



2017-04-29

公司点评报告

增持/维持

贝因美(002570)

目标价: 18

昨收盘: 13.49

食品饮料 食品加工

贝因美年报及一季报点评：一季度环比改善明显，经营拐点值得期待

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,023/1,022
总市值/流通(百万元)	13,794/13,791
12个月最高/最低(元)	14.56/11.15

相关研究报告：

- 《贝因美调研简报》--2016/12/28
- 《贝因美调研简报》--2015/06/08
- 《贝因美调研》--2015/06/08

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：王学谦

电话：010-88321966

E-MAIL: wangxq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511120001

点评事件：

4月27日晚，贝因美(002570)公布了2016年年报和2017年一季度报。2016年公司实现营业收入27.64亿元，同比减少39.02%；归母净利润-7.81亿元，同比减少853.24%；扣非后归母净利润为-7.99亿元，同比减少2344.26%；EPS -0.76元/股，同比减少860%。

2017年一季度，公司实现营收8.47亿，同比减少6.58%；实现归属于上市公司股东的净利润1029.24，同比减少81.81%。

公司计划不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本。

投资要点：

政策过渡期竞争加剧，2016年营收继续下滑

2016年，由于行业仍处于奶粉注册制过渡期，因此竞争仍然十分激烈。公司全年实现营收27.64亿，同比减少39.02%。分产品来看，奶粉类、米粉类和其他类营收分别为26.18亿、6630.81万和8020.17万，同比分别减少38.88%、51.63%和29.17%；销量分别为23,553.75吨、1,363.03吨和498.44吨，同比分别减少38.76%、40.82%和2.70%。分区域来看，2016年，南区和北区分别实现营收18.82亿和8.82亿，同比减少21.07%和58.95%，占比分别为68.09%和31.91%。

2017年一季度营收降幅有所缩窄

2016年底，为了把握注册制先机，提前抢占渠道终端，公司向渠道推广一部分有把握率先通过注册的产品。2017年一季度，公司实现营收8.47亿，同比减少6.58%，考虑今年春节时间较短的因素，公司业绩改善迹象较为明显。另外，一季度净利率同比减少81.81%，降幅较大。主要原因是因为公司计提应收账款坏账准备导致资产减值损失新增3914.55亿，同比增长135.56%。

原材料采购成本下降，2016年毛利率有所提升

2016年，公司销售毛利率为59.66%，同比提升3.11pcts。影响公司毛利率的原因主要有三方面：1) 价格因素影响：受本期公司产品买赠促销活动增加影响，毛利率同比下降1.28pcts；2) 成本因素影响：受市场行情波动影响，原材料采购成本下降，致使公司本期产品生产成本较上年同期有所下降，相应毛利率增加5.47pcts；3) 产品结构因素影响：受绿爱+、冠军宝贝、经典优选等奶粉系列产品销售比例下降影响，毛利率同比下降1.08pcts。

销售费用和管理费用刚性较强，导致全年净利润下降幅度较大

2016年，公司销售费用和管理费用分别为17.17亿和4.11亿，同比分别减少11.60%和5.10%，减速低于营收减速，导致公司营业利润同比减少956.08%。我们认为，主要是由于公司市场主要集中在三四线城市，费用投入以线下为主。公司线下母婴店数量约3万家，产生的进店费、促销费、人工费用等刚性较强，导致当营收下降较快时，费用无法快速降低。

16年底转回3亿递延所得税资产，未来如果重新确认可增加净利润

2016年四季度，公司基于谨慎性原则，对累计形成的递延所得税资产3亿元进行转回。导致年底递延所得税资产为2547.55万，环比减少2.83亿，进而导致公司所得税由2016年前三季度的-1.61亿突增至全年的1.48亿，影响净利润。我们认为，随着注册制实施，行业竞争有望趋缓，如果公司未来盈利能力改善，转回的递延所得税有望重新确认，从而进一步加大公司净利润弹性。

盈利预测与评级：

公司在元旦前后已经提交了第一批配方的注册申请，我们预计第一批配方注册结果最早有望于2017年6-8月份出台，公司成为第一批获得注册配方的企业可能性较大，届时渠道信心有望恢复，公司有望获得先发优势。同时，根据规定，注册制申请截止日期为2018年1月1日，在这之后没通过注册的奶粉将不允许在市场上销售，意味着目前市面上70%的品牌会被淘汰，公司有望因此受益。**我们预测2017/18/19年EPS分别为0.10/0.23/0.34元，目标价18元，维持“增持”评级**

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,764	3,381	4,247	5,198
同比增长	-39	22%	26%	22%
净利润(百万元)	-780.7	104	233	343
同比增长	-853%	N/A	123%	47%
摊薄每股收益(元)	-0.76	0.10	0.23	0.34
PE	-17.67	132.12	59.25	40.25
资料来源：Wind，太平洋证券				

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。