.68 万吨, 米粉销售量 583.31 吨, 其他销售量 309.26 吨, 整体产能富余。

表 3: 公司目前拥有 6 大工厂, 产能富余

生产主体	设计产能 (吨/年)	实际产能 (吨/年)	在建产能 (吨/年)
杭州贝因美母婴营养品有限公司	40,000	30,000	
黑龙江贝因美乳业有限公司	18,000	10,000	
宜昌贝因美食品科技有限公司	30,000	15,000	
北海贝因美营养食品有限公司	20,000	6,000	
吉林贝因美乳业有限公司	10,000	4,000	
呼伦贝尔昱嘉乳业有限公司	4,300	3,000	
贝因美 (天津) 科技有限公司			20,000
合计	122,300	68,000	20000

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 公司整体产能较为富余



数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：公司主要业务销售量

3.2. 高品牌势能，品牌与消费者间服务粘性强

品牌定位“育儿专家，亲子顾问”，消费者与品牌间的服务粘性强。贝因美品牌定位“育儿专家，亲子顾问”，专业养育的品牌内核契合年轻父母的情感诉求，同时公司积极进行品牌运营，包括连续 7 年冠名知名电视栏目《妈妈咪呀》，组织“妈妈英雄汇”等活动，塑造品牌年轻个性，与消费者建立起持续深厚的情感联结，提高了消费者对品牌的认知。2020 年公司携手 CCTV-1 大国品牌项目，通过央视媒体投放，进一步提升了品牌在消费者心智中的权威性、专业性，拔高品牌调性。

图 28：贝因美连续 7 年冠名《妈妈咪呀》



数据来源：中童观察公众号

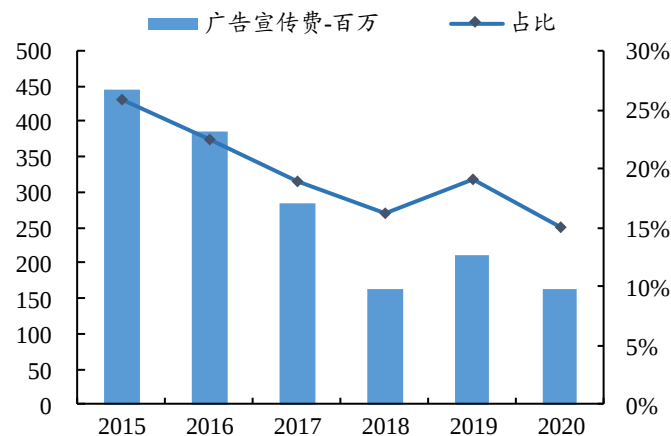
图 29：贝因美组织“妈妈英雄汇”营销活动



数据来源：贝因美公众号

品牌美誉度高，高品牌势能有望助推业绩增长。公司是 2008 年三聚氰胺事件中为数不多产品完美达标的企业，包括行业后续爆发的毒奶粉等安全事件，公司均未涉及其中，这背后一方面体现了公司背后强大的产品能力及质量管控，有望持续为公司品牌保驾护航，另一方面，也打造了贝因美品牌在消费者心智中的高美誉度。整体而言，贝因美品牌势能经过 29 余年的沉淀积累，具备高势能，后续有望成为公司业绩的助推剂。

图 30：广告宣传投放持续积累品牌势能



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 31：《大国品牌》推广活动拔高贝因美品牌调性

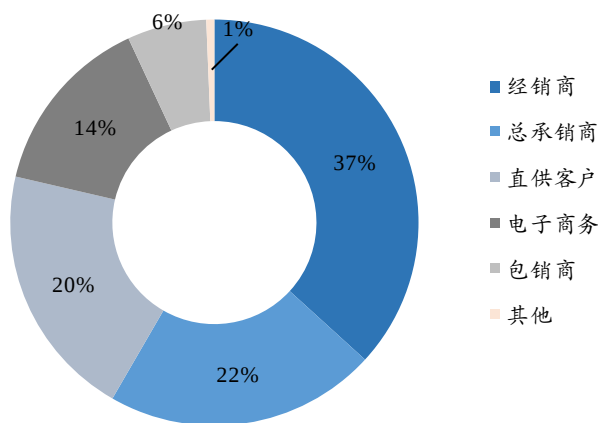


数据来源：母婴行业观察公众号

3.3. 新零售模式下，渠道有望重新理顺

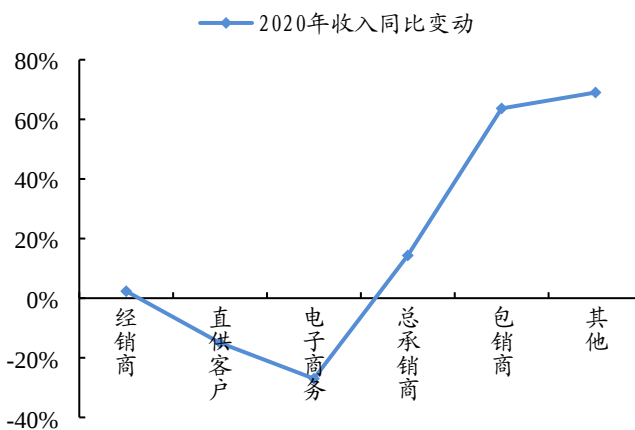
渠道客户和结构优化有望助力公司后续业绩增长。公司产品主要通过经销、总承销、直供客户、电子商务、包销等方式进行销售。其中总承销渠道，公司对产品主要进行生产和部分品牌营销，提升公司产品在终端的市场占有率。包销渠道，公司主要负责生产，目的主要是分担多余产能，提升生产端的效益。创始人重新操盘后，对渠道进行了变革，首先推行大经销商制，鼓励大经销商积极发展，对于小经销商，通过新零售的方式整合成一个服务平台，优化经销渠道管理。在渠道结构端重点发展母婴店渠道，由于客情服务更加精准专业等优势，目前母婴店逐步成为越来越重要的渠道，公司积极拥抱母婴渠道有望优化渠道结构，助推公司营收增长。

图 32：经销商是公司销售的主要渠道



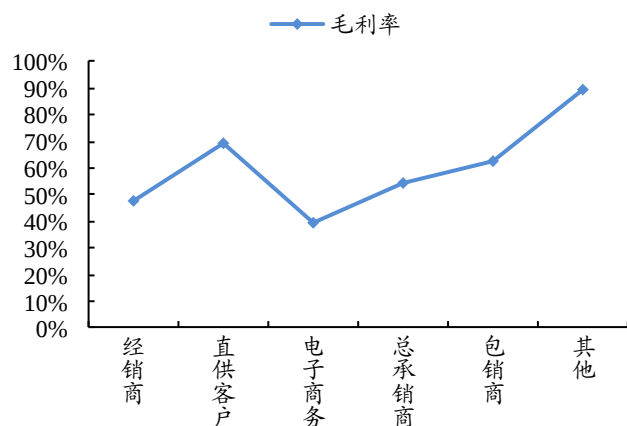
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 33：2020 年公司电子商务渠道下降较多



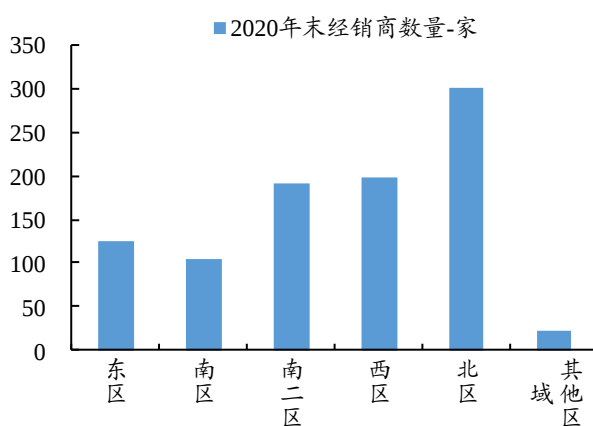
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 34：直供客户渠道毛利率较高



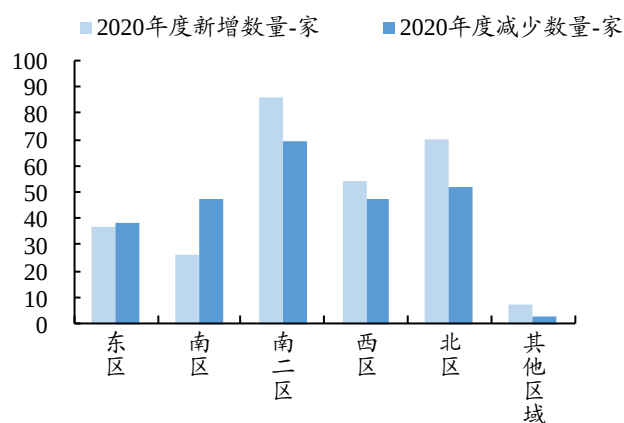
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 35：2020 年末公司经销商数量为 942 家



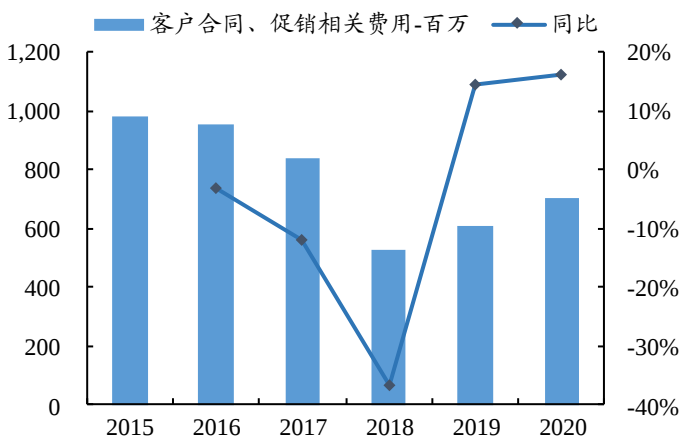
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 36：2020 年公司对经销商调整较大



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 37：销售费用下的客户合同、促销相关费用有所增加



数据来源：Wind，信达证券研发中心

新零售模式赋能终端门店，触达效果好，有望提升终端门店销售额。终端门店端，目前和公司合作的门店约 20000 家，公司采取新零售的模式，从专业知识体系、母婴顾问体系，与消费者进行互动，对终端门店实现赋能，目前公司已在部分门店进行试点，后续成效可持续跟踪。公司在终端门店赋能的优势在于公司具备完整的生养教育体系以及专业的母婴顾问团队，专业的科学养育方法预计将对终端的年轻一代目标群体形成消费引力，与消费者形成更好的互动交流，从而实现对于终端门店的赋能。而采用线上线下相融合的新零售方式预计能够实现目标消费群体的快速覆盖，信息化系统赋能推广的投入产出比预计更加精准高效，有望实现长期持续有效的渠道推广。关于新零售策略对于终端门店的提升作用，我们认为在经销商利润有所保障的情况下，新零售策略有望提升渠道整体的运营效率。

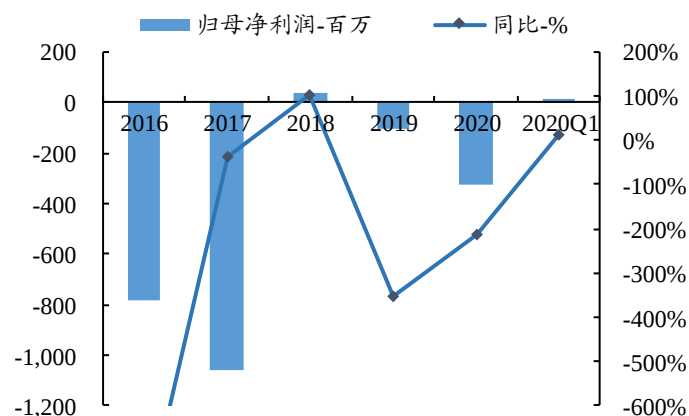
优质产品和高品牌认可度基本盘下，渠道有望重新盘活。渠道的核心问题之一在于终端的动销，整体而言，贝因美在消费者心智中具备一定的品牌知名度、认可度和产品美誉度，终端竞争的核心在于产品力，贝因美产品和品牌的基本盘在的情况下，叠加终端新零售的推广服务策略预计能有效提升终端门店动销，传导到渠道端，渠道价值体系重新理顺值得期待。

3.4. 创始人重新操盘，变革内部组织

内部组织变革，降费增效效果初显。创始人回归管理层后，对公司内部组织进行了全方面的梳理，具体体现在预算控制端由原来的额度控制变成投入产出比率的控制。激励端，将业务人员的奖金与业绩相挂钩，激励方式将由短期激励逐步转向为长效的激励机制，深度绑定各

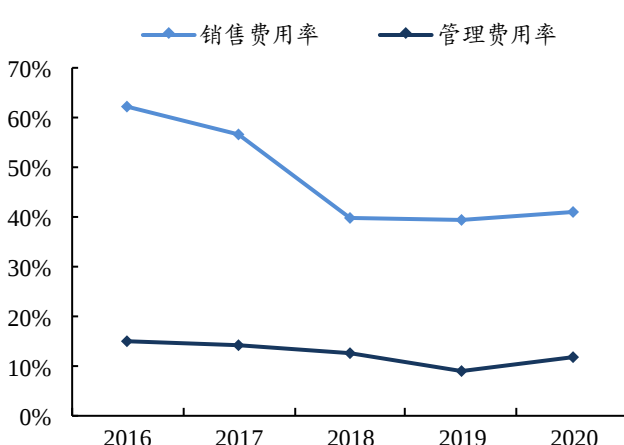
方利益，实现长远发展。公司 2019 年公布第二期员工持股计划，侧面印证公司内部改革的决心，后续成效值得期待。

图 38：内部调整后，2021 年 Q1 公司业绩同比有所提升



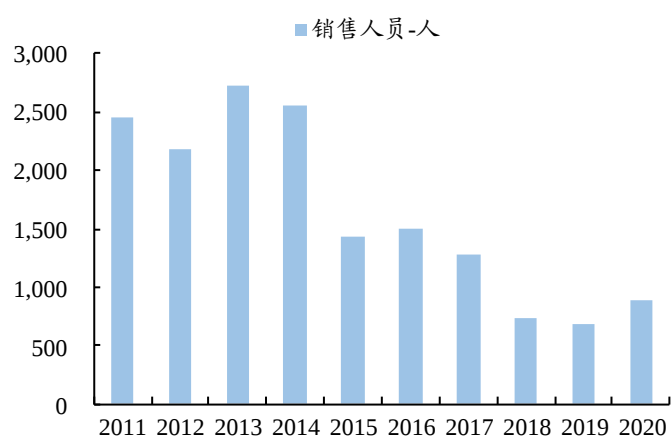
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 39：2018 年调整后降费效果明显



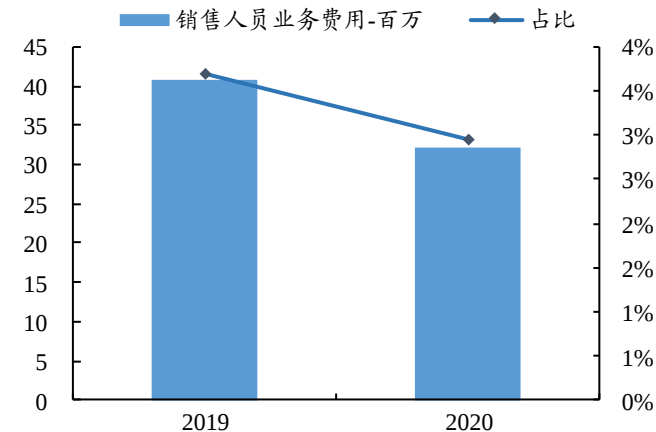
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 40：2020 年销售人员有所提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 41：销售人员业务费用有略微降低



数据来源：Wind，信达证券研发中心

4. 公司具备重回霸主地位的机会

4.1. 行业端：国产奶粉具备腾飞机会，竞争格局存在自然迭代

国产品牌市占率有望进一步提升，竞争格局存在自然迭代。根据国家发改委等部门发布的《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，方案中指出婴配奶粉力争自足水平稳定在60%以上，而根据弗若斯特沙利文的报告，预计2021年国产品牌市占率约为48%，距离60%的要求线仍有一定的提升空间。行业分析来看，目前国产品牌在低线城市的渠道开拓及品牌接受度相对具备优势，渠道下沉过程中过程品牌具备提升市占率的机会。其次，奶粉行业由于消费者存在自然更迭的过程，竞争格局并不稳固，历史上频繁出现行业重新洗牌的情况。整体而言，行业发展呈现高端化、渠道下沉等发展趋势，在该过程中国产品牌具有提升市占率的机会，对于贝因美而言，行业端仍然存在突围的机会。

4.2. 公司端：全面调整，有望突围

公司产品品牌基本盘在，渠道理顺公司发展可期。对比公司和行业竞争对手的获批配方数量，公司位于行业前列，公司在产品端具备强劲的研发实力。品牌端，公司在过去多次行业安全事件中均检测合格，在终端消费者心智中品牌知名度高、美誉度好。回顾历史上公司发展上遇到的瓶颈主要是管理上的问题，之后传导到了渠道，从而导致终端销量下滑严重。而随着创始人的回归，公司管理发生变革，渠道在新零售策略下有望重新理顺，产品和品牌基本盘较为强劲的情况下，奶粉营收端未来发展可期。目前管理端降本增效的效果初显，预计公司利润端也将逐步恢复。

公司产品端助推营收提升可能的实现路径：主营婴配奶粉品类渠道理顺后凭借产品力抢占终端低线城市的市场份额，细分品类加快推出特医配方及高端化产品，顺应行业发展趋势，带来业绩增量。婴童周边产品配合主营产品打造婴幼儿产品生态圈，有望提升消费者粘性。

渠道端助推营收可能的实现路径：保障经销商足够的利润空间，理顺渠道，通过新零售策略赋能终端提升门店收入，布局增速更快的低线城市，实现渠道的扩张，配合业务人员的调整，做大做强渠道。

5. 估值与投资评级

估值假设

收入端：假设 2021-2023 年收入分别保持 23%、23%、24% 的增长。公司主营婴配奶粉，随着公司渠道端的理顺，凭借产品力和品牌力的竞争优势，公司有望逐步收复失地，假设奶粉业务 21-23 年分别同比增长 25%、25%、25%，米粉业务随着幼儿辅食行业的发展，假设 21-23 年分别同比增长 5%、10%、15%，公司将逐步推进母婴产品生态圈的构建，假设其他业务 21-23 年同比增长 5%、5%、5%。

成本费用端，预计 21-23 年毛利率稳中提升，费用端保持稳中下降的趋势。随着公司渠道价值重塑，公司产品价格有望逐步恢复，预计毛利率保持稳中有升的态势，假设 21-23 年奶粉类毛利率为 52%、54%、55%，米粉类毛利率为 40%、43%、45%，其他产品毛利率为 25%、28%、30%。创始人回归管理层后，公司内部进行组织管理的改革，有望降费增效，预计销售费用率和管理费用率呈现下降的趋势，假设 21-23 年销售费用率分别为 37.5%、37.0%、36.7%，管理费用率分别为 8.6%、8.4%、8.1%。

受益于渠道理顺及产品品牌端的优势，公司收入端有望保持高增速，预计 21-23 年营业收入分别为 32.82、40.53、50.15 亿元。净利润端，预计 21-23 年归母净利润分别为 1.12、2.05、3.05 亿元。

PE 估值

我们选取 5 家 A 股乳制品企业作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PE 为 26X，PEG 为 0.3，考虑到公司渠道理顺后，有望凭借产品和品牌端的优势实现快速发展，给予贝因美 2022 年 40XPE，对应市值 82 亿元。

PS 估值

我们选取 5 家 A 股乳制品企业作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PS 为 1.2X，考虑到公司内部组织改革，降本增效有望提升盈利能力，给予贝因美 2022 年 2XPS 估值，对应市值 81 亿元。

表 4：可比公司估值表

2021/6/10	总市值-亿元	EPS			CAGR		PE		PEG		PS	
		20A	21E	22E	2020-22	20A	21E	22E		20A	21E	22E
伊利股份	2342	1.16	1.42	1.66	20%	33	27	23	1.2	2.4	2.2	1.9
新希望	612	1.10	2.40	2.35	46%	12	6	6	0.1	0.6	0.4	0.4
光明乳业	183	0.50	0.54	0.62	11%	30	28	24	2.1	0.7	0.7	0.6
三元股份	72	0.01	0.11	0.13	261%	484	44	37	0.1	1.0	0.8	0.8
燕塘乳业	35	0.67	0.96	1.18	33%	33	23	19	0.6	2.1	1.9	1.7
平均					74%	119	26	22	0.3	1.4	1.2	1.1
贝因美	55	-0.32	0.11	0.20	84%	-17	49	27	0.3	2.1	1.7	1.4

数据来源：Wind，信达证券研究中心 注：贝因美数据来源于信达证券研发中心预测，可比公司的数据来源于 Wind 的一致估计数据。

更新日期为 2021 年 6 月 16 日

综合 PE 和 PS 估值，我们给予公司合理市值 81 亿元，目标价格 7.9 元。

市场对于贝因美调整后营收能否重回增长存在疑虑，我们认为，贝因美品牌和产品具备高势能，过去陷入调整主要是管理上的内耗，导致渠道终端混乱，而随着创始人重回管理层，并

对内部管理组织进行变革，新零售策略下有望重新理顺渠道提振收入，降费增效的改革策略下，利润端也有望逐步恢复。行业端呈现高端化和渠道下沉的趋势，国产品牌有望在渠道下沉中借助母婴渠道的优势提升市占率，奶粉行业竞争格局存在迭代，贝因美在行业端仍存在重回第一梯队的机会。预计 21-23 年 EPS 分别为 0.11、0.20、0.30 元/股，对应 2021 年 PE 为 51X，给予“买入”评级。

6. 风险因素

渠道调整未达预期。渠道调整若不及预期，可能错失行业宝贵发展风口。

行业价格战风险。婴配奶粉行业步入缓慢增长时代，行业内部竞争有望加剧，若爆发激烈价格战，可能对公司渠道调整产生影响，也将会稀释公司的盈利能力。

食品安全事故。公司为婴幼儿奶粉生产销售企业，家长对于婴幼儿的食品安全极度关注，若发生食品安全事故将对品牌及终端销售造成不利影响。

附：公司财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,297	2,080	1,761	1,918	1,524
货币资金	665	705	410	610	310
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	786	643	683	611	481
预付账款	78	18	18	17	14
存货	539	528	472	502	541
其他	228	185	178	178	178
非流动资产	2,079	1,955	2,132	2,096	2,067
长期股权投资	92	101	116	116	116
固定资产(合计)	1,439	1,031	1,426	1,420	1,414
无形资产	170	163	200	245	298
其他	377	659	391	315	239
资产总计	4,376	4,034	3,893	4,014	3,591
流动负债	2,240	2,362	2,212	2,177	1,496
短期借款	1,111	1,280	1,035	992	328
应付票据	49	18	19	21	22
应付账款	455	432	472	449	445
其他	626	633	686	715	701
非流动负债	407	166	76	56	56
长期借款	340	110	20	0	0
其他	66	56	56	56	56
负债合计	2,647	2,528	2,288	2,233	1,552
少数股东权益	41	53	60	73	92
归属母公司股东权益	1,688	1,453	1,546	1,708	1,946
负债和股东权益	4,376	4,034	3,893	4,014	3,591

重要财务指标

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,785	2,665	3,282	4,053	5,015
同比(%)	11.8%	-4.3%	23.1%	23.5%	23.7%
归属母公司净利润	-103	-324	112	205	305
同比(%)	-350.7%	-214.6%	—	84.0%	48.7%
毛利率(%)	50.1%	45.8%	50.0%	52.4%	53.7%
ROE%	-6.1%	-22.3%	7.2%	12.0%	15.7%
EPS(摊薄)(元)	-0.10	-0.32	0.11	0.20	0.30
P/E	—	—	50.60	27.50	18.49
P/B	3.25	4.38	3.65	3.30	2.90
EV/EBITDA	82.79	-218.41	37.65	19.92	12.77

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,785	2,665	3,282	4,053	5,015
营业成本	1,390	1,444	1,640	1,930	2,323
营业税金及附加	33	29	36	47	59
销售费用	1,103	1,089	1,231	1,499	1,840
管理费用	315	249	282	340	406
研发费用	17	12	33	41	50
财务费用	32	44	-5	-3	-5
减值损失合计	-13	-109	0	0	0
投资净收益	1	62	62	62	62
其他	26	-62	28	28	28
营业利润	-91	-313	155	288	430
营业外收支	-8	2	3	3	3
利润总额	-99	-311	158	291	433
所得税	-4	3	40	73	108
净利润	-95	-313	119	218	325
少数股东损益	8	11	7	13	19
归属母公司净利润	-103	-324	112	205	305
EBITDA	77	-33	169	306	449
EPS(当年)(元)	-0.10	-0.32	0.11	0.20	0.30

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	-50	30	280	316	451
净利润	-95	-313	119	218	325
折旧摊销	150	126	108	110	113
财务费用	35	55	0	0	0
投资损失	-1	-62	-62	-62	-62
营运资金变动	-171	31	117	51	78
其它	33	194	-3	-3	-3
投资活动现金流	-48	41	-213	-1	-11
资本支出	-90	-126	-331	-57	-67
长期投资	72	89	62	0	0
其他	-30	78	56	56	56
筹资活动现金流	-266	-21	-362	-115	-740
吸收投资	58	0	0	0	0
借款	-151	-389	-334	-64	-664
支付利息或股息	-55	-69	-28	-51	-76
现金流净增加额	-360	52	-295	200	-300

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6 年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015 年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琮玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。