



增持（首次）

所属行业：食品饮料/食品加工
当前价格(元)：5.02

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

韦香怡

资格编号：S0120522080002

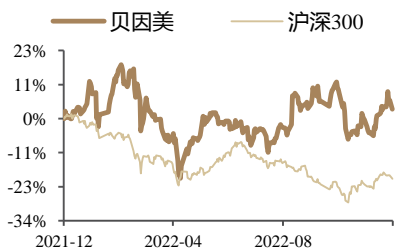
邮箱：weixy@tebon.com.cn

研究助理

成浅之

邮箱：chengqz@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.59	-6.31	-1.33
相对涨幅(%)	1.17	-9.40	-0.44

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

贝因美(002570.SZ)深度报告： 突围新零售，再启新征程

投资要点

- 深耕奶粉行业三十载，历经调整蓄势重发。**贝因美深耕母婴奶粉行业 30 年，主要产品包括婴幼儿/成人配方乳粉、婴幼儿零辅食、奶基营养品等各类健康食品，拥有“爱加”、“冠军宝贝”、“可睿欣”、“生命伴侣”等数十个品牌系列，22H1 奶粉产品收入占比为 73.74%。公司历史上曾因内部管理频繁变动，业绩出现过一些波折，2018 年创始人谢宏重新掌舵后，重整管理体系，重新梳理渠道结构，疏通营销链路，以创业状态狠抓业务，全面开启公司发展的新征程。
- 22 年业绩底部回升，提质增效成果显现。**22 年以来公司营收维持高增，净利润回正向好。22Q1-Q3 公司实现营业收入 24.17 亿元，同比增长 45.79%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.44 亿元，同比增长 14.19%。公司经营管理持续细化，费用率呈下行趋势，业务质量逐步提高，经营回款良性循环，内部管理持续改善，22Q1-Q3 公司经营活动现金净额 3.04 亿元，同比增长 231.36%。
- 婴配奶粉进入质提价升时代，国产奶粉有望突围。**根据欧睿数据，2022 年婴幼儿配方奶粉市场规模预计为 1717 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 2.91%，行业增长驱动力由“量增”转为“价增”，高端化趋势凸显，产品周期延长拓宽增长空间。随着新国标和二次配方注册的推进，行业门槛进一步提高，挑战与机遇并存，行业洗牌加速，优质的头部品牌有望享受集中度提升红利，政策支持下国产乳企市占率有望进一步提升。
- 产品力成就品牌力，新零售引领新征程。**1) **研发实力强劲**，拥有发明专利 21 项，注册配方产品 60 个，获得 2022 年优秀乳品加工企业荣誉。目前“可睿欣”和“爱加”已取得二次配方注册证书，整体进展顺利。2) **产品矩阵完善**，覆盖不同价格带、年龄段，构筑了坚实的品牌力与产品力。大单品爱加持续升级，推出爱加、爱加有机 A2、爱加宝护盖、美妈冠等多个产品，品牌内涵不断丰富。3) **新零售带动渠道升级**，公司重新梳理渠道结构，新品“可睿欣”自 21 年上市以来就定位新零售模式，精准匹配人货场，精细运维赋能终端渠道，已经覆盖超 1 万家门店。新品爱加有机 A2 采用“数智内码”，稳定价盘的同时，能够与门店建立起优先级合作关系，充分保障渠道伙伴利益。
- 盈利预测与估值：**我们对公司的盈利预测主要基于以下三点假设：1) 公司颁布股权激励计划，为公司未来提出指引目标；2) 疫情缓和防控优化后消费逐步复苏；3) 创始人谢总回归重新梳理发展战略，产品和渠道不断迭代优化。我们预计 22/23/24 年实现营业收入 35.75/52.77/70.33 亿元，分别同比增长 40.78%/47.61%/33.27%；实现归母净利润 1.27/2.37/3.68 亿元，分别同比增长 73.19%/86.70%/55.33%。尽管存在激励目标未能实现、消费复苏不及预期的风险，我们依旧认为在大方向上，公司边际改善趋势明显，长期发展稳中向好。根据我们盈利预测，公司 22-24 年对应 PE 为 45.42X/24.33X/15.66X，首次覆盖给与“增持”评级。
- 风险提示：**股权激励目标未能实现；消费复苏不及预期；行业竞争加剧；食品安全问题。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,080.04		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	1,080.00	营业收入(百万元)	2,665	2,540	3575	5277	7033
52 周内股价区间(元):	4.03-5.95	(+/-)YOY(%)	-4.3%	-4.7%	40.8%	47.6%	33.3%
总市值(百万元):	5,421.82	净利润(百万元)	-324	73	127	237	368
总资产(百万元):	3,867.58	(+/-)YOY(%)	-214.6%	122.6%	73.19%	86.70%	55.33%
每股净资产(元):	1.66	全面摊薄 EPS(元)	-0.30	0.07	0.12	0.22	0.34
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	45.8%	46.9%	37.9%	37.7%	37.9%
		净资产收益率(%)	-22.3%	4.1%	6.9%	11.5%	15.1%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

投资要素.....	6
核心逻辑.....	6
估值和投资建议.....	6
与市场不同的观点.....	6
股价催化因素.....	7
主要风险.....	7
1. 公司简介：深耕奶粉三十载，曙光显现再出发.....	8
1.1. 发展历程：三十载风雨底蕴深厚，历经调整蓄势重发.....	8
1.2. 股权管理：国资加持注入新动力，股权激励激发成长活力.....	9
1.3. 财务分析：22年业绩底部回升，提质增效成果显现.....	11
2. 婴配奶粉进入质提价升时代，国产奶粉有望突围.....	12
2.1. 行业概况：出生率下滑需求量承压，奶粉市场规模稳健增长.....	12
2.2. 发展趋势：婴配奶粉高端化趋势凸显，产品周期延长拓宽增长空间.....	14
2.3. 竞争格局：新国标叠加二次注册，国产品牌迎来新机遇.....	15
3. 产品力成就品牌力，新零售引领新未来.....	17
3.1. 技术研发积累深厚，产品矩阵完善.....	17
3.1.1. 研发实力强劲，新国标二注进展顺利.....	17
3.1.2. 产品矩阵完善，大单品爱加品牌内涵丰富.....	18
3.2. 渠道结构迭代升级，新零售赋能终端门店.....	21
4. 盈利预测.....	22
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1: 公司发展历程	9
图 2: 贝因美股权结构 (截至 22 年 11 月 19 日)	10
图 3: 公司营收拐点明显	11
图 4: 公司归母净利润底部回升	11
图 5: 公司净利率触底反弹	12
图 6: 费用率下行趋势稳定	12
图 7: 经营现金流总体改善	12
图 8: 存货周转率和应收账款周转率	12
图 9: 奶粉产业链	13
图 10: 出生人口数量和出生率	13
图 11: 中国奶粉产量	13
图 12: 婴幼儿配方奶粉市场规模增速放缓	14
图 13: 按年龄段分奶粉销售额 (亿元)	14
图 14: 国际/国产婴幼儿奶粉零售价均不断走高	14
图 15: 中高端/高端奶粉销售额份额提升明显	14
图 16: 头部品牌纷纷推出儿童奶粉	15
图 17: 成长型配方奶粉中 1-3 岁和 3+ 岁奶粉销售额占比	15
图 18: 奶粉行业国际和国产品牌占比	16
图 19: 奶粉进口量当月同比数据	16
图 20: 2022 年中国婴幼儿配方奶粉市场品牌份额	16
图 21: 2013-2022 年中国奶粉行业集中度 (CR5) 持续提升	16
图 22: 特医 001 号配方发布会	18
图 23: 公司获得 2022 年优秀乳品加工企业荣誉	18
图 24: 可睿欣领衔新零售模式	22
图 25: 爱加有机 A2“数智内码”	22
表 1: 公司营收拆分	8
表 2: 2021 年第三期员工持股计划	10
表 3: 第二期股票股权激励计划	10
表 4: 婴幼儿奶粉行业政策	17
表 5: 2021 年公司主要研发项目	18

表 6: 公司科技创新能力不断沉淀.....	18
表 7: 公司奶粉产品矩阵丰富.....	19
表 8: 大单品“爱加”不断迭代.....	20
表 9: 各渠道营收拆分.....	21
表 10: 营收拆分预测.....	23
表 11: 公司盈利预测.....	23
表 12: 可比公司估值.....	23

投资要素

核心逻辑

新国标叠加“二注”，公司凭借产品力有望实现弯道超车。中国婴配奶粉行业步入质提价升时代，高端化趋势凸显，对公司产品力提出了更高要求，新国标的实施及二次配方注册也进一步提高了行业门槛。贝因美作为国产奶粉头部企业，研发实力强劲，产品矩阵丰富，三十年来从未出现过重大质量安全事故，在消费者心中建立了强大的品牌力。公司抓住新国标叠加“二注”这一战略窗口期，主力产品爱加和可睿欣均已获得“二注”证书，为公司在行业洗牌中抢占先机、提升市占打下坚实的基础。

新零售模式转型顺利，大单品放量驱动成长。公司通过新零售模式推动渠道升级，线上线下深度融合。2021年度公司重点打造了“可睿欣”婴幼儿配方乳粉，具有亲舒肠道功能，产品力强，复购率高。“可睿欣”自上市以来就定位新零售模式，将前后台数据打通，精准匹配人货场，精细运维赋能终端渠道，助力公司迅速抢占空白商圈，爱加有机 A2、爱加宝护盖持续跟进。截止 22 年 11 月，可睿欣已覆盖超过 1 万家门店。

估值和投资建议

我们对公司的盈利预测主要基于以下三点假设：1) 公司颁布股权激励计划，为公司未来提出指引目标；2) 疫情缓和防控优化后消费逐步复苏；3) 创始人谢总回归重新梳理发展战略，产品和渠道不断迭代优化。

我们预计 22/23/24 年实现营业收入 35.75/52.77/70.33 亿元，分别同比增长 40.78%/47.61%/33.27%；实现归母净利润 1.27/2.37/3.68 亿元，分别同比增长 73.19%/86.70%/55.33%。尽管存在激励目标未能实现、消费复苏不及预期的风险，我们依旧认为在大方向上，公司边际改善趋势明显，长期发展稳中向好。根据我们盈利预测，公司 22-24 年对应 PE 为 45.42X/24.33X/15.66X，首次覆盖给与“增持”评级。

与市场不同的观点

市场对贝因美历经业绩调整后，是否能重回正轨保持增长，并完成股权激励目标而存在疑虑。我们认为公司过去几年的业绩调整主要是由于内部管理频繁变动，导致渠道发展混乱。随着 2018 年创始人谢宏回归担任董事长，2021 年兼任总经理重新操盘一线，开启系列“降本增效”改革，渠道结构重新梳理，新零售转型顺利，内部组织运行效能明显提升，从现金流和费效比来看，公司内部管理改善趋势显著。同时，公司股权激励计划设有多档目标，激励对象主要是承担业绩指标的一线业务人员，也将充分提升团队凝聚力和战斗力，激发公司成长活力。

市场对新生儿出生率走低的大环境下，奶粉行业的发展前景也存在疑虑。我们认为尽管中国奶粉行业已进入存量市场阶段，但仍存在很好的结构性机会。随着消费能力增强以及科学育儿观念升级，消费者对高营养高品质的婴幼儿奶粉的需求在不断增加，奶粉食用年龄段也呈现延长趋势，奶粉行业仍存在扩容提价空间。同时，三胎政策的出台或将缓解出生率下滑的趋势，尤其是下沉市场出生率

可能恢复更快，有望成为奶粉行业现阶段的红利市场。

股价催化因素

股权激励目标超预期完成，新品放量超预期，渠道拓展超预期

主要风险

股权激励目标未能实现：若公司新零售发展进度缓慢，或创新业务未能贡献新的增长点，可能导致激励目标不能实现，影响一线销售人员的积极性，从而进一步影响渠道开拓和产品销售。

消费复苏不及预期：受经济下行压力或疫情扰动影响，零售端的消费需求复苏可能面临一定压力。

行业竞争加剧：婴配奶粉行业已经进入存量竞争时代，行业竞争可能加剧，可能对公司渠道拓展和盈利提升带来一定压力。

食品安全问题：作为奶粉制造企业，产品质量安全是公司的生命线，出现食品安全问题将会对品牌和口碑造成巨大的打击。

1. 公司简介：深耕奶粉三十载，曙光显现再出发

1.1. 发展历程：三十载风雨底蕴深厚，历经调整蓄势重发

贝因美在 1992 年成立于浙江杭州，2011 年深交所挂牌上市。公司深耕母婴奶粉行业 30 年，自创立伊始便定下“对宝宝负责，让妈妈放心”的质量方针，主要产品包括婴幼儿/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，拥有“爱加”、“冠军宝贝”、“可睿欣”、“生命伴侣”等数十个各具功能特色的品牌系列。2021 年公司奶粉/米粉/其他类营收占比分别为 83.34%/0.72%/15.94%。2021 年“贝因美爱加”作为公司的明星产品获得育儿网妈妈口碑之选年度人气奶粉，“冠军宝贝”营养米糊荣获妈妈口碑之选年度人气辅食。

表 1：公司营收拆分

(亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业总收入	26.60	24.91	27.85	26.65	25.40	16.14
YOY	-3.76%	-6.38%	11.83%	-4.32%	-4.71%	43.95%
奶粉类	25.12	23.26	25.09	24.18	21.16	11.90
YOY	-4.04%	-7.42%	7.86%	-3.59%	-12.49%	18.20%
毛利率 (%)	61.64%	53.01%	54.51%	48.05%	54.05%	48.88%
/总营收 (%)	94.43%	93.38%	90.06%	90.74%	83.34%	73.74%
米粉	0.68	0.56	0.44	0.33	0.18	0.07
YOY	2.02%	-17.33%	-20.62%	-25.19%	-44.96%	-44.31%
毛利率 (%)	37.30%	44.01%	49.61%	35.67%	30.07%	21.42%
/总营收 (%)	2.54%	2.25%	1.59%	1.25%	0.72%	0.42%
其他类	0.80	1.09	2.33	2.13	4.05	4.17
YOY	0.36%	35.50%	113.22%	-8.20%	89.67%	308.32%
毛利率 (%)	31.89%	46.34%	2.49%	21.99%	10.46%	7.30%
/总营收 (%)	3.03%	4.38%	8.35%	8.01%	15.94%	25.84%

资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

作为国内知名的婴配奶粉品牌，公司发展历程主要可以分为四个阶段：

1992—2007 创始阶段：1992 年谢宏发起设立贝因美，以婴幼儿速食营养米粉起家，1995 年建立起全国营销网络，1997 年开始涉足婴幼儿奶粉领域，公司以“国际品质，华人配方”为口号，成为全国知名的婴幼儿奶粉品牌，市场影响力逐步提升，公司在 2006 年中国断奶期食品市场占有率第一。

2008—2011 发展阶段：2008 年，“三聚氰胺事件”席卷全国，造成较大的社会影响。而公司是少数未被检测出三聚氰胺的国内知名品牌奶粉企业之一，依靠稳定优秀的产品质量和前期积累的品牌优势迅速提升市占率，业绩一片向好。2011 年公司在深交所挂牌上市，成为“奶粉第一股”。根据贝因美招股书，2010 年 1-10 月，公司婴配奶粉市占率为 10.8%，位居行业第三，在国产品牌中排名第一，成为国产行业龙头。

2012—2017 调整阶段：2011 年创始人谢宏在公司上市后辞职，此后朱德宇、黄小强、王振泰先后担任公司董事长，内部管理层的频繁变动，对战略决策的连贯执行带来一定影响。2013 年国家发改委对奶粉企业进行价格反垄断调查，公司积极配合，产品降价销售。2015 年恒天然入股成为第二大股东，达成深度合作。

作。2016 年国家实施奶粉注册制，市场竞争加剧。在外部市场冲击和内部管理变动的影响下，渠道利润受到挤压，公司业绩开始走弱。

2018-至今再出发阶段：2018 年创始人谢宏回归担任董事长，2021 年兼任总经理重新操盘一线，开启系列“降本增效”改革，内部组织运行效能持续提升；渠道不断优化升级，新零售转型顺利，经营现金流总体改善；严控费效比，推动实现投入产出良性循环。公司业绩逐步回暖，有望迎来新一轮发展。2022 年公司获得优秀乳品加工企业荣誉；创始人、董事长谢宏荣获 2022 年优秀奶业工作者称号；另外，“中国智造国际品质，贝因美数字化之路”项目入选《中国奶业数字化转型卓越案例集》。

图 1：公司发展历程

	1992-2007 创始阶段	2008-2011 发展阶段	2012-2017 调整阶段	2018-2021 新发展阶段
行业背景	在改革开放制度红利和第三波婴儿潮人口红利的双重推动下，国内婴幼儿奶粉市场快速发展。	2008 年，“三聚氰胺事件”席卷全国，打击了消费者对国产品牌的信心，多美滋、美赞臣、惠氏等外资品牌迅速抢战国内市场，市占率和价格齐升；贝因美、完达山、飞鹤等本土品牌安全过关，保持坚挺。	2013 年，国家发改委对内、外资乳粉生产企业进行反价格垄断调查，行业迎来一波降价潮。 2016 年，国家药监局正式实施奶粉配方注册制，行业中小企业逐步出清，行业集中度提升。	2014 年以来，我国人口出生率不断下降，行业整体处于量降价升的状态。 2021 年，国家卫健委出台婴幼儿配方食品新国标，行业洗牌加速，头部企业市占率进一步提升。
股权管理	谢宏发起设立贝因美，担任公司董事长和总经理，为公司实际控制人和一线操盘人。		2011 年 7 月，谢宏辞去公司董事长兼总经理职务。 2011-2018 年，朱德宇、黄小强、王振泰先后担任公司董事长。 2015 年，恒天然通过要约收购入股贝因美，成为公司第二大股东。	2018 年，谢宏回归担任公司董事长，2021 年兼任总经理重回操盘一线。 2019 年开始，恒天然通过多次减持退位。国资信达华、长虹基金入驻，位列第二、第三大股东。
重要事件	1992 年贝因美创立，以婴幼儿辅食营养米粉入市； 1995 年建立起全国营销网络； 1997 年涉足婴幼儿奶粉领域； 1999 年发起设立贝因美股份； 2006 年中国断奶期食品市场占有率第一。	2008 年发布中国婴童行业首部企业社会责任绿皮书，通过国家三聚氰胺专项检查； 2010 年底，爱加配方奶粉通过 STC 认证，在香港上市； 2011 年公司在深交所挂牌上市。	2012 年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； 2015 年“绿爱”成为首个“2015 意大利米兰世博会指定中国婴童品牌”； 2017 年贝因美爱加荣获国食注字。	2018 国内工厂首家获得特殊医学用途配方食品产品注册； 2019 年特殊配方注册“0001”号正式上市； 2020 入选 CCTV《大国品牌》； 2021 年荣获行业最高奖项——科技进步特等奖。
经营状况	从婴幼儿辅食赛道切入，后正式涉足婴幼儿奶粉领域，逐渐铺设起全国经销网络，市场影响力不断提升。	依靠产品和品牌优势，成功抢占涉事奶粉释放的空白市场，业绩一片向好。2011 年深交所挂牌上市，成为国内“奶粉第一股”。	管理层频繁变动，叠加降价潮和“上海特大假奶粉事件”影响，营收重创，业绩持续走低。	谢宏回归后，开启系列“降本增效”改革，管理运营效率不断提高，公司迎来新发展阶段。

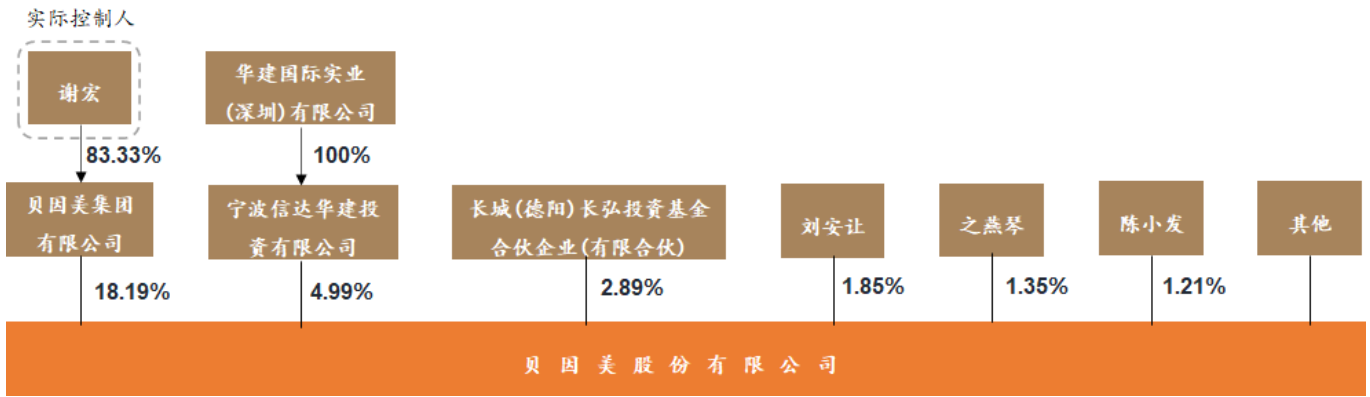
资料来源：公司公告，德邦研究所

1.2. 股权管理：国资加持注入新动力，股权激励激发成长活力

创始人谢宏为实际控制人，国资加持注入新动力。贝因美集团为公司第一大股东，直接持股 18.19%；谢宏为公司实际控制人，通过直接持有贝因美集团 83.33% 的股份从而间接持有公司总股本的 15.16%。原公司第二大股东恒天然于 2019 年开始逐渐减持，并于之后完全退出。公司引入国资背景股东信达华建投资有限公司和长城长弘投资基金，分别持股 4.99%、2.89%，位列公司第二、第三大股东。国资背景的战略投资者加持有望为企业引进优质产业资源，注入发展新动力，有利于大股东和上市公司聚焦主业战略发展。

创始人谢宏经验丰富，“二次创业”带领公司重回发展快车道。谢宏先生于 1992 年创办贝因美，构建成功生养教理论，为新生代父母在婴童的生育、养育、教育方面提供了全面解决方案，拥有丰富的食品科学理论知识与实践经验，同时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、浙江省食品工业协会会长等职务。2018 年再度回归之后围绕“产效、品效、费效、客效、人效”开启系列变革，有望带领公司蝶变重生，迎来二次发展。

图 2：贝因美股权结构（截至 22 年 11 月 19 日）



资料来源：公司公告，德邦研究所

员工持股助力长期发展，股权激励激发成长活力。公司分别于 2015 年、2019 年实施一期、二期员工持股计划，持续推进员工和公司利益深度绑定。2021 年 12 月公司推出第三期员工计划，其中主要骨干人员出资认购 224 万股，占持股计划 90.32%。2022 年 9 月，公司推出二期股票激励计划，拟授予股票期权数量为 1951.76 万份，占公司总股本 1.81%，激励对象共 258 人。本次激励的绩效考核目标为，22/23/24 年实现营业收入 35.40/66.37/106.19 亿元，分别同比增长 39.39%/87.49%/60.0%；实现净利润 1.2/4/8 亿元，分别同比增长 47.86%/233.34%/100.0%，触发值不低于当年目标 80%，收入和利润各占一半指标权重。此次股权激励侧重一线业务人员，为公司未来发展方向提出明确指引，提升团队凝聚力和战斗力，激发公司成长活力。

表 2：2021 年第三期员工持股计划

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
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，德邦研究所

表 3：第二期股票股权激励计划

第二期股票股权激励计划						
授予数量	1,951.76 万股					
股份占比	1.81%					
授予人数	258 人					
激励对象	符合激励资格的业务骨干及特别贡献人员，包括 SBU 业务负责人、BU 业务负责人、省区业务负责人、城市业务负责人、客户经理/副经理、门店经理/副经理、品类销售负责人、创新业务负责人、新渠道业务负责人等					
基础目标	2022	YOY	2023	YOY	2024	YOY
营业收入（亿元）	35.4	39.39%	66.37	87.49%	106.19	60.00%
净利润（亿元）	1.2	47.86%	4	233.33%	8	100.00%

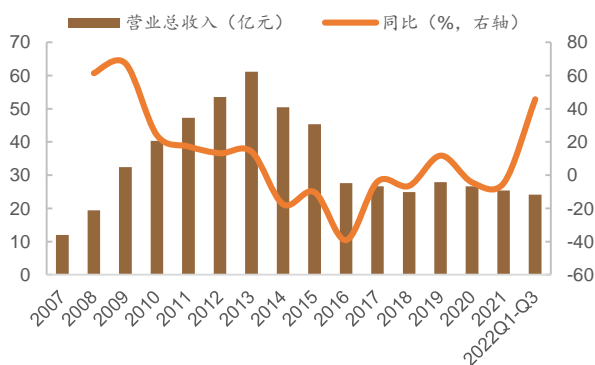
资料来源：公司公告，德邦研究所

1.3. 财务分析：22 年业绩底部回升，提质增效成果显现

几经波折，韧性犹在。近年来，公司业绩波动较大。前期依公司靠产品和品牌优势快速发展，逐步成长为国产奶粉龙头，07-13 年营收 CAGR 为 31.18%，归母净利润 CAGR 为 72.16%；其后在内部管理和外部环境等不利因素冲击下，公司经营承压，13-18 年营收 CAGR 为 -16.45%，归母净利润 CAGR 为 -43.61%；2018 年创始人谢宏回归后脚踏实地夯实主业，业绩稳中向好发展，18-21 年营收 CAGR 为 0.65%，归母净利润 CAGR 为 21.26%。

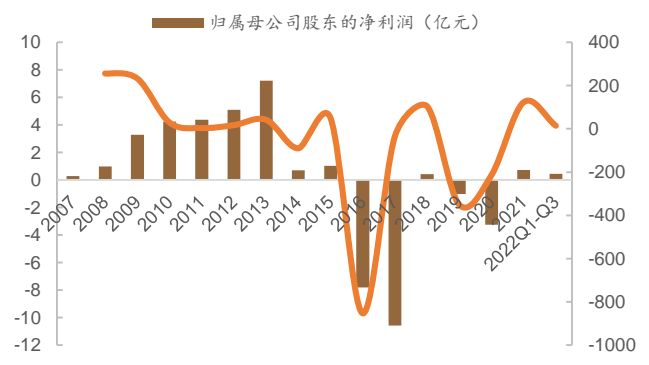
22 年前三季度营收维持高增，净利润回正向好。公司新零售转型顺利，业务拓展加速，营收高速增长，22Q1-Q3 公司实现营业收入 24.17 亿元，同比增长 45.78%；单 Q3 实现营业收入 8.03 亿元，同比增长 49.62%。谢宏回归后强化营销费效考核，压缩低效投入，管理和运营效率不断提高，净利润回正向好，22Q1-Q3 实现归属于上市公司股东的净利润 0.44 亿元，同比增长 14.19%。

图 3：公司营收拐点明显



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

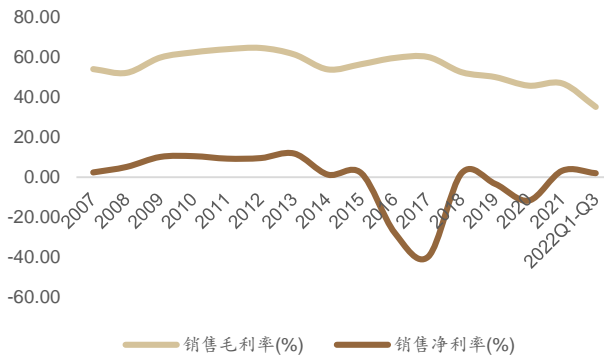
图 4：公司归母净利润底部回升



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

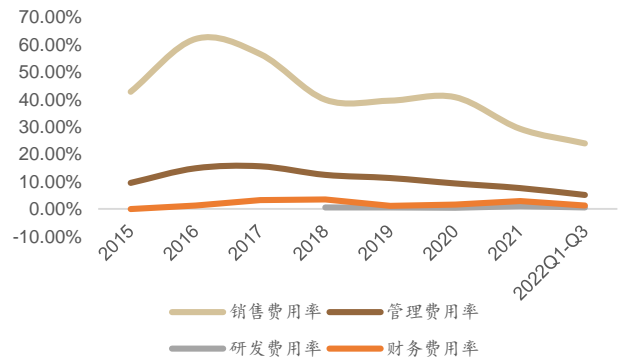
持续研发创新，降本增效成果显著。由于产品销售价格、原材料成本和业务结构调整等原因，毛利率暂时承压，22Q1-Q3 毛利率 35.17%，净利率 1.95%。谢宏回归后，严格按费率控制各项费用投入，公司费用率下行趋势稳定，22Q1-Q3 销售/管理/财务费用率分别为 23.99%/5.17%/1.34%。其中销售费用率高位回落，从 2016 年的 62.13% 下降 38.14pct 至 22Q1-Q3 的 23.99%，降本效果显著。2018-2020 年公司研发费用率持续走低，由 0.63% 降至 0.46%，但 2021 年公司在创始人的带领下，秉持做强“奶基营养品”理念，研发费用同比提升 113%，研发费用率也达到 1.03%，2022Q1-3 研发费用率仍维持在 0.61% 的水平。

图 5：公司净利率触底反弹



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

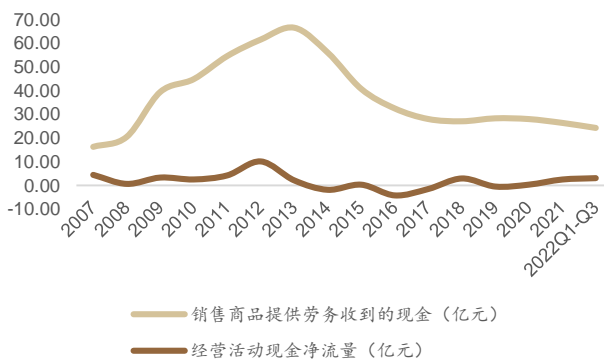
图 6：费用率下行趋势稳定



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所
注：2018 年之前研发费用包含在管理费用里

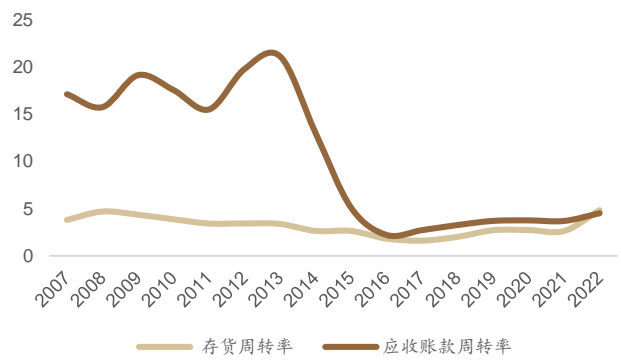
经营管理持续细化，业务质量逐步提高。公司业务质量逐步提高，经营回款良性循环，内部管理制度持续改善，应收及存货管理增强，资金使用效率提升。22 年经营现金流快速改善，存货周转率明显提升。22Q1-Q3 销售回款 24.20 亿元，同比增长 57.07%；经营活动现金净额 3.04 亿元，同比增长 231.36%。22 年前三季度年化存货周转率 4.8 次，同比上升 84.08%；年化应收账款周转率 4.48 次，同比上升 22.19%。

图 7：经营现金流总体改善



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 8：存货周转率和应收账款周转率



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所
注：2022 年的存货周转率和应收账款周转率为年化值

2. 婴配奶粉进入质提价升时代，国产奶粉有望突围

2.1. 行业概况：出生率下滑需求量承压，奶粉市场规模稳健增长

婴儿配方奶粉是为了满足各个阶段婴幼儿的营养需求，替代母乳的奶制品，通常以乳牛或其它动物乳汁，或其它动植物提炼成份为基本组成，加入适量的维生素、矿物质等营养物质，经加工调配后制成。奶粉产业链上游包括奶源供应和包装环节，其中国产奶源供应商包括圣牧高科、现代牧业等企业；进口奶源中，荷兰、新西兰、瑞士等国地处“黄金奶源带”，奶源优质，是我国主要的进口奶源地。中游为加工生产的制造商和品牌商，国产奶企有飞鹤、君乐宝、伊利、贝

因美等，进口品牌包括雀巢、达能、美赞臣等；下游为销售终端，主要渠道包括线下母婴店、电商平台、免税店、商场超市等。

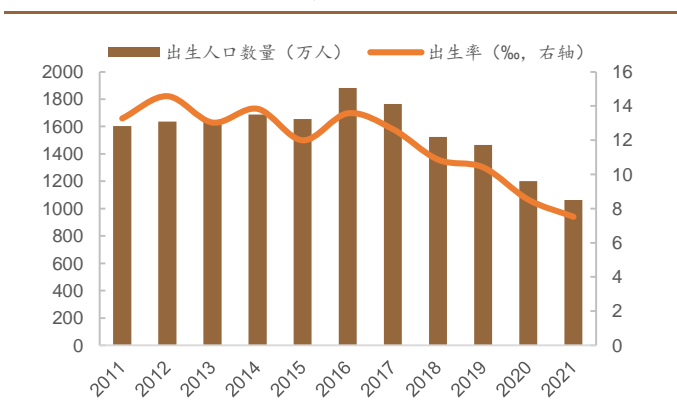
图 9：奶粉产业链



资料来源：洞见研报，艾瑞咨询，德邦研究所

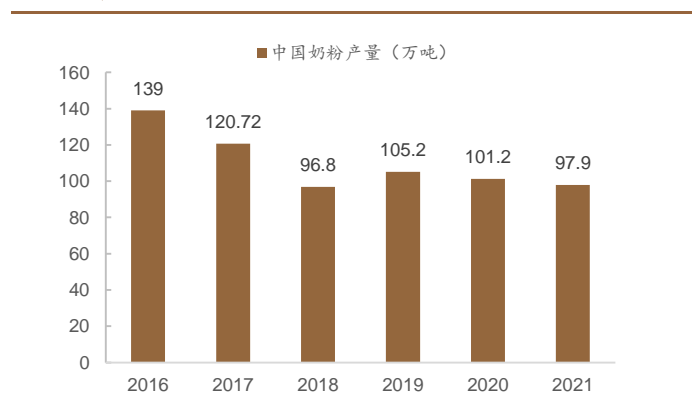
出生人口下降，奶粉产量承压。近年来我国出生率和出生人口持续走低，2011-2021 年出生率由 13.27% 降至 7.52%，出生人口由 1604 万人降至 1062 万人，直接导致了奶粉产量下降。根据中国奶业协会的数据，2016-2021 年中国奶粉产量从 139 万吨降至 97.9 万吨。随着二胎三胎政策的推出和生育政策的不断完善，出生率下滑趋势有望减缓，奶粉需求量减少的趋势有望逐步缓解。

图 10：出生人口数量和出生率



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 11：中国奶粉产量

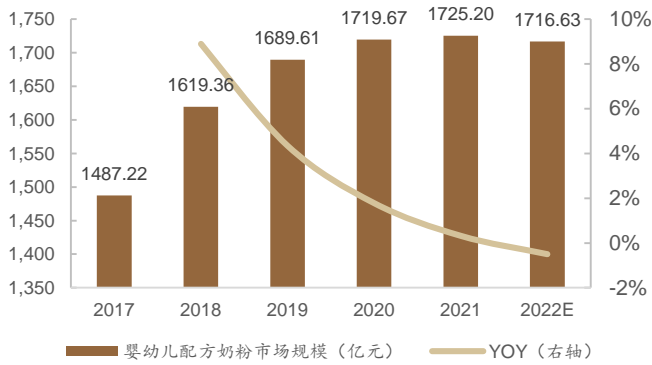


资料来源：中国奶业协会，中商产业研究院，德邦研究所

婴幼儿配方奶粉市场增长稳健，三段奶粉市场规模领先。尽管奶粉需求量有所下滑，婴幼儿配方奶粉市场规模总体保持稳健增长，根据欧睿数据预测，

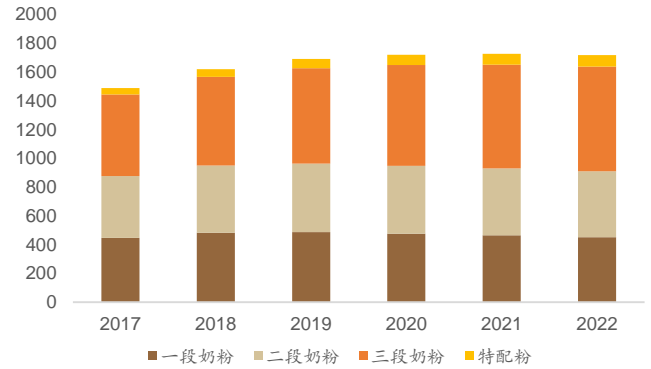
2022年我国婴幼儿配方奶粉市场规模预计为1717亿元，2017-2022年CAGR为2.91%。按照产品适用的婴幼儿年龄划分，2022年我国一段(0-6个月)/二段(6-12个月)/三段(12-36个月)/特配奶粉市场规模分别为450.81/458.92/727.80/79.09亿元，占比26.26%/26.73%/42.40%/4.61%，增速-2.72%/-1.31%/0.93%/4.56%。其中3段奶粉市场规模最大。

图 12：婴幼儿配方奶粉市场规模增速放缓



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 13：按年龄段分奶粉销售额（亿元）

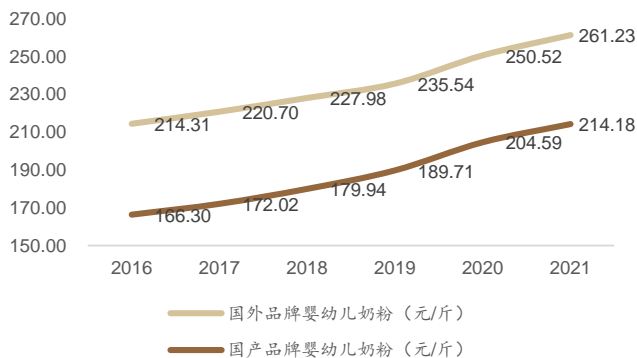


资料来源：Euromonitor，德邦研究所

2.2. 发展趋势：婴配奶粉高端化趋势凸显，产品周期延长拓宽增长空间

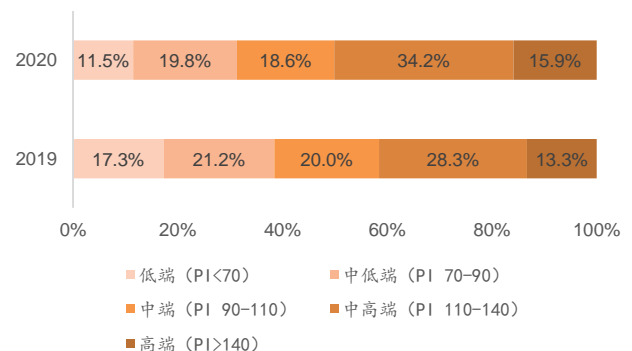
婴幼儿奶粉进入质提价升时代，高端化趋势凸显。近年来随着消费能力增强以及科学育儿观念升级，父母愿意为优质奶粉支付更高溢价，行业主要驱动力由“量增”转为“价升”，消费升级趋势明显。国际、国产品牌婴幼儿奶粉零售价均不断走高，2016-2021年，国际/国产奶粉品牌零售价CAGR为4.04%/5.19%。中高端/高端奶粉销售额份额从2019年的28.3%/13.3%，提升至2020年的34.2%/15.9%，而低端/中低端/中端奶粉销售额份额从2019年的17.3%/21.2%/20.0%，降至2020年的11.5%/19.8%/18.6%。中高端奶粉销售呈现更快的增长，行业高端化趋势明显。

图 14：国际/国产婴幼儿奶粉零售价均不断走高



资料来源：Wind，商务部，德邦研究所

图 15：中高端/高端奶粉销售额份额提升明显



资料来源：欧睿，尼尔森，洞见研报，德邦研究所
注：Price Index (PI) 价格指数=单品平均价格/该品类平均价格

3 岁以上儿童具有更大人口规模，儿童奶粉市场潜力逐步释放。随着精细化育儿观念的兴起，尤其在 3 岁以上的儿童成长加速期，新生代父母对于儿童成长发育、提高免疫力、脑力发育、保护视力的需求日益凸显。据七普数据，我国 2020 年 0-14 岁人口占比达到 17.95%，2016-2017 年的新生人口小高峰使得三岁以上儿童群体不断增多。

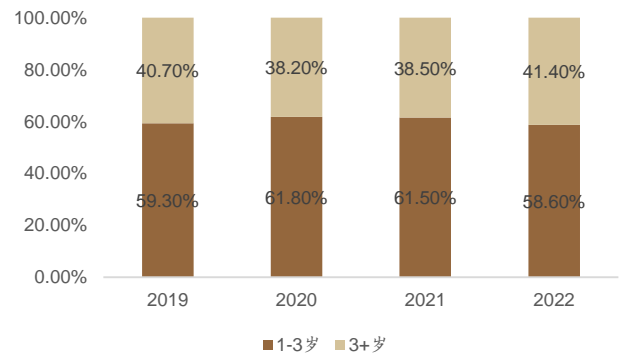
四段奶粉延长产品生命周期，带来新增长空间。洞察到儿童营养配方奶粉的增长需求，伊利、飞鹤、君乐宝等头部乳企品牌也已纷纷推出针对 3 岁以上儿童的四段奶粉产品，留住庞大的消费群体，延长产品生命周期，从供给端带动行业升级。根据魔镜数据，2021 年，淘系电商平台儿童奶粉销售额 5.7 亿元，同比增长 521%。根据欧睿数据，在成长型配方奶粉中，2022 年 1-3 岁/3+岁奶粉销售额占比为 58.6%/41.4%，3+岁儿童奶粉销售占比不断提升。

图 16：头部品牌纷纷推出儿童奶粉



资料来源：各公司天猫旗舰店，德邦研究所

图 17：成长型配方奶粉中 1-3 岁和 3+岁奶粉销售额占比

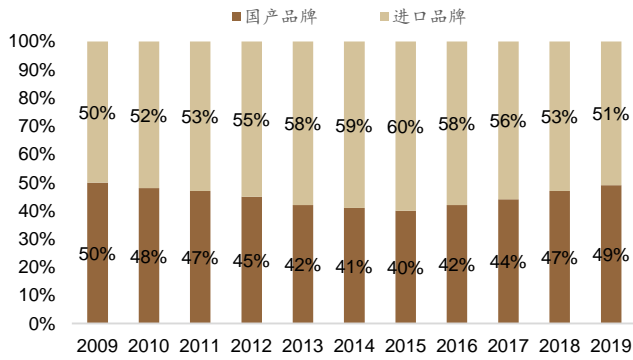


资料来源：Euromonitor，德邦研究所

2.3. 竞争格局：新国标叠加二次注册，国产品牌迎来新机遇

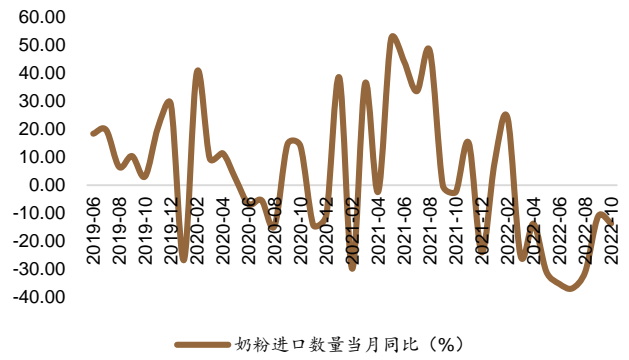
国产奶粉收复失地，政策支持下国产乳企发展有望提速。2008 年“三聚氰胺事件”后，外资品牌迅速抢占中国市场，市占率一路升高，在 2015 年达到顶峰为 60%。但近年来国家出台多项政策加强对奶粉业的引导和监管，国产奶粉质量口碑逐步提升，消费者信心恢复，国产奶粉品牌的市占率从 2015 年的 40% 升至 2019 年的 49%，仅 4 年时间提升将近 10pct。22 年以来奶粉进口量也同比下降。2019 年 6 月，国家发展改革委等 7 部门在发布的《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》中明确提出要力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在 60% 以上，国产奶粉企业发展有望持续提振。

图 18: 奶粉行业国际和国产品牌占比



资料来源: Euromonitor, 华经产业研究院, 德邦研究所

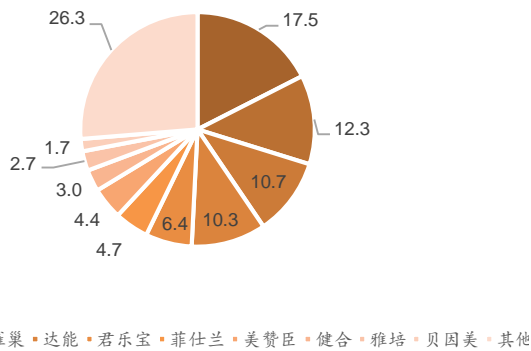
图 19: 奶粉进口量当月同比数据



资料来源: Wind, 德邦研究所

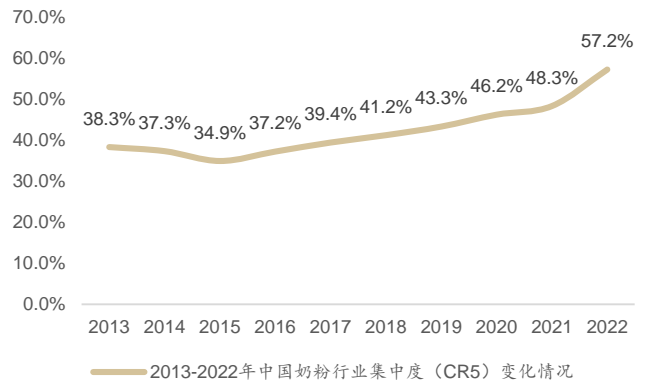
飞鹤伊利雀巢占据前三, 行业集中度加速提升。根据 Euromonitor 的数据, 2022 年销售额前五的品牌为飞鹤/伊利/雀巢/达能/君乐宝, 分别占比 17.5%/12.3%/10.7%/10.3%/6.4%, 贝因美市占率 1.7%, 排名第十。前十名中国产品牌和国外品牌各占 5 席。婴配粉行业集中度 CR5 也从 2013 年的 38.3% 上升至 2022 年的 57.2%。但从横向对比来看, 仍远低于美法德英等发达国家, 国内婴幼儿奶粉行业集中度仍有较大的提升空间。

图 20: 2022 年中国婴幼儿配方奶粉市场品牌份额



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

图 21: 2013-2022 年中国奶粉行业集中度 (CR5) 持续提升



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

新国标叠加二次注册, 挑战机遇并存, 行业加速洗牌。2021 年 3 月, 国家卫健委发布婴幼儿配方奶粉新国标, 将于 2023 年 2 月 22 日正式实施, 对奶粉营养成分等方面做出更明确严格的规定, 同时第一批婴幼儿配方乳粉产品配方注册证书也将陆续到期, 2022 年将迎来二次注册高峰。22 年前三季度共批准发布 607 个婴幼儿配方奶粉, 其中属于新国标配方的有 70 个, 其中 32 个配方是按新国标注销原配方申请新配方的, 29 个配方是按新国标变更的, 9 个配方是新国标的全新配方, 申请企业包括飞鹤、惠氏、伊利、欧比佳、君乐宝、明一、美赞臣、贝因美、雀巢等。新国标叠加二次配方注册, 将进一步提高行业门槛, 中小企业加速出清的同时, 优质大品牌市占率将进一步提升。

表 4：婴幼儿奶粉行业政策

行业政策	颁布时间	重要内容
《婴儿配方食品》 《较大婴儿配方食品》 《幼儿配方食品》	2021.3.18	一是与国际食品法典委员会标准修订趋势一致，将《较大婴儿和幼儿配方食品》(GB 10767-2010)分为 2 个标准，即 GB 10766 和 GB 10767；二是为充分保证婴幼儿配方食品营养有效性，修订或增加了产品中营养素含量的最小值；三是为充分保障婴幼儿营养的安全性，修订或增加了产品中营养素含量的最大值；四是将 2010 版标准中部分可选择成分调整为必需成分；五是污染物、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。
《乳制品质量安全提升行动方案》	2020.12.30	强化法规标准体系建设，强化落实企业主体责任，强化质量安全监督管理，进一步督促企业落实主体责任，提升乳制品质量安全水平，推动乳制品产业高质量发展。
《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》	2019.6.3	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，力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在 60%以上；产业结构进一步优化，行业集中度和技术装备水平继续提升；产品竞争力进一步增强，市场销售额显著提高，中国品牌婴幼儿配方乳粉在国内市场的排名明显提升。
《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全意见》	2018.6.11	按照高质量发展的要求，以优质安全、绿色发展为目标，以降成本、优结构、提质量、创品牌、增活力为着力点，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，大力推进奶业现代化。
《全国奶业发展规划(2016—2020年)》	2017.1.20	以市场需求为导向，以优质安全、提质增效、绿色发展为目标，走产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的奶业现代化发展道路，为实现奶业全面振兴、引领现代农业发展奠定坚实基础。
《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》	2016.6.6	为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，婴幼儿配方奶粉实行注册制，申请材料包括：原辅料的质量安全标准；产品配方研发报告；生产工艺说明；产品检验报告；研发能力、生产能力、检验能力等。
《66项乳品安全国家标准》	2010.4.22	提出 66 项新乳品安全国家标准，包括乳品产品标准 15 项、生产规范 2 项、检验方法标准 49 项。
《提高乳粉质量水平提振社会消费信心行动方案》	2013.6.4	加强清理整顿和正面宣传，营造有利于婴幼儿配方乳粉安全生产的环境氛围。推动企业技术改造和质量保障体系建设，持续提高质量安全保障水平；通过严格行业准入和加快产业调整，全面推动行业结构转型和升级。

资料来源：中国政府网、市场监督管理总局、国家发展改革委、农业部，德邦研究所

3. 产品力成就品牌力，新零售引领新未来

3.1. 技术研发积累深厚，产品矩阵完善

3.1.1. 研发实力强劲，新国标二注进展顺利

专注于婴童食品领域，新国标二注进展顺利。截至 2022 年上半年，公司拥有发明专利 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。公司在婴幼儿配方乳粉的研发、生产等技术方面积累了丰富的经验和大量专业技术人才，为持续研发创新提供基础保障。2021 年婴配粉新国标正式发布，公司根据最新研究成果，对标新国标要求对产品配方和工艺进行全面升级，共提交 15 个系列 45 个婴幼儿奶粉配方注册，目前“可睿欣”和“爱加”已取得二次配方注册证书，整体进展顺利。

重视科研能力，专有技术不断沉淀。公司拥有国家级婴幼儿食品研发中心、博士后工作站，为公司吸引高水平人才提供了更优质的保障，促进产、学、研有机结合，加快科技成果转化。除自主研发外，公司不断和全球领先业内企业合作，在婴幼儿营养健康食品领域不断深入探索。在重视研发的氛围下，公司具有多项自主知识产权的核心技术，2019 年取得两项部级特等奖，2020 年多个乳制品研究课题获得部级一等奖，2021 年研究项目获中国乳制品工业协会科技进步特等奖，核心技术的应用可以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。

表 5：2021 年公司主要研发项目

主要研发项目名称	项目目的	拟达到的目标	项目进展
精准营养健康食品的创新设计及产业化研究	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	成功研制推出男撞女撞、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
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

资料来源：公司公告，德邦研究所

表 6：公司科技创新能力不断沉淀

项目名称	年份	获奖情况
《婴幼儿配方乳粉安全控制及微营养重组关键技术》	2019	部级特等奖
《贝因美爱加系列婴幼儿配方奶粉关键技术及产业化研究》	2019	部级特等奖
《基于中国母乳脂质组成的婴幼儿配方奶粉创制关键技术及产业化》	2020	部级一等奖
《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》	2020	部级一等奖
《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》	2021	中国乳制品工业协会科技进步特等奖

资料来源：公司公告，德邦研究所

渗入特医奶粉领域，彰显专业研发能力。公司重视特殊婴儿群体需要，2019 年在国内率先取得的特殊医学用途婴儿配方食品 0001 号无乳糖配方，以满足乳糖不耐受婴儿的产品需求。该配方食品是首家国内企业获准注册特殊医学用途配方食品的产品，体现了公司在配方研究、生产研发与食品安全等领域的强劲实力。特医产品可为产品的科学性和专业度背书，增强消费者对品牌的信任，公司也进一步推进了早产/低出生体重儿配方、乳蛋白部分水解配方、婴儿营养补充剂、无乳糖配方等产品，完善婴幼儿特医品类布局。特配粉潜在增长空间较大，公司将努力使该品类业务得到更好发展。

图 22：特医 001 号配方发布会



资料来源：公司微信公众号，德邦研究所

图 23：公司获得 2022 年优秀乳品加工企业荣誉



资料来源：公司官网，德邦研究所

3.1.2. 产品矩阵完善，大单品爱加品牌内涵丰富

差异化品类强势布局，覆盖不同价格带、年龄段。公司主要产品包括婴幼儿/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，辐射整个母婴消费圈层，覆盖不同价格带、年龄段，满足不同消费群体需求，构筑了坚实的品牌力与产品力。

婴幼儿有“爱加”、“可睿欣”、“菁爱”、“红爱”等多个系列。“爱加”系列

定位高端奶粉市场，是公司超级大单品，拥有爱加、爱加有机 A2、爱加宝护盖、美妈冠等多个升级款产品。“可睿欣”主要针对过敏体制宝宝，深度模拟母乳，开创肠道呵护的精准营养配方。儿童奶粉方面，在爱加、菁爱、红爱等系列推出四段奶粉延长产品周期的同时，火星宝贝系列包括乐护、优选、智颖、可益高等多款产品，满足消费者不同需求。特配奶粉针对 0-6 月早产/低出生体重婴儿，可以提供追赶型营养支持；针对 0-12 个月乳糖不耐受婴儿，公司有去乳糖专利工艺，可以有效缓解腹泻，修复肠道。成人奶粉包括孕妈奶粉，“生命伴侣”，豆奶粉等，科学补充铁、钙、蛋白质。

表 7：公司奶粉产品矩阵丰富

婴幼儿奶粉				
产品系列	爱加	可睿欣	菁爱	红爱
产品				
价格	一段：327元/800g 二段：318元/800g 三段：308元/800g 四段：279元/800g	一段/二段/三段：338元/800g	一段：195元/900g 二段：194元/900g 三段：194元/900g 四段：181元/900g	一段：368元/800g*2 二段：368元/800g 三段：368元/800g*2 四段：226元/700g
主打成分	乳铁蛋白，增加防御力； α-乳白蛋白，调节睡眠力； 双益生元，提升肠动力。	益生菌 Bb-12，改善肠道菌群；适度水解乳清蛋白，降低致敏成分；专利 OPO，促进营养吸收。	添加DHA、牛磺酸、胆碱，对大脑及视网膜发育完善起重要作用；特含LF-免疫因子（乳铁蛋白），对免疫健康起重要作用。	添加协同功效的焦磷酸铁+乳铁蛋白+VC+叶酸组合，有效改善铁营养状况，降低缺铁性贫血发生率。
儿童奶粉				
产品系列	火星宝贝		健学力	
产品				
价格	238元/700g		98元/680g	
主打成分	初乳碱性蛋白+水解蛋黄粉+VD+钙+镁；乳铁蛋白+多维+矿物质+ODA，补充每日营养。		DHA+牛磺酸，有助于智力发育；高蛋白质+铁+VC，助力营养吸收；IMO+菊粉双益生元，促进消化吸收	
特配奶粉				
产品系列	贝因美贝新尔	贝因美无乳糖	贝因美舒力乐	贝因美昔倍护
产品				
价格				

主打成分	高热量、高蛋白配方；水解乳清蛋白，更好的耐受性；特含乳铁蛋白；强化矿物质、微量元素、DHA/ARA/叶黄素。	去乳糖专利工艺；5种核苷酸+FOS组合；特有CPP，提高钙铁锌利用。	部分水解蛋白，降低蛋白致敏及复发；小分子低乳糖，降低喂养不耐受；5种核苷酸+FOS，舒适肠道；特含乳铁蛋白，增强机体免疫。	低敏 100%水解乳清蛋白，强化母乳蛋白质；MCT（中链甘油三酯），更易消化吸收；强化维生素、矿物质和微量元素，针对早产儿的特殊营养需求。
成人奶粉				
产品系列	孕妈奶粉	生命伴侣	豆奶粉	
产品				
价格	144元/700g	98元/800g	64元/580g	
主打成分	富含乳铁蛋白，增加防御力；α-乳白蛋白，调节睡眠；双益生元，提升肠动力。	膳食纤维（GOS+菊粉），守护体内微生态；科学补铁补钙；生牛乳，富含优质蛋白质。	奶粉添加量达 23%；添加结晶果糖代替蔗糖。	

资料来源：公司官网、官方商城、贝因美京东旗舰店、德邦研究所

大单品爱加持续升级，IP 品牌内涵不断丰富。爱加系列婴配粉含乳铁蛋白、α-乳白蛋白、双益生元组合，给宝宝提供三重保护，拥有爱加、爱加有机 A2、爱加宝护盖、美妈冠等多个产品。作为公司抢占高端市场的重要系列产品，爱加系列畅销市场 10 余年，单品营收超 10 亿元。2022 年 6 月 1 日公司推出爱加有机 A2 婴幼儿配方乳粉，丰富该母婴超级 IP 的品牌内涵。作为贝因美旗下第一款有机 A2 产品，爱加有机 A2 在爱加 0001 号配方之上，甄选全球整体占比仅为 30% 的纯种 A2 奶牛作为奶源，其产出的牛奶含有 A2-β 酪蛋白，亲和人体易吸收，进一步补足高端产品线并获得更广阔发展空间。

表 8：大单品“爱加”不断迭代

	贝因美爱加	爱加宝护盖	贝因美有机 A2	贝因美美妈冠
“爱加”系列产品				
	贝因美爱加	爱加宝护盖	贝因美有机A2	贝因美美妈冠
共有配方	富含LF-乳铁蛋白增加防御力，α-乳白蛋白调节睡眠力，FOS+GOS双益生元提升肠动力，三重保护，三次临床验证效果			
升级		数智内码，赋能线下闭环营销	珍稀有机A2奶源，含A2-β酪蛋白更易吸收	珍稀MFGM乳脂球膜，促进脑部神经发育

资料来源：公司公告，德邦研究所

3.2. 渠道结构迭代升级，新零售赋能终端门店

渠道结构重新梳理，线上线下协同发展。公司创始人重新操盘以来，重整管理体系、重新梳理渠道结构，疏通营销链路，为全渠道的稳步开拓奠定良好的基础。经销商是公司最主要的销售渠道，22H1 经销渠道贡献收入 4.9 亿元，收入占比为 40.36%，同比增长 16.24%，截至 22 上半年公司经销商为 1685 个，相比 21 年末增加 159 个。线上渠道方面，公司以天猫、京东、拼多多、官方商城等传统电商平台为核心品牌窗口，以小红书、抖音、快手等新兴电商平台为延伸。22H1 电商渠道贡献收入 2.04 亿元，收入占比为 16.83%，同比增长 12.48%，毛利率为 62.81%。

表 9：各渠道营收拆分

	2020				2021				2022H1			
	营收	yoy	收入占比	毛利率	营收	yoy	收入占比	毛利率	营收	yoy	收入占比	毛利率
经销商	9.36	2.23%	36.79%	47.57%	9.18	-1.89%	42.24%	62.14%	4.90	16.24%	40.36%	50.89%
总承销商	5.48	14.75%	21.54%	54.08%	4.27	-21.98%	19.67%	44.34%	2.48	40.87%	20.41%	39.08%
电子商务	3.67	-27.17%	14.44%	39.25%	3.92	6.83%	18.06%	62.87%	2.04	12.48%	16.83%	62.81%
包销商	1.60	64.07%	6.28%	62.93%	3.29	106.37%	15.16%	31.71%	1.97	11.33%	16.20%	31.89%
直供客户	5.17	-14.60%	20.32%	69.29%	0.93	-82.06%	4.27%	47.96%	0.71	-7.29%	5.86%	72.45%
其他	0.16	68.98%	0.64%	89.77%	0.13	-19.34%	0.60%	5.89%	0.04	-57.92%	0.36%	18.19%

资料来源：公司公告，德邦研究所

可睿欣领衔新零售模式，精细运维赋能终端门店。2021 年度公司重点打造了“可睿欣”婴幼儿配方乳粉，具有亲舒肠道的功能，产品力强，复购率高。该产品自上市以来便定位新零售模式。新零售模式通过实时跟踪价值链各环节的数据信息和用户信息，将前后台数据打通融合，极大提高了整个价值链的运行效率；同时按照人、货、场的概念，精准匹配门店、商圈及目标客户，精细运维赋能终端门店。基于奶粉行业的特殊性，母婴店等线下渠道拥有不可替代的地位。新品可睿欣助力加速推进公司新零售模式，迅速抢占空白商圈，爱加有机 A2、爱加宝护盖持续跟进。截止 22 年 11 月，可睿欣已覆盖超过 1 万家门店。

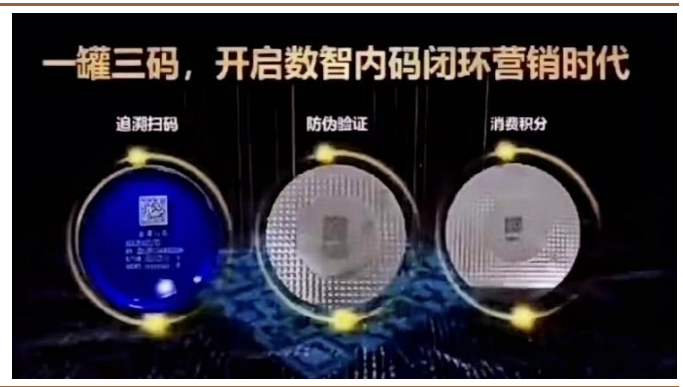
“数智内码”稳定价盘，充分保障渠道伙伴利益。新品爱加有机 A2 用“数智内码”由“追溯码+防伪验证码+消费积分码”共同组成，分别完成追踪溯源、防伪验证、消费积分三大功能。“数智内码”可随时查询产品物流走向、销售终端门店等信息，从而精准把控产品自出厂、运输到销售的每一个环节，用技术手段杜绝窜货，充分保障渠道端权益及利润。同时爱加有机 A2 严格采用门店直营授权销售模式，仅供线下母婴门店专卖，不会供货于 KA 渠道和电商渠道，稳定价盘的同时，有效提升了母婴门店的差异化产品竞争力，与门店建立优先级合作关系，保障渠道伙伴利润。

图 24：可睿欣领衔新零售模式



资料来源：公司微信公众号，德邦研究所

图 25：爱加有机 A2 “数智内码”



资料来源：线下母婴生活馆，德邦研究所

4. 盈利预测

我们对公司的盈利预测基于以下三点考量：1) 公司颁布股权激励计划，为公司未来提出指引目标；2) 疫情缓和防控优化后消费逐步复苏；3) 创始人谢总回归重新梳理发展战略，产品和渠道不断迭代优化。尽管存在激励目标未能实现、消费复苏不及预期的风险，我们依旧认为在大方向上，公司边际改善趋势明显，长期发展稳中向好。

参考股权激励计划的目标，我们预计 22/23/24 年实现营业收入 35.75/52.77/70.33 亿元，分别同比增长 40.78%/47.61%/33.27%；实现归母净利润 1.27/2.37/3.68 亿元，分别同比增长 73.19%/86.70%/55.33%。

收入端分产品看：1) 奶粉类，随着渠道结构优化升级，凭借优秀的产品力和品牌力，奶粉产品有望实现放量增长。预计 22/23/24 年公司奶粉类收入同比增速分别为 28.25%/41.75%/31.25%，其中销量增速分别为 35%/35%/25%，吨价增速分别为 -5%/5%/5%，毛利率分别为 47.2%/48.3%/49.0%。

2) 米粉类：随着婴儿辅食的行业发展，受益于品牌力和产品协同效应的提升，米粉业务预计在小基数下将稳中有增，逐步复苏。预计 22/23/24 年公司米粉类收入同比增速分别为 -20%/20%/20%，毛利率分别为 20%/21%/22%。

3) 其他创新业务：公司围绕母婴生态圈的构建，积极探索品牌授权、ODM、OEM 等所有其他可能有助于公司生意发展的业务，有望为公司带来新的增长点。预计 22/23/24 年公司其他创新业务收入同比增速分别为 120.0%/70.0%/40.0%，毛利率分别为 8.50%/9.00%/9.50%。

成本端：随着管理及运营效率不断提高，规模效应逐步显现，降本增效空间有望进一步释放。预计 22/23/24 年公司销售费用率分别为 25.5%/25.4%/25.3%，管理费用率分别为 6.3%/6.2%/6.1%，财务费用率分别为 1.2%/0.7%/0.4%。

表 10：营收拆分预测

(百万元)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,785.48	2,665.13	2,539.56	3575.12	5277.20	7032.97
yoy	11.83%	-4.32%	-4.71%	40.78%	47.61%	33.27%
毛利率	50.09%	45.80%	46.92%	37.91%	37.68%	37.88%
奶粉类	2,508.55	2,418.46	2,116.41	2714.30	3847.52	5049.87
yoy	7.86%	-3.59%	-12.49%	28.25%	41.75%	31.25%
销量(吨)	19,569.40	16,786.99	17,089.72	23,071.12	31,146.01	38,932.52
吨单价(万元)	12.82	14.41	12.38	11.76	12.35	12.97
毛利率	54.5%	48.0%	54.0%	47.2%	48.3%	49.0%
米粉类	44.39	33.21	18.28	14.6255	17.5506	21.0608
yoy	-20.62%	-25.19%	-44.96%	-20%	20%	20%
毛利率	49.6%	35.7%	30.1%	20.0%	21.0%	22.0%
其他类	232.535	92.164	38.699	40.6341	42.6659	44.7991
yoy	113.22%	-60.37%	-58.01%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	2.5%	12.1%	18.6%	7.0%	7.0%	7.0%
其他创新业务		121.29	366.17	805.56	1,369.46	1,917.24
yoy			201.88%	120.00%	70.00%	40.00%
毛利率		29.48%	9.60%	8.5%	9.0%	9.5%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

表 11：公司盈利预测

(百万元)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,785.48	2,665.13	2,539.56	3575.12	5277.20	7032.97
yoy	11.83%	-4.32%	-4.71%	40.78%	47.61%	33.27%
毛利率	50.09%	45.80%	46.92%	37.91%	37.68%	37.88%
销售费用率	39.6%	40.9%	29.3%	25.5%	25.4%	25.3%
管理费用率	11.3%	9.4%	7.7%	6.3%	6.2%	6.1%
研发费用率	0.6%	0.5%	1.0%	0.7%	0.7%	0.8%
财务费用率	1.1%	1.7%	3.0%	1.2%	0.7%	0.4%
归母净利润	-103.08	-324.28	73.31	126.97	237.06	368.22
yoy	-350.7%	-214.6%	122.6%	73.19%	86.70%	55.33%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

我们选取伊利股份、中国飞鹤、三元股份作为可比公司，22-24 年对应 PE 平均值为 23.80/19.75/16.34X。根据我们盈利预测，公司 22-24 年对应 PE 为 45.42X/24.33X/15.66X，中长期来看，公司 PE 与同比公司均值水平相当。公司业绩处于底部回升通道，边际改善趋势明显，首次覆盖给与“增持”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600887.SH	伊利股份	2,006.83	9,547	11,249	13,102	21.02	17.84	15.32
6186.HK	中国飞鹤	574.79	5,760	6,632	7,403	9.98	8.67	7.76
600429.SH	三元股份	81.17	201	248	313	40.39	32.73	25.93
	平均值					23.80	19.75	16.34
002570.SZ	贝因美	57.67	127	237	368	45.42	24.33	15.66

资料来源：Wind，德邦研究所

注：当前股价和当前市值均为 2022/12/15 收盘价，其他公司均采用万得一致预期，汇率按照 1 港元=0.89 人民币换算

5. 风险提示

股权激励目标未能实现：若公司新零售发展进度缓慢，或创新业务未能贡献新的增长点，可能导致激励目标不能实现，影响一线销售人员的积极性，从而进一步

影响渠道开拓和产品销售。

消费复苏不及预期：受经济下行压力或疫情扰动影响，零售端的消费需求复苏可能面临一定压力。

行业竞争加剧：婴配奶粉行业已经进入存量竞争时代，行业竞争可能加剧，可能对公司渠道拓展和盈利提升带来一定压力。

食品安全问题：作为奶粉制造企业，产品质量安全是公司的生命线，出现食品安全问题将会对品牌和口碑造成巨大的打击。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.12	0.22	0.34
每股净资产	1.65	1.69	1.91	2.25
每股经营现金流	0.23	0.49	0.20	0.65
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	73.14	45.42	24.33	15.66
P/B	3.10	3.16	2.79	2.37
P/S	2.27	1.59	1.08	0.81
EV/EBITDA	21.48	14.32	11.86	8.76
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	46.9%	37.9%	37.7%	37.9%
净利润率	3.2%	3.5%	4.6%	5.4%
净资产收益率	4.1%	6.9%	11.5%	15.1%
资产回报率	1.8%	2.7%	4.4%	5.7%
投资回报率	4.8%	6.6%	8.5%	11.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.7%	40.8%	47.6%	33.3%
EBIT 增长率	147.7%	29.3%	36.8%	39.1%
净利润增长率	122.6%	73.2%	86.7%	55.3%
偿债能力指标				
资产负债率	54.9%	60.5%	60.9%	61.2%
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	98.1	90.0	87.0	85.0
存货周转天数	138.1	105.0	103.0	100.0
总资产周转率	0.6	0.8	1.0	1.1
固定资产周转率	2.6	3.8	5.9	8.5

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	73	127	237	368
少数股东损益	8	-1	4	14
非现金支出	177	254	236	226
非经营收益	56	18	-1	-21
营运资金变动	-67	130	-259	109
经营活动现金流	247	529	218	697
资产	-165	-50	-43	-47
投资	6	-109	-106	-107
其他	6	31	45	58
投资活动现金流	-154	-127	-104	-95
债权募资	-40	-50	-159	-104
股权募资	253	-85	0	0
其他	-21	-49	-44	-38
融资活动现金流	191	-184	-203	-142
现金净流量	290	217	-89	460

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 15 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,540	3,575	5,277	7,033
营业成本	1,348	2,220	3,289	4,369
毛利率%	46.9%	37.9%	37.7%	37.9%
营业税金及附加	33	42	63	86
营业税金率%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	745	912	1,340	1,779
营业费用率%	29.3%	25.5%	25.4%	25.3%
管理费用	195	225	327	429
管理费用率%	7.7%	6.3%	6.2%	6.1%
研发费用	26	25	39	53
研发费用率%	1.0%	0.7%	0.7%	0.8%
EBIT	160	207	284	394
财务费用	75	43	35	29
财务费用率%	3.0%	1.2%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-36	-25	-12	-6
投资收益	7	31	45	58
营业利润	96	133	262	407
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	91	133	262	407
EBITDA	280	417	498	610
所得税	9	6	20	25
有效所得税率%	10.5%	4.8%	7.6%	6.2%
少数股东损益	8	-1	4	14
归属母公司所有者净利润	73	127	237	368

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	677	894	806	1,265
应收账款及应收票据	802	1,026	1,495	1,811
存货	506	765	1,080	1,328
其它流动资产	198	235	268	343
流动资产合计	2,183	2,920	3,649	4,748
长期股权投资	118	130	145	158
固定资产	960	943	895	832
在建工程	146	95	67	54
无形资产	162	158	155	151
非流动资产合计	1,886	1,835	1,769	1,707
资产总计	4,069	4,755	5,418	6,455
短期借款	1,011	962	803	698
应付票据及应付账款	382	772	903	1,247
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	725	1,030	1,479	1,894
流动负债合计	2,119	2,763	3,185	3,840
长期借款	65	65	65	65
其它长期负债	49	49	49	49
非流动负债合计	114	114	114	114
负债总计	2,233	2,877	3,299	3,954
实收资本	1,080	1,064	1,064	1,064
普通股股东权益	1,786	1,828	2,065	2,433
少数股东权益	51	50	55	68
负债和所有者权益合计	4,069	4,755	5,418	6,455

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。