

2022年06月19日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 贝因美(002570):困境反转望迎拐点,浴火重生二次创业

推荐 (维持)

投资要点

分析师:孙山山

执业证书编号:S1050521110005

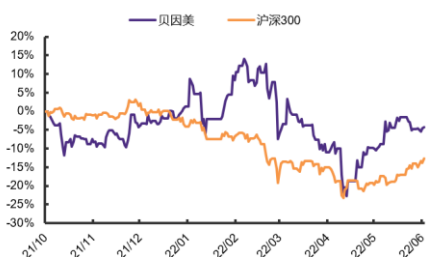
邮箱:sunss@cfsc.com.cn

## 基本数据

2022-06-17

当前股价(元)	5.00
总市值(亿元)	54.0
总股本(百万股)	1,080.0
流通股本(百万股)	1,080.0
52周价格范围(元)	3.88-6.2
日均成交额(百万元)	178.2

## 市场表现



资料来源:Wind, 华鑫证券研究

## 相关研究

《贝因美(002570):边际改善加速,等待业绩拐点》2022-04-30

### ■ 昔日国产奶粉龙头,创始人回归二次创业

公司创始人于2011年上市后离职,公司经历管理层变动、奶粉降价潮、恒天然入股及退出等事件。创始人于2018年回归公司,业绩逐步回升。

### ■ 高端化+功能化提振行业,国产品牌望再次崛起

中国婴幼儿奶粉市场规模预计将由2014年1605亿元增至2023年3427亿元,9年CAGR为9%。1)当前行业整体量降价升,出生婴儿数量降至2021年1062万人,婴幼儿奶粉零售均价预计由2014年183元/kg升至2023年235元/kg。2)当前行业CR3市占率由2015年25%提至2020年38%,国产品牌市占率由2014年40%提至2019年49%。超高端奶粉和高端奶粉市占率预计分别由2014年7%、15%升至2023年26%、32%。3)特医奶粉具备发展潜力:90后成为消费主体,更看重功能细化。4)低线市场零售规模占比预计由2014年52%升至2023年56%,母婴店和线上占比分别由2014年35%、10%升至2023年60%、26%。

### ■ 大国品牌焕新生,“数智化”赋能渠道

1)品牌上,2020年入选央视《大国品牌》,成为积极推动“中国智造”的国产品牌。2)产品主要有奶粉、辅食、奶剂营养品、创新业务四大业务,其中“可睿欣”、“爱加有机A2”望成大单品。3)渠道上,2021年经销商/总承销商渠道占比分别为42%、20%,未来将推进保证渠道利润直供客户模式。4)生鲜乳/奶粉基粉/乳清粉为主要原料,三者占成本比重为84%。5)运营效率已明显改善,2021年存货周转率升至2.61次,应收账款周转率升至3.67次。

### ■ 盈利预测

我们预计2022-2024年EPS为0.12/0.17/0.24元,当前股价对应PE分别为42/30/21倍,维持“推荐”投资评级。

### ■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、新品推广不及预期、原材料大幅上涨风险、创新业务不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	2,540	3,119	3,936	4,877
增长率	-4.7%	22.8%	26.2%	23.9%
归母净利润(百万元)	73	130	183	256
增长率	122.6%	76.8%	41.2%	39.6%
摊薄每股收益(元)	0.07	0.12	0.17	0.24
ROE	4.0%	6.9%	9.5%	12.7%

资料来源:Wind、华鑫证券研究

## 正文目录

1、昔日国产奶粉龙头，创始人回归二次创业 .....	7
1.1、创始人回归，重新二次创业 .....	7
1.2、创始人作为实控人，两国企财务投资 .....	13
2、高端化+功能化提振行业，国产品牌望再次崛起 .....	14
2.1、行业概况：国产品牌十年逆袭，重新崛起在即 .....	14
2.2、行业量降价升，有望继续扩张 .....	15
2.2.1、量降：出生人口下降，奶粉产量缩减 .....	15
2.2.2、价升：短期受原料成本影响，长期受益于奶粉高端化 .....	17
2.3、竞争格局：行业集中度提升，国产品牌再崛起 .....	19
2.4、行业展望：功能化+高端化成趋势，母婴店+电商成发力点 .....	23
2.4.1、需求端：三胎放开迎来人口红利，渠道下沉+功能化+高端化或成趋势 .....	23
2.4.2、渠道端：线下主打母婴店，线上以电商为主 .....	27
3、大国品牌焕新生，“数智化”赋能渠道 .....	30
3.1、品牌底蕴深厚，势能重新释放 .....	30
3.2、产品矩阵丰富，可睿欣有望成新动力 .....	32
3.2.1、奶粉占比高达 97%， “爱加”占比 50%左右 .....	32
3.2.2、产品矩阵丰富，满足不同需求 .....	34
3.2.3、行业领军科研能力，聚焦研发新产品 .....	37
3.3、新零售赋能直供模式，数智化有效管理渠道 .....	38
3.3.1、电商包销占比仍大，直供客户验证可期 .....	38
3.3.2、积极拓展区域经销商，着重发力北销售区 .....	40
3.3.3、“数智化”赋能企业，新零售提高效率 .....	40
3.4、供给端：业内强大供应链，财务指标逐步改善 .....	42
3.4.1、信息化系统赋能产业链，提高生产管理效率 .....	42
3.4.2、多种生产模式并存，6 家工厂满足全国需求 .....	43
3.5、谢宏重新操盘，财务指标逐步改善 .....	44
3、盈利预测与评级 .....	46
4、风险提示 .....	47

## 图表目录

图表 1：贝因美成立于 1992 年，30 年历经行业“毒奶粉”、管理层动荡、外资冲击，后迎来创始人谢宏回归 .....	7
图表 2：贝因美几度兴衰发展史 .....	8
图表 3：贝因美鸡肉蔬菜营养米粉二段，以优质大米、全脂奶粉和大豆分离蛋白为主要原料 .....	8
图表 4：贝因美母乳研究中心成立 10 周年成果发布会，首席科学家谢宏做专题报告 .....	8
图表 5：2008 年，当年食用三鹿奶粉的婴儿患肾结石新闻报道 .....	9
图表 6：2007-2011 年公司营收及归母净利润稳步提升，从 12 亿元、0.28 亿元提升至 47.27 亿元、4.37 亿元 .....	

元，4 年 CAGR 为 40.87%、99.31% .....	9
图表 7：管理层变动、外资入股、降价潮、奶粉新政等事件下公司营收及归母净利润从 2012 年 53.54 亿元、5.09 亿元降至 2017 年 26.60 亿元、-10.57 亿元 .....	9
图表 8：2013 年降价潮后毛利率及净利率大幅降低，2013-2021 分别下降 8.59pct、14.49pct .....	10
图表 9：奶粉、米粉销量在降价潮后亦下降明显，2013-2021 年从 5.48 万吨、0.28 万吨下降至 1.71 万吨、0.04 万吨 .....	10
图表 10：创始人谢宏重操旧业，公司营收及归母净利润逐渐平稳且有向好趋势，从 2018 年 24.91 亿元、0.41 亿元提升至 2021 年 25.40 亿元、0.73 亿元，3 年 CAGR 为 0.65%、21.26%。 .....	10
图表 11：2011Q1-2022Q1 期末存货余额由 4.39 亿元下降至 3.96 亿元，存货资产比率由 24.43%下降至 17.85% .....	11
图表 12：2015Q4 提高授信，致使 2015Q4 相比 2015Q3 应收账款增加 282.17%，存货降低 31.67% .....	11
图表 13：2016 年“买一赠一”活动使得销售费用率增长 19.28pct，净利率下降 29.90pct .....	12
图表 14：“买一赠一”活动前的 2015 年公司客户合同、促销相关费用占比为 50.46% .....	12
图表 15：2016 年“买一赠一”活动使得客户合同、促销相关费用同比增长 4.86pct 至 55.32% .....	12
图表 16：2016-2021 年公司客户合同、促销相关费用占比由 55.32%提升至 58.91% .....	12
图表 17：实际控制人谢宏与两国有企业信达华建投资、长城长弘投资共谋发展 .....	13
图表 18：谢宏个人经历 .....	13
图表 19：国产奶粉迎来复苏期 .....	15
图表 20：中国婴幼儿奶粉市场规模由 2014 年 1605 亿元预计增长至 2023 年 3427 亿元 .....	15
图表 21：1 段和 2 段奶粉增速放缓，3 段奶粉保持增长 .....	15
图表 22：我国新出生人口数量由 2000 年 1771 万人减少至 2021 年 1062 万人 .....	16
图表 23：我国生育率与美国、法国、日本、韩国、新加坡等国家差距逐渐缩小 .....	16
图表 24：我国城镇女性每周平均工作时长由 2001 年 44.5 小时/周增加至 2020 年 45.6 小时/周 .....	16
图表 25：我国 20-24 岁人口结婚率由 2010 年 37.6%下降至 2020 年 18.6% .....	17
图表 26：我国 20-34 岁生育旺盛期妇女规模由 2010 年 1.60 亿人下降至 2021 年 1.45 亿人 .....	17
图表 27：我国奶粉产量由 2013 年 159 万吨下降至 2020 年 101.23 万吨。 .....	17
图表 28：头部企业集中省份产量稳定增长 .....	17
图表 29：我国婴幼儿奶粉零售均价预计由 2014 年 183.2 元/kg 上升至 2023 年 234.7 元/kg .....	18
图表 30：高端、超高端奶粉零售规模逐年增长，推动行业规模增长 .....	18
图表 31：我国生鲜乳均价由 2008 年 8 月 2.75 元/kg 上升到 2021 年 8 月 4.37 元/kg .....	18
图表 32：原料奶进口均价由 2016 年 3.73 元/kg 上升到 2021 年 4.27 元/kg .....	18
图表 33：我国婴幼儿奶粉行业 CR3 由 2015 年 25%提升至 2020 年 38% .....	19
图表 34：2020 年我国奶粉市场大品牌占比达 76.9% .....	19
图表 35：中小企业份额由 2010 年 25%下降至 2020 年 11% .....	19
图表 36：我国奶粉行业集中度与发达国家相比仍较低 .....	19
图表 37：奶粉行业政策一览 .....	20
图表 38：国产品牌市占率由 2014 年低谷 40%提升至 2019 年 49% .....	21
图表 39：获得注册的国产配方奶粉占比由 2018 年 71%提升至 2021 年 85% .....	21

图表 40: 2020 年我国奶粉进口量同比下降 4% .....	21
图表 41: 外资品牌开始调整策略, 通过并购、电商等加速本土化 .....	21
图表 42: 预计高端奶粉市占率由 2014 年 15% 上升至 2023 年 32% .....	22
图表 43: 高端和超高端奶粉增速均高于中低端奶粉 .....	22
图表 44: 一至三段奶粉占比保持稳定, 合计超 95% .....	22
图表 45: 各阶段奶粉功能一览 .....	22
图表 46: 三胎政策梳理一览 .....	23
图表 47: 受二胎政策推动, 二孩生育率由 2016 年 14.48% 上升至 2019 年 20.21% .....	23
图表 48: 我国低线城市零售规模占比预计由 2014 年 52.2% 上升至 2023 年 55.5% .....	24
图表 49: 我国纯母乳喂养率仅为 29.2%, 远低于世界平均水平 43% .....	24
图表 50: 中小城市和农村地区纯母乳喂养率分别为 23.3%、28.3%, 低于大城市水平 35.6% .....	24
图表 51: 三四线城市购买国产奶粉意愿强于一二线城市 .....	24
图表 52: 国产品牌在三四线城市占主导, 市占率分别为 54%、66% .....	25
图表 53: 母婴消费者以 26-30 岁群体为主, 占比达 49% .....	25
图表 54: 90 后中 57% 尝鲜时关注产品功能/功效, 54% 关注产品原料成分及性价比 .....	25
图表 55: 我国特医奶粉主要产品类别一览 .....	26
图表 56: 中国特医食品市场规模由 2011 年 8.4 亿元增长至 2020 年 49.3 亿元 .....	26
图表 57: 2020 年中国特医市场规模全球占比为 5.34%, 远低于美国 24.9%、欧盟 33.12% .....	26
图表 58: 我国城镇居民家庭人均可支配收入由 2010 年 1.91 万元增长至 2021 年 4.74 万元 .....	26
图表 59: 新一代群体消费金额 2011-2021 年 CAGR 为 14%, 增速快于上一代群体 .....	26
图表 60: 消费者更关注奶粉安全性、营养配方和品牌, 对价格关注度不高 .....	27
图表 61: 2019 年消费者购买奶粉 300 元以上高端价格带占比 37% .....	27
图表 62: 90% 以上消费者对奶粉高端性有关关注 .....	27
图表 63: 全国母婴店数量由 2016 年 9.82 万家增加至 2018 年 11.99 万家 .....	28
图表 64: 预计母婴店渠道占比由 2014 年 35% 上升至 2023 年 60% .....	28
图表 65: 母婴专卖店成为消费者线下购买母婴产品主要渠道, 选择人群占比 65% .....	28
图表 66: 91% 母婴店分布在低线城市 .....	28
图表 67: 线下渠道特点一览 .....	28
图表 68: 下沉市场 65% 门店占地面积在 100m <sup>2</sup> 以下 .....	28
图表 69: 下沉市场 58% 门店单店人员配置 1-2 人 .....	29
图表 70: 2019 年下沉市场仍有 74% 门店利润稳涨 .....	29
图表 71: 下沉市场 78.31% 门店以单店经营为主 .....	29
图表 72: 41.05% 母婴店提供送货上门服务 .....	29
图表 73: 72% 消费者线上购买母婴产品选择综合电商平台 .....	30
图表 74: 线上渠道占比由 2015 年 19% 升至 2020 年 31% .....	30
图表 75: 线上电商渠道特点一览 .....	30

图表 76: 贝因美大国品牌宣传片 .....	31
图表 77: 《美妈有话说》提高品牌曝光率 .....	31
图表 78: 贝因美在新浪微博联手《青春环游记》进行品牌宣传 .....	31
图表 79: 贝因美持续打造 IP《妈妈英雄会》定位 90、95 后妈咪 .....	31
图表 80: 贝因美成立以来获得主要 7 大奖项 .....	32
图表 81: 2021 年奶粉收入占比 97.38% .....	32
图表 82: 2021 年“爱加”系列占奶粉收入 50%左右 .....	32
图表 83: 2021 年奶粉、米粉及其他产品毛利占比分别为 98.90%、0.48%、0.62% .....	33
图表 84: 2021 年奶粉、米粉及其他产品吨价分别为 12.38 万元/吨、5.19 万元/吨、20.04 万元/吨 .....	33
图表 85: 2008-2021 年创新业务收入由 0.07 亿元增至 3.66 亿元 .....	33
图表 86: 公司婴幼儿/儿童配方奶粉、特医奶粉、成人配方奶粉产品矩阵 .....	34
图表 87: 公司辅食及营养品产品矩阵 .....	35
图表 88: A2 型 $\beta$ -酪蛋白能够有效避免肠道过度免疫应答, 亲和肠道易吸收 .....	36
图表 89: 全球纯种 A2 奶牛仅 30% .....	36
图表 90: 8 项链路严控有机 A2 奶源质量 .....	36
图表 91: “爱加有机 A2”: 珍惜有机奶源、科学配方保护、大国品牌背书 .....	37
图表 92: 2021 年公司主要研发项目 .....	37
图表 93: 谢宏回归后, 公司重新聚焦产品研发 .....	38
图表 94: 中国奶粉品牌特殊配方注册“0001 号”贝因美特医婴儿食品正式上市 .....	38
图表 95: 2021 年渠道收入占比 .....	39
图表 96: 2021 年渠道毛利率 .....	39
图表 97: 2019-2021 渠道收入 .....	39
图表 98: 2021 各渠道同比变化 .....	39
图表 99: 直供客户模式图解 .....	40
图表 100: 2021 年区域经销商数量占比 .....	40
图表 101: 2021 年区域经销商数量及变动 .....	40
图表 102: 积极推动线上渠道布局 .....	41
图表 103: 2021 年公司电子商务渠道收入同增 6.83% .....	41
图表 104: “爱加有机 A2”新品发布会 .....	42
图表 105: “一罐三码”, 全程可溯源 .....	42
图表 106: 奶粉基粉、乳清粉、全脂奶粉等主要原料供应商均为世界顶尖乳制品原料供应商, 如 KERRY、Valio、DOMO 等 .....	42
图表 107: 公司 2010 年生鲜乳、奶粉基粉、乳清粉、粉罐及 DHA 粉成本分别占比 35%、34%、15%、9%、6% .....	43
图表 108: 2020 年 6 家工厂产能情况 .....	44
图表 109: 贝因美物流自动化项目 .....	44
图表 110: 贝因美天津工厂外观设计图 .....	44



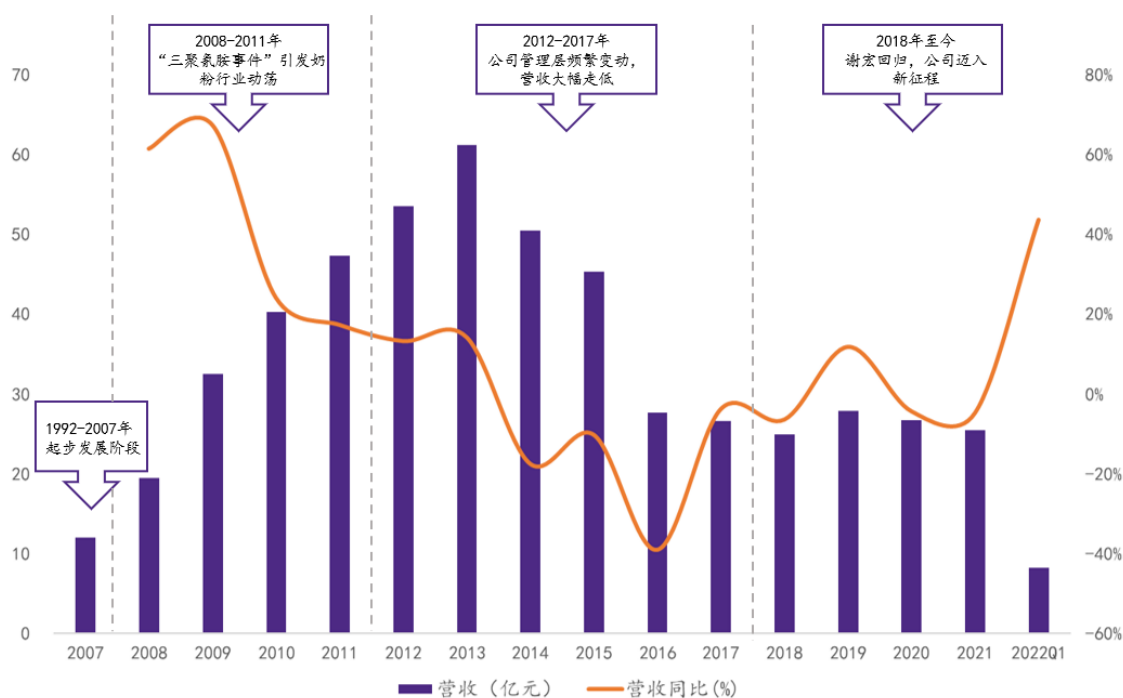
图表 111: 贝因美黑龙江安达工厂 .....	44
图表 112: 贝因美宜昌工厂 .....	44
图表 113: 总资产周转率 2018 年至今 3 年 CAGR 为 8.74%.....	45
图表 114: 存货周转率 2018 年至今 3 年 CAGR 为 125.61%.....	45
图表 115: 销售回款及经营现金流净额 2018 年至今下降至 26.32 亿元、2.47 亿元 .....	45
图表 116: 2007-2021 年应收账款周转率由 17.08 次下降至 3.67 次.....	46
图表 117: 2011-2021 年计提坏账准备由 0.23 亿元上升至 6.74 亿元, 坏账损失由 0.04 亿元降至 0 元	46
图表 118: 前期授信额度逐步到期显示在应收账款龄上为 3 年以上, 目前已基本计提 .....	46

# 1、昔日国产奶粉龙头，创始人回归二次创业

## 1.1、创始人回归，重新二次创业

总部位于浙江杭州的贝因美，初创于1992年，距今已有30余载，于2011年4月12日在深交所挂牌上市。公司以“亲子顾问，育儿专家”为品牌定位，主要从事婴幼儿食品的研发、生产和销售等业务，并提供相关咨询等服务，预包装食品、乳制品(含婴幼儿配方乳粉)的批发兼零售。贝因美始终坚持“国际品质，华人配方”的产品理念，注重科研创新。拥有贝因美食品科学与营养研究院、贝因美生育养育教育研究院等专业科研部门，下设各类研究中心，拥有各类专业技术人才及一批一流相关专业的国际专家、顾问，与国际国内先进技术研究机构长期合作，为产品和服务的创新升级持续提供支持，以确保科学性与安全性，研发实力雄厚。

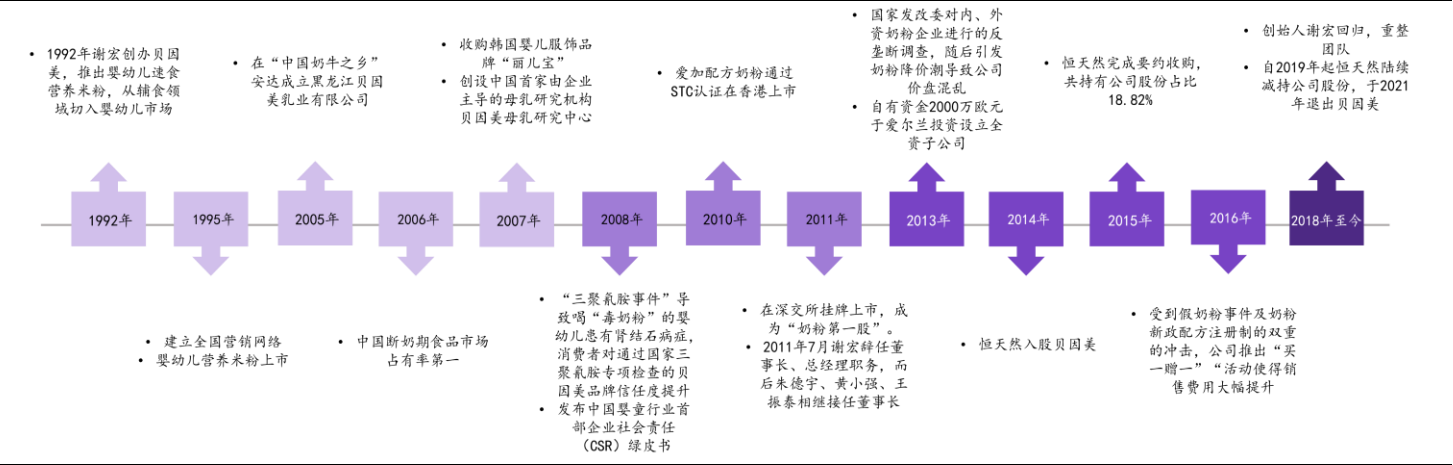
图表 1：贝因美成立于1992年，30年历经行业“毒奶粉”、管理层动荡、外资冲击，后迎来创始人谢宏回归



资料来源：中国饲料行业信息网援引天拓资讯整理、wind，华鑫证券研究

纵观公司发展史，我们认为公司发展主要经历四个阶段：

图表 2：贝因美几度兴衰发展史



资料来源：公司官网、公司 2021 年半年报、中国饲料行业信息网援引天拓资讯整理、界面新闻，华鑫证券研究

第一阶段（1992-2007 年）起步发展阶段：1992 年谢宏创办贝因美，从婴幼儿辅食赛道切入市场后进行全国化布局，于 1995 年进军全国市场。1998 年正式进军奶粉行业。2006 年贝因美在中国断奶期食品市场占有率取得第一。2007 年创设中国首家由企业主导的母乳研究机构贝因美母乳研究中心。

图表 3：贝因美鸡肉蔬菜营养米粉二段，以优质大米、全脂奶粉和大豆分离蛋白为主要原料

图表 4：贝因美母乳研究中心成立 10 周年成果发布会，首席科学家谢宏做专题报告



资料来源：亲亲宝贝，华鑫证券研究

资料来源：搜狐网，华鑫证券研究

第二阶段（2008-2011 年）“三聚氰胺事件”引发行业动荡：在 2008 年“三聚氰胺毒奶粉事件”之下，贝因美作为国内少数未被检测出三聚氰胺的婴幼儿配方奶粉品牌，品牌和质量赢得消费者信任，迅速抢占“毒奶粉”品牌市场份额。2010 年爱加配方奶粉通过 STC 认证在香港上市。于 2011 年上半年在深交所挂牌上市，成为“奶粉第一股”。

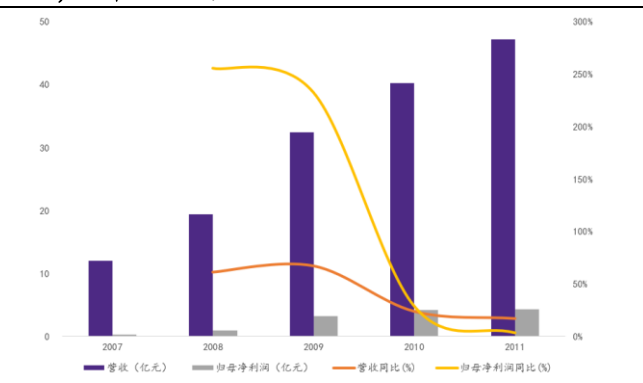


图表 5：2008 年，当年食用三鹿奶粉的婴儿患肾结石新闻报道



资料来源：搜狐网，华鑫证券研究

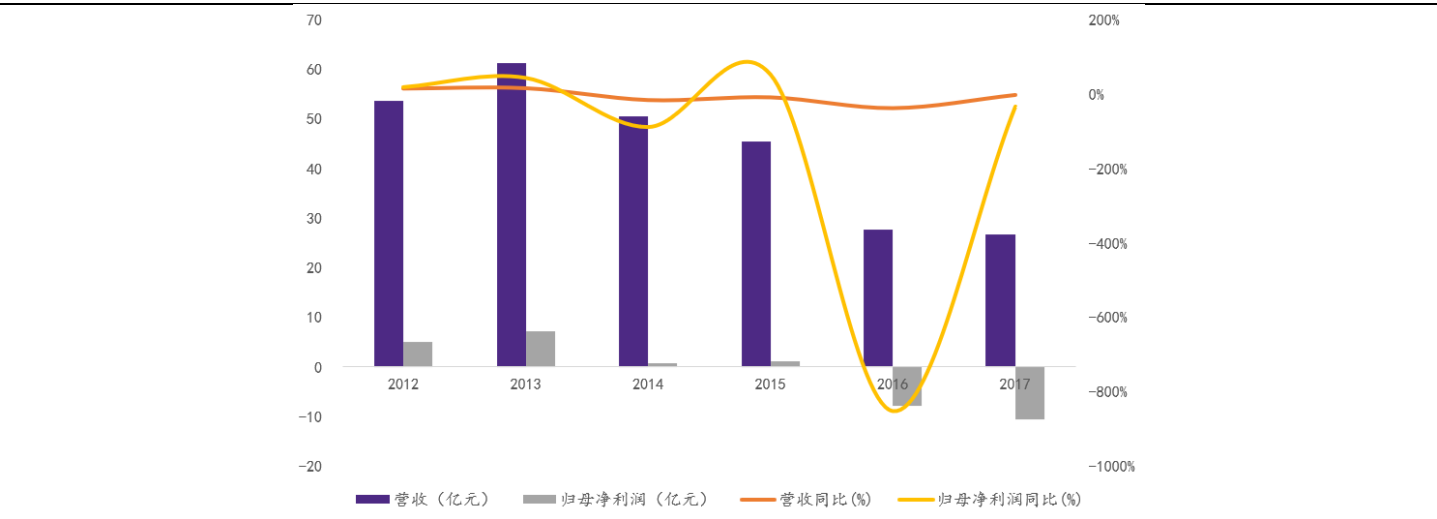
图表 6：2007-2011 年公司营收及归母净利润稳步提升，从 12 亿元、0.28 亿元提升至 47.27 亿元、4.37 亿元，4 年 CAGR 为 40.87%、99.31%



资料来源：wind，华鑫证券研究

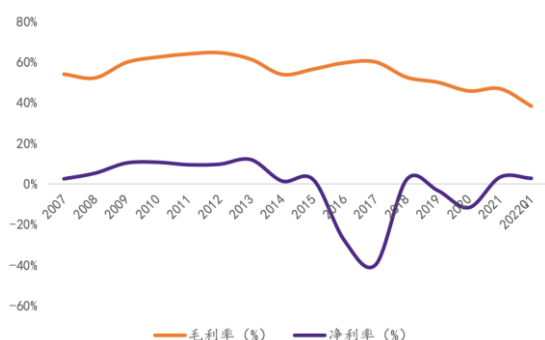
第三阶段（2012-2017 年）公司管理层频繁变动，营收大幅走低：创始人谢宏在贝因美上市三个月后辞任董事长职务，而后朱德宇、黄小强、王振泰相继接任董事长。2013 年国家发改委对内、外资奶粉企业进行的反垄断调查，随后引发奶粉降价潮，价格体系被打乱，市场秩序失控，致使经销商利润受到挤压。2014 年恒天然入股贝因美。2015 年公司对优质客户提高授信额度，应收账款增加。2016 年受假奶粉事件及奶粉新政配方注册制的双重的冲击，贝因美推出“买一赠一”销售活动，销售费用率大幅增长 19.28pct 致使同年净利率下降 29.9pct。这一阶段公司经历管理层频繁变动和恒天然入股贝因美等事件，团队凝聚力受到影响；奶粉降价潮使得渠道商利润变低，加之存在压货现象，渠道商以非正常价格消化库存最后形成价格混乱和恶性循环。

图表 7：管理层变动、外资入股、降价潮、奶粉新政等事件下公司营收及归母净利润从 2012 年 53.54 亿元、5.09 亿元降至 2017 年 26.60 亿元、-10.57 亿元



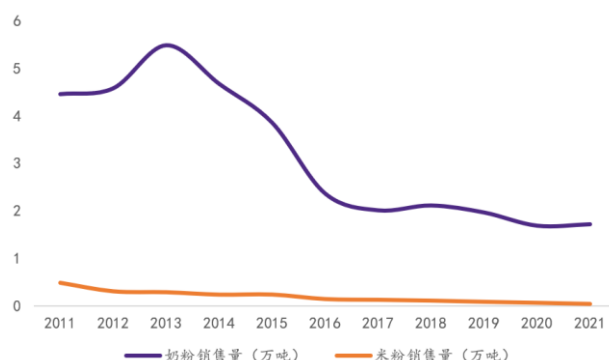
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 8：2013 年降价潮后毛利率及净利率大幅降低，2013-2021 分别下降 8.59pct、14.49pct



资料来源：wind，华鑫证券研究

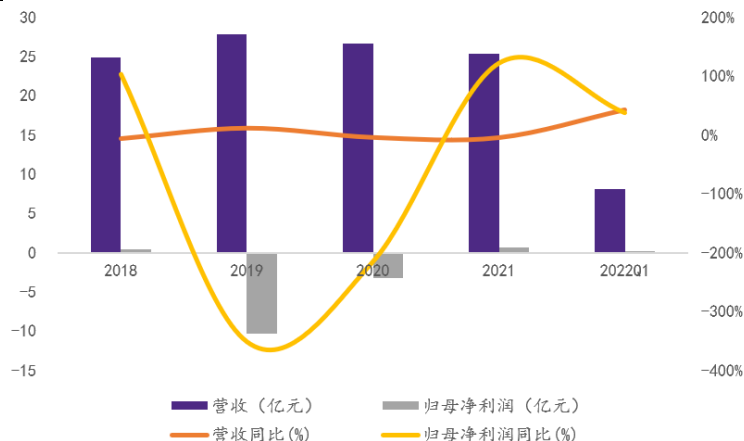
图表 9：奶粉、米粉销量在降价潮后亦下降明显，2013-2021 年从 5.48 万吨、0.28 万吨下降至 1.71 万吨、0.04 万吨



资料来源：公司 2011-2021 年年报，华鑫证券研究

第四阶段（2018 年至今）谢宏回归，公司迈入新征程：2018 年创始人回归，尤其 2021 年重回一线操盘后，重新梳理管理体系以及发展策略。目前营收情况有回暖趋势，公司重振旗鼓，有望迈入新征程。

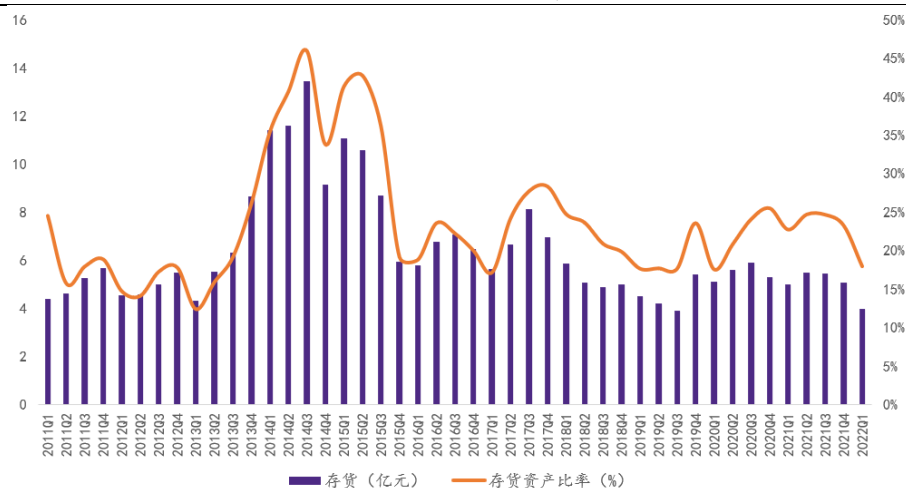
图表 10：创始人谢宏重操旧盘，公司营收及归母净利润逐渐平稳且有向好趋势，从 2018 年 24.91 亿元、0.41 亿元提升至 2021 年 25.40 亿元、0.73 亿元，3 年 CAGR 为 0.65%、21.26%。



资料来源：wind，华鑫证券研究

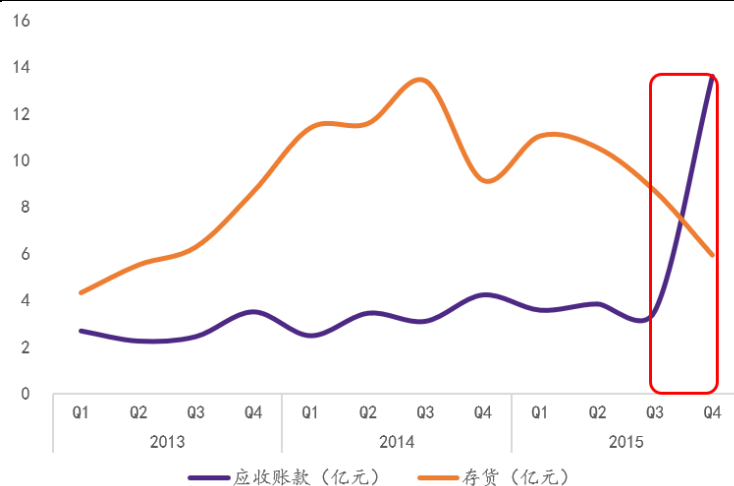
公司于 2015 年 11 月底开始对优质客户进行大幅度授信，以便优质客户在第一时间有足够的货源将公司产品辐射到各门店开拓新的终端及消费者，将客户授信总金额由 0.5 亿元提高至 10.3 亿元。截至 2015 年底，2015 年 12 月实现对授信客户的销售收入 8.77 亿元（不含增值税），形成应收账款 10.26 亿元。此举引起 2015Q4 存货余额、存货资产比率大幅下降以及应收账款大幅增加。存货余额由 2015Q3 的 8.69 亿元降至 2015Q4 的 5.94 亿元（-31.67%）；存货资产比率由 2015Q3 的 36.05%降至 2015Q4 的 19.06%（-17pct）；应收账款由 2015Q3 的 3.57 亿元增至 2015Q4 的 13.63 亿元（+282.17%）。

图表 11：2011Q1-2022Q1 期末存货余额由 4.39 亿元下降至 3.96 亿元，存货资产比率由 24.43%下降至 17.85%



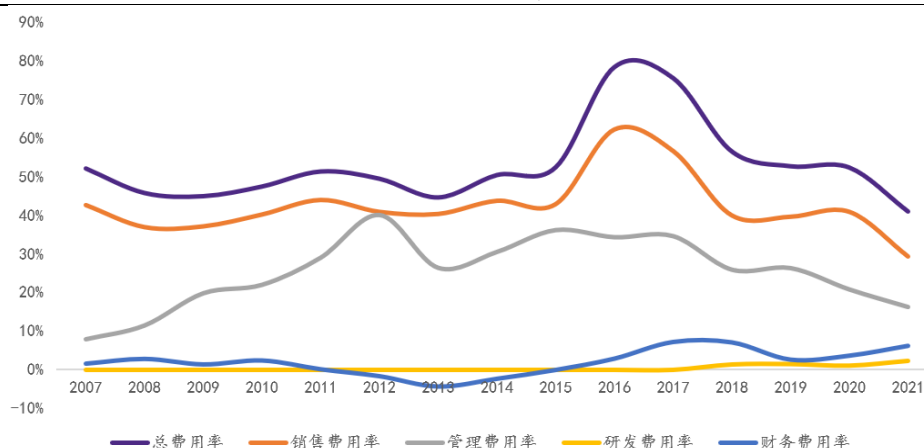
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 12：2015Q4 提高授信，致使 2015Q4 相比 2015Q3 应收账款增加 282.17%，存货降低 31.67%



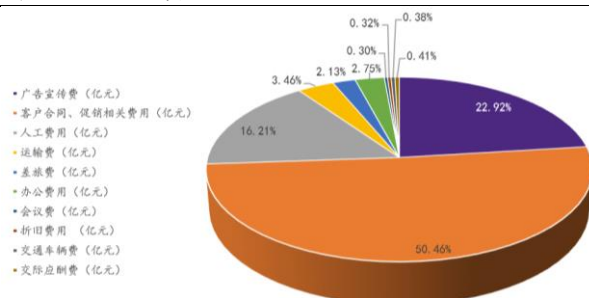
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 13：2016 年“买一赠一”活动使得销售费用率增长 19.28pct，净利率下降 29.90pct



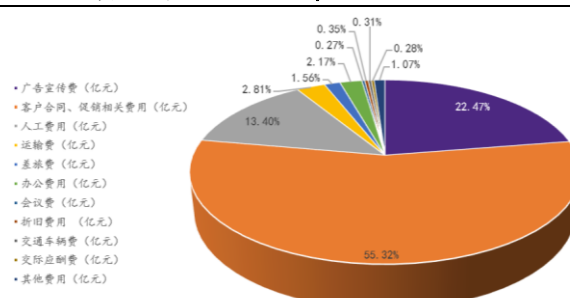
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 14：“买一赠一”活动前的 2015 年公司客户合同、促销相关费用占比为 50.46%



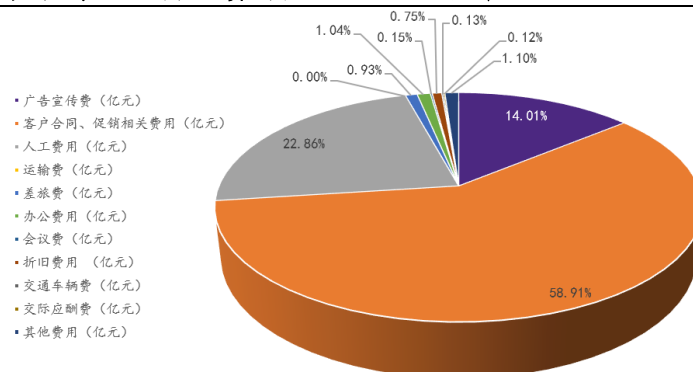
资料来源：公司 2015 年年报，华鑫证券研究

图表 15：2016 年“买一赠一”活动使得客户合同、促销相关费用同比增长 4.86pct 至 55.32%



资料来源：公司 2016 年年报，华鑫证券研究

图表 16：2016-2021 年公司客户合同、促销相关费用占比由 55.32%提升至 58.91%



资料来源：公司 2021 年年报，华鑫证券研究

1.2、创始人作为实控人，两国企财务投资

创始人谢宏回归，重新执掌企业，两国有企业信达华建投资、长城长弘投资入驻分别成为第二、第三大股东。现任董事长谢宏目前通过持有 83.33%的贝因美集团股份，间接持有 17.29%的贝因美股份有限公司，为实际控制人。谢宏先生 1965 年出生于浙江省台州市黄岩区，系贝因美创始人、首席科学家。担任中国食品科学技术学会常务理事、中国儿童食品专业学会常务理事等多种社会职务，撰有《婴幼儿食品的科学范畴及评价原则》、《婴幼儿营养与科学喂养》等 20 余部论著。国有企业信达华建投资与长城长弘投资为贝因美第二、第三大股东，分别持有公司 5.09%和 4.81%的股份。

图表 17：实际控制人谢宏与两国有企业信达华建投资、长城长弘投资共谋发展



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 18：谢宏个人经历

1965年	出生于教师家庭。
1980年	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年	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年	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年	在国内婴童行业发展还处于萌芽阶段，谢宏先生就敏锐地发觉到中国婴童业发展的巨大潜力，在实业强国的理想驱使下，他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年	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年	谢宏辞去大学职位，创办贝因美。
1998年	创立贝因美研究所，任首席科学家。研究所内设立技术标准研究中心，任标准技术研究负责人。
2001年	经过多年婴幼儿奶粉配方研究与实验，谢宏决定进军婴幼儿奶粉市场，“国际品质，华人配方”更适合中国宝宝体质的贝因美奶粉隆重上市。

资料来源：公司官网，华鑫证券研究



## 2、 高端化+功能化提振行业，国产品牌望再次崛起

### 2.1、行业概况：国产品牌十年逆袭，重新崛起在即

婴幼儿食品主要分为婴幼儿配方奶粉和婴幼儿辅助食品两大类，其中婴幼儿配方奶粉是最重要的婴幼儿食品，通常以牛乳为基础，参考母乳成分组成，以生鲜乳、原料基粉、乳清粉等为主要原料，加入适量维生素和矿物质以及特定营养物质配方，经加工后制成。婴幼儿奶粉一般分阶段配制，根据0-6月、6-12月、1-3岁不同阶段婴幼儿生理特点和营养要求，对蛋白质、脂肪、碳水化合物、维生素和矿物质五大营养素进行调整和强化。

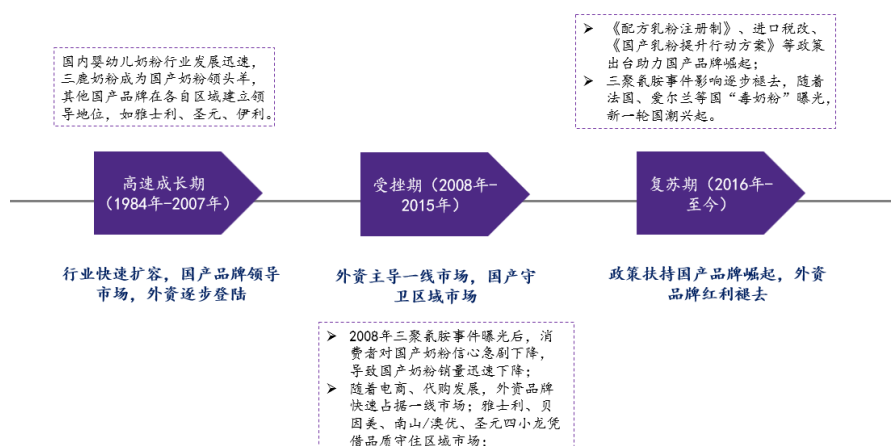
我国婴幼儿奶粉行业发展可分为三个阶段：

**高速成长期（1984-2007年）：**1984年7月，国家经济委员会首次将乳制品工业作为主要行业发展方向和重点，奶粉行业迎发展最佳时期，贝因美（1992年）、君乐宝（1995年）、圣元（1998年）、澳优（2003年）、雅士利（1996年生产婴配粉）等乳企相继成立或升级，国产奶粉高速成长，三鹿奶粉成为国产奶粉领头羊，其他品牌形成区域领导地位；多美滋、美赞臣、雅培等外资品牌也进入国内市场，享受市场增长红利。

**受挫期（2008-2015年）：**2008年“三聚氰胺”事件曝光，三鹿奶粉等众多涉事品牌倒塌，消费者对国产奶粉信心急剧下降；随着电商、海淘、代购发展，外资品牌得以抢占一线市场份额，大量消费者转向进口奶粉。贝因美、雅士利、圣元、南山/澳优四小龙凭借品质守住二线区域市场。

**复苏期（2016年-至今）：**2016年6月，《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》正式发布；2019年5月，《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》出台。随着各项政策推进，国内奶粉市场环境改善，监管趋于正规化，国产奶粉品质提升，消费者信心得到提振。此外，2016年4月起跨境电子商务零售进口实施税收新政，外资品牌掀起涨价潮，同时国外“毒奶粉”事件频出，新一轮国潮兴起。

图表 19：国产奶粉迎来复苏期

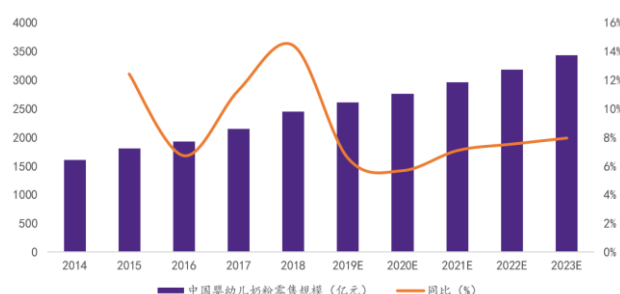


资料来源：前瞻产业研究院，立鼎产业研究院，华鑫证券研究

## 2.2、行业量降价升，有望继续扩张

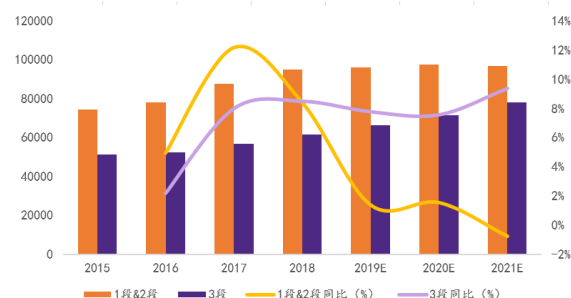
据飞鹤招股说明书，预计中国婴幼儿奶粉市场规模由 2014 年 1605 亿元增至 2023 年 3427 亿元，9 年 CAGR 为 9%。2016 年 1 月 1 日，国家出台二胎政策，奶粉行业迎新一波人口红利，2018 年行业增速高达 14.38%，但由于出生人口进入下行周期，预计 2023 年行业增速下滑至 7.94%。分阶段看，1 段和 2 段奶粉规模由 2015 年 743.71 亿元增至 2021 年 969.87 亿元，6 年 CAGR 为 5%；3 段奶粉规模由 2015 年 514.96 亿元增长至 2021 年 782.07 亿元，6 年 CAGR 为 7%。1 段和 2 段奶粉增速放缓，主要受出生人口下降影响，3 段奶粉保持稳步增长。

图表 20：中国婴幼儿奶粉市场规模由 2014 年 1605 亿元预计增长至 2023 年 3427 亿元



资料来源：飞鹤招股说明书，华鑫证券研究

图表 21：1 段和 2 段奶粉增速放缓，3 段奶粉保持增长



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

### 2.2.1、量降：出生人口下降，奶粉产量缩减

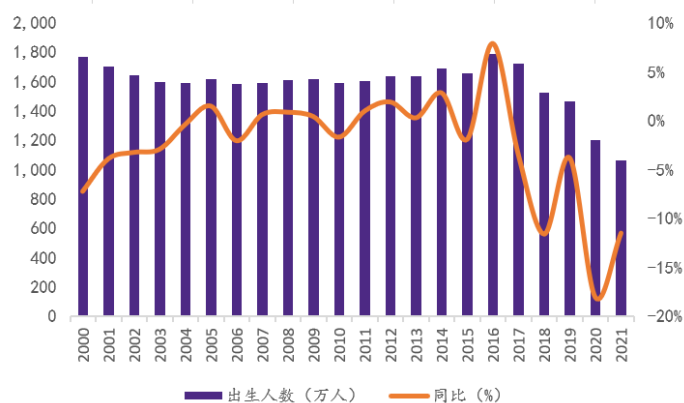
**需求端：出生人口持续下降，晚婚晚育是现实。**我国新出生人口数量由 2000 年 1771 万人减少至 2021 年 1062 万人，2016 年受二胎政策刺激，新增人

口数量达到 1786 万人，为近十年增长高峰，但政策效果有限，2016-2020 年，出生人口持续下降。主要原因：

1) 由于生育经济负担重、时间成本高，且女性工作时长增加，生育意愿降低。据 wind 数据，我国城镇女性平均工作时长呈上升趋势，由 2001 年 44.5 小时/周增加至 2020 年 45.6 小时/周。我国女性生育率呈下降趋势，每名妇女生育数由 1960 年 5.76 人迅速下降至 1980 年年 2.61 人，20 年 CAGR 为-4%，1980-2020 年由 2.61 人缓慢下降至 1.70 人，40 年 CAGR 为-1%，与美国、法国、日本、韩国、新加坡等国家差距逐渐缩小。

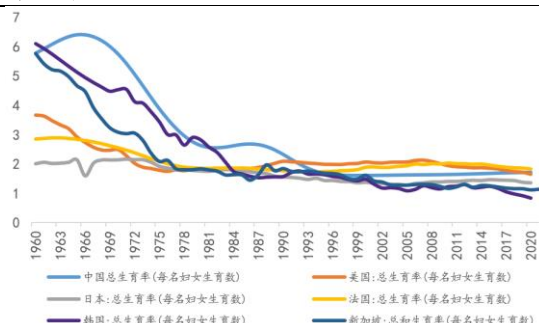
2) 婚育年龄推迟，育龄妇女规模减小。随着受教育程度和城镇化水平提高，我国婚育年龄由 20-24 岁逐步推迟至 30 岁以上。据第一财经数据，20-24 岁人口结婚率由 2010 年 37.6%下降至 2020 年 18.6%，而 30-34 岁由 2010 年 11.3%上升至 2020 年 19.3%。婚育年龄推迟导致育龄妇女规模下降，我国 20-34 岁生育旺盛期妇女规模由 2010 年 1.60 亿人下降至 2021 年 1.45 亿人。

图表 22：我国新出生人口数量由 2000 年 1771 万人减少至 2021 年 1062 万人



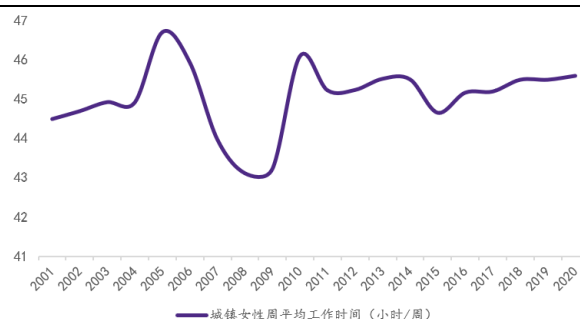
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 23：我国生育率与美国、法国、日本、韩国、新加坡等国家差距逐渐缩小



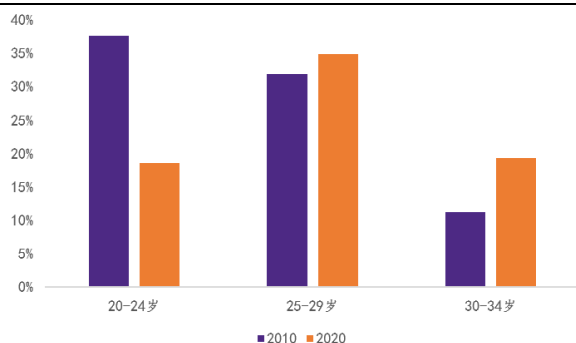
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 24：我国城镇女性每周平均工作时长由 2001 年 44.5 小时/周增加至 2020 年 45.6 小时/周



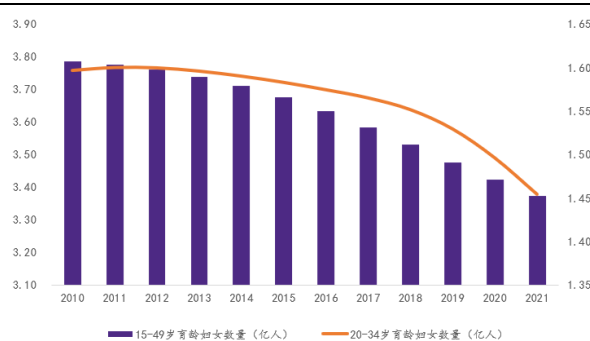
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 25: 我国 20-24 岁人口结婚率由 2010 年 37.6% 下降至 2020 年 18.6%



资料来源: 第一财经, 华鑫证券研究

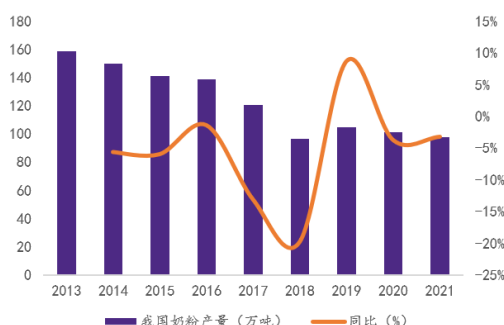
图表 26: 我国 20-34 岁生育旺盛期妇女规模由 2010 年 1.60 亿人下降至 2021 年 1.45 亿人



资料来源: populationpyramid.net, 华鑫证券研究

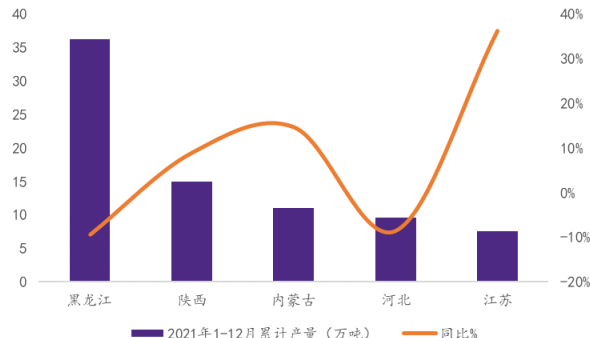
**供给端: 奶粉产量下降, 头部企业集中省份稳定。**由于人口增长放缓, 婴幼儿奶粉行业出现产品过剩, 进入整合和调整阶段, 尾部企业加速出清, 奶粉产量缩减。据奶粉智库数据, 我国奶粉产量由 2013 年 159 万吨下降至 2021 年 97.94 万吨。分省份看, 产量集中于头部企业集中省份, 2021 年全年黑龙江 (飞鹤、贝因美为主) 累计产量 36.27 万吨 (-9%), 陕西 (御宝、和氏等羊奶粉品牌为主) 累计产量 14.93 万吨 (+9%), 内蒙古 (伊利、蒙牛为主) 累计产量 10.99 万吨 (+15%), 河北 (君乐宝为主) 累计产量 9.58 万吨 (-9%), 江苏 (惠氏为主) 累计产量 7.59 万吨 (+36%), 五大省总产量占比 81%, 其中陕西、内蒙古、江苏产量稳定增长。随着行业集中度提升, 国内头部企业产量稳定增长有望缓解奶粉总产量波动。

图表 27: 我国奶粉产量由 2013 年 159 万吨下降至 2020 年 101.23 万吨。



资料来源: 奶粉智库, 华鑫证券研究

图表 28: 头部企业集中省份产量稳定增长



资料来源: wind, 华鑫证券研究

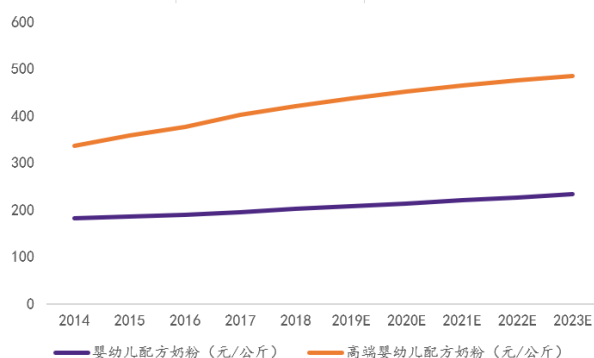
## 2.2.2、价升: 短期受原料成本影响, 长期受益于奶粉高端化

**奶粉高端化成趋势, 推动价格提升。**随着新国标出台, 消费者对奶粉品质要求提高, 高端、超高端奶粉成为各乳企新增长点。我国婴幼儿奶粉零售均价预计由 2014 年 183.2 元/kg 上升至 2023 年 234.7 元/kg, 9 年 CAGR 为 2.79%,

其中预计高端婴配奶粉零售均价由 2014 年 336.3 元/kg 上升至 2023 年 486 元/kg，9 年 CAGR 为 4.18%，增速高于行业，推动整体均价提升。

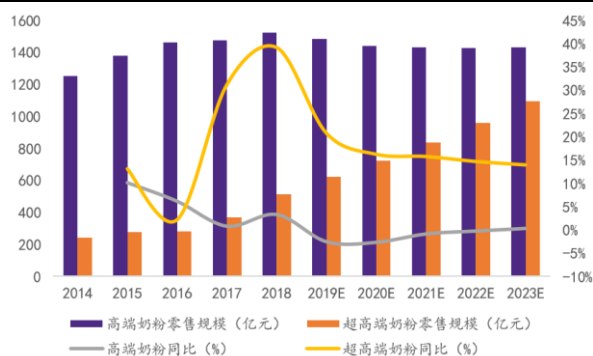
此外，高端、超高端奶粉规模逐年增长，推动行业规模增长。高端奶粉零售规模预计由 2014 年 1252 亿元增长至 2023 年 1429 亿元，9 年 CAGR 为 1%，超高端奶粉零售规模预计由 2014 年 244 亿元增长至 2023 年 1094 亿元，9 年 CAGR 为 18%。

图表 29：我国婴幼儿奶粉零售均价预计由 2014 年 183.2 元/kg 上升至 2023 年 234.7 元/kg



资料来源：飞鹤招股说明书，华鑫证券研究

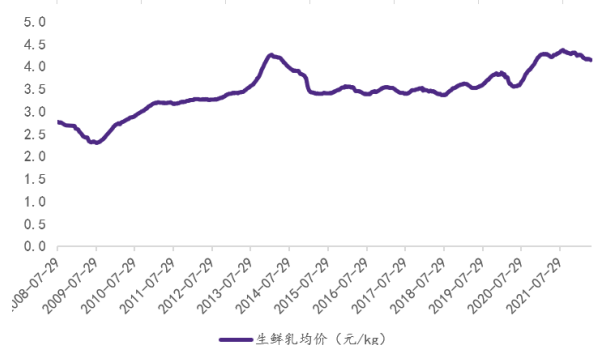
图表 30：高端、超高端奶粉零售规模逐年增长，推动行业规模增长



资料来源：飞鹤招股说明书，华鑫证券研究

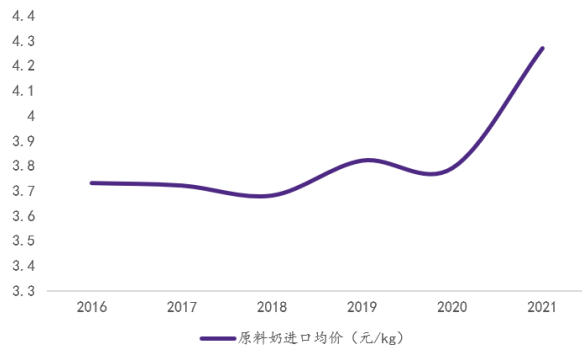
**原料成本压力上涨，推动奶粉提价。**据沙利文研究院，鲜奶成本占婴幼儿奶粉原料成本约 70%。据 wind 数据，受限干奶牛养殖量，我国生鲜乳均价由 2008 年 8 月 2.75 元/kg 上升至 2021 年 8 月 4.37 元/kg，13 年 CAGR 为 4%。从进口成本看，受疫情影响，原料奶进口均价由 2016 年 3.73 元/kg 上升到 2021 年 4.27 元/kg，5 年 CAGR 为 3%。

图表 31：我国生鲜乳均价由 2008 年 8 月 2.75 元/kg 上升到 2021 年 8 月 4.37 元/kg



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 32：原料奶进口均价由 2016 年 3.73 元/kg 上升到 2021 年 4.27 元/kg



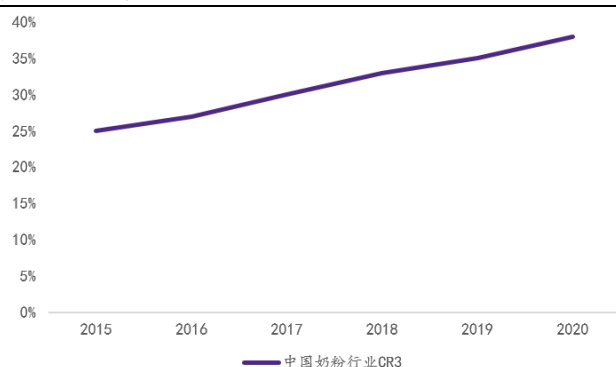
资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究



## 2.3、竞争格局：行业集中度提升，国产品牌再崛起

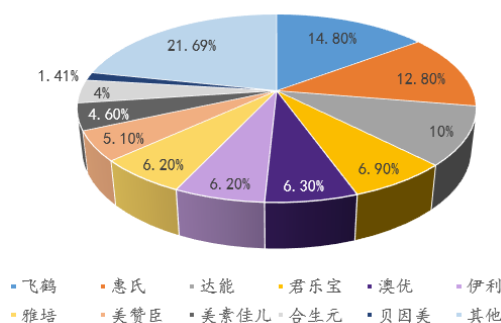
政策推动行业出清，提升行业集中度。2008 年三聚氰胺事件爆发，国产奶粉陷入疲软，市占率从 2007 年 60% 急剧下滑至 2014 年 40%。为振兴国产奶粉，国家加强行业监管，出台多项政策规范行业标准、鼓励乳粉企业兼并重组。2016 年出台《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》，规定企业只能销售通过配方注册的配方，对奶粉品质提出更高要求，大品牌凭借高品质抢占中小品牌份额，行业集中度提升，我国 CR3 由 2015 年 25% 提升至 2020 年 38%，其中 2020 年我国奶粉市场大品牌占比达 76.9%，前三名分别为飞鹤（14.8%）、惠氏（12.8%）、达能（10%），贝因美市占率为 1.41%。

图表 33：我国婴幼儿奶粉行业 CR3 由 2015 年 25% 提升至 2020 年 38%



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

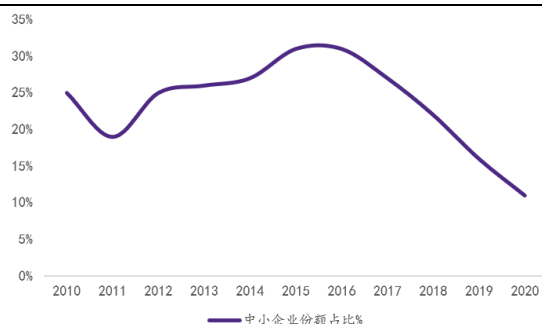
图表 34：2020 年我国奶粉市场大品牌占比达 76.9%



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

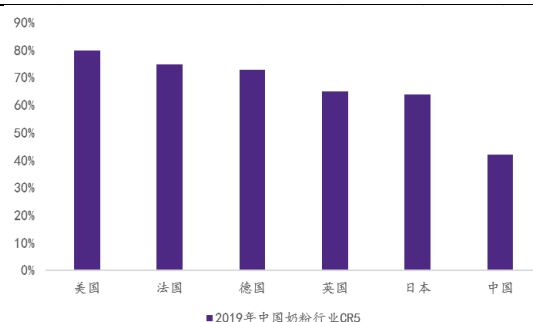
但我国奶粉行业集中度与发达国家相比仍较低，有望持续提升。据华经产业研究院数据，2019 年我国奶粉行业 CR5 为 42%，远低于美国 80%、法国 75%、德国 73%、英国 65%、日本 64%。2021 年国家发布 50 项新食品安全国家标准，2023 年正式实施，叠加二次配方注册制，将进一步提高行业门槛，加速行业整合，提升优质大品牌占比。

图表 35：中小企业份额由 2010 年 25% 下降至 2020 年 11%



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 36：我国奶粉行业集中度与发达国家相比仍较低



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

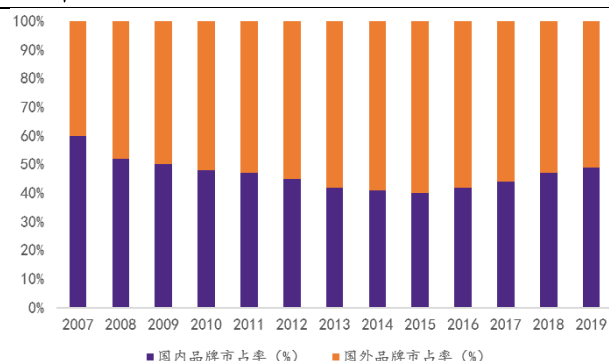
图表 37：奶粉行业政策一览

时间	相关行业政策	具体内容
1980.01	《轻工业部、商业部、粮食部关于解决婴幼儿食品问题的报告》	建议北京、上海、天津、广州、武汉、黑龙江双城县等六个市、县，首先组织代乳粉、婴幼儿奶粉专厂或专车间生产，争取1981年投产；乳品厂要发展母乳化奶粉、强化奶粉、调制奶粉等。
1984.07	《国务院办公厅转发〈一九八一年一二〇〇〇年全国食品工业发展纲要〉的通知》	充分利用奶源，生产多种多样的乳制品，结合生产各种奶粉（特别是母乳化奶粉）等产品
2008.10	《生鲜乳生产收购管理办法》	提出生产、收购、贮存、运输、销售的生鲜乳，应当符合乳品质量安全国家标准。
2008.11	国务院办公厅关于转发发展改革委等部门奶业整顿和振兴规划纲要的通知	1、到2008年年底，以处置婴幼儿奶粉事件为契机，对乳品生产、收购、加工、销售等各环节进行 <b>全面整改，加大扶持力度</b> ，使各环节基本恢复到正常状态； 2、到2009年10月底前，健全相关法律法规，完善乳品质量标准，推广生鲜乳生产技术规程，加强奶站规范化建设和管理，推进乳制品生产企业建立良好生产规范，使奶业发展在制度化、规范化建设上迈出重要步伐。
2009.06	《奶粉工业产业政策》（修订）	提出奶粉行业发展的政策目标、产业布局以及 <b>行业准入</b> 等内容。
2010.03	<b>66项乳品安全国家标准</b>	制定包括生乳、发酵乳、婴幼儿配方食品等 <b>66项</b> 国家安全标准。
2013.06	《进出口乳品检验检疫监督管理办法》	对 <b>奶粉的进口和出口</b> 均提出相应要求。
2013.06	《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见》	健全长效监管机制，实现婴幼儿配方乳粉从源头到消费全过程监管。
2013.06	<b>《提高乳粉质量水平，提振社会消费信心行动方案》</b>	要求对婴幼儿乳粉参照药品管理，并 <b>鼓励乳粉企业兼并重组</b> ，力争提升 <b>婴幼儿乳粉质量</b> ，提振消费者信心。
2013.12	《关于禁止以委托、贴牌、分装等方式生产婴幼儿配方乳粉的公告》	<b>禁止以委托加工、贴牌、分装等方式生产婴幼儿配方乳粉。</b>
2013.12	《婴幼儿配方乳粉生产企业监督检查规定》	规定婴幼儿配方乳粉生产企业质量安全责任和 <b>对企业的监督检查方式、监督检查程序、监督检查结果处理和监督检查工作要求</b> 等。
2015.05	《中华人民共和国食品安全法》修订	1、婴幼儿配方乳粉的产品配方应当经国务院食品药品监督管理部门注册。注册时，应当提交配方研发报告和其他表明配方科学性、安全性的材料。 2、不得以分装方式生产婴幼儿配方乳粉， <b>同一企业不得用同一配方生产不同品牌的婴幼儿配方乳粉。</b>
2016.6	<b>《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》（2019年6月修订并向社会公开征求意见稿）</b>	1、2018年1月1日起 <b>只有通过国家婴幼儿乳粉配方注册的配方</b> 可以在市场上进行销售，未通过的品牌销售至保质期结束。 2、在多方面对奶粉进行要求，不能过度宣传； 3、每个企业原则上不超过3个配方系列； 4、如实标明使用的生乳、乳粉、乳清（蛋白）粉等乳制品原料的动物性来源等具体要求。
2018.6	<b>《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全意见》</b>	1、提出到2020年，奶业供给侧结构性改革取得实质性成效，奶业现代化建设取得明显进展，100头以上规模养殖比重超过65%， <b>奶源自给率保持在70%以上</b> ，婴幼儿配方乳粉的品质、竞争力和美誉度显著提升，乳制品供给和消费需求更加契合； 2、到2025年，奶业实现全面振兴，基本实现现代化，整体进入世界先进行列。
2019.2	《中共中央国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》	提出实施奶业振兴行动，加强优质奶源基地建设，升级改造中小奶牛养殖场，实施 <b>婴幼儿配方奶粉提升行动</b> 。
2019.6	<b>《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》</b>	1、明确要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”行动计划， <b>国产婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在60%以上</b> ； 2、产品质量安全可靠、消费者信心和满意度明显提高； 3、产业结构进一步优化， <b>行业集中度和技术装备水平继续提升</b> ； 4、产品竞争力进一步增强，市场销售额显著提高， <b>中国品牌婴幼儿配方乳粉在国内市场的排名明显提升</b> 。
2021.3	《工业和信息化部办公厅关于做好2021年工业质量品牌建设工作的通知》	进一步扩大婴幼儿配方奶粉追溯体系建设，让消费者放心消费。
2021.3	<b>50项新食品安全国家标准</b>	1、包括《婴儿配方食品》、《较大婴儿配方食品》、《幼儿配方食品》等3项营养与特膳食品标准。该标准于2023年2月22日正式实施。 2、修订或增加了产品中营养素含量的最小值和最大值； 3、将2010版标准中部分可选择成分调整为必需成分； 4、污染物、真菌毒素和致病菌限量要求统一引用相关基础标准，体现标准间协调性。

资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

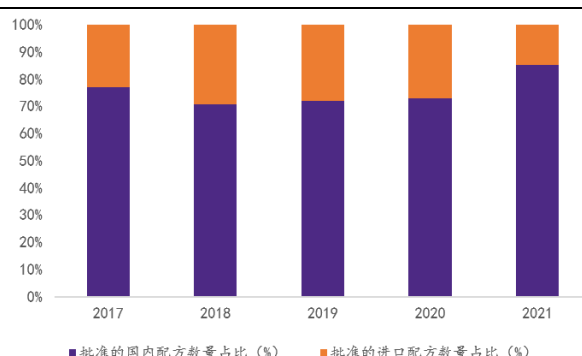
**国产奶粉重新崛起，外资品牌加速本土化。**在国家一系列政策刺激下，国产奶粉品牌通过加强研发能力和供应链建设，市占率由2014年低谷40%提升至2019年49%。国产品牌凭借强大的配方研发能力，快速崛起。我国婴幼儿奶粉受批准配方数量由2017年904个下降至2021年41个，其中国产奶粉占比自2018年起逐年提升，由2018年71%提升至2021年85%。随着国产品牌品质提升，行业竞争加剧，叠加监管政策和疫情影响，外资品牌市场份额由2015年60%下降至2019年51%，且2020年我国奶粉进口量同比下降4%。为重新抢占份额，外资品牌开始调整策略，通过并购、电商等加速本土化。

图表 38：国产品牌市占率由 2014 年低谷 40%提升至 2019 年 49%



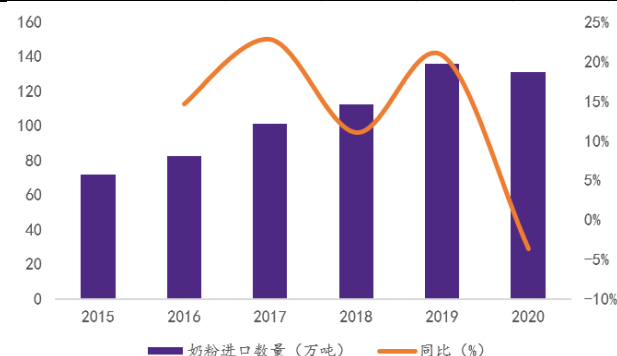
资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 39：获得注册的国产配方奶粉占比由 2018 年 71% 提升至 2021 年 85%



资料来源：食品资讯中心，华鑫证券研究

图表 40：2020 年我国奶粉进口量同比下降 4%



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 41：外资品牌开始调整策略，通过并购、电商等加速本土化

品牌	本土化措施
达能	1、与湖南欧比佳达成战略合作，投资并开发其本地婴幼儿配方奶粉工厂和产品。 2、全资收购迈高乳业（青岛）有限公司。
美赞臣	母公司利洁时集团以22亿美元将美赞臣大中华区婴幼儿配方奶粉及营养品业务出售给春华资本集团。2022年2月，美赞臣中国收购美可高特羊乳有限公司100%股权。
惠氏	利用跨境电商渠道向中国引进更多产品，同时采取专属团队运作和属地化经销商共建的模式，发力中国下沉市场。
菲仕兰	集中发力营销和电商渠道，开发新的分销网络以覆盖下线城市。其中超高端奶粉皇家美素佳儿销售额同比增长超50%，高端奶粉品牌美素佳儿份额保持稳定。

资料来源：新京报，华鑫证券研究

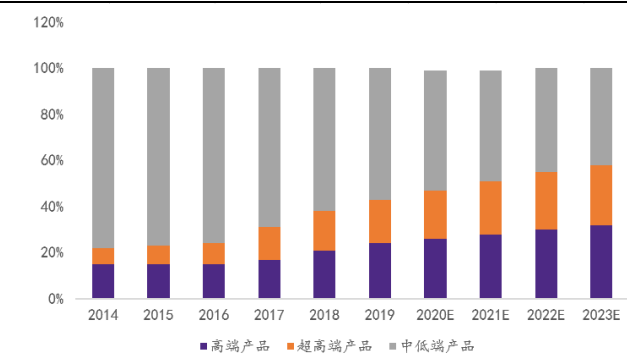
**分价格带看，高端奶粉具备增长潜力。**据前瞻产业研究院，根据每千克售价分段，奶粉大致分为超高端、高端和中低端，其中超高端、高端奶粉市场份额逐年提升，增速快于中低端奶粉，有较大发展潜力。我国超高端奶粉市占率预计由2014年7%上升到2023年26%，2014-2018年和2018-2023年CAGR分别为39.5%、16.9%；高端奶粉市占率由2014年15%预计上升至2023年32%，2014-2018年和2018-2023年CAGR分别为20.5%、16.3%。

**超高端奶粉（大于 390 元/kg）：**增速最快，预计 2022 年市场份额达到 25%。国外品牌包括惠氏启赋、雅培菁智、美赞臣蓝臻、皇家美素佳儿等。部分国产品牌亦有不错表现，如飞鹤星飞帆系列、贝因美新品爱加有机 A2 及澳优海普诺凯等产品。

**高端奶粉（290-390 元/kg）：**国内外品牌竞争最激烈，预计 2022 年市场份额达 30%。国产高端化品牌主要集中在该价格带，如贝因美爱加及可睿欣、伊利金领冠珍护系列、飞鹤超级飞帆、澳优佳贝艾特等。国外品牌如达能旗下爱他美占据较高份额。

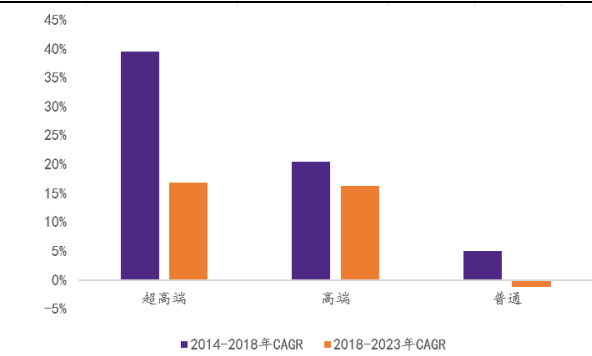
**中低端奶粉（小于 290 元/kg）：**市场份额最大，但呈下降趋势，预计 2022 年市场份额达 45%。该价格带小品牌和杂牌较多。君乐宝、雅士利、贝因美等国产品牌主力产品集中在此价格带。惠氏和达能在该价格带有 S-26 和诺优能。

图表 42：预计高端奶粉市占率由 2014 年 15% 上升至 2023 年 32%



资料来源：锐观咨询，华鑫证券研究

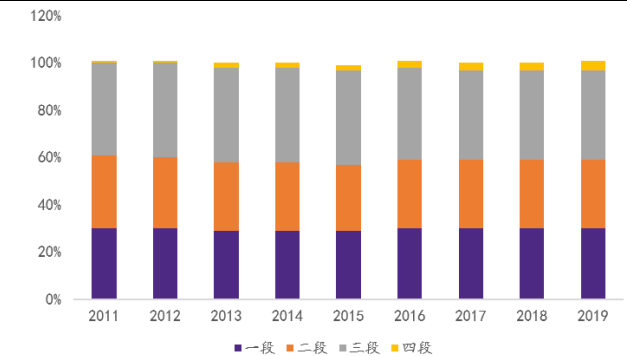
图表 43：高端和超高端奶粉增速均高于中低端奶粉



资料来源：飞鹤招股说明书，华鑫证券研究

分阶段看，以一至三段奶粉为主，四段奶粉占比尚小。2011-2019 年，一至三段奶粉占比保持稳定，分别维持在 30%、29%、38% 左右，合计占比超 95%；四段奶粉占比较小，由 2011 年 1% 提升至 2019 年 4%，占比提升最高。

图表 44：一至三段奶粉占比保持稳定，合计超 95%



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 45：各阶段奶粉功能一览

段数	适用年龄段	功能
1段奶粉	0-6个月	追求营养成分和科学成分配比，成分上富含DHA/AA等营养元素，与母乳接近，宝宝容易接受。
2段奶粉	6-12月	重视智力和视力发育，除提供必需营养元素，需富含维生素A和水溶性膳食纤维，促进宝宝视力发展和肠道消化。
3段奶粉	12-36月	注重骨骼和牙齿生长，需进一步调整必需脂肪酸、亚油酸、蛋白质等营养素比例，并添加牛黄酸、钙、铁等矿物质及多种维生素，以保证宝宝获得充足均衡的营养。
4段奶粉	3岁-7岁	帮助大脑记忆，除一般营养物质DHA，还加入胆碱，促进合成乙酰胆碱，帮助大脑记忆。

资料来源：妈妈网，华鑫证券研究

## 2.4、行业展望：功能化+高端化成趋势，母婴店+电商成发力点

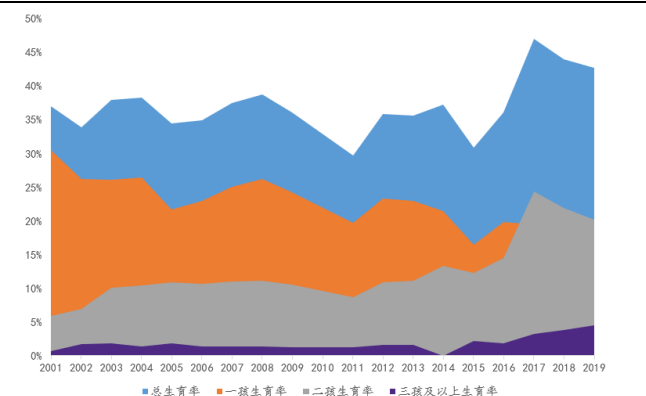
### 2.4.1、需求端：三胎放开望迎人口红利，渠道下沉+功能化+高端化或成趋势

三胎政策出台，再迎人口红利。2016 年二胎政策放开后，二孩生育率由 2016 年 14.48% 上升至 2019 年 20.21%，拉动总生育率由 2016 年 36.17% 提升至 2019 年 42.8%。三孩生育率也受二胎政策推动，由 2016 年 1.83% 上升至 2019 年 4.48%。由此可得，2021 年三胎政策全面放开，国家通过补贴、奖励等形式鼓励女性生育三胎，有望推动生育率提升，刺激婴幼儿奶粉行业需求增长。

图表 46：三胎政策梳理一览

三胎政策梳理	
国家	国务院印发的文件《中国妇女发展纲要(2021-2030年)》和《中国儿童发展纲要(2021-2030年)》，均提及“推动将3岁以下婴幼儿照护服务费用纳入个人所得税专项附加扣除”。
北京市	女方除享受国家规定的产假(98天)外，享受的延长生育假由30日调整为60日，男方享受陪产假15日。在子女满三周岁前，夫妻每人每年可享受5个工作日的育儿假。同时，建立与子女数量相关的家庭养育补贴制度，未成年子女数量较多的家庭申请公共租赁住房的，可以纳入优先配租范围，并在户型选择等方面予以适当照顾。
广东省	修改后的条例明确，除了国家规定的产假外，符合法律、法规规定生育子女的夫妻，女方享受八十日的奖励假，男方享受十五日的陪产假。在规定假期内照发工资，不影响福利待遇和全勤评奖。符合法律、法规规定生育子女的，在子女三周岁以内，父母每年各享受十日的育儿假。
上海市	综合考虑国家政策导向、区域平衡、基金承受能力、社会影响等方面因素，将生育假由三十天延长到六十天。增设育儿假，明确规定：“符合法律法规规定生育的夫妻，在其子女年满三周岁之前，双方每年可以享受育儿假各五天。育儿假期间的工资，按照本人正常出勤应得的工资发给。”

图表 47：受二胎政策推动，二孩生育率由 2016 年 14.48% 上升至 2019 年 20.21%



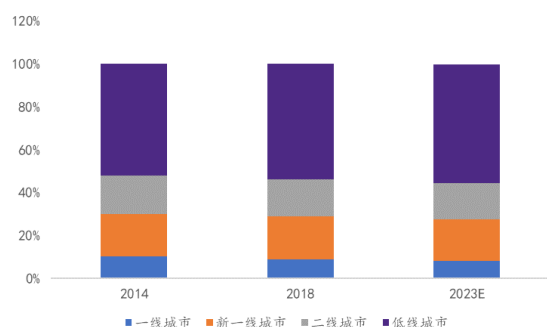
资料来源：奶粉智库，华鑫证券研究所

资料来源：wind，华鑫证券研究所

低线城市需求潜力大，国产品牌具备本土优势。我国低线市场（三四五线及以下城市）零售规模占婴幼儿奶粉总零售规模比例最高，并持续提升，预计由 2014 年 52.2% 上升至 2023 年 55.5%。此外，据中国发展研究基金会发布的《中国母乳喂养影响因素调查报告》，我国纯母乳喂养率仅为 29.2%，远低于世界平均水平 43%。分城市看，中小城市和农村地区纯母乳喂养率分别为 23.3%、28.3%，低于大城市水平 35.6%。由此可得，低线城市纯母乳喂养率偏低，对婴幼儿奶粉需求潜力较大，有望成为奶粉行业竞争主战场。

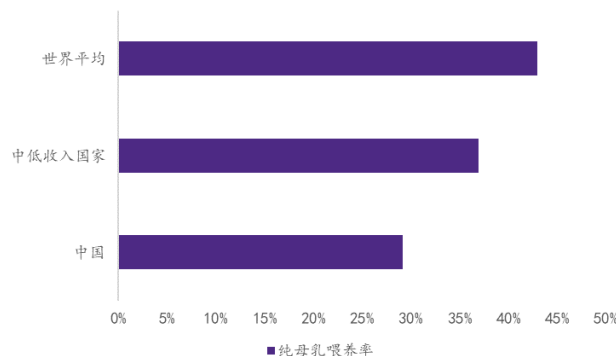


图表 48：我国低线城市零售规模占比预计由 2014 年 52.2% 上升至 2023 年 55.5%



资料来源：飞鹤招股说明书，华鑫证券研究

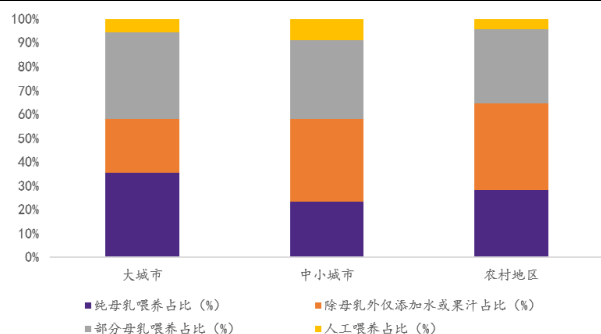
图表 49：我国纯母乳喂养率仅为 29.2%，远低于世界平均水平 43%



资料来源：中国发展研究基金会，华鑫证券研究

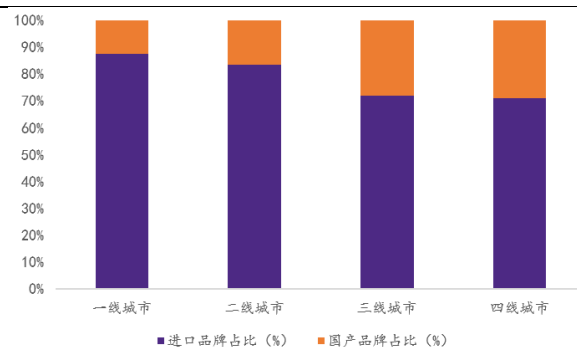
分品类看，我国消费者对进口奶粉购买意愿更高，但城市之间存在差异，三四线城市购买国产奶粉意愿强于一二线城市。据前瞻产业研究院数据，2019 年三四线城市愿意购买国产奶粉的消费者分别占比 28.1%、28.9%，一二线城市仅占比 12.5%和 16.5%。从市占率角度，2019 年外资品牌在一二线城市占主导地位，市占率分别为 74%、55%；国产品牌在三四线城市占主导，市占率分别为 54%、66%。国产品牌相比外资品牌更具本土优势，低线城市需求增长将利好国产品牌发展。

图表 50：中小城市和农村地区纯母乳喂养率分别为 23.3%、28.3%，低于大城市水平 35.6%



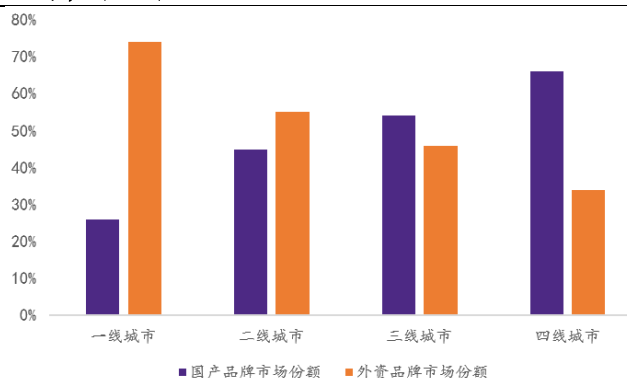
资料来源：中国发展研究基金会，华鑫证券研究

图表 51：三四线城市购买国产奶粉意愿强于一二线城市



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

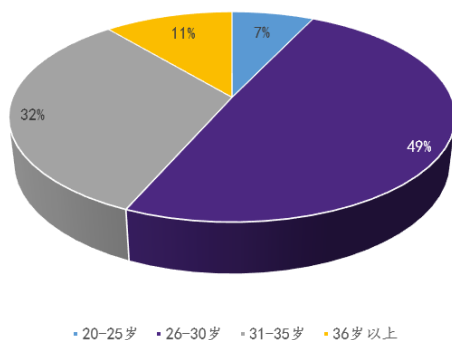
图表 52：国产品牌在三四线城市占主导，市占率分别为 54%、66%



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

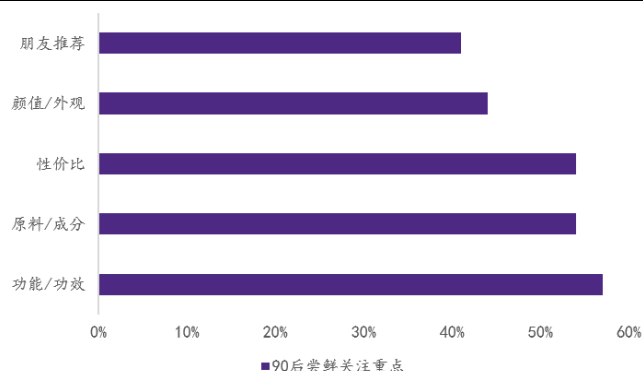
**90 后注重功能精细化，推动特医奶粉增长。**据艾媒咨询，2021 年母婴消费者以 26-30 岁群体为主，占比达 49%，90 后新一代父母成为母婴市场消费主力。90 后一般喜欢尝鲜，并更注重产品功能、安全性、性价比等。据艾媒咨询，90 后群体中 90% 希望产品未来功能更加细化；对于新产品，57% 关注产品功能/功效，54% 关注产品原料成分及性价比。

图表 53：母婴消费者以 26-30 岁群体为主，占比达 49%



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究所

图表 54：90 后中 57% 尝鲜时关注产品功能/功效，54% 关注产品原料成分及性价比



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究所

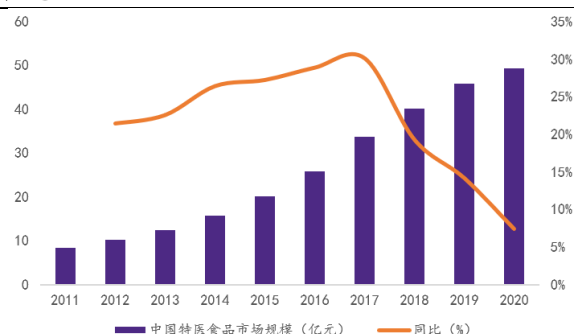
中国特医食品市场规模增长迅速，据智研咨询，由 2011 年 8.4 亿元增长至 2020 年 49.3 亿元，9 年 CAGR 为 22%。但我国特医市场规模与发达国家仍存在差距，增长空间较大，2020 年中国特医市场规模全球占比为 5.34%，远低于美国 24.9%、欧盟 33.12%。特殊医学用途婴幼儿配方奶粉作为特医食品子品类，针对宝宝不同医学需求进行功能细化，有望成为婴幼儿奶粉行业新增长点。

图表 55：我国特医奶粉主要产品类别一览

产品类别	适用人群
早产儿/低出生体重配方	早产儿或低出生体重婴儿
乳蛋白水解配方	牛奶蛋白过敏症
低/无乳糖配方	乳糖不耐受症
全营养配方	需要营养补充或患有进食障碍的婴幼儿及儿童
氨基酸代谢障碍配方	氨基酸代谢障碍症
防吐奶配方	易吐奶、反胃
防饥饿/安睡配方	易饥饿、睡眠中易醒

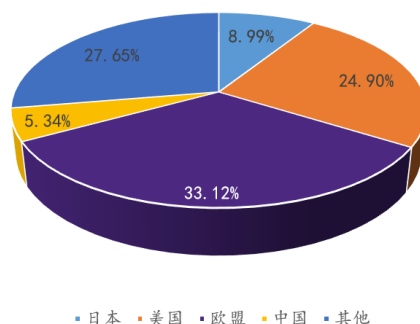
资料来源：FBIF，华鑫证券研究所

图表 56：中国特医食品市场规模由 2011 年 8.4 亿元增长至 2020 年 49.3 亿元



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究所

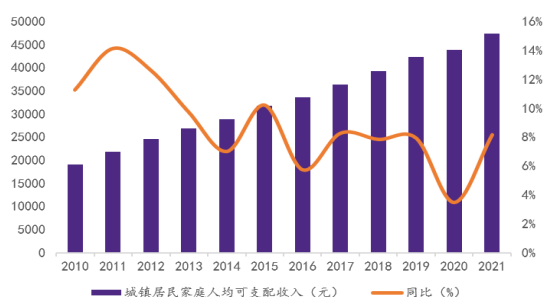
图表 57：2020 年中国特医市场规模全球占比为 5.34%，远低于美国 24.9%、欧盟 33.12%



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

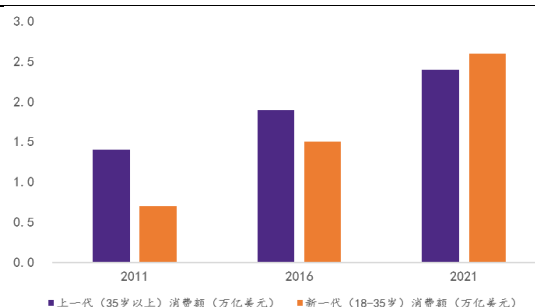
消费升级趋势明显，带动奶粉高端化发展。我国居民消费能力不断提升，据 wind 数据，我国城镇居民家庭人均可支配收入由 2010 年 1.91 万元增长至 2021 年 4.74 万元，11 年 CAGR 为 9%。分年龄段看，作为消费主力的新一代群体（18-35 岁）消费金额由 2011 年 0.7 万亿美元提升至 2021 年 2.6 万亿美元，10 年 CAGR 为 14%；而上一代群体（35 岁以上）消费金额由 2011 年 1.4 万亿美元提升至 2021 年 2.4 万亿美元，10 年 CAGR 仅为 6%。

图表 58：我国城镇居民家庭人均可支配收入由 2010 年 1.91 万元增长至 2021 年 4.74 万元



资料来源：wind，华鑫证券研究

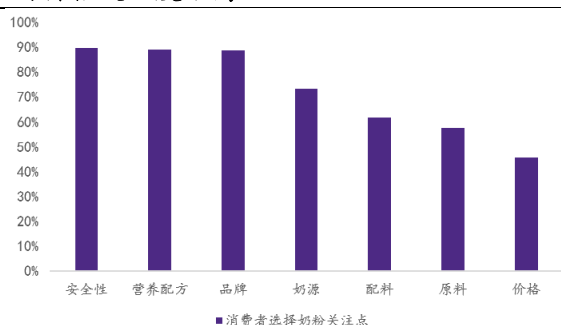
图表 59：新一代群体消费金额 2011-2021 年 CAGR 为 14%，增速快于上一代群体



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

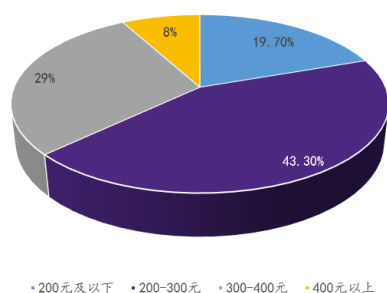
消费能力提升带动消费升级，叠加毒奶粉事件影响，消费者更加注重奶粉品质，价格接受度较高。据奶粉智库，89.79%消费者选择奶粉时关注奶粉安全性，89.07%和88.62%消费者关注营养配方和品牌，仅45.88%关注奶粉价格。据艾媒咨询，2019年消费者购买奶粉价格集中在200-300元，占比43.3%，300元以上高端价格带占比37%。此外，消费者对奶粉高端化关注度较高，据艾媒咨询，90%以上消费者对奶粉高端性有关关注。消费者对奶粉品质追求推动奶粉高端化发展，为奶粉行业带来动能。

图表 60：消费者更关注奶粉安全性、营养配方和品牌，对价格关注度不高



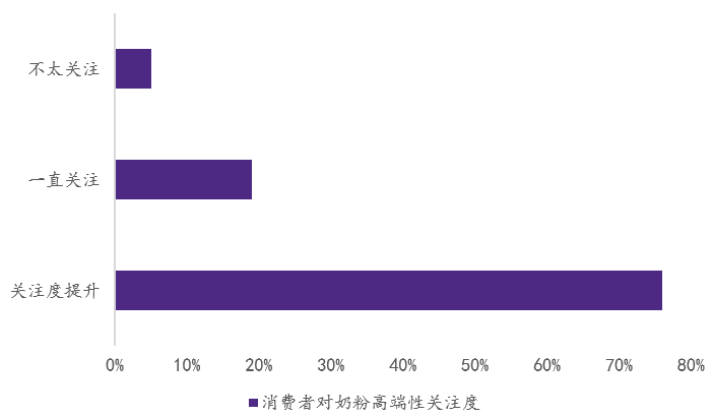
资料来源：奶粉圈，奶粉智库，华鑫证券研究

图表 61：2019 年消费者购买奶粉 300 元以上高端价格带占比 37%



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 62：90%以上消费者对奶粉高端性有关关注

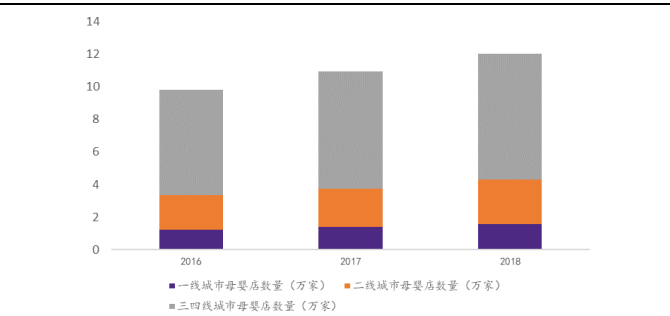


资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

## 2.4.2、渠道端：线下主打母婴店，线上以电商为主

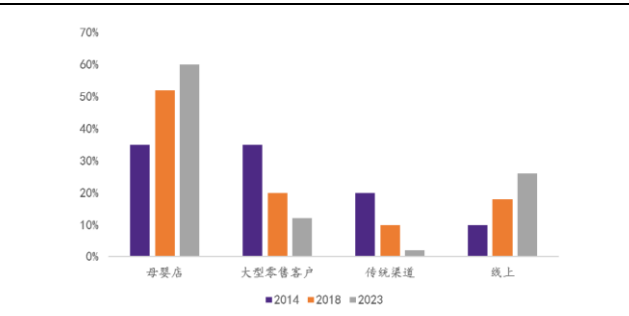
低线城市主打母婴店，渠道下沉带动规模扩大。全国母婴店数量呈增长趋势，由2016年9.82万家增加至2018年11.99万家，3年CAGR为27%。从渠道占比看，预计母婴店渠道占比由2014年35%上升至2023年60%，受母婴店和线上渠道挤压，预计大型零售客户和传统渠道占比分别从2014年35%、20%下降至2023年12%、2%。母婴专卖店成为消费者线下购买母婴产品主要渠道，选择人群占比65%。此外，母婴店主要分布于低线市场，据尼尔森数据，低线城市母婴店占比91%。

图表 63：全国母婴店数量由 2016 年 9.82 万家增加至 2018 年 11.99 万家



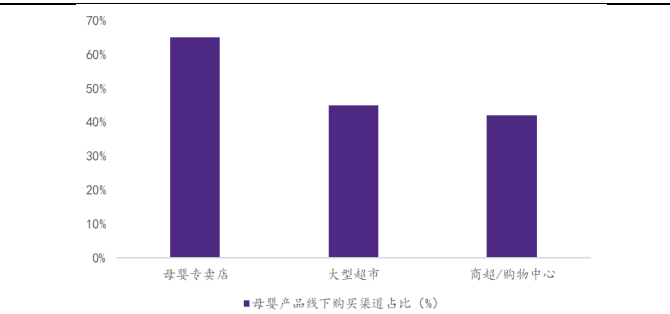
资料来源：立鼎产业研究，华鑫证券研究

图表 64：预计母婴店渠道占比由 2014 年 35% 上升至 2023 年 60%



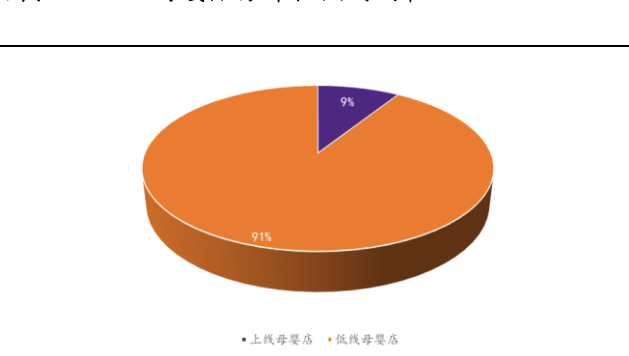
资料来源：飞鹤招股说明书，华鑫证券研究

图表 65：母婴专卖店成为消费者线下购买母婴产品主要渠道，选择人群占比 65%



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 66：91% 母婴店分布在低线城市



资料来源：尼尔森，华鑫证券研究

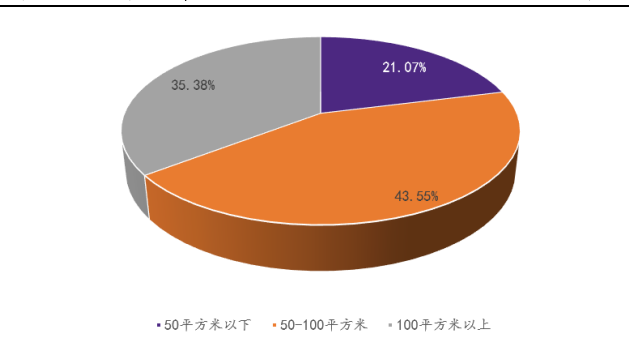
母婴店由于占地面积较小，单店人员较少，具备渠道扁平化和去中心化特点，渠道费用较低。据母婴研究院，2019 年即使面临出生人口下降，下沉市场仍有 73.76% 门店利润稳中有涨。

图表 67：线下渠道特点一览

线下渠道类型	适宜人群	渠道优势	渠道劣势
母婴连锁店	大众消费群体、中高端群体	1. 品类齐全、品牌信任度高。消费过程快捷方便，满足消费者一站式购物需求。 2. 通过专业服务人员提供个性化导购和育儿成长咨询等专业性服务。 3. 连锁经营有利于控制运营成本，建立品牌效应。	1. 需要较大的营运面积，在一、二线城市的运营成本较高/ 2. 选址不慎将影响到客流量进而影响业绩。
商场/百货	中高端消费群体	1. 购物环境较好，具有广告效应。 2. 依托较高的客流量确保销售业绩。 3. 适宜于销售毛利率较高的商品。	1. 通常商场有扣点，经营成本较高 2. 产品不全
超市/大卖场	大众消费者	1. 依托较大客流量确保销售业绩。 2. 适合大众中低端产品的销售。 3. 适宜的粉、纸尿裤等销量大的	1. 服务水平低 2. 品类有限

资料来源：物流技术与应用，华鑫证券研究

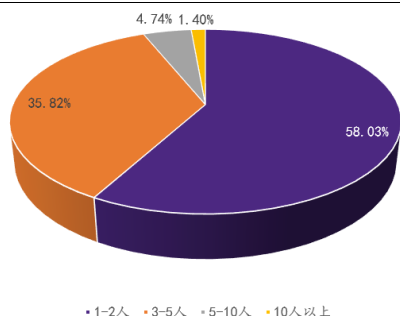
图表 68：下沉市场 65% 门店占地面积在 100m² 以下



资料来源：母婴研究院，华鑫证券研究

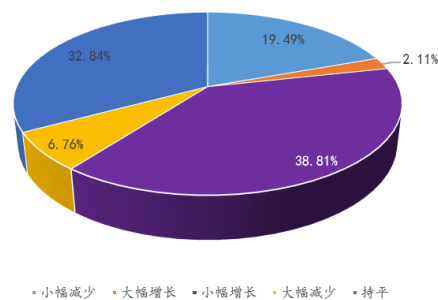


图表 69：下沉市场 58% 门店单店人员配置 1-2 人



资料来源：母婴研究院，华鑫证券研究

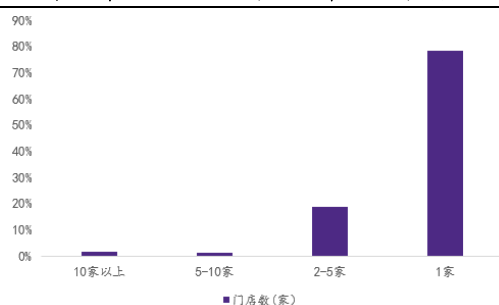
图表 70：2019 年下沉市场仍有 74% 门店利润稳涨



资料来源：母婴研究院，华鑫证券研究

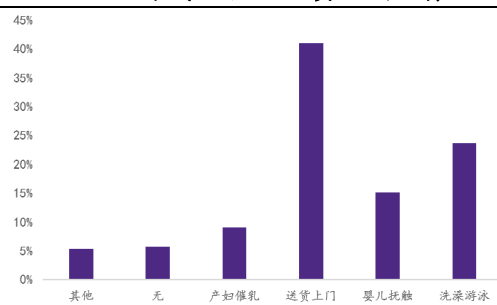
低线市场母婴店数量多、分布广，78.31% 门店以单店经营为主，多分布在社区旁，利于渠道下沉。母婴店除售卖产品，还为客户提供增值服务，以提高客户粘性和复购率。据母婴研究院数据，94.62% 门店提供周边服务，如送货上门、产妇催乳、婴儿抚触等。随着渠道下沉加速，母婴店规模有望继续扩大。

图表 71：下沉市场 78.31% 门店以单店经营为主



资料来源：母婴研究院，华鑫证券研究

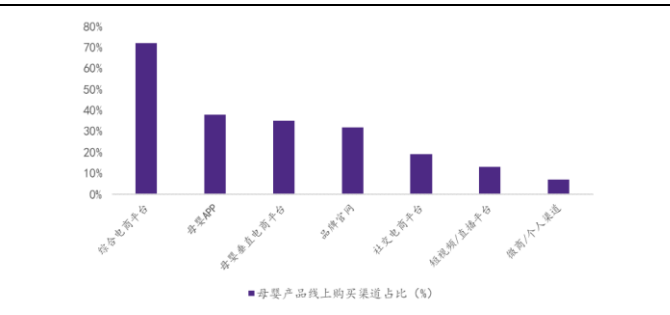
图表 72：41.05% 母婴店提供送货上门服务



资料来源：母婴研究院，华鑫证券研究

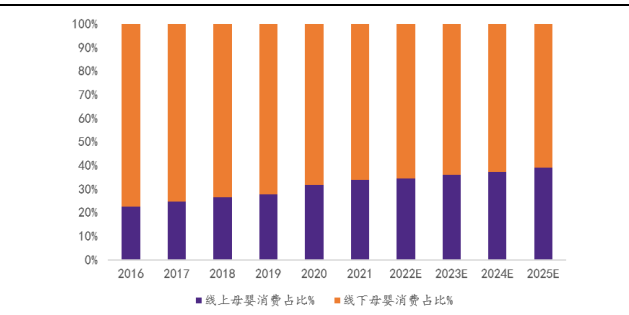
电商为主流线上渠道，占比有望持续提升。据艾媒咨询，线上渠道以电商为主，72% 消费者线上购买母婴产品选择综合电商平台，35% 选择母婴垂直电商平台，19% 选择社交电商平台。随着线上消费习惯形成，线上占比会持续提升，据艾瑞咨询，预计由 2016 年 22.6% 上升至 2025 年 39%。

图表 73：72%消费者线上购买母婴产品选择综合电商平台



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 74：线上渠道占比由 2015 年 19%升至 2020 年 31%



资料来源：艾瑞咨询，华鑫证券研究

图表 75：线上电商渠道特点一览

类型	代表企业	特点	优势	劣势	主要赢利点
垂直母婴电商	母婴社区	提供优质内容、消费者间的沟通交流，通过热门讨论、社区话题导入品牌化的电子商务推介	1. 顾客粘性高 2. 打造网站、APP等电商业务后，消费者转化率高	前期获取顾客成本高	广告、电商、增值服务
	贝贝网	目标人群明确；标品吸引流量，非标品产生利润	满足消费者在电商、生活服务、金融等不同维度上的需求	模式单一，面临流量与盈利双重压力	电商
综合电商	天猫	流量大、品类全、消费者信任度高、消费者购物习惯已形成	1. 产品线广泛，可以选购不同品牌、卖家的母婴产品 2. 不仅面向母婴，还能满足其他家庭成员消费需求	1. 对消费者需求把握的精准度较低、服务程度低 2. 商品价格系统不稳定 3. 平台商户多，消费者搜索对比时间长	第三方平台商户的销售佣金
全渠道电商	孩子王	打通线上线下数据，满足个性化需要，获得一站式无缝购物体验	1. 向客户服务延展，满足消费者的服务消费需求 2. 线上购买的商品可享受线下的售后服务	线上、线下都要建设，成本高，运营压力难度加大	付费会员，商品销售收入、服务性收入

资料来源：物流技术与应用，华鑫证券研究

### 3、大国品牌焕新生，“数智化”赋能渠道

#### 3.1、品牌底蕴深厚，势能重新释放

公司以“育婴专家”和“母婴顾问”为品牌定位，以“生养教育、爱心无限”为品牌信念，坚持研发更适合中国婴幼儿的食品。公司始终重视品牌投入，以“贝因美·beingmate”品牌为统领实现母婴生态圈的良性互动发展。公司创始人谢宏先生构建的成功生养教理论为新生代父母在婴童的生育、养育、教育方面提供全面解决方案，增强客户和品牌之间的粘性，为公司品牌发展提供重要向心力。

图表 76：贝因美大国品牌宣传片



资料来源：公司官网，华鑫证券研究所

图表 77：《美妈有话说》提高品牌曝光率



资料来源：中国蓝 TV，华鑫证券研究所

贝因美大国品牌深入人心，在 2008 年“三聚氰胺毒奶粉事件”之下，贝因美不仅是国内少数未被检测出三聚氰胺的婴幼儿配方奶粉品牌，且三十年来从未出现过重大质量安全事故。一方面体现出贝因美对产品质量的把控严格：公司坚持“对宝宝负责，让妈妈放心”的质量方针；另一方面在消费者心中建立坚实的信任基础。

图表 78：贝因美在新浪微博联手《青春环游记》进行品牌宣传



资料来源：新浪微博，华鑫证券研究所

图表 79：贝因美持续打造 IP《妈妈英雄会》定位 90、95 后妈咪



资料来源：新浪微博，华鑫证券研究所

2020 年 7 月 20 日，贝因美入选央视 CCTV《大国品牌》，成为积极推动“中国智造”在全球商业竞争和文化交流复兴的国家级品牌。《大国品牌》系 CCTV-1 综合频道推出以“中国品牌·世界共享”为理念，传递中国品牌故事的文化理念的栏目。通过 CCTV《大国品牌》栏目，公司有效提高品牌在行业与消费者中的权威性、专业性、知名度，借助央视媒体下沉三四五线市场，赋能营销。

2021 年公司以“和中国妈妈在一起”为主题，通过故事片形式传播“对宝宝负责，让妈妈放心”的品牌质量理念，通过机场、地标大屏、新媒体等全媒体多平台、8 城快闪活动走进 Z 时代妈咪，共计覆盖 1.5 亿余人次。公司通过投放浙江卫视《青春环游记》等一系列综艺节目，与网易、宝宝树、美柚、育儿网等重要行业媒体联手提升品牌曝光率。同时，公司通过线下门店互动节目《美妈有话说》聚焦浙江、山东、河南、江苏、安徽等重点区域，深入 400 余家门店进行消费者访谈，并在当地权威电台播出。

图表 80：贝因美成立以来获得主要 7 大奖项

	品牌主要奖项
2008	发布中国婴童行业首部企业社会责任（CSR）绿皮书
2012	贝因美认定为中国驰名商标；安达建成亚洲最大婴幼儿奶粉单体工厂之一 Anda
2015	“绿爱”成为首个“2015意大利米兰世博会指定中国婴童产品
2017	入选哈佛商学院新兴市场典型企业案例
2018	国内工厂首家获得特殊医学用途配方食品产品注册；食品研究院获批国家级 博士后科研工作站
2020	入选CCTV《大国品牌》
2021	成为国家首届消博会唯一入驻爱尔兰馆的奶粉品牌荣获行业最高奖项—— 科技进步特等奖

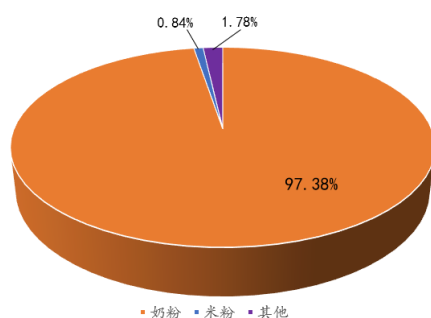
资料来源：公司官网，华鑫证券研究

## 3.2、产品矩阵丰富，可睿欣有望成新动力

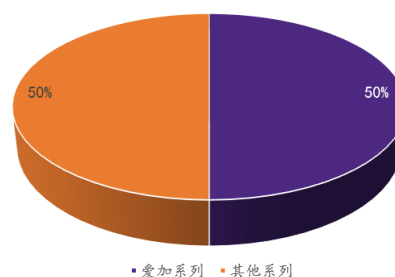
### 3.2.1、奶粉占比高达 97%， “爱加” 占比 50%左右

公司主要有三大产品系列：奶粉、辅食、奶剂营养品及创新业务（公司四大业务模式：OBM、OEM、ODM、品牌授权，其中 OEM、ODM、品牌授权归类为创新业务）。2021 年公司奶粉、米粉、其他产品收入占主营业务收入 97.38%、0.84% 及 1.78%。其中“爱加”系列贡献收入占奶粉收入 50%左右。

图表 81：2021 年奶粉收入占比 97.38%



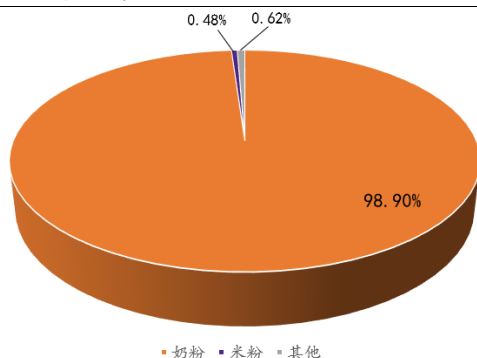
图表 82：2021 年“爱加”系列占奶粉收入 50%左右



资料来源：wind，华鑫证券研究所

资料来源：wind，华鑫证券研究所

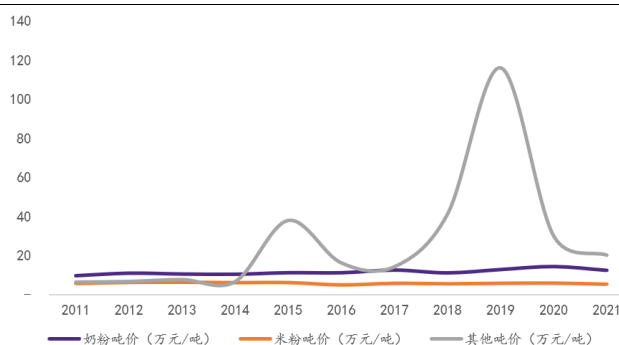
图表 83：2021 年奶粉、米粉及其他产品毛利占比分别为 98.90%、0.48%、0.62%



资料来源：公司招股书、公司 2021 年年报，华鑫证券研究

2011-2021 年公司奶粉和米粉吨价分别由 9.55 万元/吨、5.52 万元/吨上升至 12.38 万元/吨、下降至 5.19 万元/吨，奶粉 10 年 CAGR 为 2.64%；2011-2021 年公司其他产品吨价由 6.29 万元/吨上升至 20.04 万元/吨，10 年 CAGR 为 12.29%。

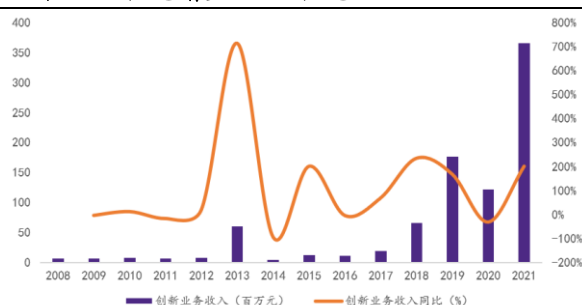
图表 84：2021 年奶粉、米粉及其他产品吨价分别为 12.38 万元/吨、5.19 万元/吨、20.04 万元/吨



资料来源：公司招股书、公司 2021 年年报，华鑫证券研究

公司 2008-2021 年创新业务收入由 0.07 亿元增至 3.66 亿元，13 年 CAGR 为 35.92%。

图表 85：2008-2021 年创新业务收入由 0.07 亿元增至 3.66 亿元



资料来源：公司 2011-2021 年年报，华鑫证券研究

3.2.2、产品矩阵丰富，满足不同需求

公司秉承“生命因爱而生·世界因爱而美”的品牌理念，强化大国品牌形象，产品包括婴幼儿/成人配方乳粉、婴幼儿零辅食、奶基营养品、含乳饮料等各类健康食品，有“爱加”、“冠军宝贝”、“可睿欣”、“生命伴侣”等数十个品牌系列产品，能够满足不同消费群体需求。

图表 86：公司婴幼儿/儿童配方奶粉、特医奶粉、成人配方奶粉产品矩阵

	婴幼儿/儿童配方奶粉 <sup>①</sup>						特殊配方奶粉（特医） <sup>②</sup>	成人配方奶粉 <sup>③</sup>		
适用阶段 <sup>④</sup>	一段（0-6个月）、二段（6-12个月）、三段（1-3岁）、四段（3-6岁） <sup>⑤</sup>						早产/低出生体重（0-12个月） <sup>⑥</sup>	 <sup>⑦</sup>	中老年 <sup>⑧</sup>	
产品系列	爱加 <sup>⑨</sup>	爱加 A2 <sup>⑩</sup>	<u>红爱</u> <sup>⑪</sup>	<u>绿爱</u> <sup>⑫</sup>	<u>菁爱</u> <sup>⑬</sup>	可 <u>睿欣</u> <sup>⑭</sup>	火星宝贝（乐护） <sup>⑮</sup>	<u>贝新尔</u> <sup>⑯</sup>	成功妈咪 <sup>⑰</sup>	生命伴侣 <sup>⑱</sup>
销售渠道	线上/线下 <sup>⑲</sup>	线下 <sup>⑳</sup>	线上/线下 <sup>㉑</sup>	线上/线下 <sup>㉒</sup>	线上/线下 <sup>㉓</sup>	线下 <sup>㉔</sup>	线下 <sup>㉕</sup>	线上/线下 <sup>㉖</sup>	线上/线下 <sup>㉗</sup>	线上/线下 <sup>㉘</sup>
产品展示										
价格 <sup>㉙</sup>	一段： <sup>㉚</sup> 328 元/800g 二段： <sup>㉛</sup> 318 元/800g 三段： <sup>㉜</sup> 308 元/800g <sup>㉝</sup> 四段： <sup>㉞</sup> 278 元/800g <sup>㉟</sup>	205-428 元 <sup>㊱</sup>	一段： <sup>㊲</sup> 184 元/800g 二段： <sup>㊳</sup> 258 元/800g 三段： <sup>㊴</sup> 184 元/800g <sup>㊵</sup>	368/800g <sup>㊶</sup>	一段： <sup>㊷</sup> 195 元/900g 二段： <sup>㊸</sup> 194 元/900g 三段： <sup>㊹</sup> 194 元/900g 四段： <sup>㊺</sup> 145 元/900g <sup>㊻</sup>	298 元/800g <sup>㊼</sup>	四段： <sup>㊽</sup> 238 元/700g <sup>㊾</sup>	218 元/400g <sup>㊿</sup>	154 元/700g <sup>㋀</sup>	98 元/800g <sup>㋁</sup>
产品特点	富含乳铁蛋白增加防御力，α-乳白蛋白调节睡眠力，双 <u>益生元提升</u> 肠动力。 <sup>㋂</sup>	1、有机 A2 奶源，A2-β 酪蛋白，易吸收。 <sup>㋃</sup> 2、富含乳铁蛋白增加防御力，α-乳白蛋白调节睡眠力，双 <u>益生元提升</u> 肠动力。 <sup>㋄</sup>	特有铁护健 TM 配方，降低缺铁性贫血发生率 <sup>㋅</sup> ：乳铁蛋白、 <sup>㋆</sup> 焦磷酸铁+乳铁蛋白+VC+叶酸组合 <sup>㋇</sup>	1、欧洲专利 OPO；添加五种核苷酸+GOS 营养吸收更高效； <sup>㋈</sup> 2、爱尔兰 <u>原装进口</u> ，含丰富 Omega-3、β-胡萝卜素和维生素等； <sup>㋉</sup>	智健配方 <sup>㋊</sup> ：DHA、牛磺酸、胆碱（大脑及视网膜发育）。 <sup>㋋</sup> 健：特含 LF-免疫因子（免疫健康）。 <sup>㋌</sup>	1. 睿智性 BHO 轻舒配方。 <sup>㋍</sup> 2. 益生菌 Bb-12，改善肠道菌群，维持肠道健康状态。 <sup>㋎</sup> 3. 适度水解乳清蛋白，降低致敏成分，易消化吸收。 <sup>㋏</sup> 4. 专利 OPO，促进营养吸收。 <sup>㋐</sup>	1. 水解蛋黄粉+VD+钙+镁。 <sup>㋑</sup> 2. 乳铁蛋白+多维+矿物质 <sup>㋒</sup> 3. ODA-每日营养群。 <sup>㋓</sup>	1、高热量、高蛋白配方。 <sup>㋔</sup> 2、水解乳清蛋白。 <sup>㋕</sup> 3、乳铁蛋白； <sup>㋖</sup> 4、强化矿物质、微量元素、DHA/ARA/叶黄素 <sup>㋗</sup>	低 GI 配方 <sup>㋘</sup> 、添加乳铁蛋白和酵母 β-葡聚糖 <sup>㋙</sup>	低 GI 配方 <sup>㋚</sup> 、添加乳铁蛋白和酵母 β-葡聚糖 <sup>㋛</sup>

资料来源：公司官网、京东贝因美旗舰店，华鑫证券研究



图表 87：公司辅零食及营养品产品矩阵

试用阶段	辅食			零食				营养品		
	6-36 个月			3 岁及以上				3 岁及以上	3 岁及以上	3 岁及以上
产品系列	冠军宝贝 (米粉/米糊)	冠军宝贝 (果汁泥)	冠军宝贝 (磨牙棒饼干)	冠军宝贝 (猪肉酥)	冠军宝贝 (酸奶溶豆)	冠军宝贝 (小馒头)	薯爱 (米饼)	童臻 (益生菌固体饮料)	童臻 (酵母锌营养粉)	睛彩 (叶黄素酯营养片)
销售渠道	线上/线下	线上/线下	线上/线下	线上/线下	线上/线下	线上/线下	线上/线下	线上/线下	线上/线下	线上/线下
产品展示										
价格	68 元/268g	8.5 元/90g	30 元/120g	59 元/115h	38 元/20g	23.8 元/130g	60 元/50g	238 元/45g	168 元/60g	128 元/90g
产品特点	GOS+FOS、 强化钙铁 锌、 添加多种 维	果汁+果 浆>95%	含有钙、铁和 多种维生素	1、富含蛋 白质 2、严选鲜 猪后腿肉， 2 小时锁鲜 加工	1.天然水果冻干 +古法冰糖 2.天然多谷物芝 士配方	1.荷兰进口 马铃薯淀粉+ 进口奶粉 2.不添加任 何防腐剂和 色素	强化钙铁锌 营养	HHF 黄金三角配方：鼠李糖乳杆菌 HN001，乳双歧杆菌 HN019，低聚果糖 FOS，（降低过敏发生率，改善便秘腹泻，提高免疫力）。每袋活菌添加量 >200 亿	1、甄选富锌型四代酵母粉，吸收率高达 70%，温和促消化，不伤肠胃； 2、富含维生素 C，促进铁吸收，改善食欲。	三重天然科学防蓝光，眼干眼涩全扫光

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

2021 年度公司重点打造“可睿欣”婴幼儿配方乳粉、“睛彩”系列奶基营养品等众多新产品，进一步拓展公司产品矩阵。其中“可睿欣”望成公司主力大单品之一，配方符合新国标，优势有：1) 针对肠道脆弱的宝宝专有配方，配方中含有益生菌 Bb-12，有利于改善肠道菌群，维持肠道健康状况。用户粘性强；适度水解乳清蛋白，有利于降低致敏成分，易消化吸收；专利 OPO，促进营养吸收；2) 高性价比：配方高端，但价格亲民，零售价 298 元/800g。

2022 年 6 月 1 日，贝因美主力新品“爱加有机 A2”发布会在杭州举行。该系列产品兼具“有机”和“A2 奶源”，引领“爱加”超高端线。

图表 88：A2 型 β-酪蛋白能够有效避免肠道过度免疫应答，亲和肠道易吸收

蛋白质种类		母乳	牛乳 (A1型)	牛乳 (A2型)
酪蛋白	α <sub>s</sub> -酪蛋白	✓	✓	✓
	β-酪蛋白	——	✓	——
		A2	✓	——
	κ-酪蛋白	✓	✓	✓

资料来源：公司调研，华鑫证券研究

图表 89：全球纯种 A2 奶牛仅 30%

未经人工驯化	人工驯化后
A2型奶牛	A1型奶牛
	A1+A2型奶牛
	A2型奶牛（全球仅30%）

资料来源：公司调研，华鑫证券研究

“爱加有机 A2”系列产品选用珍稀的有机 A2 奶源。有机奶源对于天然纯净无污染的产地、原料有着极为严苛的要求，而 A2 奶源更是稀有，需要企业凭借专业技术和检测系统甄选整体占比仅为 30%的 A2 奶牛，以保证 A2 奶源的纯正，贝因美采用的有机加 A2 奶源，更是稀缺。

稀缺有机 A2 奶源含有 A2-β 酪蛋白，源自天然珍稀 A2 奶牛分子结构更亲和人体营养，更易吸收：

- 1、A2-β 酪蛋白珍稀独特，是蛋白质的天然原型。
- 2、分子结构更亲和人体，更易吸收。
- 3、缓解乳糖不耐受引起的肠胃不适。
- 4、防止活性蛋白变异。
- 5、促进某些营养成分（如钙、磷、必需氨基酸）等吸收。
- 6、富含乳铁蛋白增加宝宝防御力，α-乳白蛋白调节睡眠力，双益生元提升肠动力，给宝宝三重保护，三次临床验证效果。

图表 90：8 项链路严控有机 A2 奶源质量



资料来源：公司调研、公司官网，华鑫证券研究

图表 91：“爱加有机 A2”：珍惜有机奶源、科学配方保护、大国品牌背书

科学配方	有机A2奶源	珍稀有机A2奶源，A2 β-酪蛋白，原生营养，亲和易吸收。	
	LF乳铁蛋白	1、促进婴儿的造血能力和预防婴儿贫血；	
		2、改善生长发育及铁营养情况；	
		3、呼吸类和腹泻类疾病发生率更低。	
	α-乳白蛋白(α-lac)	1、刺激巨噬细胞的吞噬活性，抑制肠道致病菌，促进益生菌增长；	
		2、富含色氨酸可以改善婴儿的睡眠/觉醒节奏，从而影响其神经行为发育；	
		3、可增加锌、铁等矿物质的吸收率，有助于婴幼儿生长发育。	
品质背书	FOS+GOS 双益生元	1、可以选择性刺激肠道内有益菌（双歧杆菌）生长繁殖，抑制有害菌的生长代谢；	
	五种核苷酸 (CMP/AMP/IMP/GMP/UMP)	2、改善肠道微环境，维持肠道的微生物生态系统，促进免疫系统的健康成长。	
	DHA和ARA&叶黄素	调节免疫功能、改善肠道功能、更贴近母乳	
		促进智力发育	
		贝因美爱加是国食注字0001号产品，CCTV大国品牌。数智内码，全程追踪追溯。	

资料来源：公司调研，华鑫证券研究

### 3.2.3、行业领军科研能力，聚焦研发新产品

公司研发能力强劲，依靠自身技术的不断创新、沉淀、优化，积累大量的专有技术：现有发明专利 21 项、婴幼儿配方乳粉注册配方产品 60 个、特殊医学用途配方食品注册配方 4 个、软件著作权 20 项。二次配方注册制实施后，公司已提交 15 个系列 45 个婴幼儿配方奶粉配方注册的申报、受理，目前进展顺利。

公司运用核心技术更好地满足不同孕婴童群体的营养需求，增加产品的营养附加值。2021 年公司《乳铁蛋白分离纯化关键技术及在婴幼儿配方乳粉的产业化应用研究》项目获得中国乳制品工业协会科技进步特等奖。

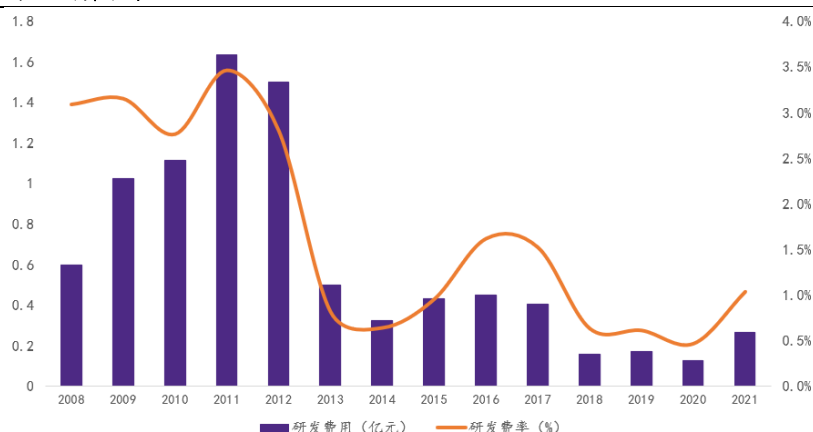
图表 92：2021 年公司主要研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	影响
精准营养健康食品的创新设计及产品关键技术和产业化研究	针对亲子家庭健康需要，创设并开发若干配方营养食品、健康食品，并实现产业化	为亲子家庭提供营养、安全的个性化、差异化健康产品	成功研制推出男孺女孺、火星宝贝等系列儿童配方奶粉、睛彩叶黄素酯片等多个配方食品，并分批推向市场	不断践行贝因美使命，帮助宝宝健康成长，帮助妈妈成就母爱，帮助家庭幸福和谐
基于为研发符合中国人遗传和营养特点的营养功能健康产品所需的基因与评估技术研究	开展健康营养品产品需求论证、临床研究及母婴营养相关基础性、前瞻性研究	为研制更符合亲子家庭营养需求的健康产品提供技术支持与理论支撑	持续开展中国人母乳成分分析及相关功能研究，完善贝因美母乳研究数据库，并持续探索不同环境因素或遗传背景下婴幼儿健康生长发育过程中关键营养素的需求差异	始终保持可持续发展的核心优势，提供具有国际先进水平并更适合中国宝宝的产品及服务，对宝宝负责，让妈妈放心

资料来源：公司 2021 年年报，华鑫证券研究

谢宏回归，公司研发之路再迈征程。2008-2021 年研发费用由 0.60 亿元降至 0.26 亿元，研发费用率由 3.08%降至 1.03%。谢宏回归后，公司的研发投入有回暖趋势，2018-2021 年研发费用由 0.16 亿元提升至 0.26 亿元，研发费用率由 0.63%提升至 1.03%。

图表 93：谢宏回归后，公司重新聚焦产品研发



资料来源：公司招股书、公司 2011-2021 年年报，华鑫证券研究

公司在特医领域具备先发优势：目前拥有 4 个特殊配方奶粉产品（特医）且特殊医学配方奶粉的 0001 号由贝因美获得。公司认为未来“功能化、细分化”、“精准和精确营养”、高性价比会是发展趋势，因此“特医市场”将迎来持续增长的市场空间。此外，特医产品还将有利于极大提升公司在消费者心目中的专业地位和可信度。目前公司受产能限制，产品处于供不应求状态，未来将继续加快特殊医学用途配方食品的研究与产业化。

图表 94：中国奶粉品牌特殊配方注册“0001 号”贝因美特医婴儿食品正式上市



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

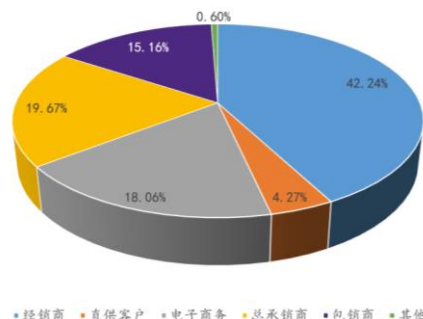
### 3.3、新零售赋能直供模式，数智化有效管理渠道

#### 3.3.1、电商包销占比仍大，直供客户验证可期

公司产品主要通过经销商、电子商务、直供客户等渠道进行销售，同时部分产品通过总承销模式和包销模式进行销售。经销商、总承销商、电子商务为公

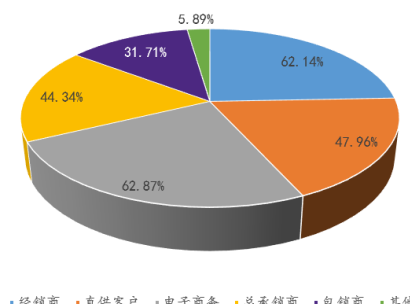
司 2021 年收入贡献三大渠道，分别占比 42.24%、19.67%、18.06%，其他渠道为直供客户（4.27%）、包销商（15.16%）、其他渠道（0.60%）。

图表 95：2021 年渠道收入占比



资料来源：公司 2020-2021 年年报，华鑫证券研究所

图表 96：2021 年渠道毛利率

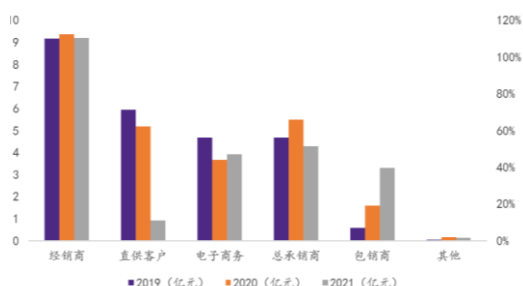


资料来源：公司 2020-2021 年年报，华鑫证券研究所

电子商务、经销商、直供客户为公司 2021 年毛利率三大渠道，分别占比 62.87%、62.14%、47.96%，其他渠道为总承销商（44.34%）、包销商（31.71%）、其他渠道（5.89%）。

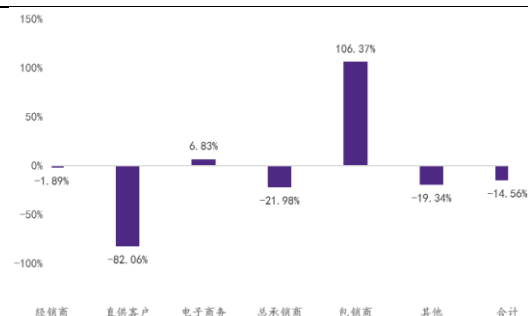
2019-2021 年经销商渠道收入由 9.14 亿元增至 9.18 亿元，直供客户渠道由 5.92 亿元降至 0.93 亿元，电子商务渠道由 4.67 亿元降至 3.92 亿元，总承销商渠道由 4.67 亿元降至 4.27 亿元，包销商由 0.57 亿元增至 3.29 亿元。2021 年公司渠道端主要发力于电子商务以及包销商，分别同增 6.83% 和 106.37%。

图表 97：2019-2021 渠道收入



资料来源：公司 2020-2021 年年报，华鑫证券研究所

图表 98：2021 各渠道同比变化



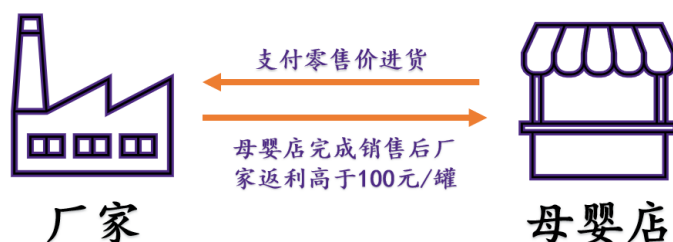
资料来源：公司 2021 年年报，华鑫证券研究所

2019-2020 年公司电子商务渠道收入由 4.67 亿元降至 3.67 亿元，公司于 2021 年开始发力线上销售，2021 年公司电子商务渠道收入增至 3.92 亿元，同比增长 6.83%。

直供客户模式的新零销模式能够减少经销环节，使得价值链运营效率更高。公司主推单品“可睿欣”于 2021 年实行直供模式，验证效果较好，新品“爱加有机 A2”开启“数智内码闭环营销时代”，最大程度保证渠道销售利润。未来公司将持续推进直供客户模式。



图表 99：直供客户模式图解



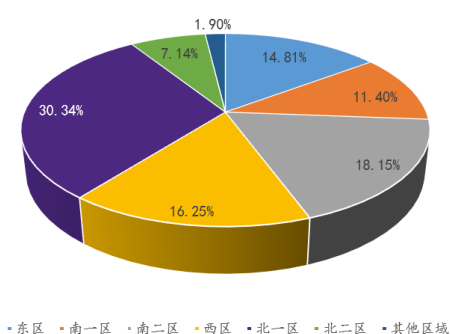
资料来源：公司调研，华鑫证券研究

### 3.3.2、积极拓展区域经销商，着重发力北销售区

公司将销售区域划分为五个大区：东区、南区（南一区、南二区）、西区、北区（北一区、北二区）、其他区域。

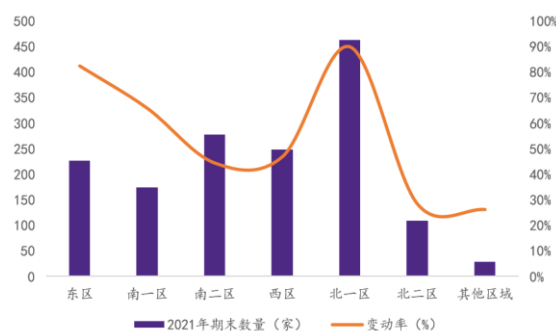
2021 年公司重点布局北一区，期末经销商数量及占比分别为北一区 244 家（30.34%）、南二区 192 家（18.15%）、西区 169 家（16.25%）、东区 124 家（14.81%）、南一区 105 家（11.40%）、北二区 85 家（7.14%）以及其他区域 23 家（1.90%）。2021 年经销商数量增加 584 家，同比增加 62%，其中北一区增加 89.75%、东区增加 82.26%、南一区增加 65.71%、西区增加 46.75%、南二区增加 44.27%、北二区增加 28.24%、其他区域增加 26.09%。

图表 100：2021 年区域经销商数量占比



资料来源：公司 2021 年年报，华鑫证券研究所

图表 101：2021 年区域经销商数量及变动



资料来源：公司 2020-2021 年年报，华鑫证券研究所

### 3.3.3、“数智化”赋能企业，新零售提高效率

公司已完成数据营销体系的建设，有效提升公司与消费者间联系：整合各大平台的会员数据、通过数据中台的建设加速为终端零售业务赋能。公司计划拓展新零售门店策略，2021 年团队已通过“一店一码、一店一策”精细化渠道运



营管理，建成以贝家商城、天猫旗舰店、京东旗舰店为核心品牌窗口，以抖音、快手、小红书等内容电商平台为延伸的业务布局，实现营销渠道策略闭环。

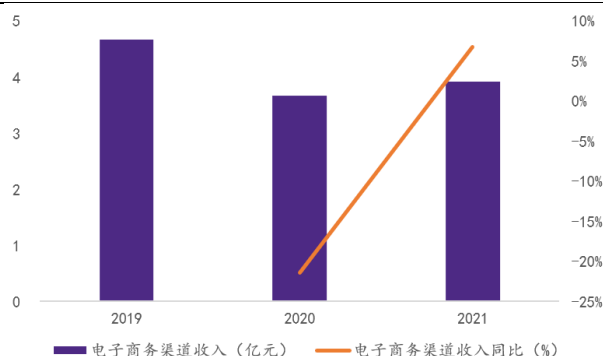
图表 102：积极推动线上渠道布局



资料来源：贝家商城小程序、京东贝因美旗舰店、抖音贝因美，华鑫证券研究

新零售门店的拓展策略通过高性价比产品切入市场，拓展增量业务，提升价值链的运行效率效益，目标实现覆盖全国 3 万家终端。新零售模式的优点有：1) 给消费者提供更高性价比的产品；2) 高终端利润加大品牌贝因美赋能促进终端动销；3) 客户先款后货，改善公司现金流，且该业务模式的高数智化程度有效提升毛利率。

图表 103：2021 年公司电子商务渠道收入同增 6.83%



资料来源：公司 2020-2021 年年报，华鑫证券研究

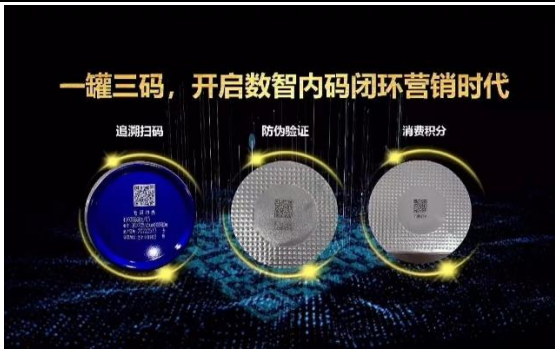
“爱加 A2”系列作为领头羊率先实现“数智内码”，即“罐底码+膜外码+膜内码”，从扫码溯源、防伪验证到用户积分好礼，搭建起一套成熟、完备的防窜货体系。该系统可帮助公司随时查询到产品物流走向、销售终端门店等信息，从而精准把控产品自出厂、运输到销售的每一个环节，开启数智内码闭环营销时代，保障渠道端利润。

图表 104：“爱加有机 A2”新品发布会



资料来源：公司官网，华鑫证券研究所

图表 105：“一罐三码”，全程可溯源



资料来源：乳业圈，华鑫证券研究所

3.4、供给端：业内强大供应链，财务指标逐步改善

3.4.1、信息化系统赋能产业链，提高生产管理效率

公司已完成研发、生产、销售为一体的全产业链布局，并通过差异化、精准化创新储备大量高品质奶基营养产品。

图表 106：奶粉基粉、乳清粉、全脂奶粉等主要原料供应商均为世界顶尖乳制品原料供应商，如 Kerry、Valio、DOMO 等

供应商名称	简介
Kerry	爱尔兰企业，世界食品配料与风味生产企业的领导者之一，成立于 1972 年，旗下拥有 200 多家子公司，在全球超过 100 个国家提供 10000 种以上的食品、食品配料和香精。2009 年全球销售额已达 45 亿欧元（约合人民币 390 亿）。
Valio	芬兰企业，芬兰最大的百年食品和乳制品公司，成立于 1905 年，生产和销售各种乳制品，比如牛奶、酸奶、奶油、稀奶油、奶酪、冰淇淋、奶粉、乳清粉等。经过一百多年的发展壮大，维利奥从成立之初的小型奶业出口合作社，发展成为如今的跨国乳制品公司，在全球多个国家设有分公司，比如俄罗斯、瑞典、美国、中国上海等。2009 年，Valio 销售额达 18.4 亿欧元（约合人民币 170 亿）。目前，维利奥的产品销往全球 70 多个国家和地区，与许多婴儿奶粉国际品牌建立了长期的合作关系。
DOMO	FrieslandCampina Domo 具有 75 年的乳制品原料研发、生产经验，在荷兰、美国、澳大利亚均有生产基地。全球有雇员 1100 个。2008 年营业额为 50 亿欧元。其产品销往 70 多个国家，在全球有 5 个销售公司，满足当地需求。

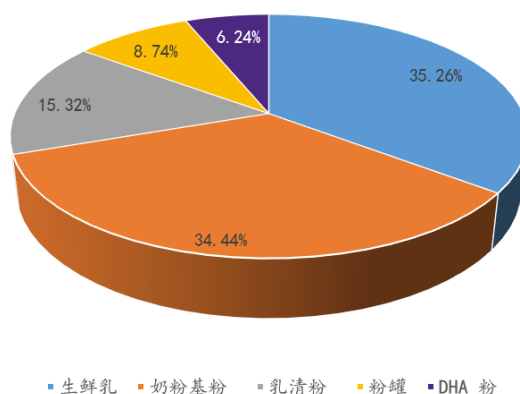
资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

目前，公司在国内拥有六家婴幼儿奶粉生产工厂，拥有数十条国际先进的产品加工生产线和检测设备，率先建立 MES、WMS、ERP、追踪追溯等系统，且上述搭载信息化管理系统的生产线提高公司生产管理的精确度和灵敏度，可更好更快地满足市场需求、保障供应，强化产品与消费者间联系。

公司在黑龙江拥有自建牧场，采用先进的奶牛饲喂系统、挤奶系统、粪污处理系统等，保障当地优质奶源的供应。同时公司与全球主要原料供应商都建立紧密的联系并签署合作协议，确保重要原材料的采购供应。

公司采购原料有生鲜乳、奶粉基粉、乳清粉、粉罐及 DHA 粉，其中生鲜乳、奶粉基粉、乳清粉为主要原料，其成本分别占比 35.26%、34.44%、15.32%，其他原料为粉罐和 DHA 粉，分别占比 8.74%、6.24%。

图表 107：公司 2010 年生鲜乳、奶粉基粉、乳清粉、粉罐及 DHA 粉成本分别占比 35%、34%、15%、9%、6%



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

### 3.4.2、多种生产模式并存，6 家工厂满足全国需求

公司除精细化 OBM 业务外积极拓展 ODM、OEM 及品牌授权业务。OBM 的生产按照“市场预测”和“订单锁定”相结合的方式组织。公司主导产品婴幼儿配方奶粉主要由全资子公司贝因美乳业、贝因美母婴、宜昌贝因美等工厂生产，婴幼儿营养米粉、葡萄糖等辅食主要由北海贝因美生产，亲子食品及部分营养品通过 OEM 模式生产。

公司目前拥有 6 家乳品加工厂，2020 年公司设计产能为 12.23 万吨/年、实际产能为 6.80 万吨/年、在建产能 2 万吨/年系天津工厂，将于 2022 年 9 月 30 日达到可使用状态。

图表 108：2020 年 6 家工厂产能情况

生产主体	设计产能（万吨/年）	实际产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）
杭州贝因美母婴营养品有限公司	4.00	3.00	
黑龙江贝因美乳业有限公司	1.80	1.00	
宜昌贝因美食品科技有限公司	3.00	1.50	
北海贝因美营养食品有限公司	2.00	0.60	
吉林贝因美乳业有限公司	1.00	0.40	
呼伦贝尔嘉乳业有限公司	0.43	0.30	
贝因美（天津）科技有限公司			2.00
总计	12.23	6.80	2.00

资料来源：公司 2020 年报，华鑫证券研究

图表 109：贝因美物流自动化项目



资料来源：爱佳物流工程设计公司官网，华鑫证券研究所

图表 110：贝因美天津工厂外观设计图



资料来源：新浪网，华鑫证券研究所

图表 111：贝因美黑龙江安达工厂



资料来源：搜狐网，华鑫证券研究所

图表 112：贝因美宜昌工厂



资料来源：三峡宜昌网，华鑫证券研究所

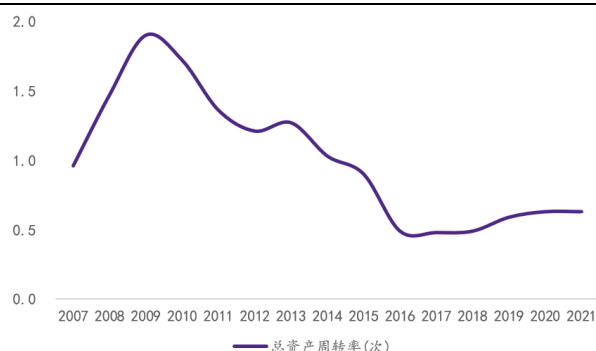
### 3.5、谢宏重新操盘，财务指标逐步改善

自公司创始人谢宏 2018 年回归重新操盘，重塑商誉、重振团队、重整管理体系至今，公司运营效率以及内部治理情况已有明显改善。



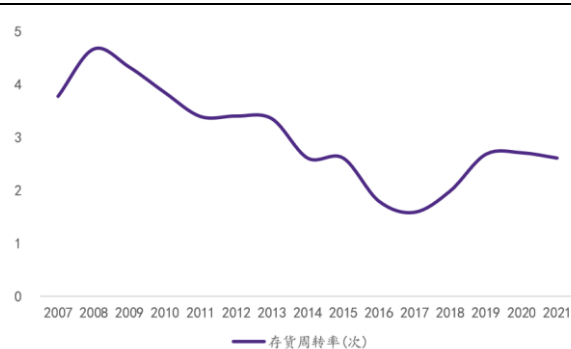
2007-2018 年公司总资产周转率从 0.96 次下降至 0.63 次，公司存货周转率从 3.77 次下降至 1.99 次。2018-2021 年总资产周转率上升至 0.63 次，公司存货周转率上升至 2.61 次。谢宏回归以来，企业整体资产的营运能力以及经营效率有明显改善。

图表 113：总资产周转率 2018 年至今 3 年 CAGR 为 8.74%



资料来源：wind，华鑫证券研究所

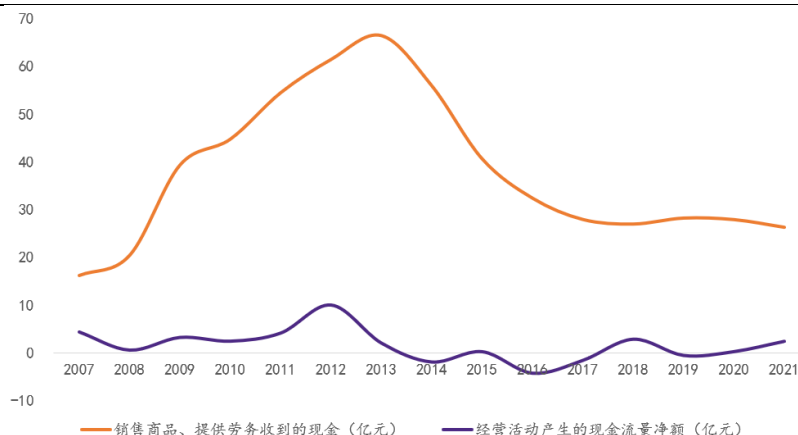
图表 114：存货周转率 2018 年至今 3 年 CAGR 为 125.61%



资料来源：wind，华鑫证券研究所

2007-2018 年公司销售回款从 16.22 亿元上升至 27 亿元，经营现金流净额从 4.43 亿元提升至 2.91 亿元。2018-2021 年销售回款下降至 26.32 亿元，经营现金流净额下降至 2.47 亿元。

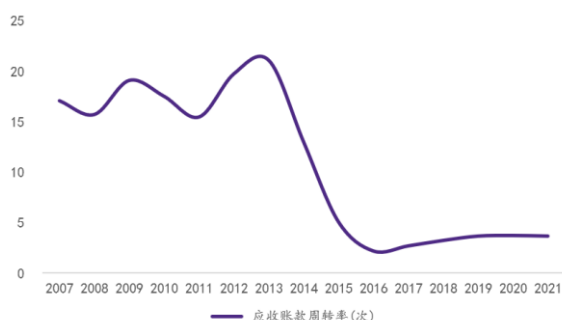
图表 115：销售回款及经营现金流净额 2018 年至今下降至 26.32 亿元、2.47 亿元



资料来源：wind，华鑫证券研究

谢宏回归以来公司应收账款管理效率及坏账损失有所改善。2007-2018 年公司应收账款周转率由 17.08 次下降至 3.24 次。2018-2021 年应收账款周转率上升至 3.67 次。2011-2018 年公司计提坏账准备金由 0.23 亿元上升至 4.95 亿元，坏账损失由 0.04 亿元上升至 0.09 亿元。

图表 116: 2007-2021 年应收账款周转率由 17.08 次下降至 3.67 次



资料来源: wind, 华鑫证券研究所

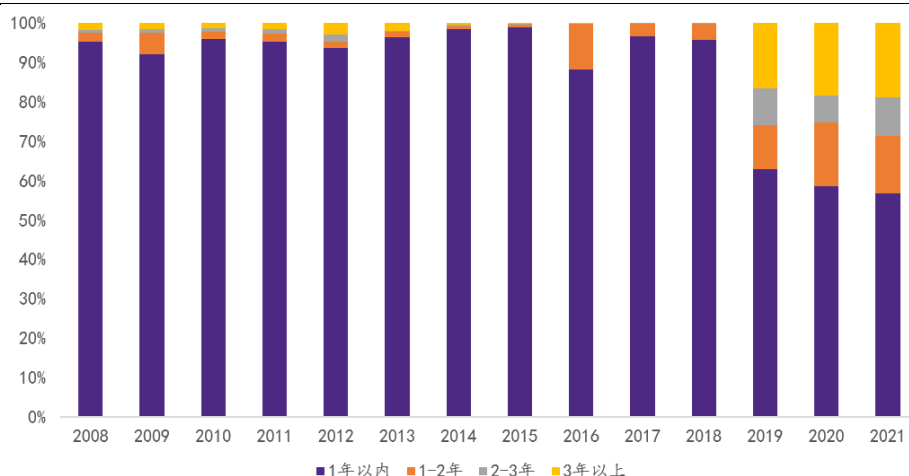
图表 117: 2011-2021 年计提坏账准备由 0.23 亿元上升至 6.74 亿元, 坏账损失由 0.04 亿元降至 0 元



资料来源: wind, 华鑫证券研究所

2008-2021 年公司 1 年以内应收账款比例由 95%下降至 57%, 同降 38pct; 1-2 年应收账款比例由 3%上升至 15%, 同升 12pct; 2-3 年应收账款比例由 1%上升至 10%, 同升 9pct; 3 年以上应收账款比例由 2%上升至 19%, 同增 17pct。

图表 118: 前期授信额度逐步到期显示在应收账款龄上为 3 年以上, 目前已基本计提



资料来源: wind, 华鑫证券研究

### 3、盈利预测与评级

当前公司处于困境反转阶段, 边际改善加速, 我们预计 2022-2024 年 EPS 为 0.12/0.17/0.24 元, 当前股价对应 PE 分别为 42/30/21 倍, 维持“推荐”投资评级。



## 4、风险提示

- (1) 宏观经济下行风险；
- (2) 疫情拖累消费；
- (3) 新品推广不及预期；
- (4) 原材料大幅上涨风险；
- (5) 创新业务不及预期等；

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产：</b>					营业收入	2,540	3,119	3,936	4,877
现金及现金等价物	677	801	819	915	营业成本	1,348	1,651	2,096	2,576
应收款	822	837	971	1,002	营业税金及附加	33	37	43	49
存货	506	532	586	647	销售费用	745	998	1,220	1,502
其他流动资产	179	249	297	342	管理费用	195	250	311	380
流动资产合计	2,183	2,420	2,672	2,906	财务费用	75	30	33	32
<b>非流动资产：</b>					研发费用	26	31	39	49
金融类资产	72	112	127	137	费用合计	1,041	1,309	1,603	1,963
固定资产	960	983	953	903	资产减值损失	-36	-30	-25	-20
在建工程	146	58	23	9	公允价值变动	6	5	4	3
无形资产	162	154	146	138	投资收益	7	6	5	4
长期股权投资	118	118	118	118	营业利润	96	163	228	315
其他非流动资产	501	501	501	501	加：营业外收入	2	3	3	2
非流动资产合计	1,886	1,814	1,740	1,669	减：营业外支出	7	6	5	4
资产总计	4,069	4,234	4,413	4,575	利润总额	91	160	225	313
<b>流动负债：</b>					所得税费用	9	17	23	31
短期借款	1,011	1,061	1,101	1,131	净利润	81	143	202	282
应付账款、票据	382	416	469	503	少数股东损益	8	14	19	27
其他流动负债	725	725	725	725	归母净利润	73	130	183	256
流动负债合计	2,119	2,203	2,296	2,361					
<b>非流动负债：</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	65	105	135	155	成长性				
其他非流动负债	49	49	49	49	营业收入增长率	-4.7%	22.8%	26.2%	23.9%
非流动负债合计	114	154	184	204	归母净利润增长率	122.6%	76.8%	41.2%	39.6%
负债合计	2,233	2,357	2,480	2,565	盈利能力				
<b>所有者权益</b>					毛利率	46.9%	47.1%	46.8%	47.2%
股本	1,080	1,080	1,080	1,080	四项费用/营收	41.0%	42.0%	40.7%	40.3%
股东权益	1,837	1,876	1,932	2,010	净利率	3.2%	4.6%	5.1%	5.8%
负债和所有者权益	4,069	4,234	4,413	4,575	ROE	4.0%	6.9%	9.5%	12.7%
					偿债能力				
<b>现金流量表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	资产负债率	54.9%	55.7%	56.2%	56.1%
净利润	81	143	202	282	营运能力				
少数股东权益	8	14	19	27	总资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.1
折旧摊销	114	72	73	71	应收账款周转率	3.1	3.7	4.1	4.9
公允价值变动	6	5	4	3	存货周转率	2.7	3.2	3.7	4.1
营运资金变动	38	-38	-167	-93	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	247	197	132	289	EPS	0.07	0.12	0.17	0.24
投资活动现金净流量	-154	24	51	54	P/E	73.7	41.7	29.5	21.1
筹资活动现金净流量	31	-14	-76	-154	P/S	2.1	1.7	1.4	1.1
现金流量净额	124	207	106	188	P/B	3.0	3.0	2.9	2.8

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。