

贝因美 (002570.SZ)

行业拐点已现，公司业绩弹性大

● 新政整合+需求回暖，奶粉行业拐点已现

1、奶粉新政促进行业洗牌。10月1日起注册制开始实施，目前处于过渡期，财政部在《跨境电子商务零售进口商品清单》指出18年1月1日起跨境电商进口奶粉必须依法获得产品配方注册证书，预计国内奶粉注册制也将在这之前执行。注册制后一个奶粉工厂只能申请三个品牌，无法申请到注册的小品牌将退出市场，预计市场将从2000多个品牌压缩到500个，将让渡20%左右200亿市场份额。小品牌主要在三线及以下城市销售，作为三四线城市龙头的贝因美将充分受益奶粉新政带来的增量空间。预计第一批注册制名单将于17年一季度出来，将改变行业竞争格局。贝因美4-5个工厂共可以申请14个注册品牌。

2、被压抑的二胎的需求在16年下半年出现集中的释放。二胎效应叠加猴宝宝导致今年下半年出生婴儿较多，从医院的数据看同比增速超过50%，通过医院调研，建档数增长率均高于30%，根据计划生育、住院分娩统计和各省出生人口与孕情资料综合研判，2016年出生人口将超过1750万，较2015年增加数量超过100万，行业转好是确定性的预期，可保障3年的行业红利。新生儿对奶粉需求拉动有6个月滞后期，预计16年Q4以及17年的上半年奶粉需求会出现实质性增长。

● 渠道库存改善，公司业绩有望逐季改善

渠道库存改善，公司业绩有望逐季改善。公司前三季度业绩逐季下滑，由于去年四季度判断注册制推出时间失误，过早进行渠道授信压货抢占市场份额，加上4月遇到假奶粉事件以及注册制实施前杂牌混战阶段。公司前三季度渠道去库存，目前渠道库存已得到较大改善。Q4公司向经销商推广注册制通过概率最大的品牌，因此预计公司收入四季度环比将略有改善；奶粉经销商目前在注册品牌未明朗前不愿意多进货，预计明年一季度第一批注册制名单披露后将是渠道加库存阶段，同时行业竞争格局将迎来改善。

高价原材料库存消耗，毛利率逐渐提高。前三季度公司毛利58.6%，同比增加4.56个PCT。毛利率提高一方面由于金爱+等高端产品占比提高，更重要的是公司高价原材料库存已消耗，今年较低的原材成本缓解公司成本端压力，预计未来原奶价格缓慢上涨将缓解行业竞争格局，同时我们认为原奶温和上涨对公司盈利能力影响不大。

● 管理层动力充足，拐点时期公司业绩弹性大

恒天然收购成本18.2元，员工持股成本11.54元，公司管理层动力充足。同时今年为了抢占市场份额公司保持较高营销费用，并计提了大量应收账款减值准备，导致公司亏损较大，我们认为公司17、18年享受行业制度红利同时业绩弹性较大。预计公司16-18年收入33、40、51亿，增速-27%/21%/27.5%，预计公司16-18年EPS-0.39、0.12、0.24，给予买入评级。

● 风险提示

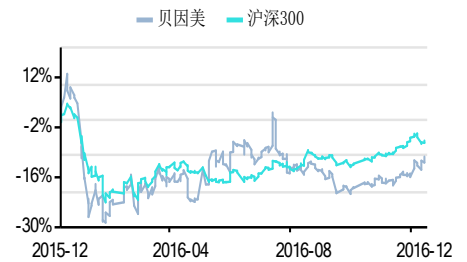
政策执行不达预期；2016年业绩亏损风险，估值水平偏高风险

公司评级 **买入**

当前价格 12.59元

报告日期 2016-12-14

相对市场表现



分析师: **王永锋** S0260515030002
01059136605
wangyongfeng@gf.com.cn

相关研究:

联系人: **王文丹** 01059136617
wangwendan@gf.com.cn

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,048.78	4,533.82	3,300.00	4,000.00	5,100.00
增长率(%)	-17.46%	-10.20%	-27.21%	21.21%	27.50%
EBITDA(百万元)	231.75	306.10	-325.66	269.53	438.98
净利润(百万元)	68.89	103.64	-399.73	121.38	249.51
增长率(%)	-90.45%	50.45%	-485.69%	130.36%	105.57%
EPS(元/股)	0.067	0.101	-0.391	0.119	0.244
市盈率(P/E)	240.32	147.30		111.37	54.18
市净率(P/B)	4.64	4.16	4.13	3.99	3.71
EV/EBITDA	69.02	49.69	-38.46	46.52	28.29

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

新政整合+需求回暖，奶粉行业拐点已现

1、奶粉新政促进行业洗牌。18年1月1日起未经注册的进口奶粉不允许进入中国，预计国内奶粉注册制也将开始执行。一个奶粉工厂只能申请三个品牌，无法申请到注册的小品牌将退出市场，预计市场将从2000多个品牌压缩到500个，将让渡20%左右200亿市场份额。小品牌主要在三线及以下城市销售，作为三四线城市龙头的贝因美将充分受益奶粉新政带来的增量空间。预计第一批注册制名单将于17年一季度出来，将改变行业竞争格局。贝因美4-5个工厂共可以申请14个注册品牌。

2、被压抑的二胎的需求在16年下半年出现集中的释放。二胎效应叠加猴宝宝导致今年下半年出生婴儿较多，从医院的数据看同比增速超过50%，通过医院调研，建档数增长率均高于30%，根据计划生育、住院分娩统计和各省出生人口与孕情资料综合研判，2016年出生人口将超过1750万，较2015年增加数量超过100万，行业转好是确定性的预期，可保障3年的行业红利。新生儿对奶粉需求的拉动有6个月左右滞后期，因此预计在16年四季度以及17年的上半年奶粉需求会出现实质性增长。

渠道库存改善，公司业绩有望逐季改善

渠道库存改善，公司业绩有望逐季改善。公司前三季度业绩逐季下滑，主要由于去年四季度公司判断注册制推出时间失误，过早进行渠道授信压货抢占市场份额；加上二季度遇到假奶粉事件以及注册制实施前杂牌混战阶段，公司前三季度主要进行渠道去库存，目前渠道库存已得到较大改善。四季度公司战略上向经销商推广注册制通过概率最大的品牌，因此预计公司收入四季度环比将略有改善；奶粉经销商目前在注册品牌未明朗前不愿意多进货，预计明年一季度第一批注册制名单披露后将是渠道加库存阶段，同时行业竞争格局将迎来改善。

高价原材料库存消耗，毛利率逐渐提高。前三季度公司毛利58.6%，同比增加4.56个PCT。毛利率提高一方面由于金爱+等高端产品占比提高，更重要的是公司高价原材料库存已消耗，今年较低的原材料成本缓解公司成本端压力，预计未来原奶价格缓慢上涨将缓解行业竞争格局，同时我们认为原奶温和上涨对公司盈利能力影响不大。

投资建议：管理层动力充足，拐点时期公司业绩弹性大

公司管理层动力较足，行业拐点时期公司业绩弹性大。恒天然收购成本18.2元，员工持股成本11.54元，公司管理层动力充足。同时今年为了抢占市场份额公司保持较高营销费用，并计提了大量应收账款减值准备，导致公司亏损较大，我们认为公司17、18年享受行业制度红利同时业绩弹性较大。预计公司16-18年收入33、40、51亿，增速-27%/21%/27.5%，预计公司16-18年EPS-0.39、0.12、0.24，给予买入评级。

风险提示

食品安全问题；政策执行不达预期；行业竞争加剧。2016年业绩亏损风险，估值水平偏高风险。

	单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	2715	3115	2037	2296	2790
货币资金	558	392	994	980	1099
应收及预付	653	1475	538	697	908
存货	915	594	505	619	783
其他流动资产	589	654	0	0	0
非流动资产	2011	2209	2093	2108	2110
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1635	1658	1651	1606	1543
在建工程	48	129	134	152	176
无形资产	187	269	308	350	391
其他长期资产	142	153	0	0	0
资产总计	4726	5326	4132	4406	4902
流动负债	1141	1611	823	989	1263
短期借款	0	337	0	0	0
应付及预收	1139	1200	823	989	1263
其他流动负债	3	75	0	0	0
非流动负债	14	46	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	46	0	0	0
负债合计	1156	1657	823	989	1263
股本	1023	1023	1023	1023	1023
资本公积	1183	1183	1183	1183	1183
留存收益	1361	1464	1065	1186	1436
归属母公司股东权	3567	3670	3271	3392	3642
少数股东权益	4	-1	38	25	-3
负债和股东权益	4726	5326	4132	4406	4902

	单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5049	4534	3300	4000	5100
营业成本	2325	1970	1370	1648	2091
营业税金及附加	63	51	33	43	54
销售费用	2207	1943	1964	1784	2193
管理费用	366	433	429	440	520
财务费用	-28	-1	5	-2	-1
资产减值损失	25	71	16	-2	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	9	7	8	8
营业利润	97	75	-509	97	247
营业外收入	86	125	112	117	115
营业外支出	79	57	66	65	64
利润总额	104	144	-463	149	298
所得税	41	54	-102	41	76
净利润	63	89	-360	108	222
少数股东损益	-6	-14	39	-13	-28
归属母公司净利润	69	104	-400	121	250
EBITDA	232	306	-326	270	439
EPS (元)	0.07	0.10	-0.39	0.12	0.24

	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-188	29	1122	126	260
净利润	63	89	-360	108	222
折旧摊销	145	169	169	185	197
营运资金变动	-330	-267	1213	-105	-104
其它	-65	38	100	-62	-55
投资活动现金流	515	-360	-129	-140	-141
资本支出	-338	-387	-136	-148	-149
投资变动	37	20	7	8	8
其他	816	7	0	0	0
筹资活动现金流	-407	335	-391	0	0
银行借款	0	337	-337	0	0
债券融资	-1	0	-46	0	0
股权融资	10	13	0	0	0
其他	-416	-14	-8	0	0
现金净增加额	-80	4	602	-14	119
期初现金余额	1514	558	392	994	980
期末现金余额	1435	562	994	980	1099

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	-17.5	-10.2	-27.2	21.2	27.5
营业利润增长	-89.6	-22.6	-773.9	119.2	153.8
归属母公司净利润增长	-90.4	50.5	-485.7	130.4	105.6
获利能力(%)					
毛利率	53.9	56.5	58.5	58.8	59.0
净利率	1.3	2.0	-10.9	2.7	4.4
ROE	1.9	2.8	-12.2	3.6	6.9
ROIC	1.8	2.4	-16.7	2.5	7.1
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	31.1	19.9	22.4	25.8
净负债比率	-0.2	-	-0.3	-0.3	-0.3
流动比率	2.38	1.93	2.47	2.32	2.21
速动比率	1.40	1.52	1.76	1.60	1.50
营运能力					
总资产周转率	1.03	0.90	0.70	0.94	1.10
应收账款周转率	12.99	5.07	7.57	6.91	6.70
存货周转率	2.61	2.61	2.71	2.66	2.67
每股指标(元)					
每股收益	0.07	0.10	-0.39	0.12	0.24
每股经营现金流	-0.18	0.03	1.10	0.12	0.25
每股净资产	3.49	3.59	3.20	3.32	3.56
估值比率					
P/E	240.3	147.3	-33.8	111.4	54.2
P/B	4.6	4.2	4.1	4.0	3.7
EV/EBITDA	69.0	49.7	-38.5	46.5	28.3

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 8年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 4年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 经济学硕士, 2年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。