

初心如磐再启程，业绩有望迎拐点

贝因美(002570.SZ)首次覆盖报告

核心观点

创始人回归，降费增效趋势明显。公司深耕婴幼儿奶粉领域近三十年，处于国产头部行列。2014年以来，由于管理层和股权结构变动，以及奶粉降价潮的影响，公司业绩出现大幅下滑。但在2018年，公司创始人谢宏回归管理层，积极推动内部降本增效，公司销售、管理费用率减少，营收和净利润也出现反弹。

婴幼儿奶粉高端化，国产头部奶粉企业有望受益。近年来我国人口出生率走低，奶粉需求总量面临下行压力。与此同时，奶粉均价不断走高，而且高端和超高端奶粉的市场规模增长迅速，根据弗若斯特沙利文数据，二者合计市场份额在2021年达到约58%。我国居民收入水平和健康意识在近年来不断提升，国产奶粉在经历行业整顿和监管后已步入高质量发展阶段。国产奶粉在国内市场的收入规模和市场份额均实现稳步增长，在2020年收入规模为1885亿元，而且市场份额反超国外奶粉达到54%。国产头部奶粉企业以良好的产品品质为出发点，凭借先发优势有望充分受益于奶粉高端化趋势。

产业链优势明显，渠道优化成果有望顺利转化。在公司多年投入消费者心智培育的努力下，贝因美品牌具有较高的国民知名度。在产品矩阵上，公司立足于全面的研发布局，可适用于各年龄段消费人群。为保证优质供应，公司与全球知名奶粉原料供应商达成合作，并扩建高端产能为产品结构优化作铺垫。渠道方面，公司梳理经销和优化直销渠道，并形成新零售模式布局，线上和线下渠道相辅相成，有望增加终端消费者复购率和品牌粘性。

投资建议

在渠道梳理逐步清晰，叠加新零售模式成型的条件下，公司有望凭借品牌力、产品、供应链等优势，充分受益于奶粉行业高端化趋势。预计2022年~2024年EPS分别为0.13/0.20/0.29元/股，基于7月22日收盘价4.82元，对应PE分别为36.40/23.60/16.66。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨；疫情扰动加剧影响门店消费；渠道梳理不及预期；食品安全问题。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2539.56	3164.98	3927.58	4841.54
增长率(%)	-4.71	24.63	24.09	23.27
归母净利润	73.31	143.04	220.55	312.44
增长率(%)	122.61	95.10	54.19	41.67
EPS(元/股)	0.07	0.13	0.20	0.29
市盈率(P/E)	73.14	36.40	23.60	16.66
市净率(P/B)	3.10	2.70	2.42	2.11

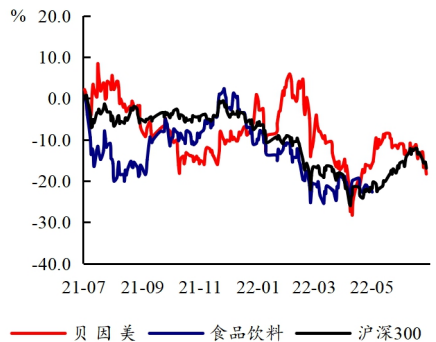
资料来源：同花顺 iFinD 数据库，东亚前海证券研究所，股价基准为2022年7月22日收盘价4.82元/股

评级 推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1022.52
流通A股/B股(百万股)	1022.52/0.00
资产负债率(%)	54.91
每股净资产(元)	1.46
市净率(倍)	3.15
净资产收益率(加权)	2.28
12个月内最高/最低价	6.09/4.03

相关研究

正文目录

1. 几经波折，重拾信心.....	4
1.1. 发展历程：深耕奶粉领域三十年，创始人回归重塑信心.....	4
1.2. 股权结构：国资入驻，员工持股加深利益绑定.....	5
1.3. 财务分析：业绩趋势向好，营收净利反弹.....	6
2. 婴幼儿奶粉高端化，国产奶粉迎来发展机遇.....	8
2.1. 行业发展历程：曲折起伏，转型复苏.....	8
2.2. 发展趋势：量减价增，国产奶粉高端化成趋势.....	9
2.2.1. 人口出生率降低，三胎政策有望刺激需求.....	9
2.2.2. 奶粉高端化持续推进，高端奶粉销量快速增长.....	10
2.2.3. 行业政策持续出台，国产奶粉有望迎来发展机遇.....	11
2.3. 竞争格局：国产奶粉份额提升，集中度不断升高.....	12
3. 产业链优势领先，渠道优化逐步落地.....	14
3.1. 立足研发，布局全产业链.....	14
3.2. 品牌知名度高，产品矩阵多元全面.....	17
3.3. 新零售模式赋能，渠道有望得到梳理优化.....	20
4. 盈利预测.....	21
5. 风险提示.....	23

图表目录

图表 1. 公司深耕婴幼儿奶粉领域三十年.....	4
图表 2. 公司创始人谢宏先生创业历程.....	5
图表 3. 创始人为公司实控人（截至 2022 年 Q1）.....	5
图表 4. 公司第三期员工持股计划（截至 2021 年年报）.....	6
图表 5. 贝因美营业收入和归母净利润在 2013 年达顶峰.....	7
图表 6. 奶粉类产品的营收占比在 83% 以上.....	7
图表 7. 2018 年后费用率呈下行趋势.....	8
图表 8. 受奶粉售价降低影响，销售毛利率开始下降.....	8
图表 9. 应收账款及应收票据占营收比重下降.....	8
图表 10. 库存周转天数下降（天）.....	8
图表 11. 我国婴幼儿奶粉行业发展历程.....	9
图表 12. 中国人口出生率下滑明显.....	10
图表 13. 中国妇女生育率近年持续低迷.....	10
图表 14. 二胎、三胎政策梳理.....	10
图表 15. 奶粉主要原材料生鲜乳价格上涨.....	11
图表 16. 国内婴幼儿奶粉零售价格走高.....	11
图表 17. 高端和超高端奶粉销售额增长快于普通奶粉.....	11
图表 18. 乳制品行业相关政策梳理.....	12
图表 19. 中国婴幼儿配方奶粉市场总规模持续扩大.....	13
图表 20. 国内奶粉品牌市场份额超过国外奶粉品牌市场份额.....	13
图表 21. 2019 年中国婴幼儿配方奶粉行业竞争格局，CR10 为 67.70%.....	13
图表 22. 2020 年中国婴幼儿配方奶粉行业竞争格局，CR10 为 76.90%.....	13
图表 23. 中国奶粉行业 CR3 不断提高.....	14
图表 24. 居民可支配收入不断提升，消费水平显著提升.....	14
图表 25. 高端奶粉和超高端奶粉市场份额持续提升.....	14
图表 26. 2021 年研发费用和研发费用率创近四年新高.....	15
图表 27. 自建工厂的产能足以满足生产需求（2020 年）.....	15

图表 28.	公司与全球知名奶粉原料供应商建立合作关系.....	16
图表 29.	公司前五大供应商集中程度较高.....	16
图表 30.	自成立以来公司获得业内多项荣誉.....	17
图表 33.	公司主要从经销、电子商务和直供客户等渠道进行销售.....	20
图表 34.	2021 年公司经销、直供客户、电子商务渠道的毛利率较高.....	20
图表 35.	2021 年经销商数量同比增加幅度较大.....	21
图表 36.	公司各类产品营收和毛利率预测.....	22
图表 37.	公司盈利预测.....	23

1. 几经波折，重拾信心

1.1. 发展历程：深耕奶粉领域三十年，创始人回归重塑信心

深耕婴幼儿奶粉领域三十年，国内奶粉第一股步入新征程。贝因美公司成立于1992年，总部位于浙江省杭州市，是国内知名婴幼儿奶粉生产企业，公司瞄准婴幼儿奶粉赛道，针对婴幼儿的需求进行自主研发。公司自1995年进军全国市场，并于2006年在中国断奶期食品市场占有率达到第一。2008年公司通过国家三聚氰胺专项检查。2011年公司于深交所上市，成为“国内奶粉第一股”。2015年，恒天然与公司达成深度合作，公司收购澳洲达润工厂51%股权，恒天然收购公司约18.82%的股份。2018年公司创始人谢宏回归担任董事长，自此新任管理层带领公司进入新发展阶段。

图表 1. 公司深耕婴幼儿奶粉领域三十年

年份	事件
1992年	贝因美创立
1995年	进军全国市场
2005年	在“中国牛奶之乡”安达成立黑龙江贝因美乳业有限公司
2006年	中国断奶期食品市场占有率第一
2008年	贝因美通过国家三聚氰胺专项检查
2011年	深交所挂牌上市
2015年	收购恒天然下属澳洲达润工厂51%股权；恒天然要约收购公司约18.82%的股份
2018年	公司创始人谢宏回归担任董事长

资料来源：公司官网，公司公告，东亚前海证券研究所

创始人谢宏回归公司，有望带动公司长远发展。谢宏先生于1992年创建贝因美，2011年公司上市后离任，但于2018年回归公司管理层，现任本公司董事长、总经理，兼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、中国乳制品工业协会副理事长等职务。谢宏先生的拥有丰富的食品科学理论知识与实践经验，他的回归有望带动公司长远发展。

图表 2. 公司创始人谢宏先生创业历程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

1.2. 股权结构：国资入驻，员工持股加深利益绑定

创始人谢宏为实际控制人，引入国资作为公司第二大股东。2015年，贝因美引入恒天然作为合作方，但在实际业务经营等方面合作不畅，2019年Q3起，恒天然陆续减持贝因美股权。2020年底，公司引入宁波信达华建投资有限公司作为第二大股东，共谋长期战略发展，持有公司5.09%的股份。公司的实际控制人谢宏通过控股贝因美集团有限公司，间接持有16.37%的公司股份。截至2022年Q1，前十大股东共计持有33.43%的公司股份；其余股东共计持有66.57%的公司股份，但单个股东持股比例均不足0.4%。

图表 3. 创始人为公司实控人（截至2022年Q1）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

股权激励持续进行，有望推动公司长期发展。自2015年起，公司陆续计划回购公司股票实施员工持股计划、股权激励计划。截至2021年，公司已完成二期员工持股计划，三期员工持股计划正在推进中。公司员工持股计划有望激发员工积极性，推动公司长期发展。

图表 4. 公司第三期员工持股计划（截至 2021 年年报）

姓名	职务	出资认购份额（万份）	占持股计划比例（%）
谢宏	董事长、总经理	6	2.42
鲍晨	董事、副总经理	6	2.42
李志容	副总经理、董事会秘书	6	2.42
赵爱凌	副总经理	6	2.42
董事、高级管理人员（小计 4 人）		24	9.68
主要骨干人员（不超过 200 人）		224	90.32
合计		248	100

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

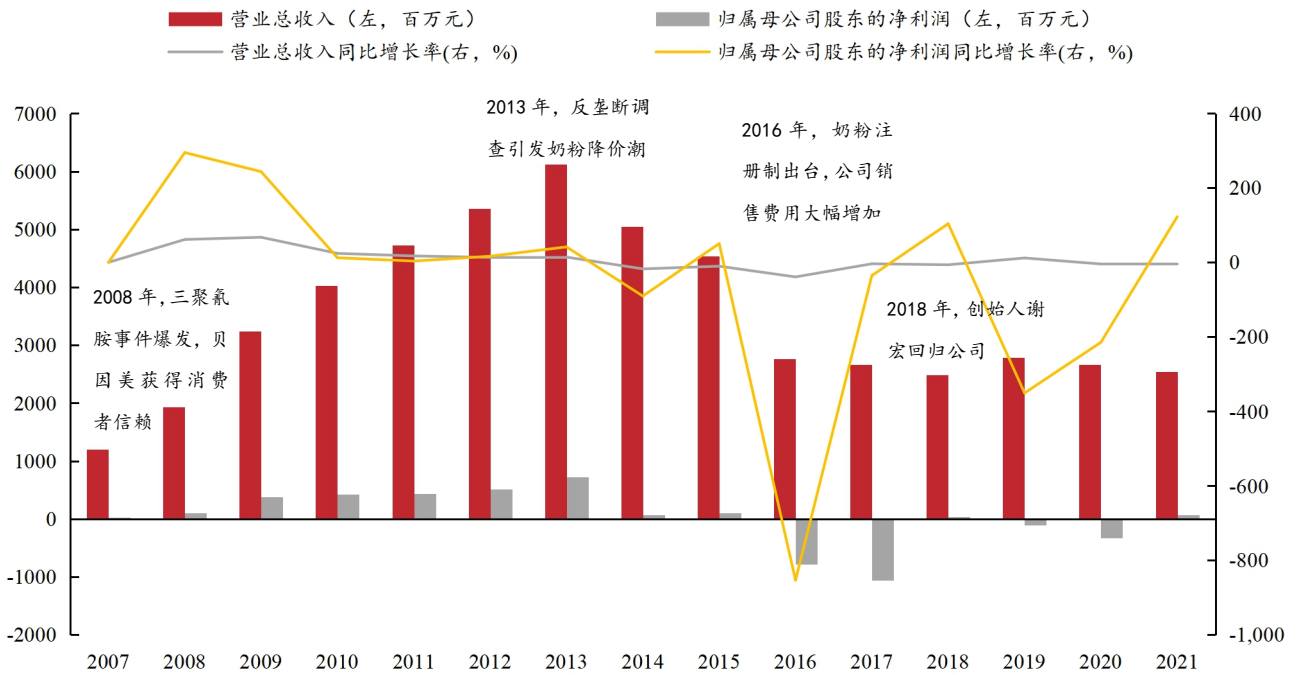
1.3. 财务分析：业绩趋势向好，营收净利反弹

2008-2013 年：把握机遇，公司营收利润双创新高。2008 年“三鹿奶粉”事件爆发后，多数奶粉品牌被检测出添加三聚氰胺成分，而公司因未添加三聚氰胺深获消费者的信赖，公司抓住此次机遇，迅速抢占三鹿等奶粉品牌退出的市场空间。2008-2013 年，公司的营业收入和净利润 CAGR 分别为 25.84%和 45.67%。2013 年营业收入和净利润双创新高，分别达 61.17 亿元和 7.21 亿元。

2014-2017 年：管理层变动导致公司业绩出现下滑。2014-2017 年，公司的营业收入和净利润持续下降，一方面由于公司的管理层频繁变动，导致战略政策没有办法持续推进；叠加国家发改委对奶粉企业进行反垄断调查，公司奶粉主要品项标准出厂价下调。2016 年公司利润首次转负，业绩有所下滑。

2018 年至今：创始人谢宏回归，公司的营业收入和净利润出现反弹。2018 年公司创始人谢宏回归，引入在婴童领域有丰富经验的管理团队，对公司的组织结构和管理模式进行改革，推动公司转型。公司的营业收入和净利润改善明显。2021 年公司营业收入达 25.40 亿元，净利润同比大幅增加 122.61%；销售净利率为 3.20%，扭转净利率为负的状态。

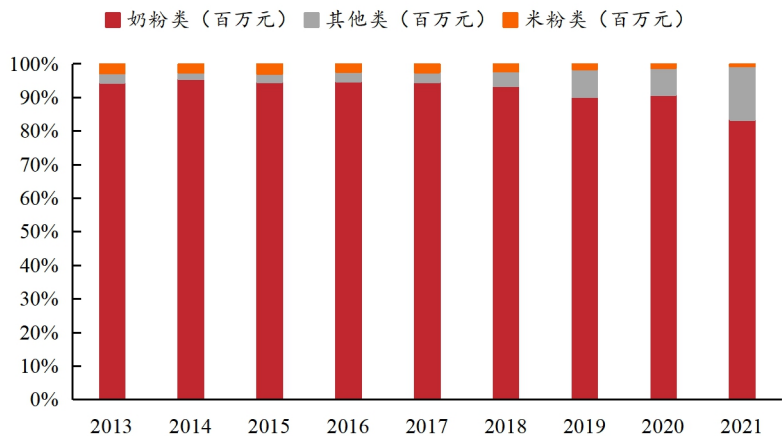
图表 5. 贝因美营业收入和归母净利润在 2013 年达顶峰



资料来源: 公司公告, 公司官网, 人民网, 国务院, 东亚前海证券研究所

奶粉为公司主要营收来源, 其他类产品成为新增长点。长期以来, 公司主要经营婴幼儿奶粉类产品, 营收占比保持在 83% 以上。而其他类产品, 比如奶基类营养品等, 成为公司品类横向拓展的重要成果, 营收占比由 2013 年的 2.77% 增至 2021 年的 15.94%。

图表 6. 奶粉类产品的营收占比在 83% 以上

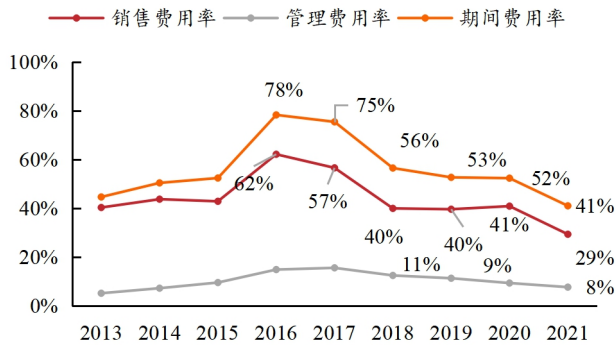


资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

公司费用管理效果显著, 净利率有望归正。由于 2016 年公司推出“买一赠一”的销售活动, 引起销售费用激增, 2016 年和 2017 年公司的销售费用率显著增加, 分别达 62.13% 和 56.56%。创始人谢宏先生 2018 年回归公司管理层以后, 重视公司内部改革并积极推进内部降本增效。销售费用率、管理费用率和期间费用率自 2018 年来呈下行趋势, 2021 年分别为 29.35%、7.67%、41.00%。公司将奶粉成本控制在合理水平, 近五年毛利率水平在

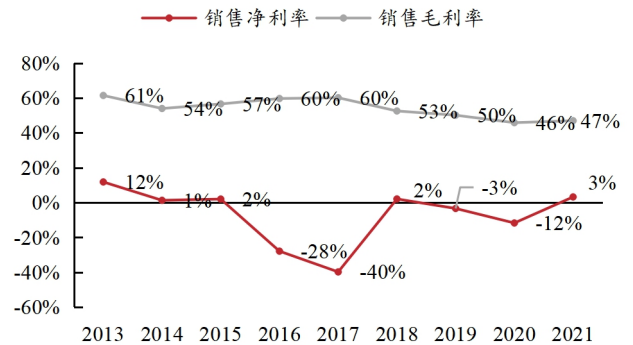
46%~60%之间，而且由于奶粉售价降低的影响，走势整体呈下行趋势。在内部不懈地降本增效努力下，公司近三年净利率水平相较2016年和2017年有大幅改善。2021年公司净利率为3%，成为2014年以来的新高。

图表 7. 2018 年后费用率呈下行趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

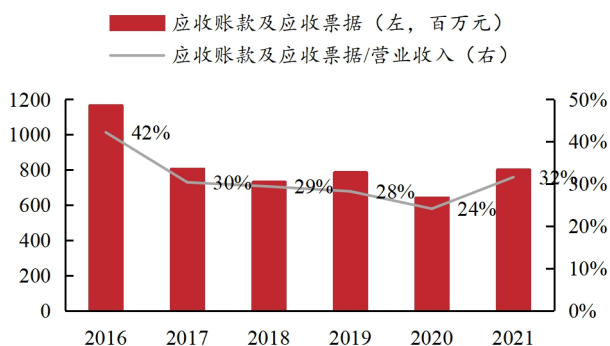
图表 8. 受奶粉售价降低影响，销售毛利率开始下降



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

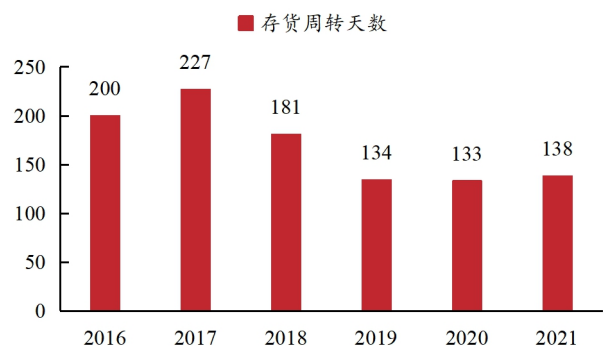
库存和应收账款等周转情况明显好转。2016年以来，存货周转天数已经由2017年的高位227天，大幅下降至135天左右。同时，应收账款和应收票据占营收的比重也由2016年的高位42.19%降至30%左右。周转天数等数据的好转意味着终端销售以及回款情况得到明显改善，并有望带动公司整体的财务情况改善。

图表 9. 应收账款及应收票据占营收比重下降



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 10. 库存周转天数下降 (天)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 婴幼儿奶粉高端化，国产奶粉迎来发展机遇

2.1. 行业发展历程：曲折起伏，转型复苏

黄金发展期 (1984-2007)： 改革开放给中国经济注入活力，奶粉行业迎来黄金发展期。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，列入《1991-2000年全国食品工业发展纲要》，国内奶粉行业迎来了“发展最好的黄金时期”。在这段时期内，国内奶粉行业涌现出诸如：贝因美、君乐宝、圣元、雅士利等一大批优秀奶粉制造企业。三鹿奶粉逐渐成为国内奶粉企业的领头羊，国外奶粉企业也陆续进入

中国。

曲折振荡期（2008-2015）：火热的市场行情促使部分奶粉行业铤而走险。2008年，“三聚氰胺”事件曝光，以三鹿奶粉为首的奶粉企业遭到重创，整个国产奶粉行业深陷信任危机。外资奶粉借机抢占国内消费市场，贝因美、飞鹤、雅士利、圣元凭借优良品质坚守二线城市。国产奶粉行业在动荡中艰难前行。

转型复苏期（2016年-至今）：随着各项行业政策制定并颁布，国内奶粉市场迎来转型复苏。2016年6月，国家颁布《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》。一系列政策的出台使得国内奶粉行业相关法律法规不断完善，行业监管趋于正规化，国产奶粉品质有了大幅提升，消费者信心得到重塑。随着消费者重拾对国产奶粉的信心，国内奶粉行业逐渐走出阴霾。

图表 11. 我国婴幼儿奶粉行业发展历程



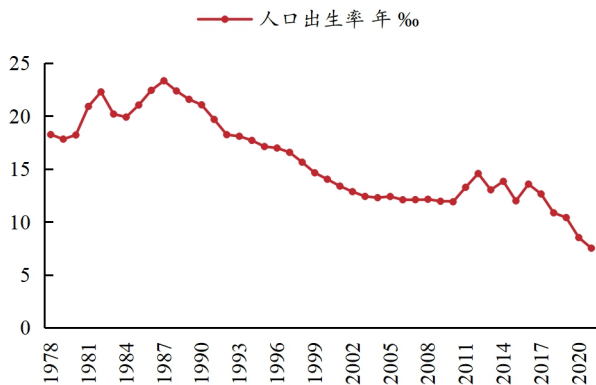
资料来源：乳业在线，东亚前海证券研究所

2.2. 发展趋势：量减价增，国产奶粉高端化成趋势

2.2.1. 人口出生率降低，三胎政策有望刺激需求

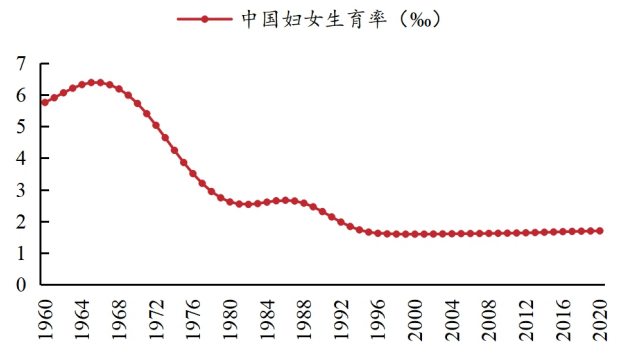
我国人口出生率下滑，婴幼儿奶粉需求总量面临下行压力。生育成本持续上涨叠加生育观念的转变，中国适龄夫妇生育意愿持续走低。2016年来，我国出生人口数量连续五年呈下降趋势。2021年1062万的出生人口规模更是创近年来的新低，相比2016年下降43.6%。从出生率来看，2021年人口出生率为7.52%，连续两年跌破10%，创近72年（1950年以来）来的新低。我国新生婴幼儿人口数量逐年下降，使得婴幼儿奶粉需求总量面临下行压力。

图表 12. 中国人口出生率下滑明显



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 13. 中国妇女生育率近年持续低迷



资料来源：世界银行，东亚前海证券研究所

三胎政策加持下，奶粉市场容量有望提升。新生儿人口数的持续下降给奶粉行业带来一定的压力，但是二胎政策和三胎政策的接连出台，有望通过新生儿数量增加扩大奶粉市场容量，并将会在一定程度上缓解奶粉行业需求减少的困境。

图表 14. 二胎、三胎政策梳理

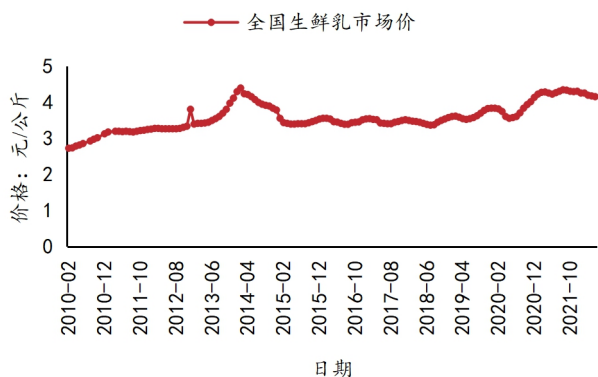
时间	发布机构	相关行业政策	具体内容
2013. 11	中共中央	关于全面深化改革若干重大问题的决定	一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策，逐步调整完善生育政策，促进人口长期均衡发展。
2015. 11	中共中央	中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议	坚持计划生育的基本国策，完善人口发展战略。全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策。
2016. 1	中共中央 国务院	关于实施全面两孩政策 改革完善计划生育服务管理的决定	实行生育登记服务制度，对生育两个以内（含两个）孩子的，不实行审批，由家庭自主安排生育。
2021. 7	中共中央、 国务院	关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定	优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策，并取消社会抚养费等制约措施、清理和废止相关处罚规定，配套实施积极生育支持措施

资料来源：各类国家政策网站，东亚前海证券研究所

2.2.2. 奶粉高端化持续推进，高端奶粉销量快速增长

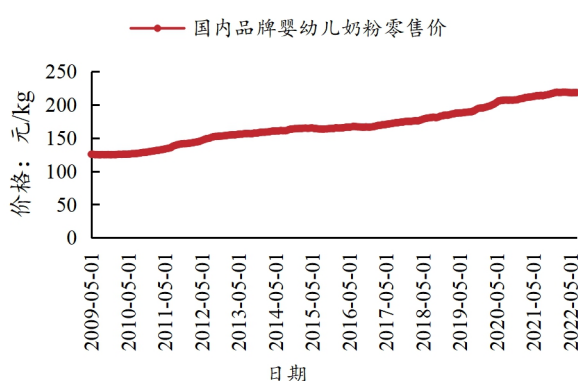
短期内受原材料价格上涨影响，我国婴幼儿奶粉零售均价逐年上涨。鲜奶成本约占奶粉原料成本的 70%。由于上游奶牛养殖数量的减少，我国生鲜乳均价由 2010 年 2 月 2.73 元/kg 上升至 2022 年 5 月 4.23 元/kg。从进口成本看，受疫情影响，原料鲜奶进口价由 2016 年 3.73 元/kg 上升到 2021 年 4.27 元/kg。近年国内、国外鲜奶价格的走高导致我国婴幼儿奶粉售价持续上涨。

图表 15. 奶粉主要原材料生鲜乳价格上涨



资料来源：农业农村部，东亚前海证券研究所

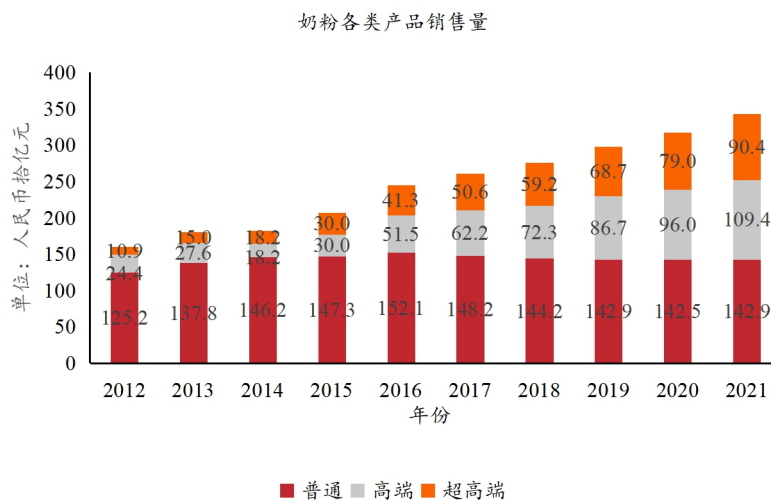
图表 16. 国内婴幼儿奶粉零售价格走高



资料来源：同花顺 iFinD 数据库，东亚前海证券研究所

奶粉企业高端化转型推动高端产品销量快速增长。近年来，我国奶粉企业纷纷主动开启产品与品牌的高端化战略，以应对奶粉市场需求端的变化，奶粉的高端化升级成为趋势。高端和超高端婴幼儿奶粉销量呈现更明显的快速增长。随着人均消费水平的提升，父母愿意为高品质婴儿奶粉支付高溢价。在婴幼儿奶粉消费升级的背景下，预计婴幼儿高端奶粉价格仍有一定的上浮空间。

图表 17. 高端和超高端奶粉销售额增长快于普通奶粉



资料来源：飞鹤公司招股说明书，弗若斯特沙利文，东亚前海证券研究所

2.2.3. 行业政策持续出台，国产奶粉有望迎来发展机遇

国家持续出台各项政策，促进行业健康发展。“三鹿奶粉”事件爆发后，国家持续出台各项政策，加大对乳制品业的监管力度，促进行业健康发展。2008 年是中国奶粉行业的转折点，自三鹿奶粉中含有禁止添加的三聚氰胺成分被曝出后，民众对国产奶粉的质量安全产生质疑，国家立即出台相关政策，加强对乳制品质量安全的监督管理，整顿乳制品行业。乳制品行业的整治，有望促进行业高质量发展转型，以及推动国产奶粉质量的

提升，而且有助于让消费者对国产奶粉重拾信心。

图表 18. 乳制品行业相关政策梳理

时间	发布机构	相关行业政策	具体内容
2008.10	国务院	乳品质量安全监督管理条例	生产婴幼儿奶粉应当保证婴幼儿生长发育所需的营养成分，不得添加任何可能危害婴幼儿身体健康和生长发育的物质。
2013.6	食品药品监管总局、工信部、公安部、农业部、商务部、卫生计生委、海关总署、工商总局、质检总局	关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见	通过强化监管、综合施策，全面提高我国婴幼儿配方乳粉质量安全水平，维护人民群众切身利益，提振消费信心，促进乳品产业振兴和健康持续发展。
2013.12	食品药品监管总局	婴幼儿配方乳粉生产许可审查细则（2013版）	重点对婴幼儿配方乳粉生产企业的原辅料把关、产品配方管理、生产工艺、过程控制等9个方面的内容进行了重新规定，提出了新的更高要求。
2016.10	食品药品监管总局	婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法	严格婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理，保证婴幼儿配方乳粉质量安全。
2017.1	农业部、发改委、工信部、商务部和食品药品监管总局	全国奶业发展规划（2016—2020年）	提出十一项工作任务和五项保障措施促进奶业持续健康发展，保障乳品质量安全。
2018.6	国务院	关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见	强化标准规范、科技创新、政策扶持、执法监督和消费培育，加快构建现代奶业产业体系、生产体系、经营体系和质量安全体系，不断提高奶业发展质量效益和竞争力，大力推进奶业现代化，做大做强民族奶业
2019.1	农业农村部、发改委、科技部、工信部、财政部、商务部、卫生健康委、市场监管总局、银保监会	关于进一步促进奶业振兴的若干意见	以实现奶业全面振兴为目标，优化奶业生产布局，创新奶业发展方式，建立完善以奶农规模化养殖为基础的生产经营体系，密切产业链各环节利益联结，提振乳制品消费信心，力争到2025年全国奶类产量达到4500万吨，切实提升我国奶业发展质量、效益和竞争力。
2019.5	中共中央、国务院	关于深化改革加强食品安全工作的意见	严把食品加工质量安全关，实施国产婴幼儿配方乳粉提升行动，力争3年内显著提升国产婴幼儿配方乳粉的品质、竞争力和美誉度。
2020.11	国务院	关于印发全国深化“放管服”改革优化营商环境电视电话会议重点任务分工方案的通知	完善食品工业企业质量安全追溯平台功能，扩大婴幼儿配方乳粉质量安全追溯试点，便利消费者查询。
2021.11	国务院	关于印发“十四五”推进农业农村现代化规划的通知	实施牛羊发展五年行动计划，大力发展草食畜牧业。加强奶源基地建设，优化乳制品产品结构。

资料来源：各类国家政策网站，东亚前海证券研究

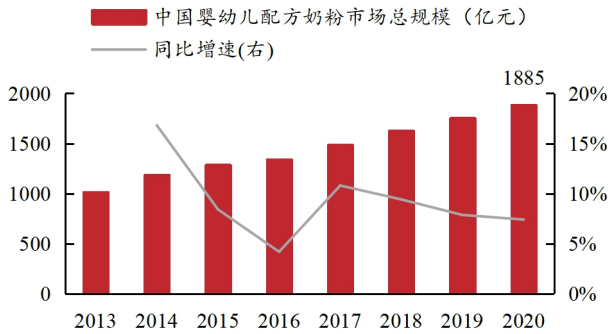
2.3. 竞争格局：国产奶粉份额提升，集中度不断升高

国产奶粉品质不断提高，重新得到消费者的信赖，国内市场份额不断提升。近年来，中国婴幼儿配方奶粉市场总规模逐渐增大，2013年市场规模为1017亿元，2020年市场规模增加至1885亿元，年均增速为12.19%。

“三鹿奶粉”事件发生后的一段时间内，消费者更青睐国外奶粉品牌，国

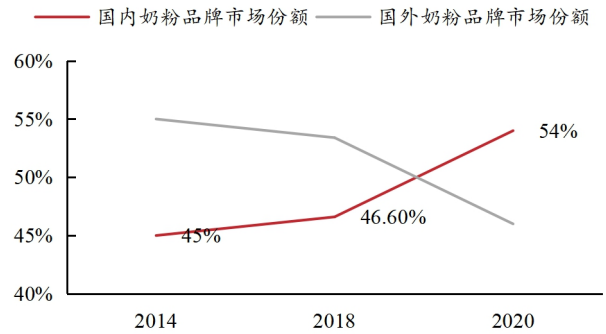
内奶粉品牌市场占比下降。随着国内奶粉品牌的崛起，国产奶粉市场占比出现反弹。2014年国内奶粉品牌市场份额为45%，国外奶粉品牌市场份额为55%，2018年国内奶粉品牌市场份额为46.6%，国外奶粉品牌市场份额为53.4%，2020年，国内奶粉品牌市场份额超过国外奶粉品牌市场份额，市场份额为54%。随着国内奶粉品牌的崛起，预期未来国产奶粉市场份额会持续增加。

图表 19. 中国婴幼儿配方奶粉市场总规模持续扩大



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

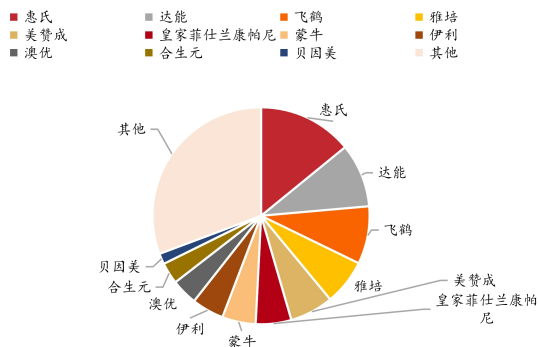
图表 20. 国内奶粉品牌市场份额超过国外奶粉品牌市场份额



资料来源：飞鹤招股说明书、《2021 中国奶业质量报告》，东亚前海证券研究所

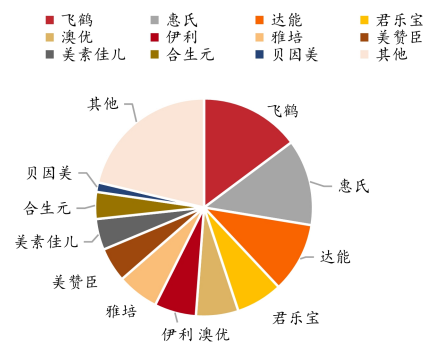
国内奶粉市场行业集中度持续提升，竞争较为激烈。2019年我国奶粉行业的CR10约为67.7%，2020年CR10约为76.9%，同比增长9.2pct；2015年CR3约为25%，2020年CR3约为38%，5年间提升了13pct，行业集中度不断提升，进一步加剧头部企业的竞争。2019年，国内婴幼儿配方奶粉市场中，国外品牌市场份额占比较高，其中惠氏市场占比最高，约为14.10%，而国内品牌飞鹤的市场占有率为8.6%，排名第三。2020年，飞鹤奶粉反超惠氏，市场份额高达14.8%，市场占有率最高，而惠氏市场占有率降为12.8%，位居第二。同时，CR10中国品牌的占比上升至38%，国内奶粉品牌越来越受到消费者的喜爱。

图表 21. 2019年中国婴幼儿配方奶粉行业竞争格局，CR10为67.70%



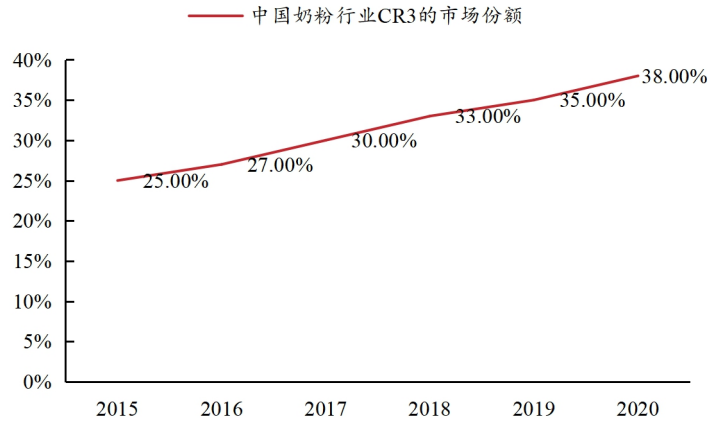
资料来源：欧睿、前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 22. 2020年中国婴幼儿配方奶粉行业竞争格局，CR10为76.90%



资料来源：欧睿、前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

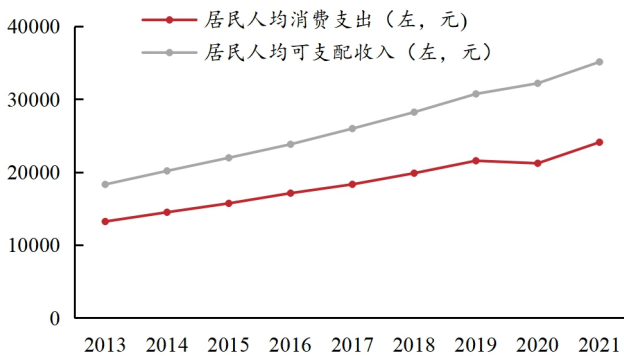
图表 23. 中国奶粉行业 CR3 不断提高



资料来源：欧睿、前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

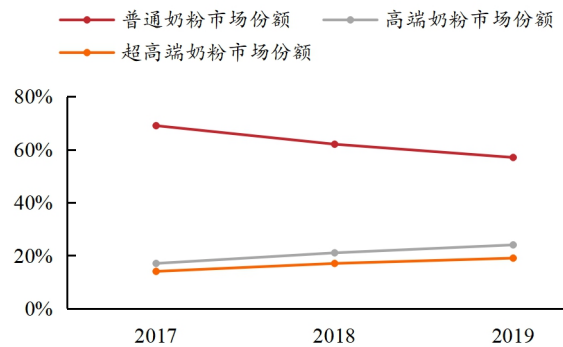
居民消费水平不断提升，营养健康意识增强，奶粉高端化速度加快。在中国经济快速增长的背景下，中国居民的人均可支配收入持续提升，居民的消费水平相应地实现一定程度的升级。同时，自三鹿奶粉事件后，各个家庭愈加重视婴幼儿营养健康，愿意增加在婴幼儿奶粉方面的支出，逐渐倾向选择高端及超高端奶粉品牌。2017年普通奶粉、高端奶粉和超高端奶粉市场份额分别为69%、17%和14%，2019年普通奶粉市场份额下降至57%，而高端市场份额和超高端市场份额分别为24%和19%，分别增加7pct和5pct。随着国民消费水平的持续升级和营养健康意识的增强，消费者对高端奶粉和超高端奶粉的市场需求有望持续增加，快速推动行业高端化发展。

图表 24. 居民可支配收入不断提升，消费水平显著提升



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 25. 高端奶粉和超高端奶粉市场份额持续提升



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

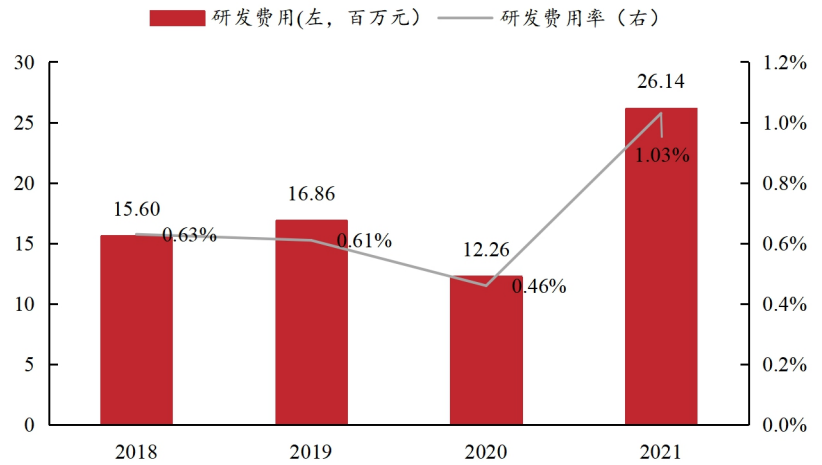
3. 产业链优势领先，渠道优化逐步落地

3.1. 立足研发，布局全产业链

长期专注于嬰幼童食品行业，积累大量研发成果和专利。公司拥有丰富的嬰幼儿配方乳粉研发和生产经验，并且长期专注于研发。近四年来，

公司研发费用保持在 1000 万元以上，而且在 2021 年的研发费用和研发费用率分别为 2614 万元和 1.03%，均创下新高。在长期重视研发的作用下，公司形成了具有自主知识产权的核心技术并培养了大量专业技术人才，现拥有发明专利 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。

图表 26. 2021 年研发费用和研发费用率创近四年新高



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

生产能力充裕，布局扩张超高端产能。公司以自主生产为主要模式，少量产品通过 OEM 模式生产。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。根据公司 2020 年年报数据，六家工厂的设计产能共计达到 12.23 万吨/年，高于当年的实际产能 6.8 万吨/年，产能建设相对充裕。此外，公司计划在天津建设新工厂，预计新增产能 2 万吨/年，或将于 2022 年达产和投入使用，主要生产超高端产品，比如羊奶粉、有机奶粉及奶基营养品。

图表 27. 自建工厂的产能足以满足生产需求 (2020 年)

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	20,000

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

全球采购和自建牧场并行，保证优质奶源供应。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，保障了当地优质奶源的供应。2016 年以来，公司前五大供应商的集中程度保持在

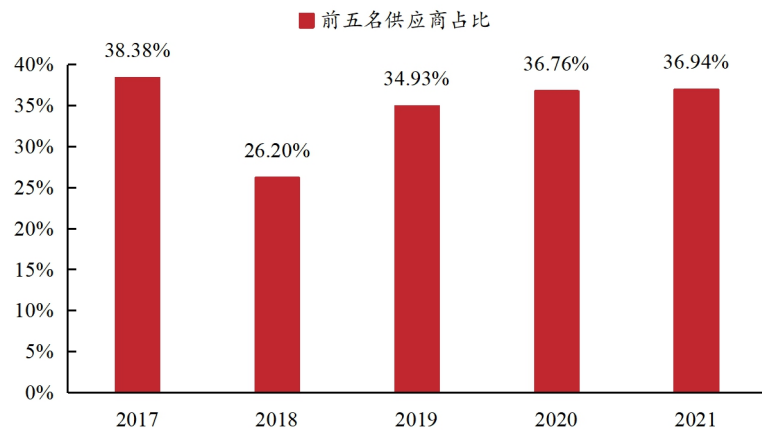
25%以上，处在较高水平。供应商集中程度较高，易于让公司通过与关键供应商达成合作而确保供应链顺畅，以及通过签订采购协议来锁定成本，减少原材料价格波动带来的影响。目前，公司已经与全球主要原料供应商，比如 KERRY、Valio、DOMO 等都建立了紧密的联系并签署了合作协议，确保了重要原材料的采购供应。

图表 28. 公司与全球知名奶粉原料供应商建立合作关系

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。在全球拥有超过 22000 名雇员，为超过 100 个国家提供 18000 种以上的食品、食品配料和香精等产品。2021 年全球销售额已达 74 亿欧元。
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。2021 年，Valio 的净销售额达 19.18 亿欧元。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	Friesland Campina Domo 具有约 90 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，是全球领先的优质乳清和牛奶原料、半成品和成品的生产商。

资料来源：贝因美招股书，东亚前海证券研究所

图表 29. 公司前五大供应商集中程度较高



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

率先引进信息系统，强化生产和销售环节的管理。公司在业内率先建立 MES、WMS、ERP、追踪追溯等系统，并运用到生产线和产品的管理上，不仅增强了公司生产管理的精确度和灵敏度，而且可以让消费者通过扫描二维码就能准确查询到奶粉产品检测报告。信息化系统的引进不仅加强了公司对市场需求、保障供应的反应速度，而且增强了与消费者的互动和联系，以及增加消费者画像的精准度。

3.2. 品牌知名度高，产品矩阵多元全面

公司多年稳扎稳打，在业内取得诸多认可和良好口碑。公司作为国内知名的孕婴童品牌，在用户中拥有良好的口碑和信任度。近年来，凭借出众和可靠的品质，公司屡获业内荣誉肯定。2021年公司成为国家首届消博会唯一入驻爱尔兰馆的奶粉品牌，并荣获行业最高奖项——科技进步特等奖；2020年入选 CCTV《大国品牌》；2021年贝因美被认定为中国驰名商标。

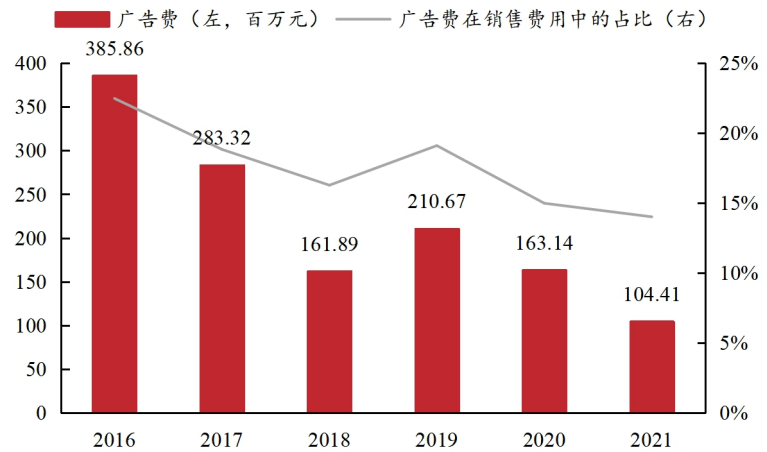
图表 30. 自成立以来公司获得业内多项荣誉

年份	所获荣誉
2012	贝因美认定为中国驰名商标
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；贝因美爱加荣获国食注字 YP20170001
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
2019	特殊配方注册“0001 号”正式上市；母婴心理关怀中心成立
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，东亚前海证券研究所

通过长期投入针对性的广告宣传等营销活动，有望收获消费者心智培育成果。公司 2016 年以来投放的广告费用均在 1 亿元以上，长期对广告宣传的重视，有望为公司品牌力蓄积势能。在具体的营销策划上，公司借助新媒体的宣传方式，有针对性地瞄准习惯于新消费的 Z 世代母亲。通过机场、地标大屏、新媒体等全媒体多平台、8 城快闪活动投放物料进行宣传。公司通过投放浙江卫视《青春环游记》等一系列综艺节目，牵手网易、宝宝树、美柚、育儿网等重要行业媒体，大幅提升了“贝因美”品牌在妈咪族群中的曝光率。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 31. 公司长期投入广告宣传以蓄积势能



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司奶粉产品可以满足不同年龄群体的需求，包括婴幼儿、成人配方乳粉等。婴幼儿/儿童奶粉覆盖的年龄段在 0-6 周岁，有“爱加”、“菁爱”、“红爱”等多个品牌，价格带分别在 200 元/800g~400 元/800g 之间，200 元/700g~300 元/700g 之间，368 元/800g~428 元/800g。成人奶粉包括“成功妈咪”、“生命伴侣”、“豆奶粉”等品牌，单价普遍低于 200 元。2021 年度公司重点打造了“可睿欣”婴幼儿配方乳粉，进一步拓展产品矩阵。

图表 32. 公司奶粉类产品矩阵适用于婴幼儿、成年人、老年人等

	婴幼儿粉/儿童粉					成人粉			
适用阶段	一段（0—6个月）、二段（6—12个月）、三段（1—3周岁）、四段（3—6周岁）				儿童粉：学龄儿童青少年 3-15 岁	孕妈妈粉	成人奶粉	成人粉-老年人	营养早餐豆奶粉
产品系列	爱加	菁爱 A2	菁爱	红爱	健学力	成功妈咪	生命伴侣高钙营养奶粉	生命伴侣高铁高钙营养奶粉	豆奶粉
价格	一段：327 元/800 克；二段：318 元/800 克；三段：308 元/800 克；四段：278.5 元/800 克	一段：288 元/700 克；二段：278 元/700 克；三段：268 元/700 克；四段：268 元/700 克	一段：275 元/900 克；二段：194 元/900 克；三段：194 元/900 克；四段：176 元/900 克	一段：428 元/800 克；二段：368 元/800 克；三段：368 元/800 克	88 元/680 克	144 元/700 克	54 元/680 克	69 元/680 克	84 元/580 克
产品特色	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。	菁选 A2 奶源，其中的 A2 型 β 酪蛋白更加亲和，给与宝宝源初呵护，更好吸收，适合宝宝娇嫩肠胃。	智健配方 智：DHA、牛磺酸、胆碱，对宝宝的大脑及视网膜发育完善起着至关重要作用。 健：特含 Lf-免疫因子（乳铁蛋白）一种天然存在的免疫抗体物质，对宝宝免疫健康起着重要作用。	1、特有铁护倍健 TM 配方，降低缺铁性贫血发生率，临床验证有效。 ●乳铁蛋白转铁能力是普通转铁蛋白的 260 倍。 ●协同功效的焦磷酸铁+VC+叶酸组合。 2、甄选爱尔兰西南角草饲奶源。	DHA+牛磺酸，“聪明”的锌，高蛋白质/铁/维生素 C 助力反应快人一步。	添加乳铁蛋白+胆碱+叶酸，不添加蔗糖，富含膳食纤维。	生牛乳——富含免疫球蛋白 钙护力——助力骨骼健康 多种维生素——活力好状态 维生素 A（有助维持暗视力）+维生素 B6（有助蛋白质代谢和利用） 维生素 C（促进铁吸收）+维生素 D（促进钙吸收，有助于骨骼和牙齿健康）+维生素 E（抗氧化作用） 膳食纤维——低聚异麦芽糖（IMO）助益肠道活力	铁护力——科学补铁添活力 膳食纤维（GOS+菊粉）——守护体内微生态 钙护力——科学补钙健体格 生牛乳——富含优质蛋白质	大豆、麦芽糖浆、全脂乳粉、结晶果糖、低聚果糖、维生素 E、维生素 B1、维生素 B2、维生素 A

资料来源：公司官网，京东贝因美官方旗舰店，东亚前海证券研究所

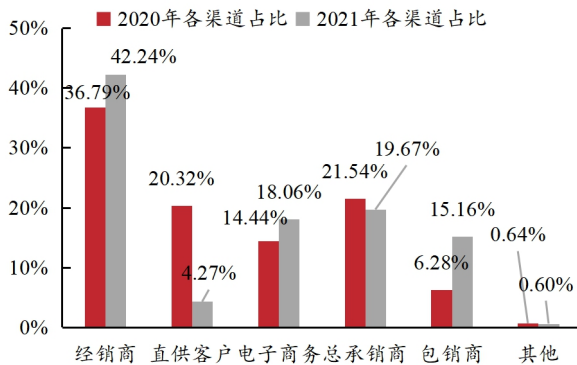
3.3. 新零售模式赋能，渠道有望得到梳理优化

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。公司已基本实现线上线下融合的新零售业务模式。

经销等渠道得到梳理优化，渠道精耕细作有望提质增效。公司在全国拥有完善的分支机构，能够辐射上万个零售终端。经销是公司最主要渠道，而且控价和盈利能力均有望得到加强。2021年公司各区域经销商新增数量超过20%，经销渠道收入占比达到42.42%，毛利率同比提升14.57pct。公司优化与婴童、商超等大客户的合作，收入占比和毛利率变动较大。2021年公司直供客户的渠道收入占比为4.27%，同比下降16.05pct，毛利率同比下降21.33pct。未来直供客户渠道有望通过与大客户洽谈，在量价上得到修复和改善，并拥有培育高端大单品的潜力。

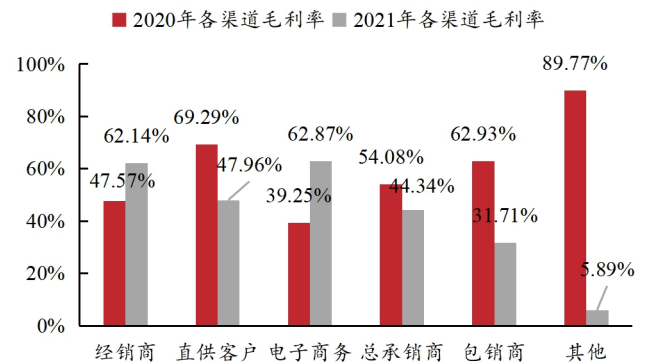
新零售业务模式成形，线上和线下渠道相辅相成。公司新零售团队通过“一店一码、一店一策”精细化渠道运营管理，建成了以贝家商城、天猫旗舰店、京东旗舰店为核心品牌窗口，以抖音、快手、小红书等内容电商平台为延伸的业务布局。2021年电子商务收入为3.92亿元，同比增长6.83%，毛利率同比增长了23.62pct，收入占比由2020年的14.44%上升至2021年的18.06%。同时，公司积极推进全域营销场景铺设，实现消费者在公司平台体系内的互动闭环，建立了线下、线上相结合的营销体系。公司线上渠道赋能线下渠道，增强客户对于产品的粘性，促进会员转化与复购，并提升相应的议价能力。

图表 33. 公司主要从经销、电子商务和直供客户等渠道进行销售



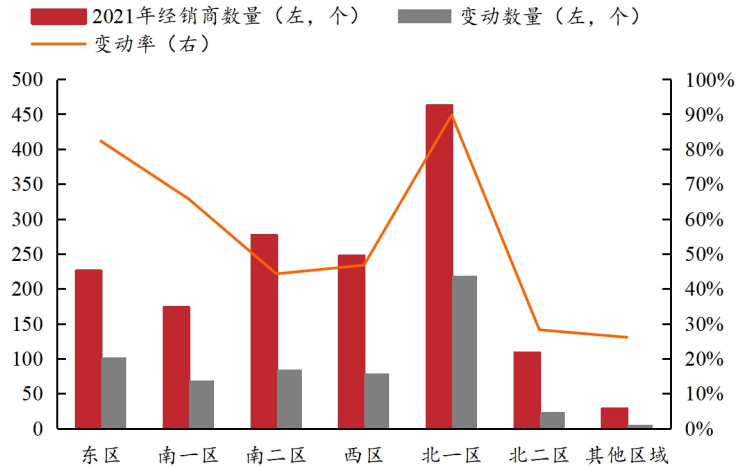
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 34. 2021年公司经销、直供客户、电子商务渠道的毛利率较高



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 35. 2021 年经销商数量同比增加幅度较大



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

本文的盈利预测基于以下条件：

收入端：公司是业内闻名的婴幼儿奶粉企业，多年投入形成了较强的品牌力。在渠道梳理逐步清晰，叠加新零售模式成形的条件下，线上线下载渠道相辅相成，有望增加消费者的复购率和降低价格敏感性。此外，公司产能充裕并扩充高端产能，为业绩增长提供基础。预计 2022 年~2024 年，营业收入增速分别为 24.63%/24.09%/23.27%。分具体产品来看：

1) 奶粉类产品：2022 年~2024 年，预计收入增速分别为 21.00%/21.00%/21.00%；价格增速分别为 10%/10%/10%；销量增速分别为 10%/10%/10%。

2) 米粉类产品：2022 年~2024 年，预计收入增速分别为 15.50%/15.50%/15.50%；价格增速分别为 10%/10%/10%；销量增速分别为 5%/5%/5%。

3) 其他类产品：2022 年~2024 年，预计收入增速分别为 44.00%/38.00%/32.25%；价格增速分别为 20%/20%/15%；销量增速分别为 20%/15%/15%。

成本端：在渠道优化、品牌力提升以及成本控制等多重因素的作用下，公司毛利率有望稳步提升。预计 2022 年~2024 毛利率分别为 47.04%/47.38%/47.99%。分具体产品来看：

1) 奶粉类产品：预计 2022 年~2024 年的毛利率分别为 55.05%/56.05%/57.05%；

2) 米粉类产品：预计 2022 年~2024 年的毛利率分别为 31.07%/32.07%/33.07%。

3) 其他类产品：预计 2022 年~2024 年的毛利率分别为 12.46%/14.46%/16.46%。

费用端：公司内部降费增效的成果有望持续释放，销售费用率和管理费用率依然有下探的空间。具体来看：

- 1) 预计 2022 年~2024 年销售费用率分别为 31.10%/30.77%/30.39%；
- 2) 预计 2022 年~2024 年财务费用率分别为 2.79%/2.97%/3.15%；
- 3) 预计 2022 年~2024 年管理费用率分别为 7.77% /7.12%/7.01%；
- 4) 预计 2022 年~2024 年研发费用率分别为 0.68%/0.70%/0.78%。

图表 36. 公司各类产品营收和毛利率预测

产品	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
奶粉类 (百万元)	2508.55	2418.46	2116.41	2560.86	3098.64	3749.36
YoY		-3.59%	-12.49%	21.00%	21.00%	21.00%
吨价 (万元/千升)	12.82	14.41	12.38	13.62	14.98	16.48
YoY		12.39%	-14.04%	10%	10%	10%
销量 (千升)	19569.40	16786.99	17089.72	18798.69	20678.56	22746.42
YoY		-14.22%	1.80%	10%	10%	10%
毛利率	54.51%	48.05%	54.05%	55.05%	56.05%	57.05%
毛利率变动		-6.46%	6.00%	1%	1%	1%
米粉类 (百万元)	44.39	33.21	18.28	21.12	24.39	28.17
YoY		-25.19%	-44.96%	15.50%	15.50%	15.50%
吨价 (万元/千升)	5.62	5.69	5.19	5.70	6.27	6.90
YoY		1.30%	-8.94%	10%	10%	10%
销量 (千升)	789.87	583.31	352.59	370.22	388.73	408.17
YoY		-26.15%	-39.55%	5%	5%	5%
毛利率	49.61%	35.67%	30.07%	31.07%	32.07%	33.07%
毛利率变动		-13.93%	-5.60%	1%	1%	1%
其他类 (百万元)	232.54	213.46	404.86	583.01	804.55	1064.01
YoY		-8.20%	89.67%	44.00%	38.00%	32.25%
吨价 (万元/千升)	115.80	69.02	209.63	251.56	301.87	347.15
YoY		-40.40%	203.72%	20%	20%	15%
销量 (千升)	200.80	309.26	193.13	231.76	266.52	306.50
YoY		54.01%	-37.55%	20%	15%	15%
毛利率	2.49%	21.99%	10.46%	12.46%	14.46%	16.46%
毛利率变动		19.49%	-11.53%	2%	2%	2%

资料来源：同花顺 iFinD 数据库，东亚前海证券研究所测算

按照上述假设，预计 2022 年~2024 年营收分别为 31.64/39.27/48.41 亿元，同比分别为 24.63%/24.09%/23.27%；归母净利润分别为 1.43/2.21/3.12 亿元，同比分别为 95.10%/54.19%/41.67%。EPS 分别为 0.13/0.20/0.29 元/

股，基于7月22日收盘价4.82元/股，对应PE分别为36.40/23.60/16.66。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 37. 公司盈利预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2539.56	3164.98	3927.58	4841.54
增长率 (%)	-4.71	24.63	24.09	23.27
归母净利润(百万元)	73.31	143.04	220.55	312.44
增长率 (%)	122.61	95.10	54.19	41.67
EPS (元/股)	0.07	0.13	0.20	0.29
市盈率 (P/E)	73.14	36.40	23.60	16.66
市净率 (P/B)	3.10	2.70	2.42	2.11

资料来源：同花顺 iFinD 数据库，东亚前海证券研究所测算，股价基准为 2022 年 7 月 22 日收盘价 4.82 元/股

5. 风险提示

原材料价格大幅上涨：优质的奶粉原料是必需的生产资料，但进口依赖程度较高。如果奶粉原料由于宏观环境等因素而大幅上涨，将给公司带来较大成本压力。

疫情扰动加剧影响门店消费：疫情如果出现扩散加剧，可能会带来管控升级，可能会影响公司零售端的消费需求，以及线下渠道的宣传和促销活动。

渠道梳理不及预期：公司在主要渠道梳理和优化不及预期，将影响渠道商的积极性，甚至转而营销其他品牌产品，反过来会影响公司的产品销售。

食品安全问题：居民健康意识加强，对于产品品质要求更加严格。如果行业出现食品安全问题，可能会有巨大的负外部性影响，并可能严重影响消费者的购买意愿。

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2540	3165	3928	4842
%同比增速	-5%	25%	24%	23%
营业成本	1348	1676	2067	2518
毛利	1192	1489	1861	2323
%营业收入	47%	47%	47%	48%
税金及附加	33	33	39	50
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	745	984	1208	1471
%营业收入	29%	31%	31%	30%
管理费用	195	246	280	339
%营业收入	8%	8%	7%	7%
研发费用	26	22	28	38
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	75	88	117	153
%营业收入	3%	3%	3%	3%
资产减值损失	-36	0	0	0
信用减值损失	-22	0	0	0
其他收益	26	33	41	50
投资收益	7	28	42	55
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	6	0	0	0
资产处置收益	-3	4	9	12
营业利润	96	180	280	389
%营业收入	4%	6%	7%	8%
营业外收支	-5	-1	-0	-0
利润总额	91	179	280	389
%营业收入	4%	6%	7%	8%
所得税费用	9	22	33	43
净利润	81	158	247	347
%营业收入	3%	5%	6%	7%
归属于母公司的净利润	73	143	221	312
%同比增速	123%	95%	54%	42%
少数股东损益	8	15	26	34
EPS (元/股)	0.07	0.13	0.20	0.29

基本指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.07	0.13	0.20	0.29
BVPS	1.65	1.79	1.99	2.28
PE	73.14	36.40	23.60	16.66
PEG	0.60	0.39	0.44	0.40
PB	3.10	2.70	2.42	2.11
EV/EBITDA	21.48	18.02	13.10	9.92
ROE	4%	7%	10%	13%
ROIC	5%	6%	8%	10%

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	677	898	1168	1495
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	802	868	943	1128
存货	506	612	709	760
预付账款	60	63	65	96
其他流动资产	138	183	193	212
流动资产合计	2183	2625	3078	3691
长期股权投资	118	118	118	118
投资性房地产	307	307	307	307
固定资产合计	960	978	979	984
无形资产	162	162	162	162
商誉	13	13	13	13
递延所得税资产	12	12	12	12
其他非流动资产	315	307	304	304
资产总计	4069	4521	4972	5590
短期借款	1011	1211	1331	1431
应付票据及应付账款	382	438	446	519
预收账款	1	11	5	9
应付职工薪酬	42	50	62	76
应交税费	59	58	78	99
其他流动负债	624	583	573	574
流动负债合计	2119	2352	2496	2708
长期借款	65	125	185	245
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	49	49	49	49
负债合计	2233	2526	2730	3002
归属于母公司的所有者权益	1786	1929	2149	2462
少数股东权益	51	66	92	127
股东权益	1837	1995	2241	2588
负债及股东权益	4069	4521	4972	5590

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	247	116	230	311
投资	6	0	0	0
资本性支出	-165	-89	-74	-68
其他	6	28	42	55
投资活动现金流净额	-154	-61	-31	-13
债权融资	-1270	-16	-10	-10
股权融资	253	0	0	0
银行贷款增加(减少)	1230	260	180	160
筹资成本	-64	-78	-99	-120
其他	43	0	0	0
筹资活动现金流净额	191	166	71	30
现金净流量	290	222	269	327

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>